



ProventisPartners.

AVIS D'EQUITE – ZWAHLEN & MAYR S.A.

Evaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition de SITINDUSTRIE Suisse S.A. visant les actions en circulation de Zwahlen & Mayr S.A.

16 septembre 2025



AVIS D'EQUITE ZWAHLEN & MAYR S.A.

1	Introduction	3
2	Informations sur la société : Zwahlen & Mayr S.A.	9
3	Considérations de valorisation	16
4	Résultat de l'Avis d'Equité	29
5	Annexes	32

AVIS D'EQUITE ZWAHLEN & MAYR S.A.

1	Introduction	3
1.1	Situation initiale	
1.2	Mandat de Proventis Partners S.A.	
1.3	Notre approche	
1.4	Sources servant de base à la valorisation	
2	Informations sur la société : Zwahlen & Mayr S.A.	9
3	Considérations de valorisation	16
4	Résultat de l'Avis d'Equité	29
5	Annexes	32

SITUATION INITIALE

Contexte et présentation du mandat

Introduction et contexte

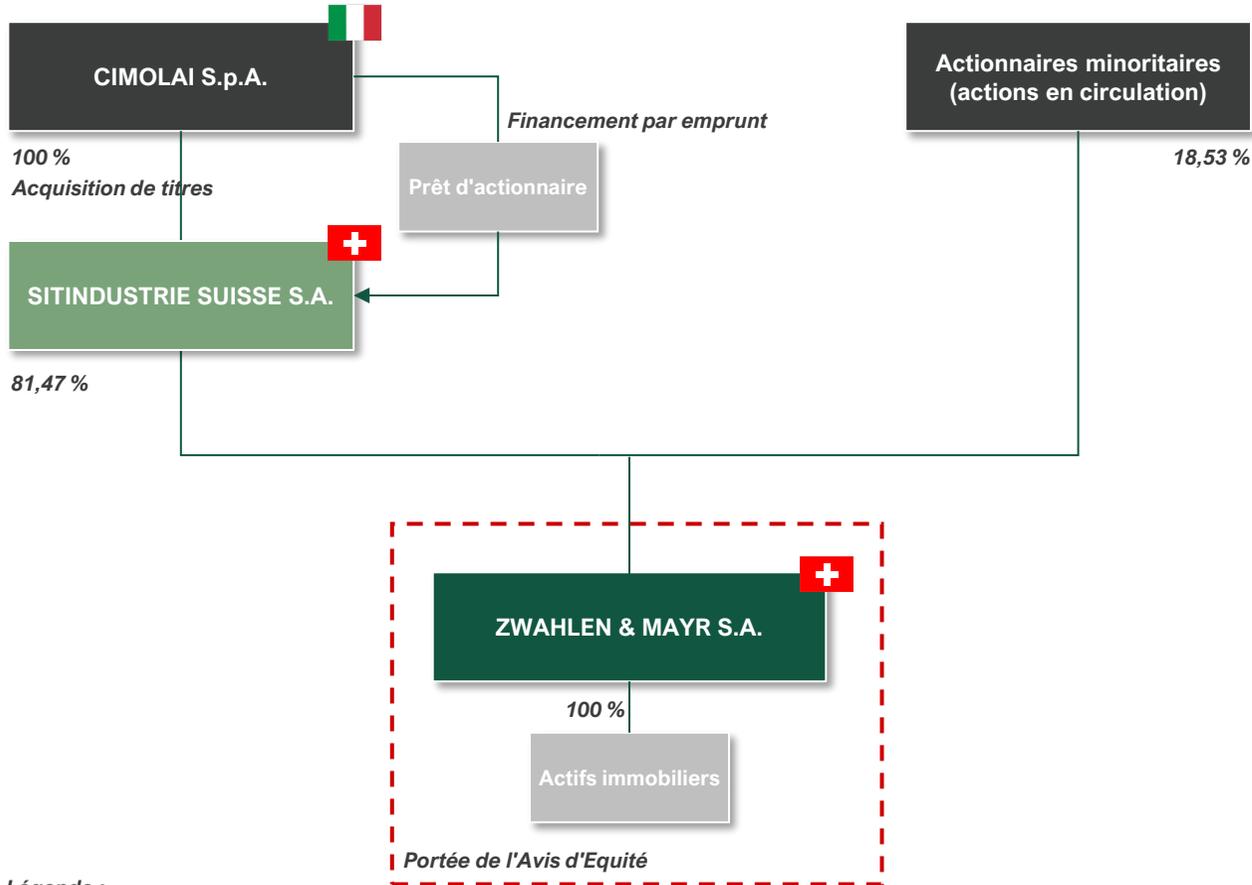
- Le 1^{er} décembre 2024, Zwahlen & Mayr S.A. (« ZM ») a publié une annonce *ad hoc* : « Vente potentielle de la participation de contrôle détenue indirectement par Cimolai S.p.A. (« Cimolai ») dans ZM, en exécution du concordat approuvé avec les créanciers – Octroi d'une période d'exclusivité à un acquéreur potentiel. »
- Cimolai, une société constituée selon le droit italien et ayant son siège à Rome, détient 100 % du capital social de SITINDUSTRIE Suisse S.A., société constituée selon le droit suisse et ayant son siège à Le Mont-sur-Lausanne. SITINDUSTRIE Suisse S.A. détient à son tour 81,47 % du capital social de ZM (la « Participation »). ZM a été informée que Cimolai a déposé une proposition de concordat avec abandon d'actifs devant le tribunal italien compétent, proposition qui a ensuite été approuvée. Afin de soutenir la liquidité nécessaire au maintien des activités principales de Cimolai, le plan approuvé prévoit notamment la cession de certains actifs non stratégiques, y compris la Participation. Par conséquent, Cimolai a lancé un processus de vente compétitif de sa Participation. Dans ce cadre, Cimolai a sélectionné Groupe Bader S.A., une société anonyme de droit suisse (« GBSA »), comme acquéreur potentiel et a conclu une lettre d'intention non contraignante concernant l'acquisition envisagée.
- GBSA a convenu d'un prix d'achat de EUR 20,9 Mio, comprenant :
 - (a) EUR 8,8 Mio pour la valeur des fonds propres de SITINDUSTRIE Suisse S.A., payable lors du closing de la transaction ; et (b) EUR 12,1 Mio en contrepartie du prêt actionnaires existant entre SITINDUSTRIE Suisse S.A. et Cimolai, payable dans les neuf mois suivant le closing et au plus tard le 31 décembre 2025. Conformément à la lettre d'intention, la réalisation de la transaction, sous réserve d'un audit de due diligence, était provisoirement attendue pour le 31 mars 2025. Après la signature, une déduction de CHF 900k du prêt actionnaires a été convenue entre le vendeur et GBSA, reflétant un incident de fraude dont ZM a été la partie lésée.
- Le prix d'achat convenu le 7 mars 2025 pour la participation de 81.47 % de SITINDUSTRIE Suisse S.A. dans ZM implique une valorisation d'environ CHF 10,3 Mio¹ pour 100 % de ZM, correspondant à CHF 147,1² par action ZM (« Prix d'Achat Convenu »).
- Le 7 mars 2025, Cimolai a conclu un contrat de vente et d'achat avec GBSA concernant l'acquisition potentielle de la Participation.
- Par une lettre de non-intervention datée du 3 avril 2024, la Commission des OPA a confirmé que, la vente de la Participation étant exécutée dans le cadre d'un concordat avec les créanciers, l'acquéreur de la Participation ne sera pas tenu de présenter une offre publique obligatoire pour les actions restantes de ZM conformément à l'article 135 al. 1 de la Loi sur l'infrastructure des marchés financiers (« LIMF »), en raison de l'application de l'article 136 al. 2 LIMF.
- Le 9 avril 2025, Cimolai et GBSA ont mené à bien et finalisé la vente indirecte de la Participation. Partant, GBSA est devenu l'actionnaire de SITINDUSTRIE Suisse S.A. et, indirectement, le détenteur de la Participation. Lors du closing, les membres actuels du conseil d'administration ont démissionné de leurs fonctions au sein du conseil de ZM.
- Le 13 mai 2025, ZM a convoqué une assemblée générale extraordinaire au cours de laquelle Jack Bader, Jessy Bader et Thierry Bader ont été élus membres du conseil d'administration de ZM, Jack Bader étant nommé Président. En outre, une majorité d'actionnaires a approuvé la radiation de ZM de la SIX Swiss Exchange.
- Le 18 septembre 2025, SITINDUSTRIE Suisse S.A. lancera son offre publique d'acquisition envisagée sur les actions en circulation de ZM (« Offre Publique d'Acquisition ») pour une contrepartie de CHF 147,1 par action (« Prix d'Offre »).

Source : communiqués de presse publiés par ZM ; remarque : 1. Sur la base d'un taux de change EUR/CHF de 0,96 au 7 mars 2025 ; 2. Valeur par action calculée sur la base de 70'200 actions diluées en circulation.

SITUATION INITIALE

Portée de l'Avis d'Equité

Périmètre de l'Avis d'Equité



Commentaire

- L'Avis d'Equité est strictement limité au champ d'application défini à gauche et considère exclusivement ZM comme une entité autonome.
- La valorisation exclut toute appréciation du prêt d'actionnaire entre SITINDUSTRIE Suisse S.A. et Cimolai et se concentre uniquement sur l'activité d'exploitation de ZM en tant qu'entreprise en activité, tout en tenant compte de la composante immobilière.

Légende :



Source : communiqués de presse publiés par ZM.

MANDAT DE PROVENTIS PARTNERS S.A.

Périmètre des travaux

Portée de notre mandat et clause de non-responsabilité

- Le conseil d'administration de ZM a mandaté Proventis Partners S.A. (« Proventis Partners ») pour évaluer la pertinence financière de l'Offre Publique d'Acquisition du point de vue des actionnaires minoritaires publics de ZM (« Avis d'Equité »).
- Le présent Avis d'Equité fournit une analyse indépendante de la valorisation de Zwahlen & Mayr S.A. Proventis Partners émet cet Avis d'Equité en tant que conseiller financier indépendant et perçoit des honoraires conformes aux pratiques du marché pour ses services. Proventis Partners ne perçoit aucune rémunération dépendant des déclarations contenues dans le présent rapport de valorisation et n'a pas droit à des honoraires de résultat si la transaction proposée est menée à bien.
- Le présent Avis d'Equité se limite à l'évaluation de l'adéquation financière de l'Offre Publique d'Acquisition. Proventis Partners a fondé son évaluation exclusivement sur les informations et les données fournies par ZM, sa direction et ses conseillers.
- Le mandat porte sur la valorisation des actions de ZM, mais exclut expressément le prêt d'actionnaire. Par conséquent, aucune évaluation n'a été effectuée concernant la recouvrabilité ou la valorisation du prêt d'actionnaire.
- L'Avis d'Equité est destiné uniquement au conseil d'administration de ZM dans le cadre de son processus décisionnel interne et de ses communications aux actionnaires en rapport avec l'Offre Publique d'Acquisition.
- Pour plus de clarté, l'Avis d'Equité évalue uniquement l'adéquation financière de l'Offre Publique d'Acquisition pour les actions en circulation de ZM cotées à la SIX Swiss Exchange.
- Le présent document peut être publié dans le cadre de l'Offre Publique d'Acquisition et peut être mentionné dans toute communication connexe destinée aux actionnaires ou aux autorités réglementaires. Toute utilisation à d'autres fins est interdite.
- Le présent Avis d'Equité ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics de ZM d'accepter ou de rejeter l'Offre Publique d'Acquisition. En outre, il n'évalue pas les éléments suivants :
 - Les modalités de paiement et autres conditions de l'offre envisagée.
 - Les implications juridiques et fiscales de la structure de la transaction.
 - Les conséquences pouvant découler de l'acceptation ou du rejet de l'offre envisagée.
 - La valeur future des actions de ZM.
- Proventis Partners n'a procédé à aucun audit légal ni à aucune forme de due diligence.
- Proventis Partners n'a aucune obligation de mettre à jour, de réviser ou de confirmer les informations contenues dans le présent document.
- Dans le cadre de la préparation du présent Avis d'Equité, Proventis Partners n'a reçu aucune rémunération subordonnée à des résultats de valorisation spécifiques.
- Proventis Partners est officiellement reconnue depuis 2016 par la Commission des OPA comme étant spécifiquement qualifiée pour émettre des Avis d'Equité dans le cadre d'offres publiques d'acquisition.
- Le présent Avis d'Equité est une traduction libre en français de la version originale rédigée en langue anglaise. En cas de divergence d'interprétation ou de contestation, la version anglaise prévaudra et seule cette dernière fera foi.

NOTRE APPROCHE

Aperçu des méthodes de valorisation appliquées

Approche et méthodologie

Hypothèses de base

- Afin d'évaluer l'adéquation financière de l'Offre Publique d'Acquisition, Proventis Partners a procédé à des considérations et analyses de valorisation exhaustives de ZM.
- L'objet de valorisation sous-jacent est ZM.
- La date de valorisation est le 16 septembre 2025.
- A la suite de l'Avis d'Equité, une fourchette de valorisation a été déterminée pour la valeur d'entreprise et la valeur nette de ZM. La fourchette obtenue pour la valeur implicite par action de ZM sert d'indication pour évaluer l'adéquation financière de l'Offre Publique d'Acquisition.
- La valorisation est basée sur une perspective autonome. Les synergies potentielles qu'un acheteur potentiel pourrait réaliser n'ont pas été prises en compte.
- Les effets possibles au niveau des actionnaires individuels, tels que les implications fiscales, n'ont pas non plus été pris en compte.

Méthodes de valorisation appliquées

- La fourchette de valorisation de ZM en tant que société, et la fourchette de valorisation par action qui en résulte, ont été principalement déterminées à l'aide d'une analyse des flux de trésorerie actualisés (« DCF ») et étayées par une évaluation immobilière indépendante réalisée par G. Vago Analyses Immobilières Sàrl (« G. Vago »), un expert indépendant en évaluation immobilière basé à Gland (VD), afin d'évaluer la valeur des biens immobiliers hors exploitation. Dans le cadre de l'analyse DCF, des analyses de sensibilité ont été réalisées en ajustant les principaux facteurs de valeur.
- Afin de valider les résultats de l'analyse DCF, d'autres méthodes de valorisation ont également été utilisées, notamment l'analyse de sociétés comparables, l'analyse de transactions comparables et l'analyse du cours de l'action.
- La valorisation DCF repose sur les hypothèses contenues dans le plan d'affaires de ZM (« Plan d'affaires »), qui a été préparé et validé par la direction de ZM et ses conseillers.
- Plusieurs conférences téléphoniques et réunions ont été organisées avec (les représentants de) la direction de ZM afin de valider les informations reçues et le Plan d'affaires.
- En outre, une visite des installations de production de ZM à Aigle (VD) a été effectuée le 10 juillet 2025.

