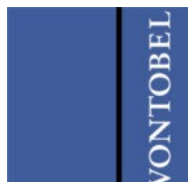


Bank Vontobel AG



**Offre publique d'achat
de AFB Investment SA, Luxembourg,
aux actionnaires de Forbo Holding SA, Eglisau**

Fairness Opinion

Attestation d'équité financière de l'offre à l'attention
du Conseil d'administration de Forbo Holding SA

| |
|---|
| <p>Ce texte est une traduction du texte original allemand. Seul le texte allemand fait foi.</p> |
|---|

Zurich, le 7 mars 2005

Table des matières

| | | |
|----|-----------------------|----|
| 1. | Mandat | 3 |
| 2. | Bases | 4 |
| 3. | Préambule | 6 |
| 4. | Critères d'évaluation | 9 |
| 5. | Conclusion | 15 |
| 6. | Annexe | 16 |

1. Mandat

Le Conseil d'administration de Forbo Holding SA ("Forbo") a décidé de recommander aux actionnaires de Forbo d'accepter l'offre publique d'acquisition de AFB Investment SA ("AFB Investment"), une société détenue par des fonds de participation du groupe CVC, pour autant qu'aucune offre concurrente à un prix d'offre supérieur ne soit publiée par un autre offrant.

AFB Investment est une société anonyme de droit luxembourgeois qui a été fondée dans le but de soumettre cette offre publique d'achat.

Début novembre 2004, CVC a manifesté à l'encontre de Forbo son intérêt à une éventuelle reprise. En raison de l'augmentation de capital alors en suspens, le Conseil d'administration de Forbo s'est vu obligé, le 11 novembre 2004, d'informer les actionnaires du témoignage d'intérêt de CVC. Par la suite, Forbo a permis à CVC de procéder à une analyse limitée de l'entreprise (Due Diligence) sous certaines restrictions. Le 25 février 2005, AFB Investment et Forbo ont conclu une convention (Transaction Agreement) portant sur l'offre d'achat.

Aux termes de cette convention, le prix offert de l'offre publique d'achat s'élèvera à CHF 260 par action Forbo.

Le Conseil d'administration de Forbo a chargé Bank Vontobel AG ("la Banque Vontobel") d'examiner l'offre de AFB Investment quant à son équité financière et de remettre pour le 7 mars 2005 une "Fairness Opinion" y relative, à l'attention du Conseil d'administration de Forbo.

Cette Fairness Opinion est destinée au Conseil d'administration de Forbo et ne constitue pas une recommandation à l'égard des actionnaires d'accepter le prix offert. La Fairness Opinion ne se réfère en aucune manière aux avantages relatifs de transactions alternatives. Elle ne comporte également aucune appréciation sur les incidences de la transaction proposée et de l'offre sur les actionnaires qui n'acceptent pas l'offre ou sur la valeur future des actions non délivrées ou si et à quel prix ces actions seront traitées à l'expiration de l'offre.

2. Bases

La Banque Vontobel se base dans son appréciation notamment sur les éléments suivants:

- l'annonce préalable de l'offre publique d'achat de AFB Investment pour toutes les actions nominatives, d'une valeur nominale de CHF 20 chacune en mains du public de Forbo Holding SA
- l'offre publique d'achat de AFB Investment pour toutes les actions nominatives, d'une valeur nominale de CHF 20 chacune en mains du public de Forbo Holding SA
- le rapport du Conseil d'administration de Forbo relatif à la présente offre publique d'achat de AFB Investment
- les informations accessibles officiellement concernant la société qui sont importantes, à notre avis, pour notre analyse, en particulier les rapports annuels de la société, le rapport du 1^{er} semestre 2004 ainsi que divers communiqués de presse
- le prospectus relatif à l'augmentation de capital du 3 décembre 2004
- les informations financières et les informations opérationnelles concernant l'activité commerciale et les perspectives commerciales de la société qui ont été mises à notre disposition par Forbo, y compris le boucllement consolidé au 30 juin 2004 et le boucllement consolidé provisoire au 31 décembre 2004 (non contrôlé)
- le budget consolidé 2005, le Top-down Business Plan pour 2006 et 2007 ainsi que les développements éventuels – élaborés au cours des entretiens avec la direction - des données financières futures du groupe
- les entretiens avec la direction de Forbo en ce qui concerne les affaires du groupe, respectivement ses divisions, ses marchés et son environnement concurrentiel, ses activités opérationnelles, sa situation financière et ses résultats ainsi que ses perspectives commerciales
- les présentations de la direction et des divisions dans le cadre des préparatifs d'une éventuelle offre publique d'achat
- les autres documents, études de marché et de stratégie ainsi que les présentations dans la Data Room pour le processus de vente éventuelle
- les études d'analyse sur actions
- les analyses de l'évolution historique des cours et des volumes traités des actions nominatives Forbo
- la comparaison historique des résultats financiers ainsi que les prévisions des analystes financiers d'autres entreprises suisses et étrangères que nous considérons comme importantes (cf. ch. 4.3 ci-après) ainsi que les rapports financiers de ces entreprises
- les conditions financières de certaines autres transactions que nous considérons comme importantes (cf. ch. 4.4 ci-après)
- les analyses du marché des capitaux de la Banque Vontobel, en particulier le Makro-Monitor, 1^{er} trimestre 2005 et le Swiss Stock Guide, janvier 2005
- les analyses du marché des capitaux de Pictet & Cie: Les performances des actions et des obligations en Suisse (rapport original et mises à jour jusqu'en janvier 2005)