SOURCES UTILISÉES COMME BASE POUR LA VALORISATION

Sources d'information prises en compte dans notre valorisation

Base de valorisation

Proventis Partners s'est appuyée sur les sources suivantes pour sa valorisation :

- Les informations publiques disponibles sur ZM pertinentes pour l'Avis d'Equité. Il s'agit notamment des rapports annuels audités par Forvis Mazars S.A. pour les exercices 2021A à 2024A, ainsi que des communiqués de presse.
- En outre, un factbook et une analyse indépendante de l'activité ont été préparés par KPMG et utilisés pour la valorisation.
- Les informations internes de ZM pertinentes pour l'Avis d'Equité, en particulier le Plan d'affaires à long terme pour les exercices financiers 2026P à 2030P et le budget de ZM pour l'exercice financier 2025B. Le Plan d'affaires a été préparé par la direction de ZM.
- Discussions et conférences téléphoniques avec la direction de ZM et ses représentants, axées sur la situation financière et les résultats, le développement commercial, l'environnement de marché actuel et futur, les moteurs de valeur et les hypothèses sous-jacentes du Plan d'affaires.
- Une évaluation distincte des biens immobiliers réalisée par G. Vago, un expert local indépendant en évaluation immobilière.
- Discussions et conférences téléphoniques avec (les représentants de) la direction de ZM concernant la stratégie, les initiatives prévues et les mesures à prendre conformément au Plan d'affaires, ainsi que des informations sur l'évolution du marché.
- Détails sur les éléments du bilan liés à la dette et aux équivalents de trésorerie.
- Données financières et relatives au marché des capitaux sur ZM et certaines sociétés comparables (sources principales : S&P Capital IQ).
- Données sur des transactions comparables dans le secteur (source : S&P Capital IQ).
- Lors de la préparation de l'Avis d'Equité, Proventis Partners a supposé que les informations financières et autres données relatives à ZM étaient exactes et complètes. Proventis Partners s'est appuyée sur ces informations sans assumer la responsabilité de vérifier de manière indépendante leur exactitude ou leur exhaustivité.
- La direction de ZM a confirmé à Proventis Partners qu'elle n'avait connaissance d'aucun fait ou circonstance susceptible de rendre les informations fournies incomplètes, inexactes ou trompeuses.
- Lors de la préparation du présent document, Proventis Partners a effectué une visite des bâtiments et installations de ZM.
- Les informations et les critères contenus dans le présent document sont basés sur la situation actuelle du marché, de l'entreprise et de l'économie au 16 septembre 2025. Les développements ultérieurs peuvent affecter les informations utilisées comme base pour le présent Avis d'Equité.
- Proventis Partners n'a aucune obligation de mettre à jour, de réviser ou de confirmer les informations contenues dans le présent document.

AVIS D'EQUITE ZWAHLEN & MAYR S.A.

1	Introduction	3
2	Informations sur la société : Zwahlen & Mayr S.A.	9
2.1	Informations générales sur la société	
2.2	Aperçu du marché	
2.3	Activités et produits	
2.4	Données financières historiques	
2.5	Immobilier	
2.6	Facteurs clés du Plan d'affaires	
3	Considérations de valorisation	16
4	Résultat de l'Avis d'Equité	29
5	Annexes	32

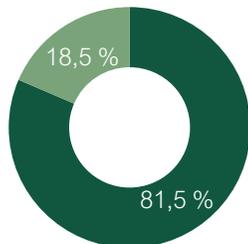
INFORMATIONS GÉNÉRALES SUR LA SOCIÉTÉ

Aperçu de Zwahlen & Mayr S.A.

Aperçu des activités

- Fondée en 1881 et basée à Aigle (VD) en Suisse, **Zwahlen & Mayr S.A.** opère dans deux secteurs principaux :
 - Tubes** – Production de tubes en acier inoxydable et en alliage de nickel (étirés, soudés, sans soudure), utilisés dans des applications telles que les échangeurs de chaleur, les condenseurs, les évaporateurs et les réchauffeurs d'eau d'alimentation dans des secteurs tels que l'automobile, la pneumatique et l'industrie pharmaceutique.
 - Construction** – Construction métallique, avec des contributions à des projets d'infrastructure majeurs, notamment des aéroports, des stades, des ponts et des bâtiments privés et publics.
- La société est cotée à la SIX Swiss Exchange depuis 1996 et affiche une capitalisation boursière de CHF 12,6 Mio au 16 septembre 2025, y compris les actions nominatives non cotées.
- Le 26 mars 2012, ZM a été indirectement acquise par Cimolai par le biais de son rachat de SITINDUSTRIE Suisse S.A.

Structure initiale de l'actionnariat de ZM



■ Sitindustrie Suisse S.A.²
■ Autres actionnaires

Conseil d'administration de ZM



Jack Bader, Président
(Co-CEO, GBSA)

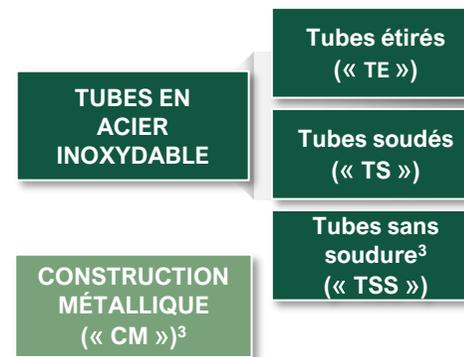


Thierry Bader, Directeur
(Chief Strategy Officer, GBSA)

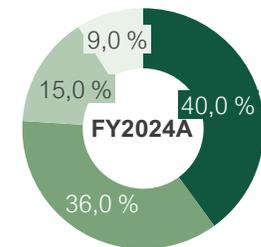


Jessy Bader, Directeur
(Co-CEO, GBSA)

Unités d'exploitation



Chiffre d'affaires par unité d'exploitation⁴

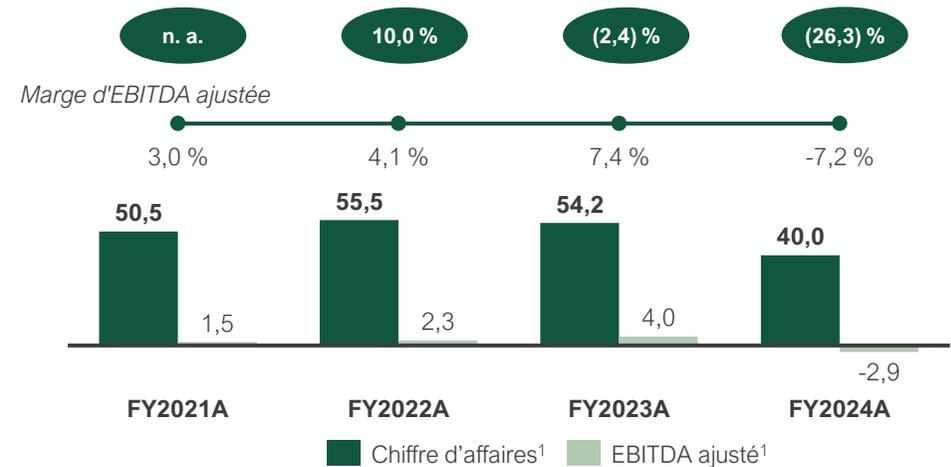


■ TE ■ TSS
■ TS ■ CM

Source : informations fournies par la société ; remarque : 1. Comptes de gestion ajustés du Financial Fact Book ; 2. Détenue à 100 % par la société Cimolai; 3. Activités abandonnées au cours de l'exercice 2024 ; 4. Non consolidé.

Principaux indicateurs financiers (en CHF Mio)

Croissance du chiffre d'affaires (en glissement annuel)



Marge d'EBITDA ajustée

3,0 % 4,1 % 7,4 % -7,2 %

FY2021A

FY2022A

FY2023A

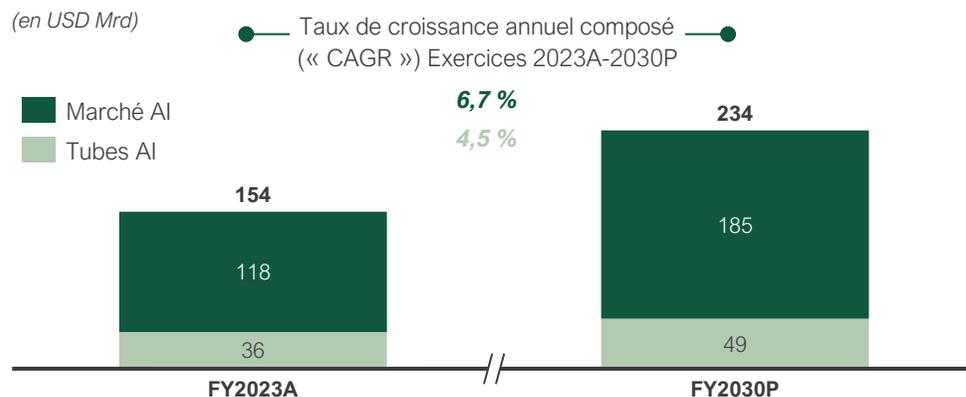
FY2024A

■ Chiffre d'affaires¹ ■ EBITDA ajusté¹

APERÇU DU MARCHÉ

Marchés de l'acier inoxydable et des tubes en acier inoxydable

Évolution du marché mondial de l'acier inoxydable et des tubes en acier inoxydable (en USD Mrd)



- La taille du marché mondial de l'acier inoxydable était estimée à USD 118 Mrd pour l'exercice 2023A et devrait croître à un taux de croissance annuel composé de 6,7 % entre l'exercice 2023A et l'exercice 2030P.
- La taille du marché mondial des tubes en acier inoxydable était estimée à USD 36 Mrd pour l'exercice 2023A et devrait croître à un taux de croissance annuel composé de 4,5 % entre l'exercice 2023A et l'exercice 2030P.

ZM applications des tubes

Produits métalliques	Légèreté, résistance à la corrosion et facilité d'installation
Produits chimiques et pétrochimiques	Pour le transport du pétrole et du gaz et pour la gestion thermique
Automobile et transport	Indispensable pour les systèmes d'alimentation en carburant, les joints, les freins et les groupes motopropulseurs
Infrastructures et construction	Utilisé pour les extérieurs de bâtiments, le mobilier urbain, les façades de bâtiments et les escaliers mécaniques extérieurs
Ingénierie électrique	Appareils et équipements, y compris les fils et les échangeurs de chaleur

Source : Grand View Research, Zion Market Research, Technavio, Informations accessibles au public.

Principaux moteurs du marché

Forte croissance et taille sous-jacentes du marché

- Le marché des tubes en acier connaît une croissance régulière grâce à l'industrialisation et à l'urbanisation mondiales, avec une forte demande dans les secteurs de la construction, de l'automobile ou du pétrole et du gaz.

Industrialisation rapide

- L'industrialisation rapide des économies émergentes et la demande croissante dans les secteurs de la construction et des infrastructures stimulent la demande supplémentaire.

Innovation disruptive dans le domaine du soudage

- Les innovations disruptives telles que le soudage par résistance électrique, le traitement des tubes sans soudure et l'adoption croissante des technologies numériques et de l'automatisation stimulent l'efficacité et la compétitivité sur le marché.

Vaste marché potentiel dans des secteurs partiellement prometteurs

- Les tubes en acier sont largement utilisés dans la construction pour les supports, les composants automobiles ou les oléoducs et gazoducs, appréciés pour leur polyvalence et leur résistance.

Priorité à la fabrication durable

- La fabrication durable et l'utilisation de matériaux recyclés sont en hausse, avec une demande croissante pour des tubes en acier légers et hautement résistants.

Priorité aux produits de haute qualité en Europe et en Amérique du Nord

- L'Asie-Pacifique domine grâce au développement des infrastructures, tandis que l'Amérique du Nord et l'Europe se concentrent sur les produits de haute qualité ; les économies émergentes offrent des opportunités de croissance pour les produits de haute qualité ZM.

Évolutions réglementaires et du marché

- Les changements réglementaires et la volatilité du marché constituent des défis, mais stimulent également l'innovation ; les marchés émergents offrent un potentiel de croissance important pour la pénétration des tubes en acier.

ACTIVITÉ COMMERCIALE ET PRODUITS

ZM exploite deux activités principales — les tubes en acier inoxydable et la construction métallique — principalement sur les marchés européens, qui représentent également ses perspectives de croissance les plus solides

Pourcentage du chiffre d'affaires



- Propre ligne de refendage de bobines
- Bandes formées dans le sens de la largeur et TIG¹ sur la longueur sans matériau d'apport
- Largement utilisé dans les échangeurs de chaleur, les condenseurs, les évaporateurs et les réchauffeurs d'eau d'alimentation pour les centrales électriques et les équipements industriels



- Offre un processus de fabrication entièrement interne.
- Couramment utilisé dans des applications de haute précision telles que les secteurs automobile, aérospatial et pharmaceutique.
- Les tubes sont soumis à un processus de redressage spécial afin d'obtenir une précision extrême, des tolérances dimensionnelles étroites et des surfaces ultra-lisses.

40 %

Tubes soudés
(« TS »)

36 %

Tubes étirés (« TE »)

ZM

Tubes sans soudure (« TSS »)

15 %

Construction métallique
(« CM »)

9 %

- Expertise dans la conception, l'ingénierie, la fabrication et l'installation de charpentes métalliques pour les structures commerciales et industrielles



- Amélioration de la gamme de produits et de la capacité de production
- Indispensable pour la manipulation de substances corrosives dans les usines chimiques, les raffineries de pétrole et les centrales électriques
- Une nouvelle usine installée en 2021 utilise des laminoirs à froid de type Pilger avec des systèmes de dégraissage des tubes, garantissant une structure granulaire fine et uniforme et un diamètre précis



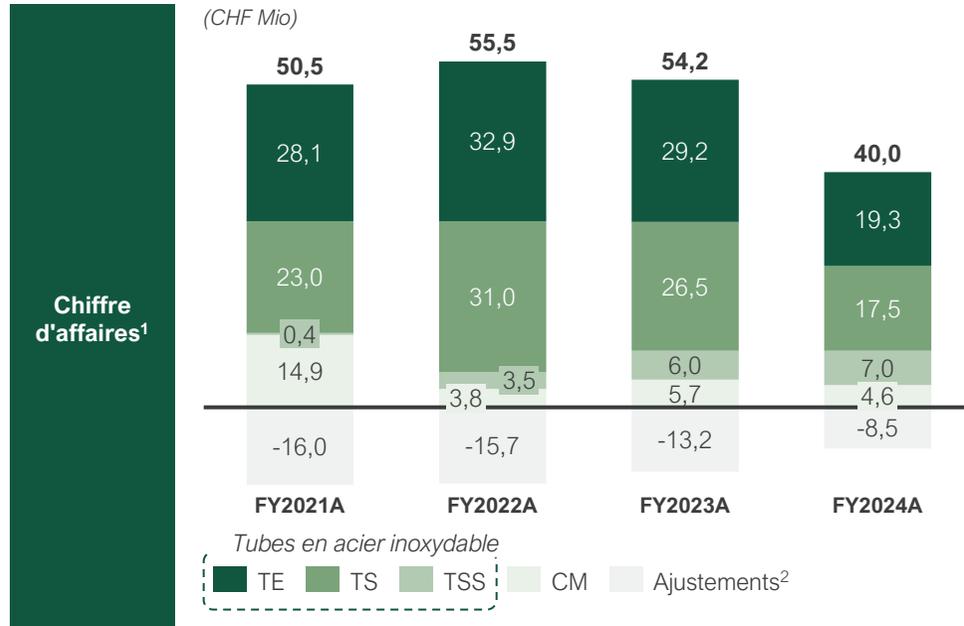
Activités abandonnées au cours de l'exercice 2025

Source : informations fournies par la société ; remarque: 1. Tungsten Inert Gas.

DONNÉES FINANCIÈRES HISTORIQUES

Des conditions macroéconomiques difficiles, combinées à un affaiblissement de la demande, ont entraîné une baisse du chiffre d'affaires au cours de l'exercice 2024A

Évolution des données financières historiques



Commentaires pour les exercices 2023A et 2024A

- Au cours de l'exercice 2023A, le chiffre d'affaires a diminué pour s'établir à CHF 54,2 Mio, soit une baisse de 2,4 %.

 - Tubes en acier inoxydable : cette baisse est principalement attribuable à un affaiblissement de la demande mondiale dans les segments TS et TE, tandis que le segment TSS, récemment lancé, a enregistré une croissance, soutenue par une augmentation des volumes et une amélioration des prix.
 - CM : malgré l'incertitude persistante dans le secteur de la construction, le segment CM a augmenté son chiffre d'affaires à CHF 5,7 Mio, grâce à la réalisation réussie de projets phares.
- Au cours de l'exercice 2024A, le chiffre d'affaires a diminué pour atteindre CHF 40,0 Mio, soit une baisse de 26,3 %.

 - Tubes en acier inoxydable : le chiffre d'affaires a nettement reculé, en raison d'une forte baisse des ventes de TS (-33,9 %) et de TE (-34,2 %) liée au ralentissement de la demande pharmaceutique après des stocks élevés en 2023. L'appréciation du franc suisse et la volatilité des matières premières ont aussi pesé sur la compétitivité et les marges, annulant la croissance de l'unité TSS.
 - CM : le chiffre d'affaires a reculé de CHF 5,7 Mio à 4,6 Mio en raison du report de projets importants. L'incertitude liée à la cession a aussi entamé la confiance des clients, compliquant l'obtention de nouvelles commandes.

- L'EBITDA pour l'exercice 2023A s'est élevé à CHF 4,0 Mio, soit une augmentation de 77 %.

 - Cette augmentation est principalement due à une réduction de 8,2 % des coûts des matières premières, les dépenses d'exploitation n'ayant augmenté que modérément, de 2,7 %.
- L'EBITDA pour l'exercice 2024A s'est élevé à CHF (2,9) Mio, soit une baisse de 172 %.

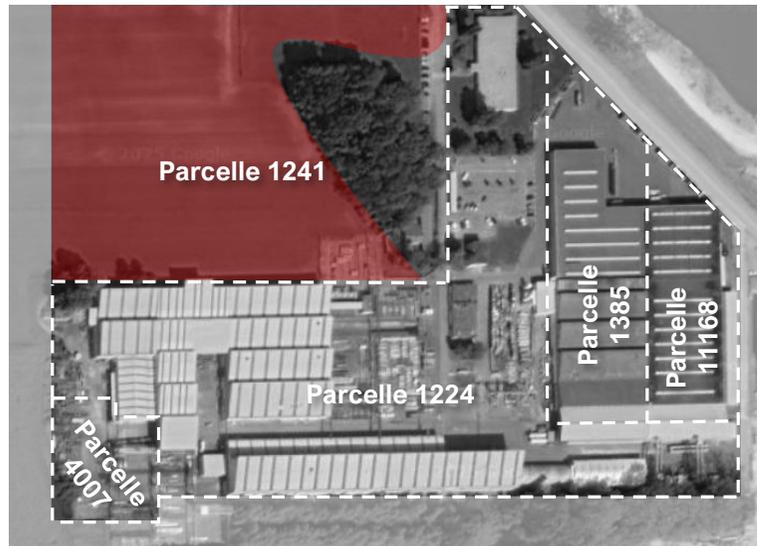
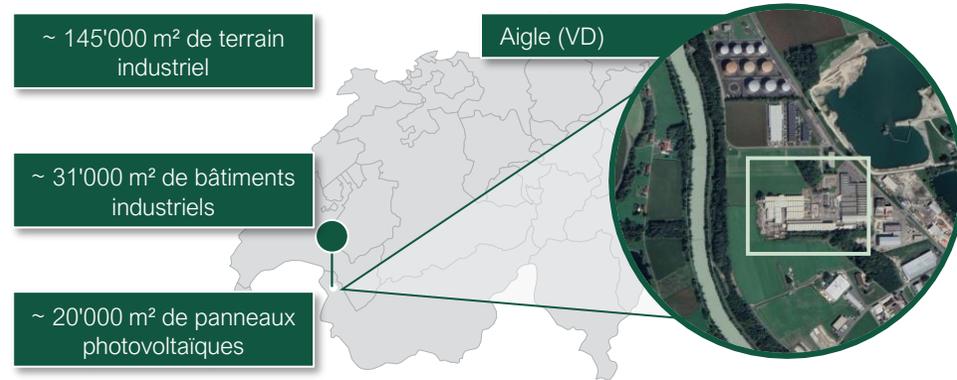
 - Cette forte baisse est principalement due à une chute de 26,3 % du chiffre d'affaires, aggravée par des coûts élevés des matières premières et du personnel, qui sont restés élevés par rapport à la baisse de la production de l'entreprise.

Source : Factbook de KPMG pour l'exercice 2024 ; remarque : 1. Comptes de gestion ajustés; 2. Comprend les ajustements I/C, les reclassements, les ajustements GAAP, les différences de rec. et les ajustements de gestion.

IMMOBILIER

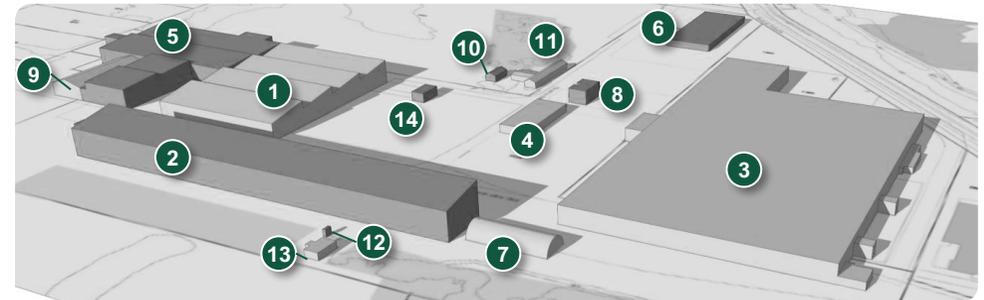
Terrain industriel de premier choix stratégiquement situé avec une utilisation polyvalente

Aperçu du site



Source : informations fournies par G. VAGO.

Aperçu des bâtiments concernés



#	Année de construction	Volume (m ³)	Utilisation immobilière par ZM en %
1	1964	52'227	100 %
2	1964	69'346	50 %
3	1965	147'979	100 %
4	1964	2'250	100 %
5	1965	52'201	50 %
6	1971	5'987	100 %
7	1989	2'171	*
8	1990	526	100 %
9	1988	5'760	50 %
10	1970	249	100 %
11	1970	1'200	100 %
12	n/a	n/a	*
13	n/a	n/a	*
14	2024	350	*
		340'246	

Hors exploitation

En exploitation

MOTEURS DU PLAN D'AFFAIRES

Malgré un environnement difficile, ZM est bien positionnée pour accélérer stratégiquement au sein de GBSA en réalisant des synergies et en libérant de la valeur dans ses divisions TE et TS, ainsi que dans son immobilier

Principaux moteurs du Plan d'affaires

1

Accélération et concentration rationalisée sur TE & TS

- La réduction du nombre de divisions de ZM de quatre à deux devrait rationaliser l'exploitation et générer des gains d'efficacité opérationnelle, réduire les frais généraux et optimiser l'utilisation de l'espace physique de la société.
- Étant donné que TS constitue la base de TE, l'intégration des deux divisions devrait générer d'importantes synergies d'exploitation et créer des opportunités de gains d'efficacité.

2

Réalisation de synergies au sein de GBSA

- Le nouveau propriétaire, GBSA, est actif dans le recyclage des composants en acier et des matériaux de récupération. Compte tenu des activités principales de la société dans le domaine de la transformation de l'acier inoxydable, GBSA pourrait servir à la fois de fournisseur et d'acheteur de ferraille, ce qui permettrait de dégager des synergies tout au long de la chaîne de valeur.

3

Libérer de la valeur dans l'immobilier

- Les activités de la société sont situées sur un site de grande taille à Aigle (VD) s'étendant sur plus de 145'000 m², dont seule une partie est actuellement utilisée à des fins d'exploitation.
- Sous sa nouvelle direction, avec des activités rationalisées en deux unités commerciales principales et une empreinte d'exploitation allégée, l'entreprise est bien placée pour exploiter la valeur des terrains inutilisés et des bâtiments sous-utilisés, offrant ainsi des opportunités intéressantes pour la réalisation de valeur future¹.

4

Engagée dans la réduction des émissions de carbone

- En réponse à la hausse des coûts énergétiques et à l'incertitude géopolitique, ZM a investi de manière proactive dans l'installation de panneaux solaires sur site.
- Avec plus de 20'000 m² de panneaux solaires installés, générant 1,1 GWh (exercice 2024A) et 2,0 GWh (exercice 2023), ZM exploite l'une des plus grandes installations photovoltaïques de la région, ce qui lui permet de réduire ses coûts énergétiques d'exploitation.



AVIS D'EQUITE ZWAHLEN & MAYR S.A.

1	Introduction	3
2	Informations sur la société : Zwahlen & Mayr S.A.	9
3	Considérations de valorisation	16
3.1	Méthodologie	
3.2	Analyse DCF	
3.3	Évaluation immobilière	
3.4	DCF avec ajustement des actifs hors exploitation	
3.5	Analyse de sociétés et de transactions comparables	
3.6	Analyse du cours de l'action	
4	Résultat de l'Avis d'Equité	29
5	Annexes	32

MÉTHODOLOGIE (1/2)

Aperçu des différentes méthodes de valorisation appliquées

Méthode de valorisation basée sur les revenus

Analyse des flux de trésorerie actualisés (« DCF »)

- L'analyse DCF est l'une des méthodes de valorisation les plus reconnues basées sur les valeurs de revenu. Les principes fondamentaux de cette méthode de valorisation sont expliqués plus en détail dans les pages suivantes.
- La méthode DCF projette les flux de trésorerie disponibles futurs (« FCF ») et les actualise à leur valeur actuelle en utilisant le coût moyen pondéré du capital (« WACC »). Elle permet de déterminer la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Méthode de valorisation fondée sur le marché

Analyse de l'évolution historique du cours de l'action

- Afin d'évaluer la valeur de marché de ZM avant la date de valorisation, nous avons analysé l'évolution du cours de l'action au cours des douze mois précédents. De plus, des indicateurs clés tels que les volumes échangés et la liquidité ont été intégrés dans l'analyse.

Analyse des comparables en matière de négociation et de transaction

- Les valorisations de marché de sociétés cotées comparables (multiples boursiers) ainsi que les transactions comparables (multiples de transaction) ont été analysées. Cette méthode exige un degré élevé de comparabilité entre ZM et les sociétés de référence sélectionnées ainsi que les transactions réalisées. Un aperçu des sociétés et transactions comparables identifiées est présenté aux annexes 2 et 3.

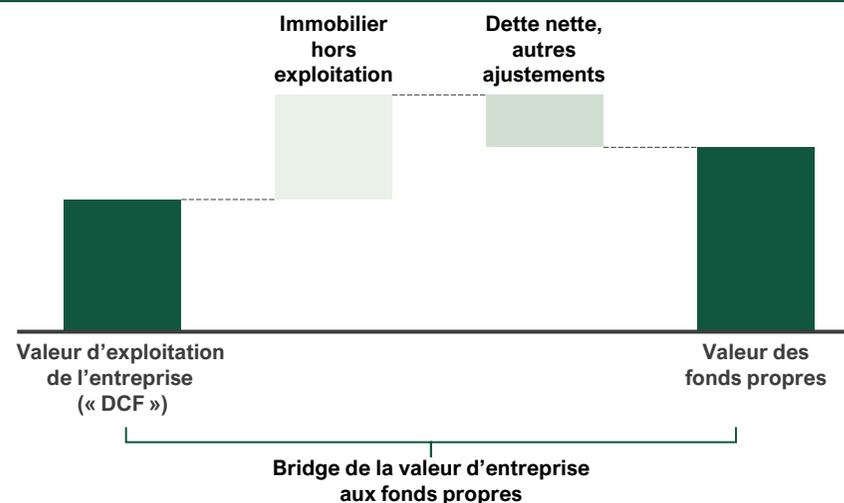
Analyse des primes de rachat sur la base du cours moyen pondéré en fonction du volume sur 60 jours (« VWAP »)¹

- Dans le cadre de cette analyse, les primes d'offre issues de certaines OPA publiques précédentes en Suisse ont été examinées.