Pour l'élaboration de la Fairness Opinion, la Banque Vontobel a admis l'exactitude et l'intégralité des renseignements financiers et des autres renseignements utilisés par elle et s'en est remise à ceux-ci sans assumer de responsabilité pour le contrôle indépendant des informations. En outre, la Banque Vontobel s'est appuyée sur les assurances de la direction de la société selon lesquelles elle n'a pas connaissance de faits ou de circonstances rendant les informations à disposition inexactes ou trompeuses.

Pour l'élaboration de cette Fairness Opinion, la Banque Vontobel n'a procédé à aucune visite physique des bâtiments et installations de la société. De même, elle n'a entrepris aucune analyse ou estimation de la valeur des actifs ou des passifs de la société. La Fairness Opinion se base nécessairement sur les conditions du marché, les conditions économiques et les autres conditions, telles qu'elles existent au moment du présent rapport et peuvent être exploitées.

3. Préambule

3.1. Le groupe Forbo¹

Forbo est un fabricant et un fournisseur sur le plan international de revêtements de sols, de colles et de bandes transporteuses en plastique. La société a réalisé en 2004 un chiffre d'affaires de CHF 1.62 milliard (1^{er} semestre: CHF 827 mio.) et un EBIT de CHF -44 mio. (CHF 29.6 mio.). Le siège social du groupe Forbo est à Eglisau (canton de Zurich). La société est cotée à la SWX Swiss Exchange.

3.2. Stratégie commerciale et plan de développement

Au cours de l'exercice 2004, les trois divisions ont contribué comme suit au chiffre d'affaires:

- Belting: Bandes de transport et courroies de transmission pour la logistique et l'industrie 19%
- Adhesives: colles, en majorité pour des applications industrielles 36%
- Flooring: revêtements de sols, en particulier en linoléum et en vinyle 45%

L'année passée, le Conseil d'administration et la direction du groupe ont examiné de manière intensive la stratégie commerciale, également avec l'aide d'experts extérieurs et en sont arrivés à la conclusion qu'une progression des trois divisions serait difficilement réalisable, non seulement du point de vue des considérations stratégiques, mais aussi du point de vue des moyens financiers et des capacités directionnelles à disposition. Certes, avec le succès de l'augmentation de capital en décembre 2004, des moyens financiers sont à disposition pour un futur développement; par contre, il existe dans les différentes divisions, par endroits, des lacunes stratégiques et des besoins de restructuration qui peuvent difficilement être comblés dans la structure existante du groupe.

C'est pourquoi le Conseil d'administration en est venu à la conclusion que la vente du groupe peut représenter pour les actionnaires de Forbo Holding SA une alternative valable pour la progression autonome des activités. Par la suite, il a donné, en décembre 2004, à quelques partenaires intéressés un accès limité aux renseignements sur l'entreprise.

¹ Cf. Rapport de gestion 2003, rapport semestriel 2004, prospectus relatif à l'augmentation de capital 2004 de Forbo Holding SA et boucllement annuel 2004 non contrôlé

3.3. L'environnement du marché²

D'une manière générale, il faut retenir que, pour toutes les parts de marché de Forbo, l'environnement est marqué par une saturation relativement importante et par conséquent, par une concurrence particulièrement intense. En outre, la dépendance directe de l'évolution conjoncturelle générale, en particulier de l'industrie de la construction et des biens d'équipement, les fluctuations monétaires et l'évolution des prix des matières premières entraînent une marge de fluctuation relativement importante en ce qui concerne les chiffres d'affaires et revenus mondiaux.

3.3.1. Courroies et bandes / Belting

Le marché mondial des bandes transporteuses est estimé à environ CHF 5.7 milliards, dont CHF 2 milliards à peine sont accessibles à Forbo en raison de la spécialisation délibérément choisie. La société se base sur une future croissance de l'ordre de 2% par an du marché correspondant.