DCF avec ajustements des actifs hors exploitation

- Dans le cadre de la valorisation de ZM, l'approche DCF a été appliquée et ajustée pour tenir compte des actifs hors exploitation et d'autres ajustements, car elle permet de refléter de manière appropriée la valeur attribuable aux biens immobiliers sous-jacents.
- En conséquence, la valeur de l'activité d'exploitation a été déterminée à l'aide d'une méthode DCF, qui estime la valeur intrinsèque des activités principales de ZM. Les biens immobiliers ont été évalués séparément par G. Vago, un expert indépendant en évaluation immobilière, à l'aide d'une approche basée sur le marché, en appliquant des taux de capitalisation boursière aux revenus locatifs nets. Cette évaluation séparée garantit que les actifs hors exploitation sont correctement pris en compte, indépendamment des performances d'exploitation de la société.

Illustration – Ajustement pour les biens immobiliers hors exploitation



MÉTHODOLOGIE (2/2)

Calcul de la valeur des fonds propres par action

Remarques générales

- La principale méthode utilisée pour déterminer la juste valeur des fonds propres des activités de ZM est l'analyse DCF, une approche de valorisation basée sur les bénéfices qui prend en compte un large éventail de facteurs spécifiques à la société.
- Compte tenu du rôle important de l'immobilier dans le périmètre de la transaction, une évaluation distincte des actifs immobiliers a été réalisée et reflétée dans le tableau de passage à la valeur des fonds propres en tant qu'actifs hors exploitation.
- L'évaluation immobilière a été réalisée par G. Vago, un tiers indépendant, et la méthodologie est détaillée dans les pages suivantes.
- Les hypothèses clés sous-jacentes au Plan d'affaires fourni par la direction de ZM ont été examinées afin d'en vérifier la plausibilité. A cette fin, des discussions ciblées ont été menées avec la direction et ses représentants, et les hypothèses ont été comparées aux résultats historiques de ZM, à l'évolution historique et prévue du marché et aux références du secteur.
- Afin de vérifier davantage la plausibilité des résultats de l'analyse DCF, plusieurs méthodes de valorisation basées sur la valeur de marché ont été appliquées.
- La date de valorisation est le 16 septembre 2025.
- Les chiffres figurant dans le présent rapport ont été arrondis pour plus de clarté et les totaux peuvent différer en raison des arrondis.

Calcul de la valeur des fonds propres et du nombre d'actions en circulation

- Les méthodes de valorisation mentionnées à gauche ont été appliquées pour déterminer la valeur d'entreprise (« EV ») de ZM. La valeur des fonds propres a ensuite été calculée en déduisant la dette nette et autres ajustements, puis en rajoutant les actifs hors exploitation, tels que les biens immobiliers.
- La valeur des fonds propres par action ZM a été obtenue en divisant la valeur des fonds propres par le nombre d'actions ZM en circulation, réparties en actions au porteur cotées et en actions nominatives non cotées. Toute dilution potentielle résultant d'instruments dilutifs tels que les unités d'actions restreintes (« RSU »), les unités d'actions liées à la performance (« PSU ») et les plans d'options sur actions des employés (« ESOP ») a été prise en compte. Cette valorisation s'appuie sur les informations fournies par la direction de ZM et les rapports annuels disponibles.
- Le tableau ci-dessous présente le calcul du nombre d'actions diluées en circulation au 16 septembre 2025.
- Tous les autres calculs sont basés sur le nombre exact d'actions diluées en circulation (voir tableau ci-dessous).

Calcul des actions diluées en circulation

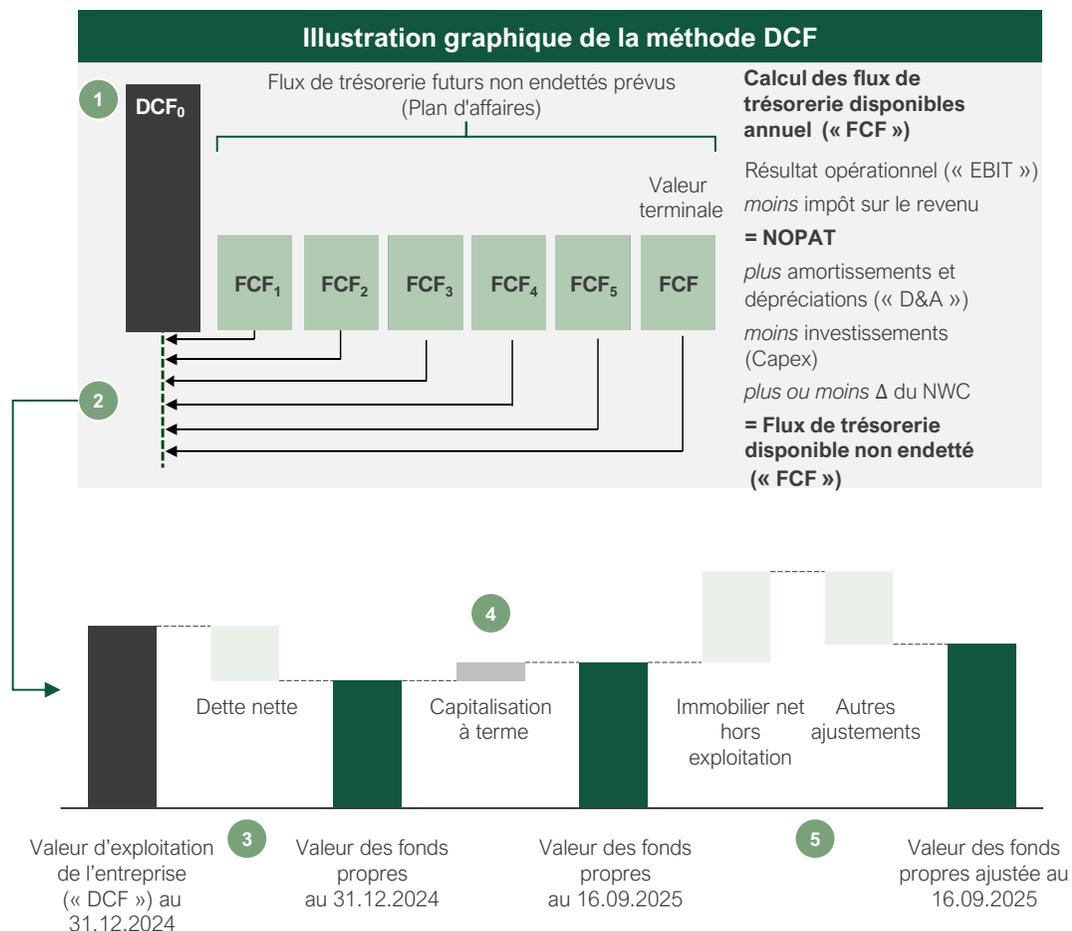
	Nombre d'actions
Actions au porteur cotées	40'200
Actions nominatives non cotées	30'000
Actions en circulation	70'200
Dilution (RSUs, PSUs and ESOPs)	-
Nombre dilué d'actions en circulation	70'200

ANALYSE DCF (1/5)

Aperçu général de la méthode de valorisation DCF

Fondement théorique

- 1 L'analyse DCF repose sur les flux de trésorerie disponibles (« FCF ») prévus à l'avenir avant activités de financement. Dans le cadre de l'analyse DCF, les flux de trésorerie disponibles pour rémunérer à la fois les apporteurs de fonds propres et les créanciers sont examinés.
 - Les FCF ont été déterminés sur la base du Plan d'affaires élaboré par la direction de ZM. Ils résultent de la somme des contributions aux résultats, ajustées du risque, propres à chaque division. Ces contributions sont consolidées au niveau de l'entreprise et diminuées des coûts supportés par le siège du groupe ou non autrement alloués. En tenant compte des investissements prévus et des variations du besoin en fonds de roulement, le FCF ajusté du risque est ainsi déterminé.
 - Le schéma à droite illustre l'approche générale utilisée pour calculer le FCF annuel, en partant du résultat opérationnel (« EBIT »).
 - Pour l'analyse DCF, le Plan d'affaires couvrant les exercices 2025B à 2030P a servi de base. En complément, une hypothèse relative au FCF de long terme au-delà de la période de planification explicite a été appliquée pour déterminer la valeur terminale. Celle-ci a été calculée à l'aide du modèle de croissance de Gordon, en supposant un taux de croissance perpétuel et en l'actualisant avec le WACC.
 - Les flux de trésorerie ainsi obtenus sont actualisés au 31 décembre 2024, date de référence financière, en utilisant le WACC afin de refléter la valeur actuelle ainsi que les risques inhérents à l'activité sous-jacente.
- 2 Le WACC reflète les attentes de rendement des apporteurs de fonds propres et de capitaux empruntés. Le coût des fonds propres est déterminé au moyen du Capital Asset Pricing Model (« CAPM »). Les hypothèses sous-jacentes au calcul du WACC de ZM sont présentées aux pages suivantes ainsi qu'à l'annexe 1.1.
- 3 La dette nette au 31 décembre 2024 est ensuite déduite de la valeur d'exploitation de l'entreprise, ce qui aboutit à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2024.
- 4 La valeur des fonds propres est ensuite capitalisée au coût des fonds propres de la société jusqu'au 16 septembre 2025.
- 5 Afin d'obtenir la valeur des fonds propres ajustée à la date de valorisation, le 16 septembre 2025, l'immobilier net hors exploitation a été ajouté et d'autres ajustements ont été déduits.



ANALYSE DCF (2/5)

Calcul du coût moyen pondéré du capital (« WACC »)

Calcul du WACC¹

Coûts des fonds propres

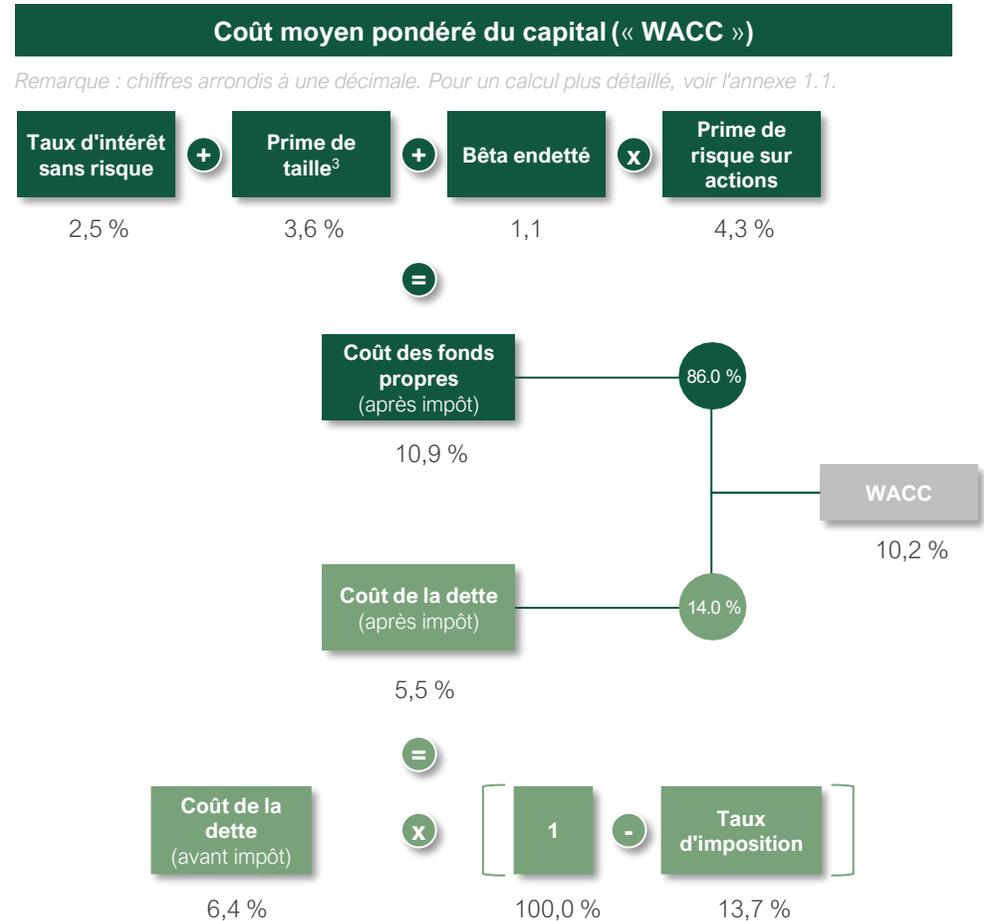
- **Taux d'intérêt sans risque** : comme ZM réalise une part importante de son chiffre d'affaires hors de Suisse, un taux d'intérêt sans risque pondéré en fonction du chiffre d'affaires a été déterminé sur la base du rendement actuel des obligations d'État à 10 ans correspondantes².
- **Prime de taille** : une prime de taille moyenne de 3,6 %³ a été ajoutée.
- **Bêta** : le bêta désendetté a été déterminé sur la base d'un bêta sectoriel dérivé d'un groupe de pairs défini (voir annexe 1.2 pour plus de détails) et s'élevait à 0,98. La médiane du bêta désendetté a ensuite été « relevée » et ajustée en fonction de la structure cible du capital de ZM, ce qui a abouti à un bêta « endetté » de 1,1.
- **Prime de risque sur actions (« ERP »)**⁴ : une prime de risque sur les actions de 4,3 % a été appliquée.

Coût de la dette

- **Coût de la dette (avant impôt)** : le coût de la dette avant impôt a été déterminé sur la base de la moyenne du secteur de 59 sociétés comparables⁵, reflétant les conditions de financement typiques du secteur.
- **Taux d'imposition** : un taux d'imposition de 13,7 % a été appliqué pour le calcul du coût de la dette après impôt, ce qui correspond au taux d'imposition effectif statutaire de ZM pour l'exercice 2024A.

Structure financière cible

- D'après les discussions avec la direction de ZM, la structure financière cible à long terme devrait rester stable, à des niveaux proches des niveaux actuels, avec un ratio de fonds propres d'environ 86 % et un ratio d'endettement (portant intérêt) d'environ 14 %. Le ratio d'endettement est resté relativement stable au cours des trois dernières.



Source : Damodaran; J.P. Harrington, C. Nunes, A. Aboulamer "Valuation Handbook – International guide to cost of capital", 2023 Summary Edition; remarques : 1. Informations complémentaires dans l'annexe 1.1 ; 2. Calcul pondéré par le chiffre d'affaires basé sur trois régions principales : Allemagne, Suisse et Italie. 3. La prime de taille appliquée représente la moyenne de la fourchette indiquée par Harrington *et al.* (2023) ; 4. Définition de l'ERP selon Damodaran dans l'annexe 1.1 ; 5. Représente le groupe de pairs du secteur tel que déterminé par Damodaran.

ANALYSE DCF (3/5)

Hypothèses du Plan d'affaires

Hypothèses du Plan d'affaires

Remarque générale

- La valorisation repose sur le Plan d'affaires établi par la direction de ZM pour la période 2025B–2030P. La plausibilité des hypothèses a été vérifiée au moyen de discussions avec la direction, ses conseillers et KPMG (auteur du factbook et de la revue indépendante d'entreprise), ainsi que par comparaison avec les résultats pro forma historiques de ZM.
- Un taux d'imposition effectif de 13,7 % est supposé pour toute la période de prévision, conformément aux taux d'imposition effectifs observés historiquement.
- Il en résulte les hypothèses suivantes concernant le Plan d'affaires.

Hypothèses principales (chiffre d'affaires et valeur de production)

Exercices 2025B – 2030P

- Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 7,8 % est prévue sur la période du Plan d'affaires, portée par la qualité des produits de ZM et sa position unique parmi les rares acteurs capables de répondre à de telles normes. En conséquence, les divisions TE et TS devraient retrouver des niveaux de chiffre d'affaires comparables à ceux des exercices 2021 et 2022A.
- Suite à la décision stratégique de la nouvelle direction de concentrer l'activité sur les divisions TE et TS, les prévisions portent exclusivement sur ces deux segments, chacun ayant fait l'objet de projections distinctes et contribuant à la performance globale de ZM.
- TE devrait légèrement dépasser TS en termes de chiffre d'affaires. Les prévisions de volumes et les hypothèses de prix ont été discutées avec la direction et comparées aux niveaux historiques. Le principal moteur de croissance est l'unité TE, dont les volumes devraient croître avec un taux de croissance annuel composé (« TCAC ») d'environ 10 % sur la période, portée par la demande du marché et le retour aux niveaux de production historiques. TS devrait progresser avec un TCAC d'environ 5 % sur la même période.

Les deux autres divisions, TSS et CM, n'ont pas fait l'objet de prévisions, car la direction, sous le nouveau propriétaire, a décidé de stopper ces activités. Par conséquent, aucune prévision n'a été incluse dans le Plan d'affaires actuel.

Marge sur coûts variables (exercices 2025B – 2030P)

- La marge sur coûts variables représente le revenu résiduel obtenu en soustrayant le total des coûts variables de la valeur totale de production.
- La marge sur coûts variables moyenne sur la période de prévision s'élève à environ 30 % (historiquement¹ environ 25 %). Sur une base pro forma, elle passe d'environ 19 % à l'exercice 2025B à environ 34 % au cours de l'exercice 2030P.
- L'augmentation de la marge au cours de la période couverte par le Plan d'affaires est principalement due à l'accent mis sur l'amélioration de l'efficacité d'exploitation des deux unités commerciales restantes, associée à (i) des économies de coûts en matière de frais de personnel, qui devraient légèrement diminuer tant en termes d'effectifs absolus que de pourcentage de la valeur de production². Si les coûts externes (y compris les matières premières, les sous-traitants et autres dépenses directes) devraient augmenter en valeur absolue, leur croissance devrait être plus lente que celle du chiffre d'affaires, car ZM prévoit de pouvoir répercuter partiellement ces augmentations de coûts sur ses clients.

EBITDA (exercices 2025B – 2030P)

- Sur la période de prévision, l'EBITDA devrait rester négatif au cours de l'exercice 2025 et reculer encore en valeur absolue avant de redevenir positif pour la première fois à l'exercice 2026P. A partir de là, la marge EBITDA devrait progressivement augmenter, passant d'environ 4 % (exercice 2026P) à environ 8 % du chiffre d'affaires à l'horizon de l'exercice 2030P.

Source : informations de gestion, factbook de KPMG pour l'exercice 2024 ; remarque : 1. Exercices 2021A-2024A 2. Valeur totale des biens et services produits, y compris les produits semi-finis et finis ainsi que les autres revenus.

ANALYSE DCF (4/5)

Hypothèses du Plan d'affaires

Hypothèses du Plan d'affaires

Dépenses d'investissement (« Capex »), amortissements et dépréciations et NWC (exercices 2025B – 2030P)

- Au cours de la période de prévision, les dépenses d'investissement devraient progressivement augmenter de 0,5 % à environ 2,5 % de la valeur de production. A titre de comparaison, les Capex se sont établis en moyenne à 3,7 % de la valeur de production sur la période allant des exercices 2021A à 2024A.
- Les amortissements sont projetés à un niveau supérieur aux investissements, reflétant principalement la décision stratégique de la direction de limiter les Capex afin de préserver la liquidité et d'alléger la pression sur les flux de trésorerie.
- L'évolution du besoin en fonds de roulement (« NWC ») est fondée sur les attentes de la direction au cours de la période de prévision. En moyenne, le NWC (incluant le NWC opérationnel et les autres éléments de NWC) devrait représenter 47,1 % de la valeur de production (moyenne sur la période de prévision). A titre de comparaison, les niveaux historiques se sont établis à 49 % sur la période allant des exercices 2021A à 2024A.

ANALYSE DCF (5/5)

Considérations relatives à la valorisation

Valorisation de ZM

Approche générale

- L'analyse DCF, fondée sur le Plan d'affaires fourni par la direction, a été utilisée comme méthode de valorisation principale pour évaluer la valeur d'exploitation de ZM. Toutefois, elle ne doit pas être considérée comme la seule base de détermination de la valeur d'entreprise (« EV ») et de la valeur des fonds propres de l'ensemble de la société. Le périmètre de la transaction comprend également un important immobilier hors exploitation, qui est exclu de l'analyse DCF mais intégré dans le bridge de la valeur d'entreprise aux fonds propres (voir p. 24/25 pour plus de détails).

Hypothèses de valorisation

- Date de valorisation : 16 septembre 2025
- Devise : CHF
- Dette nette au 31.12.2024 : CHF 5,9 Mio
- WACC : 10,2 %
 - Taux d'intérêt sans risque : 2,5 %
 - Coût des fonds propres (après impôt) : 10,9 %
 - Coût de la dette (après impôt) : 5,5 %
 - Ratio D/C : ~16 %
- Nombre d'actions en circulation (« NOSH ») : 70'200
- Croissance du chiffre d'affaires jusqu'à l'exercice 2030P : 7,8 % TCAC
- Taux de croissance à l'infini (« TV ») : 2,0 %
- Marge sur coûts variables (exercices 2025B – 2030P) : 30,7 %
- Taux d'imposition effectif : 13,7 %
- Capex (exercices 2025B – 2030P) : partant de 0,5 % et augmentant progressivement jusqu'à environ 2,5 % de la valeur de production.
- NWC moyen consistant de (2025B – 2030P) : 47,1 % de la valeur de production

Résultats DCF

- L'analyse DCF aboutit à une valeur d'entreprise (« EV ») de CHF 5,1 Mio pour l'activité d'exploitation à la date de référence financière du 31 décembre 2024. Celle-ci se décompose en la somme de la valeur actuelle (« PV ») des FCF de CHF (2,7) Mio et de la valeur actuelle de la valeur terminale (« TV ») de CHF 7,8 Mio (soit 153 % de l'EV totale), calculée à l'aide du modèle de croissance de Gordon, en appliquant un taux de croissance terminal de 2,0 % et un WACC de 10,2 %.
- Afin de déterminer la valeur des fonds propres au 31 décembre 2024, la dette nette de CHF 5,9 Mio a été déduite, ce qui aboutit à une valeur des fonds propres de CHF (0,8) Mio. Cette valeur a ensuite été capitalisée (« forward compounding ») au coût des fonds propres de 10,9 % pour déterminer la valeur des fonds propres à la date de valorisation, le 16 septembre 2025, aboutissant à une valeur de CHF (0,9) Mio.

Calcul de la valeur de l'activité d'exploitation de ZM

Bridge de la valeur d'entreprise aux fonds propres	CHF Mio
Somme de la valeur actuelle des FCF	(2,7)
Valeur actuelle de la valeur terminale	7,8
Valeur d'entreprise (« EV ») des activités d'exploitation au 31.12.2024	5.1
Dette nette au 31.12.2024	(5,9)
Valeur des fonds propres au 31.12.2024	(0,8)
Valeur des fonds propres au 16.09.2025	(0,9)

EVALUATION IMMOBILIÈRE

En raison de l'importance de l'immobilier, une évaluation détaillée a été réalisée par un expert immobilier local indépendant

Hypothèses de valorisation de l'immobilier détenu par ZM

Evaluation immobilière indépendante par G. Vago

- Compte tenu de la contribution significative de l'immobilier à l'activité et à la valeur totale de ZM, une évaluation indépendante a été réalisée par G. Vago, expert immobilier local expérimenté dans le canton de Vaud.
- L'analyse immobilière a couvert les actifs existants (bâtiments, extérieurs, parkings, surfaces mixtes) et les terrains non utilisés à potentiel de développement. La valeur a été estimée par capitalisation des loyers nets de marché, en tenant compte des coûts de démolition, reconstruction et relocation, ainsi que des passifs environnementaux potentiels (provisions pour pollution et indemnités liées au système photovoltaïque).

Potentiel de développement

- Une parcelle de terrain non développée sur le site de ZM offre un potentiel de développement futur. G. Vago a évalué son potentiel de valeur à CHF 15,9 Mio, sur la base d'une analyse pondérée de différents scénarios de développement.

Distinction entre les biens immobiliers d'exploitation et les biens immobiliers hors exploitation

- Il était essentiel de distinguer clairement les biens immobiliers directement utilisés par la société propriétaire et les biens immobiliers hors exploitation, tels que les bâtiments loués à des tiers ou qui ne sont plus adaptés à leur usage, afin d'évaluer avec précision la valeur totale de la société et de ses fonds propres.

Déductions

- G. Vago a identifié un risque potentiel de pollution lié aux activités sidérurgiques de ZM. Sur la base de cas comparables dans la région, une provision de CHF 6,5 Mio a été prévue pour une éventuelle remise en état environnementale.

- En outre, G. Vago a estimé à CHF 3,3 Mio l'impact négatif lié au démontage du système photovoltaïque, qui couvre plus de 20'000 m². Plusieurs toits n'ont pas la durée de vie restante nécessaire pour respecter l'accord d'installation photovoltaïque.

Résumé

- La valeur brute de l'immobilier est estimée à CHF 35,4 Mio. Après déductions totales de CHF 9,9 Mio, la valeur nette de l'immobilier s'élève à CHF 25,5 Mio. De ce montant est déduite la valeur de l'immobilier net d'exploitation, déjà reflétée dans l'« EV » et fondée sur l'utilisation opérationnelle actuelle et prévue. Cette partie d'exploitation est valorisée à CHF 8,1 Mio¹. Par conséquent, la valeur de l'immobilier net hors exploitation est estimée à CHF 17,4 Mio¹.

Évaluation immobilière

Élément	CHF Mio
Surfaces intérieures	15,0
Surfaces extérieures	0,9
Places de stationnement	3,5
Potentiel de développement (valeur) des terrains inutilisés	15,9
Valeur brute de l'immobilier	35,4
Provision pour « décontamination » en raison de la pollution du sol	(6,5)
Coûts d'indemnisation pour le démontage des installations photovoltaïques	(3,3)
Valeur nette totale de l'immobilier	25,5
Dont immobilier d'exploitation ¹	8,1
Dont immobilier hors exploitation ¹	17,4

Remarque : 1. Se référer à l'annexe 6 pour plus de détails.

DCF AVEC AJUSTEMENT DES ACTIFS HORS EXPLOITATION

La méthode de valorisation principale indique une valeur estimée par action comprise entre CHF 98,4 et CHF 147,6

Hypothèses et explications

- Afin d'évaluer correctement la valeur des fonds propres, la valorisation DCF a été ajustée pour refléter les actifs hors exploitation. Cette approche prend en compte (i) la valeur de l'activité d'exploitation, déterminée par une analyse DCF reflétant la valeur intrinsèque des opérations principales et (ii) la valeur des actifs immobiliers hors exploitation, évalués séparément.
- Comme ZM ne paie pas de loyer pour ses locaux, seule la partie hors exploitation de l'immobilier a été réintégrée au titre des « ajustements d'actifs hors exploitation ».
- Afin de déterminer la valeur des fonds propres ajustée de ZM, des déductions ont été opérées au titre de la provision environnementale pour risque de pollution, du coût estimé de désinstallation du système photovoltaïque, des coûts de restructuration exceptionnels ainsi que de la provision anticipée liée au cas de fraude. Ces informations étant devenues connues après la date de clôture (31.12.2024), elles ont donc été déduites à la date de valorisation.

Résultats

- L'analyse DCF a abouti à une valorisation des fonds propres de ZM au 16 septembre 2025 de CHF (0,9) Mio.
- Pour déterminer la valeur des fonds propres ajustée de ZM, la valeur de l'immobilier net hors exploitation, s'élevant à CHF 17,4 Mio, a été ajoutée. Des déductions ont été opérées au titre d'une provision combinée de CHF 6,9 Mio pour la dépollution environnementale et la désinstallation du système photovoltaïque, d'une provision supplémentaire de CHF 0,9 Mio liée au cas de fraude ainsi que d'une déduction de CHF 0,1 Mio pour des coûts de restructuration exceptionnels. Il en résulte une valeur des fonds propres ajustée de CHF 8,6 Mio. La valeur des fonds propres ajustée a ensuite été divisée par le nombre d'actions en circulation (« NOSH ») de 70'200, ce qui donne CHF 122,8 par action, soit une décote implicite de 16,5 % par rapport au prix de l'offre de CHF 147,1 par action.
- L'analyse DCF, ajustée pour des variations de $\pm 0,25$ % de la marge EBITDA et une fourchette de WACC comprise entre 9,9 % et 10,4 %, aboutit à une valeur implicite des fonds propres par action comprise entre CHF 98,4 et CHF 147,6 à la date de valorisation.

Ajustements d'actifs hors exploitation

	CHF Mio
Valeur des fonds propres au 16.09.2025	(0,9)
Valeur de l'immobilier net hors exploitation	17,4
Provision pour dépollution et compensation liée au démantèlement du système photovoltaïque pour l'immobilier d'exploitation ¹	(6,9)
Provision pour cas de fraude	(0,9)
Coûts de restructuration exceptionnels	(0,1)
Valeur des fonds propres ajustée	8,6
NOSH	70'200
Valeur par action	122,8
(Décote) par rapport au Prix d'Offre	(16,5%)

Analyse de sensibilité de la valeur par action (WACC +/- 50 points de base)

Remarque : tous les chiffres sont arrondis à une décimale.

Valeur par action (en CHF)		WACC				
		9,7 %	9,9 %	10,2 %	10,4 %	10,7 %
Marge EBITDA ²	5,3 %	78,6	77,6	76,5	75,5	74,5
	5,5 %	102,2	100,9	99,6	98,4	97,1
	5,8 %	125,8	124,3	122,8	121,2	119,8
	6,0 %	149,4	147,6	145,9	144,1	142,4
	6,3 %	173,1	171,0	169,0	167,0	165,0

Source : factbook financier et fiscal de KPMG pour l'exercice 2024A, informations de la société; remarque: 1. Voir annexe 6 pour un détail des déductions ; 2. Reflète la marge EBITDA moyenne sur la période 2026P à 2030P (+/- 50 points de base).

ANALYSE DE SOCIÉTÉS ET TRANSACTIONS COMPARABLES (1/2)

Les sociétés commerciales comparables indiquent une fourchette de valeur par action comprise entre CHF 127,8 et CHF 143,8

Analyse de comparables boursiers

- Faute de sociétés cotées spécialisées, l'échantillon de comparables (voir annexe 2) inclut des acteurs sidérurgiques plus larges (fabrication et transformation de l'acier) aux modèles proches de ZM. Les multiples EV/EBITDA sont retenus comme indicateur d'évaluation le plus pertinent. En raison du résultat net négatif de ZM (également sur les périodes futures), les ratios P/E n'ont pas été retenus.
- En raison de l'EBITDA négatif de ZM sur les exercices 2024A/25B, les multiples EV/EBITDA ont été calculés sur la base des capitalisations boursières à la date d'évaluation (16 septembre 2025) et des estimations consensuelles de l'EBITDA 2026E¹ (voir annexe 2). La valeur d'entreprise ainsi obtenue a été actualisée au 31 décembre 2024 en appliquant le WACC de 10,2 %. Afin de déterminer la valeur des fonds propres au 31 décembre 2024, la dette nette de CHF 5,9 Mio (au 31 décembre 2024) a été déduite.
- Afin de déterminer la valeur des fonds propres à la date de valorisation, le 16 septembre 2025, la valeur des fonds propres a été capitalisée (« forward compounding ») au coût des fonds propres de 10,9 %. Cette valeur a ensuite été ajustée par l'ajout de l'immobilier net hors exploitation pour un montant de CHF 17,4 Mio et la déduction d'autres ajustements totalisant CHF (7,9) Mio. La valeur des fonds propres ajustée ainsi obtenue a ensuite été divisée par 70'200 actions diluées, ce qui donne une valeur implicite par action comprise entre CHF 132,4 (premier quartile) et CHF 159,7 (médiane).
- Afin de tenir compte du caractère illiquide de ZM (voir annexe 7), une décote d'illiquidité² a été appliquée pour refléter son illiquidité boursière. L'application d'une fourchette de décote d'illiquidité comprise entre 10 % et 20 % à la médiane, conformément à la littérature et à l'analyse présentée à l'annexe 8, aboutit à une fourchette implicite de prix par action comprise entre CHF 127,8 et CHF 143,8.

Calcul de la valeur par action – EV to Equity Bridge

CHF Mio	1 ^{er} quartile	Médiane
Exercice 2026E EBITDA	1,6	1,6
Multiple boursier (x)	4,3x	5,7x
Valeur d'entreprise (exercice 2026)	7,0	9,1
Valeur d'entreprise (actualisée au 31.12.2024)	5,7	7,5
Dette nette le 31.12.2024	(5,9)	(5,9)
Valeur des fonds propres au 31.12.2024	(0,2)	1,6
Valeur des fonds propres au 16.09.2025	(0,2)	1,7
Valeur de l'immobilier net hors exploitation	17,4	17,4
Provision pour dépollution et compensation liée au démantèlement du système photovoltaïque pour l'immobilier d'exploitation	(6,9)	(6,9)
Provision pour cas de fraude	(0,9)	(0,9)
Coûts de restructuration exceptionnels	(0,1)	(0,1)
Valeur des fonds propres ajustée au 16.09.2025	9,3	11,2
Nombre d'actions en circulation (« NOSH »)	70'200	70'200
Valeur implicite par action (en CHF) Hors décote d'illiquidité	132,4	159,7
Valeur implicite par action (en CHF) Y compris décote d'illiquidité de 10 % ²	119,2	143,8
Valeur implicite par action (en CHF) Y compris décote d'illiquidité de 20 % ²	105,9	127,8

Source : S&P Capital IQ ; remarques : 1. Les résultats de ZM devraient se normaliser en exercice 2026E; par conséquent, les multiples EV/EBITDA pour l'exercice 2026E ont été appliqués. 2. Informations complémentaires à l'annexe 8.

ANALYSE DE SOCIÉTÉS ET TRANSACTIONS COMPARABLES (2/2)

Les transactions comparables indiquent une fourchette de valeur par action comprise entre CHF 146,0 et CHF 155,2

Analyse de transactions précédentes

- Afin d'évaluer les valorisations de transactions M&A comparables, des transactions dans le secteur des tubes et conduites en acier en Europe et en Amérique du Nord ont été analysées. L'analyse couvre la période de 2013 à 2025, en excluant les transactions ne disposant pas d'informations financières suffisantes afin de garantir la fiabilité et la comparabilité des données. Trois recherches distinctes ont été effectuées, couvrant respectivement l'ensemble du secteur de l'acier, le segment des tubes en acier et le segment des tubes en acier sans soudure. L'annexe 3 présente un aperçu détaillé des transactions précédentes sélectionnées ainsi que des multiples EV/EBITDA applicables.
- Afin de déterminer une valeur d'entreprise (« EV ») implicite pour ZM sur la base de transactions comparables, l'EBITDA 2026E a été retenu comme base de calcul, car la société devant enregistrer un EBITDA positif pour la première fois au cours de cet exercice. L'EBITDA 2026E a ainsi été multiplié par le multiple médian des transactions sélectionnées (voir annexe 3). La valeur d'entreprise ainsi obtenue a ensuite été actualisée au 31 décembre 2024 en appliquant le WACC de 10,2 % de la société.
- Afin de déterminer la valeur des fonds propres au 31 décembre 2024, la dette nette de CHF 5,9 Mio a été déduite, et la valeur obtenue a été capitalisée jusqu'à la date de valorisation, le 16 septembre 2025, en appliquant le coût des fonds propres de 10,9 %. La valeur des fonds propres a ensuite été ajustée pour tenir compte des actifs hors exploitation, notamment par l'ajout de l'immobilier net hors exploitation d'un montant de CHF 17,4 Mio et par la déduction de CHF 7,9 Mio correspondant à d'autres ajustements (même principe appliqué que sur p. 26). La valeur des fonds propres ajustée ainsi obtenue a ensuite été divisée par 70'200 actions diluées, ce qui aboutit à une valeur implicite par action de CHF 182,5 (médiane).
- Afin de tenir compte des primes de contrôle généralement payées dans les transactions M&A, une déduction a été appliquée à la valeur implicite par action, dans une fourchette de 15 % à 20 %¹, ce qui aboutit à une fourchette implicite de prix par action comprise entre CHF 146,0 et CHF 155,2.
- Toutefois, en l'absence de transactions récentes, compte tenu de la « comparabilité limitée » avec ZM et du fait que les transactions sélectionnées concernent des sociétés de taille nettement plus importante, la fourchette de prix par action obtenue doit être interprétée avec prudence.

Calcul de la valeur par action – EV to Equity Bridge

CHF Mio	Médiane
Exercice 2026E EBITDA	1,6
Multiple de transaction (x)	6,8x
Valeur d'entreprise (exercice 2026)	10,9
Valeur d'entreprise (actualisée au 31.12.2024)	9,0
Dette nette au 31.12.2024	(5,9)
Valeur des fonds propres au 31.12.2024	3,1
Valeur des fonds propres au 16.09.2025	3,3
Valeur de l'immobilier net hors exploitation	17,4
Provision pour pollution et compensation liée à la désinstallation de l'installation photovoltaïque pour l'immobilier d'exploitation	(6,9)
Provision pour cas de fraude	(0,9)
Coûts de restructuration exceptionnels	(0,1)
Valeur des fonds propres ajustée au 16.09.2025	12,8
Nombre d'actions en circulation (« NOSH »)	70'200
Valeur implicite par action (en CHF) au 16.09.2025	182,5
Valeur implicite par action (en CHF) en supposant une prime de contrôle de 15 % ¹	155,2
Valeur implicite par action (en CHF) en supposant une prime de contrôle de 20 % ¹	146,0

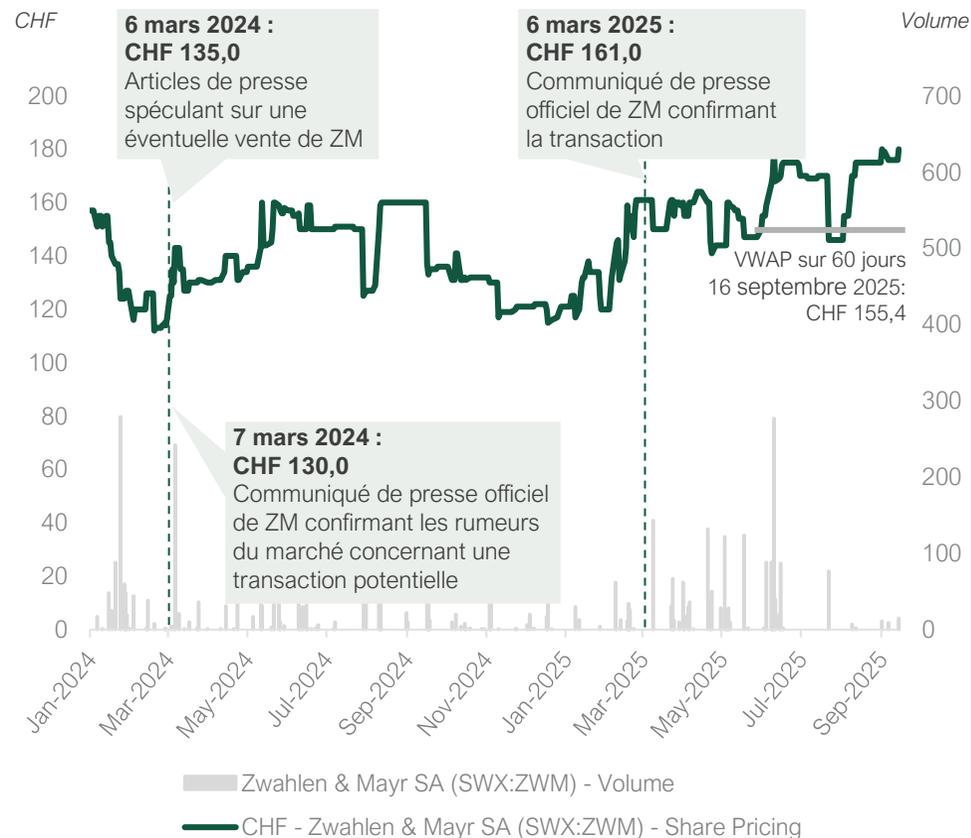
ANALYSE DU COURS DE L'ACTION

Les actions de ZM se sont échangées entre CHF 115,0 et CHF 180,0 au cours des douze derniers mois, avec un VWAP sur 60 jours de CHF 155,4 au 16 septembre 2025

Évolution du cours de l'action et du volume des transactions de ZM

- Le graphique de droite illustre l'évolution historique du cours de l'action et du volume des transactions de ZM du 1^{er} janvier 2024 au 16 septembre 2025.
- Les premiers articles de presse spéculant sur une possible vente de ZM sont apparus le 6 mars 2024. Le lendemain, le 7 mars 2024, ZM a officiellement confirmé les rumeurs concernant une transaction potentielle. Le cours de clôture de l'action au 6 mars 2025, soit la veille de la communication officielle de l'OPA, s'élevait à CHF 161,0.
- Au cours des douze mois précédant le 16 septembre 2025 (LTM), le cours de l'action de ZM a progressé de 13 %, s'échangeant dans une fourchette comprise entre CHF 115,0 (LTM Min) et CHF 180,0 (LTM Max), pour un cours moyen de CHF 147,7.
- Compte tenu du volume d'échanges limité des actions de ZM, une analyse de liquidité a été réalisée conformément à la Circulaire n° 2 de la Commission des OPA du 26 février 2010 relative à la liquidité dans le cadre du droit des offres publiques d'acquisition, laquelle définit les conditions dans lesquelles un titre est considéré comme liquide au sens de l'article 40 al. 4 OBVM-FINMA. Se référer à l'annexe 7 pour des informations détaillées sur l'analyse de liquidité réalisée.
- A la suite de cette analyse, le cours de bourse des actions n'a pas été pris en compte aux fins de l'évaluation du caractère équitable de l'Offre Publique d'Acquisition, les titres étant considérés comme illiquides.
- L'Offre Publique d'Acquisition est considérée comme une offre volontaire, car elle a été faite à la suite de l'acquisition indirecte de 81,47 % des droits de vote de ZM, qui, comme l'a confirmé une lettre de non-intervention de la Commission des OPA, était exemptée de l'obligation de lancer une Offre Publique d'Acquisition obligatoire en vertu de l'article 136 al. 2 LIMF. Par conséquent, la règle du prix minimum ne s'applique pas et n'a pas été prise en considération.
- Sur la base de notre analyse des transactions publiques suisses d'OPA, les primes d'offre observées par rapport au VWAP sur 60 jours varient de 9,8 % (1^{er} quartile) à 23,5 % (médiane), avec une prime moyenne de 28,3 %. Toutefois, en raison du caractère illiquide des actions de ZM, nous avons choisi de ne pas mettre l'accent sur l'analyse du cours de l'action et des primes d'offre.

Cours de l'action (en CHF) et volume négocié



AVIS D'EQUITE ZWAHLEN & MAYR S.A.

1	Introduction	3
2	Informations sur la société : Zwahlen & Mayr S.A.	9
3	Considérations de valorisation	16
4	Résultat de l'Avis d'Equité	29
5	Annexes	32

RESULTAT DE L'AVIS D'EQUITE

Les méthodes de valorisation appliquées (DCF et analyse du cours de l'action) confirment le Prix d'Offre de CHF 147,1 sur une base autonome et en continuité d'exploitation

Evaluation de la valorisation

- La méthode de valorisation principale appliquée a été une valorisation par DCF, ajustée pour les actifs hors exploitation (immobilier hors exploitation) et d'autres ajustements. Afin d'étayer et de valider les résultats, des approches de marché sélectionnées ont également été appliquées, incluant l'analyse des multiples boursiers et de transaction ainsi que l'analyse du cours de l'action sur les douze derniers mois (« LTM »).
- La date de valorisation est le 16 septembre 2025. L'analyse DCF, incluant l'immobilier hors exploitation, aboutit à une fourchette de valorisation comprise entre CHF 98,4 et CHF 147,6 par action. Le prix de l'offre de CHF 147,1 se situe dans la partie haute de cette fourchette.
- A la date de valorisation, le cours moyen sur douze mois (« LTM ») s'élevait à CHF 147,7 et le VWAP sur 60 jours à CHF 155,4. Toutefois, en raison du caractère illiquide des actions de ZM, ces valeurs sont considérées comme de moindre importance aux fins de l'évaluation du caractère équitable de l'Offre Publique d'Acquisition.
- L'application des multiples boursiers comparables à l'EBITDA 2026E implique une fourchette de valorisation comprise entre CHF 127,8 et CHF 143,8 par action, incluant une décote d'illiquidité de 10 % à 20 % appliquée au multiple médian. Les multiples de transaction comparables ont également été examinés, aboutissant à une valeur implicite des fonds propres par action comprise entre CHF 146,0 et CHF 155,2, en supposant une prime de contrôle implicite de 15 % à 20 %. Toutefois, compte tenu de la comparabilité limitée avec ZM, ces résultats sont considérés comme de moindre importance dans le présent Avis d'Equité.
- Par souci d'exhaustivité, la valeur nette d'actif (« NAV ») ainsi que le NAV ajusté (tenant compte de l'immobilier à la valeur de marché) ont été examinés. Ces approches aboutissent à des valeurs des fonds propres nettement plus élevées. Toutefois, puisque la transaction est évaluée sur une base de continuité d'exploitation, une valorisation fondée sur une liquidation n'est pas considérée comme appropriée ; elle ne tient donc pas compte des besoins de financement liés aux FCF négatifs ni des éventuelles décotes sur les actifs immobilisés.

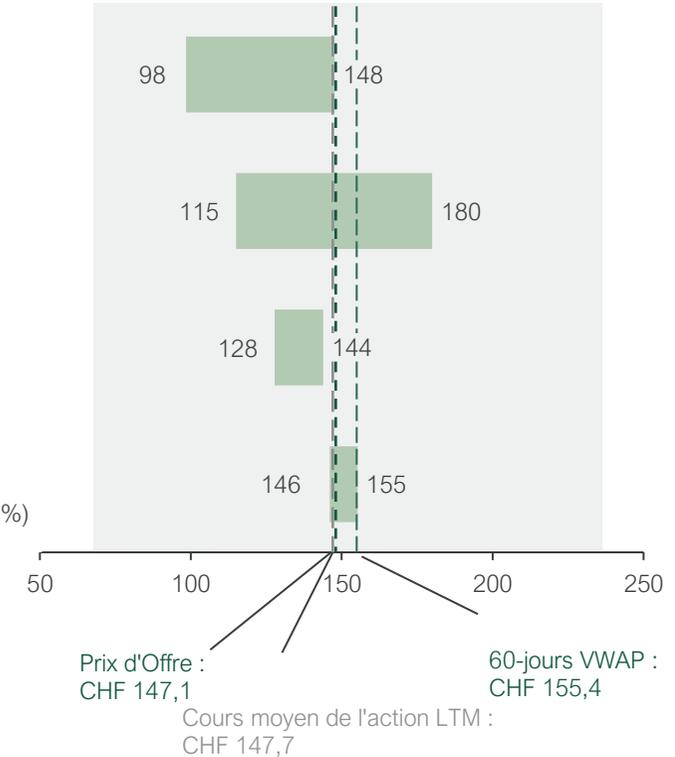
Résumé de la valorisation (valeur par action en CHF)

DCF avec ajustement des actifs hors exploitation

Fourchette du cours de l'action (12 mois glissants) au 16 septembre 2025

Sociétés comparables cotées (incluant une décote d'illiquidité de 10 à 20%)

Transactions comparables (présumer une prime de prise de contrôle de 15 à 20 %)



RESULTAT DE L'AVIS D'EQUITE

Les méthodes de valorisation appliquées (DCF et analyse du cours de l'action) confirment le Prix d'Offre de CHF 147,1 sur une base autonome et en continuité d'exploitation

Résumé

- Sur la base de la fourchette de valorisation comprise entre CHF 98,4 et CHF 147,6 par action de ZM, dérivée de l'analyse DCF au 16 septembre 2025 et ajustée pour tenir compte des actifs hors exploitation afin de refléter de manière appropriée la valeur des biens immobiliers, le Prix d'Offre de CHF 147,1 par action de ZM est considéré comme équitable et adéquat d'un point de vue financier, sur une base autonome et dans le cadre de la continuité d'exploitation.
- En vertu de la loi suisse sur les OPA, les actions de ZM sont classées comme illiquides, ce qui rend l'analyse du cours de l'action moins pertinente pour cette valorisation.
- L'Offre Publique d'Acquisition est considérée comme une offre volontaire. Par conséquent, la règle du prix minimum ne s'applique pas.
- La valeur dérivée de la valorisation DCF est actuellement inférieure à la valeur nette d'inventaire. Toutefois, étant donné que SITINDUSTRIE Suisse S.A. (GBSA) a l'intention de poursuivre les activités de ZM, une valorisation basée sur la liquidation n'est pas considérée comme pertinente aux fins du présent Avis d'Equité.



Jan Wetter
Associé



Dr. Christoph Studinka
Associé

AVIS D'EQUITE ZWAHLEN & MAYR S.A.

1	Introduction	3
2	Informations sur la société : Zwahlen & Mayr S.A.	9
3	Considérations de valorisation	16
4	Résultat de l'Avis d'Equité	29
5	Annexes	32

ANNEXE 1.1

Aperçu du coût moyen pondéré du capital (« WACC »)

Composants WACC	Valeur	Description	Source
Taux sans risque (r_f)	2,51 %	Taux d'intérêt sans risque pondéré en fonction du chiffre d'affaires, basé sur les rendements actuels des obligations d'État à 10 ans de l'Allemagne, de l'Italie et de la Suisse.	Bloomberg, Company Information
Prime de risque sur actions (ERP)	4,33 %	La somme d'un écart de défaut spécifique à un pays et de la prime de risque des actions du marché américain en janvier 2025.	Damodaran
Bêta (désendetté, β_U)	0,98	Bêtas endettés sur 5 ans ¹ , basés sur un groupe sélectionné de sociétés sidérurgiques comparables cotées, ajustés afin de neutraliser l'effet de l'endettement financier et de refléter le risque opérationnel de l'entreprise indépendamment de sa structure de capital.	S&P Capital IQ
Bêta (endetté, β_L)	1,12	Formule : $\beta_L = \beta_U \times [1 + ((D / C) \times (1-t))]$	Modigliani & Miller
Prime de taille (r_{sp})	3,55 %	Rendement supplémentaire exigé par les investisseurs pour compenser le risque plus élevé associé à l'investissement dans des sociétés à petite capitalisation. La prime de taille reflète la moyenne des primes observées dans les portefeuilles classés en fonction de leur taille.	J.P. Harrington, C. Nunes, A. Aboulamer "Valuation Handbook – International guide to cost of capital", 2023 Summary Edition
Coût des fonds propres (après impôt, r_e)	10,93 %	Formule : $r_e = r_f + (\beta_L \times ERP) + r_{sp}$	
Coût de la dette (avant impôt, r_d avant impôt)	6,36 %	Coût d'emprunt avant impôt pour le secteur sidérurgique, estimé sur la base des conditions de financement observées pour des sociétés comparables du secteur.	Damodaran
Taux d'imposition (t)	13,69 %	Taux d'imposition légal à long terme.	Informations sur la société
Coût de la dette (après impôt, r_d)	5,49 %	Formule : $r_d = (r_{d \text{ pre-tax}}) \times (1-t)$	
Poids des fonds propres (W_e)	86,01 %		Informations sur la société
Poids de la dette (W_d)	13,99 %	En ne tenant compte que de la dette portant intérêt.	Informations sur la société
WACC (r_w)	10,17 %	Formule : $r_w = W_d \times r_d + W_e \times r_e$	

Source : Kroll ; remarque : 1. Les bêtas endettés historiques sont dérivés d'une analyse de régression linéaire ordinaire (*ordinary least squares*) basée sur les rendements individuels des actions et ceux de l'indice de référence sur les cinq dernières années.

ANNEXE 1.2

Calculution du bêta désendetté (groupe de pairs)

Entreprise	Pays	Bêta endetté	Dette	Capitalisation boursière	Taux d'impôts	Dette / cap. boursière	Bêta désendetté
			EUR Mio	EUR Mio	en %	en %	
Alleima AB	Suède	1,1	120	1'615	20,6 %	7,4 %	1,1
Salzgitter AG	Allemagne	2,0	1'722	1'210	30,0 %	142,3 %	1,0
Tubacex S.A.	Espagne	1,0	531	459	25,0 %	115,8 %	0,6
Aperam S.A.	Luxembourg	1,7	1'382	1'957	24,9 %	70,6 %	1,1
Nucor Corporation	États-Unis	1,8	5'841	28'135	25,0 %	20,8 %	1,5
Acerinox S.A.	Espagne	1,1	2'365	2'674	25,0 %	88,4 %	0,7
Outokumpu Oyj	Finlande	1,3	477	1'628	20,0 %	29,3 %	1,0
Severfield plc	Royaume-Uni	0,9	95	112	25,0 %	84,9 %	0,6
Billington Holdings Plc	Royaume-Uni	0,4	2	54	25,0 %	3,7 %	0,4
Moyenne		1,27			24,5 %		0,89
Médiane		1,15			25,0 %		0,98

Remarque : la valeur de bêta désendetté résultant du groupe de pairs défini (0,98) est conforme au bêta sectoriel de Damodaran (0,93).

ANNEXE 2

Multiples boursiers de sociétés comparables (groupe de pairs)

Entreprise	Pays	Capitalisation boursière	EV	Marge EBITDA LTM	Multiple EV / Chiffre d'affaires		Multiple EV / EBITDA	
		EUR Mio	EUR Mio	en %	Exercice 2025E	Exercice 2026E	Exercice 2025E	Exercice 2026E
Alleima AB	Suède	1'604	1'605	11.3%	0.9x	0.9x	6.5x	5.7x
Salzgitter AG	Allemagne	1'240	2'202	2.0%	0.2x	0.2x	6.0x	3.3x
Tubacex S.A.	Espagne	464	956	16.0%	1.1x	1.0x	7.5x	6.1x
Aperam S.A.	Luxembourg	1'957	3'115	4.4%	0.5x	0.4x	7.4x	5.1x
Nucor Corporation	États-Unis	27'628	32'304	11.6%	1.2x	1.1x	8.6x	7.2x
Acerinox S.A.	Espagne	2'702	3'955	5.7%	0.7x	0.6x	8.3x	5.8x
Outokumpu Oyj	Finlande	1'622	1'792	1.7%	0.3x	0.3x	7.5x	4.3x
Severfield plc	Royaume-Uni	109	183	-1.1%	0.0x	0.4x	0.0x	7.6x
Billington Holdings Plc	Royaume-Uni	52	29	10.8%	0.2x	0.2x	2.7x	2.4x
Moyenne					0.6x	0.6x	6.1x	4.3x
Médiane					0.5x	0.4x	7.4x	5.7x

Source : S&P Capital IQ, au 16 septembre 2025.

ANNEXE 3

Aperçu de transactions comparables

Date	Société cible	Pays	Société acheteuse	Description	EV (en EUR Mio)	EV / EBITDA
18 décembre 2023	United States Steel Corporation	US	Nippon Steel North America, Inc.	Produit des produits en acier laminés plats et tubulaires	13'820	6,8x
20 juillet 2021	Hannibal Industries, Inc.	US	Nucor Corporation	Fabrique des tubes en acier au carbone et des systèmes de rayonnages à palettes	314	6,9x
9 mars 2021	Public Joint Stock Company Chelyabinsk Pipe Plant	RU	PAO TMK	Produit des tubes en acier soudés et sans soudure pour le secteur pétrolier et gazier	2'003	6,4x
3 décembre 2019	AK Steel Holding Corporation	US	Cleveland-Cliffs Inc.	Produit de l'acier laminé plat au carbone, inoxydable et électrique (automobile, infrastructures, énergie)	3'250	4,6x
22 mars 2019	IPSCO Tubulars Inc.	US	Tenaris S.A.	Fabricant de tubes en acier	980	6,7x
11 janvier 2019	Alchemia S.A.	PL	Impexmetal S.A. ; Boryszew S.A.	Produit des tubes en acier sans soudure et des produits spécialisés	241	10,4x
15 mars 2018	Ovako Group AB	SE	Nippon Steel & Sumitomo Metal Corporation	Fabricant d'acier de construction	646	7,0x
Moyenne					3'036	7,0x
Médiane					980	6,8x

ANNEXE 4

Aperçu des primes de rachat public sélectionnées sur le marché suisse (1/2)

Année	Entreprise cible	Société acheteuse	Prix d'offre (en CHF)	Prime de rachat
2023	Datacolor AG	Werner Dubach	760,0	15,1 %
2023	Von Roll Holding AG	Elantas GmbH	0,8	2,4 %
2023	Crealogix Holding AG	Vencora UK Ltd.	60,0	21,3 %
2022	Bobst Group S.A.	JBF Finance S.A.	78,0	11,9 %
2022	Valora Holding AG	Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A.	260,0	57,3 %
2021	Vifor Pharma AG	CSL Behring AG	167,4	41,6 %
2020	Sunrise	Liberty Global plc	110,0	32,3 %
2019	CEVA	CMA CGM S.A	30,0	48,2 %
2019	Alpiq Holding AG	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs AG	70,0	(3,4 %)
2018	Hügli Holding AG	Bell Food Group AG	915,0	14,4 %
2017	Actelion Ltd.	Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson)	280,0	46,4 %
2017	Pax Anlage AG	Basler Leben AG	1'600,0	18,6 %
2017	LifeWatch AG	Cardiac Monitoring Holding Company (BioTelemetry)	14,0	40,7 %
2016	Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding IV Sarl (EQT)	370,0	34,1 %
2016	Syngenta AG	CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina)	488,9	31,9 %
2016	gategroup Holding AG	HNA Aviation Air Catering Holding Co.	53,0	37,0 %
2016	Charles Vögele AG	Sempione Retail AG (OVS)	6,3	0,0 %
2016	Looser Holding AG	AFG Arbonia-Foster Holding AG	106,8	58,0 %
2015	Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	7,5	70,5 %

La liste continue à la page suivante

Remarque : les primes de rachat sont calculées sur la base du VWAP sur 60 jours. Compte tenu de l'illiquidité de l'action et de l'importance limitée qui en résulte pour son cours d'échange, l'analyse des primes n'a pas été approfondie.

ANNEXE 4

Aperçu des primes de rachat public sélectionnées sur le marché suisse (2/2)

Année	Entreprise cible	Société acheteuse	Prix d'offre (en CHF)	Prime de rachat
2014	Swisslog Holding	KUKA AG	1,3	14,4 %
2014	Advanced Digital Broadcast Holdings S.A.	4T S.A.	15,5	20,3 %
2014	Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	17,1	6,7 %
2014	National Versicherung	Helvetia Holding AG	80,0	33,2 %
2014	Publigroupe S.A.	Swisscom	214,0	73,4 %
2013	Absolute Invest AG	Alpine Select AG	28,5	3,3 %
2013	Victoria-Jungfrau Collection AG	AEVIS Holding S.A.	310,0	69,9 %
2013	Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	115,0	52,8 %
2013	Fortimo Group AG	Forty Plus AG, Fortimo Group	136,0	19,0 %
2013	Tornos Holding AG	Walter Fust	4,7	3,8 %
2012	Uster Technologies AG	Toyota Industries Corporation	44,0	39,7 %
2011	Genolier Swiss Medical Network S.A.	M.R.S.I.	19,0	7,7 %
2011	Newave Energy Holding S.A.	ABB Schweiz AG	56,0	36,1 %
2011	Escor Casinos & Entertainment AG	Highlight Communications AG	17,5	0,4 %
2011	Schulthess Group AG	NIBE Industrier AB	59,2	23,5 %
2011	Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen III AG	350,0	7,1 %
2011	Edipresse S.A.	Lamunière S.A., Epalinges, Suisse ; actions au porteur	450,0	38,6 %
2011	EGL AG	Axpo Holding AG	850,0	20,8 %
Moyenne				28,3 %
Médiane				23,5 %

Remarque : les primes de rachat sont calculées sur la base du VWAP sur 60 jours. Compte tenu de l'illiquidité de l'action et de l'importance limitée qui en résulte pour son cours d'échange, l'analyse des primes n'a pas été approfondie.

ANNEXE 5

Détail de la dette nette

Dette nette au 31.12.2024

Elément	CHF Mio
Trésorerie et équivalents de trésorerie	1,3
Passifs financiers à court terme	(4,9)
Passifs liés aux contrats de leasing à court terme	(0,6)
Passifs financiers à long terme	(0,4)
Passifs liés aux contrats de leasing à long terme	(1,2)
Dette nette	(5,9)

Remarque : dette nette au 31 décembre 2024, compte tenu du fait qu'il s'agit des derniers états financiers audités disponibles et référencés dans le factbook financier.

ANNEXE 6

Détail de l'immobilier

Détail de l'immobilier d'exploitation

Elément	CHF Mio
Surfaces intérieures	10,6
Surfaces extérieures	3,5
Places de stationnement	0,9
Valeur brute de l'immobilier d'exploitation	15,0
Provision pour « dépollution » liée à la contamination des sols	(4,6)
Coûts d'indemnisation pour le démantèlement des installations photovoltaïques	(2,4)
Total des déductions	(6,9)
Valeur nette totale de l'immobilier d'exploitation	8,1

Détail de l'immobilier hors exploitation

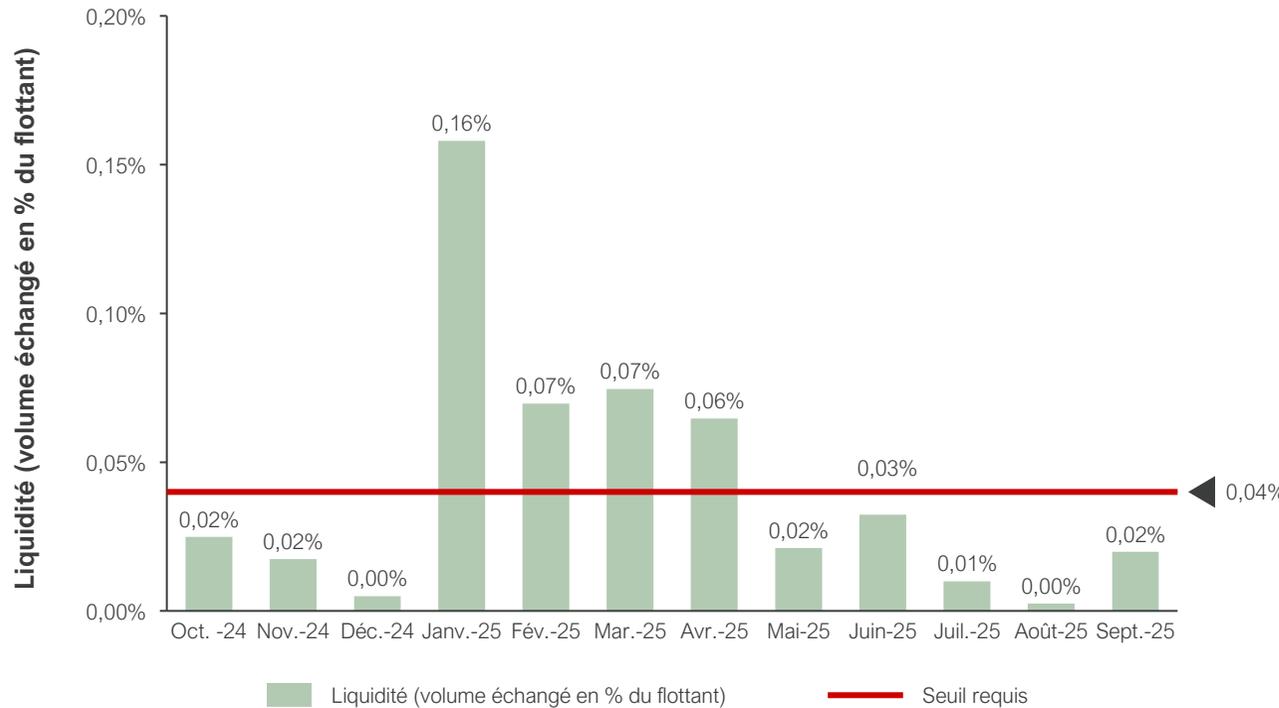
Elément	CHF Mio
Surfaces intérieures	4,4
Potentiel de développement (valeur) des terrains non utilisés	15,9
Valeur brute de l'immobilier hors exploitation	20,3
Provision pour « dépollution » liée à la contamination des sols	(1,9)
Coûts d'indemnisation pour le démantèlement des installations photovoltaïques	(1,0)
Total des déductions	(2,9)
Valeur nette totale de l'immobilier hors exploitation	17,4

Remarque: une valorisation immobilière indépendante a été réalisée par G. VAGO en date du 8 juillet 2025.

ANNEXE 7

Analyse de liquidité

Analyse de liquidité – Volume échangé en % du flottant (médiane)



Explication

- Etant donné le volume d'échanges limité des actions de ZM, une analyse de liquidité a été réalisée conformément à la Circulaire n° 2 de la COPA du 26 février 2010 relative à la liquidité dans le cadre du droit des offres publiques d'acquisition, laquelle définit les conditions dans lesquelles un titre est considéré comme liquide au sens de l'article 40 al. 4 OBVM-FINMA.
- Le critère spécifique est fondé sur le volume échangé quotidiennement en bourse rapporté au flottant du titre. La période d'examen est de 12 mois. Si la médiane mensuelle du volume quotidien d'un titre, rapporté à son flottant, a été au moins égale à 0,04 % durant 10 des 12 mois précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, le titre est considéré comme liquide. Les titres appartenant au SLI sont quant à eux réputés liquides en tout temps.
- L'analyse (voir graphique à gauche) a conclu que les actions de ZM doivent être considérées comme illiquides au sens du droit suisse des OPA. En conséquence, le cours de bourse des actions est jugé de moindre importance aux fins de l'évaluation du caractère équitable de l'Offre Publique d'Achat.

ANNEXE 8

Décote d'illiquidité

Analyse de la décote d'illiquidité grâce au modèle des options de vente (*put-options model*)

- Sur la base de l'analyse de liquidité du cours de l'action présentée à l'annexe 7, les actions de ZM sont considérées comme illiquides. La liquidité constitue un facteur important dans toute valorisation. D'un point de vue du risque, les investisseurs paient généralement moins pour un placement illiquide que pour un placement par ailleurs identique mais plus facilement négociable.
- D'un point de vue de la valorisation, il est donc largement admis que, dans de tels cas, une décote d'illiquidité doit être appliquée. En pratique, un placement illiquide est d'abord valorisé en supposant une liquidité totale, puis une décote est appliquée dans un second temps afin de refléter l'absence de liquidité. Selon la littérature académique et professionnelle pertinente, de telles décotes se situent généralement entre 15 % et 20 %¹.
- Outre cette fourchette couramment citée, les décotes d'illiquidité sont souvent estimées à l'aide d'un modèle d'option de vente (*put-options model*). L'idée est qu'un investisseur détenant des actions illiquides acquiert, en quelque sorte, de la liquidité en se procurant une option de vente lui permettant de céder les actions au prix de marché. Le prix de cette option de vente représente la décote pour absence de liquidité². Nous utilisons le modèle de valorisation d'options Black-Scholes pour quantifier la décote d'illiquidité et corroborer la fourchette de décote mentionnée dans la littérature.
- Un paramètre clé du modèle d'option de vente est la volatilité (Elmore, 2017)³. Celle des sociétés privées se situe généralement entre 50 % et 125 % par an, alors que les actions liquides cotées, comme celles du SMI, tournent autour de 20 %. Les actions de ZM étant cotées mais faiblement échangées, nous retenons le point médian entre 20 % et 50 %, soit une volatilité de 35 %. Sur cette base, le modèle d'option de vente conduit à une décote d'illiquidité de 12,5 %.
- Au regard des fourchettes de décotes suggérées par la littérature et de nos propres calculs, nous appliquons une décote comprise entre 10 % et 20 % à la valeur implicite calculée à partir des comparables boursiers, afin de tenir compte du manque de liquidité des actions de ZM. Il en résulte, après application de la décote d'illiquidité, une valeur implicite par action comprise entre CHF 127,8 (décote de 20 %) et CHF 143,8 (décote de 10 %), sur la base des valeurs médianes implicites issues des comparables cotés (voir p. 26 et annexe 2 pour plus de détails).

Paramètres d'entrée du modèle Black-Scholes

Élément	Abréviation	Valeur
Cours de l'action au 16 septembre 2025	S_0	180,0
Prix d'exercice	K	180,0
Durée jusqu'à l'échéance (années)	T	1
Taux sans risque	R	2,5 %
Volatilité	σ	35 %
Valeur de l'option de vente (<i>put</i>)	P	22,5
Décote d'illiquidité	DLOM	12,5 %

Analyse de sensibilité selon différents taux de décote

Décote d'illiquidité	Valeur implicite par action
10,0 %	143,8
12,5 %	139,8
15,0 %	135,8
17,5 %	131,8
20,0 %	127,8

Source : 1. Cheridito Y., Schneller T. (2008) : *Discounts and Premia in der Unternehmensbewertung* ; 2. David Chaffe (1993), « Option Pricing as a Proxy for Discount for Lack of Marketability in Private Company Valuations », *Business Valuation Review*, 12(4) : 182–188 ; 3. Elmore (2017) : *Determining the Discount for Lack of Marketability with Put Option Pricing Models in View of the Section 2704 Proposed Regulations*, in : *Insights*, hiver 2017.

ANNEXE 9

Abréviations (1/2)

Abréviation	Signification
A	Année réelle
AI	Acier inoxydable
B	Budget
CAGR/TCAC	Taux de croissance annuel composé (compound annual growth rate)
CAPM	Modèle de valorisation des actifs financiers (capital asset pricing model)
COPA	La Commission des offres publiques d'acquisition (« COPA ») est une commission fédérale instituée par la Loi fédérale du 24 mars 1995 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières.
DCF	Flux de trésorerie actualisés (discounted cash flow)
D/C	Ratio dette sur capitaux propres
EBIT	Résultat d'exploitation (earnings before interest and tax)
EBITDA	Résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissements (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization)
ERP	Prime de risque sur actions (equity risk premium)
EUR	Euro
EV	Valeur d'entreprise (enterprise value)
F	Franc suisse
FCF	Flux de trésorerie disponible (free cash flow)
GBSA	Groupe Bader S.A.
LTM	Douze derniers mois (last twelve months)
Mio	Million(s)
NAV	Valeur nette d'inventaire (net asset value)
NOPAT	Résultat d'exploitation net après impôts (net operating profit after taxes)
NOSH	Nombre d'actions en circulation (number of shares outstanding)
NWC	Fonds de roulement net (net working capital)
P	Prévisions
PV	Valeur actuelle (present value)

ANNEXE 9

Abréviations (2/2)

Abréviation	Signification
rf	Taux sans risque (risk-free rate)
rsp	Prime de taille (relative size premium)
SIX	SIX Swiss Exchange constitue la bourse principale de Suisse, ayant son siège à Zurich
TEV	Valeur totale de l'entreprise (total enterprise value)
TIG	Soudage à l'arc avec électrode de tungstène et gaz inerte (tungsten inert gas)
TV	Valeur terminale (terminal value)
USD	Dollar des États-Unis (United States dollar)
VWAP	Cours moyen pondéré par les volumes (value-weighted average price)
WACC	Coût moyen pondéré du capital (weighted average cost of capital)
Wd	Ratio d'endettement (debt ratio)
We	Ratio de fonds propres (equity ratio)
ZM	Zwahlen & Mayr S.A.
β_L	Bêta endetté (levered beta)
β_U	Bêta désendetté (unlevered beta)

CONTACTS

Jan Wetter – Associé

Mobile : +41 79 701 7208
j.wetter@proventis.com

Dr. Christophe Zimmerli – Associé

Mobile : +41 78 266 4550
c.zimmerli@proventis.com

Dr. Christoph Studinka – Associé

Mobile : +41 79 937 0587
c.studinka@proventis.com

ZURICH

Feldeggstrasse 58
8008 Zurich
Suisse

T : +41 44 536 3630

FRANKFURT

Bockenheimer Anlage 46
60322 Frankfurt
Allemagne

T : +49 69 870 0939 71

HAMBOURG

Grosse Johannisstrasse 19
20457 Hambourg
Allemagne

T : +49 40 3609759-0