L'environnement concurrentiel international dans le domaine des courroies et bandes synthétiques se détériore de plus en plus, trois concurrents (dont Forbo) dominent environ 70% du marché. Quelques observateurs du marché sont d'avis qu'en raison de la petitesse relative du marché mondial, une autre consolidation est nécessaire. En outre, spécialement dans le secteur des courroies de transmission et des bandes modulaires en matières synthétiques, on note des surcapacités particulièrement élevées, respectivement une forte concurrence. Cette situation entraîne une pression sur les prix et par là directement sur les marges bénéficiaires réalisables des concurrents respectifs.

3.3.2. Colles / Adhesives

Forbo est actif en majorité sur le marché des colles industrielles et n'a que peu d'activités (locales) dans les secteurs de la chimie liée à la construction, respectivement du Do-it-yourself. La société estime le marché principal à env. CHF 37.8 milliards, dont la forte majorité (CHF 22.8 milliards) est réalisée par les colles industrielles.³ On compte sur une croissance moyenne de l'industrie d'environ 3%. La croissance du marché était, par le passé, chaque fois légèrement plus forte que la croissance moyenne de l'industrie de base, ce qui tient au nombre croissant d'applications, ce qui sera vraisemblablement aussi le moteur pour l'année à venir.

Le marché est marqué par une concurrence intensive, seuls quelques grands fournisseurs mondiaux (par ex. Henkel, H.B Fuller) occupant des positions importantes sur le marché. Il existe à côté une multitude de concurrents plus petits, en partie internationaux (y compris Forbo). Le marché est partagé en deux: les 10 fournisseurs les plus importants accaparent ensemble environ 50% du marché mondial, le reste étant fortement fragmenté.

² Source: Etudes de marché de la société et „Strategy Development Support“ d'Arthur D. Little à l'attention du Conseil d'administration de Forbo, de juillet 2004

³ Sur la base du „Report of the Adhesives & Sealants Council 2002-2004“; USD-CHF cours de change: 1.30

3.3.3. Revêtements de sols / Flooring

Le volume global du marché „Revêtements de sols“ est estimé à environ CHF 45 milliards, les parts de marché significatives pour Forbo (revêtements de sols élastiques et parquets) représentant à peine CHF 7.5 milliards. Ces marchés sont marqués essentiellement par un potentiel de croissance relativement faible et d'importantes surcapacités. Le volume de marché visé est, en outre, limité, en raison de la croissance d'une concurrence de substitution par d'autres matériaux, que ce soit par une meilleure longévité (usage industriel) ou par le design/la mode (usage privé). La consolidation du marché prolongera vraisemblablement ce statu quo. Dans le petit segment de marché du linoléum (<10% du marché-cible), Forbo est leader mondial avec une part de marché d'environ 60%.

3.4. L'offre publique de AFB Investment

Le 25 février 2005, AFB Investment et Forbo ont conclu une convention (Transaction Agreement) en vue de la présente offre d'achat.

3.4.1. Prix offert

Le prix offert est de CHF 260 net, par action nominative Forbo, d'une valeur nominale de CHF 20. Il inclut une prime de 5.2% par rapport au cours moyen d'ouverture des actions Forbo à la SWX Swiss Exchange durant les 30 derniers jours de bourse précédant l'offre d'achat et qui s'élevait à CHF 246.40 par action Forbo.

3.4.2. Conditions

L'offre d'achat de AFB Investment est soumise aux conditions stipulées au ch. A.6 du prospectus d'offre.

4. Critères d'évaluation

4.1. Aperçu

L'équité financière de l'offre de AFB Investment a été contrôlée avec les méthodes d'évaluation suivantes:

- déroulement et résultat du processus de vente
- comparaison avec d'autres entreprises cotées en bourse en ce qui concerne les ratios d'évaluation („comparable quoted companies analysis“)
- comparaison avec les conditions financières de transactions comparables („comparable transactions analysis“)
- valeur actualisée des futurs Free Cash Flow (Méthode DCF) attendus
- évolution de la valeur boursière de l'action Forbo

L'examen global de la Banque Vontobel de l'équité financière de l'offre se base sur ces cinq approches de l'évaluation.

Pour les analyses, la Banque Vontobel est partie chaque fois d'un examen global de Forbo. Cela signifie que la poursuite de l'activité a été prise comme base en admettant que les restructurations prévues soient réalisées et que, le cas échéant, des réorganisations du portefeuille soient effectuées.

4.2. Déroulement et résultat du processus de vente initié par le Conseil d'administration de Forbo au 4^{ème} trimestre 2004

4.2.1. Contexte du processus de vente

Début 2004, Forbo est venu à la conclusion que peu de perspectives intéressantes de développement à court et moyen terme pour l'actionnaire s'ouvriraient au groupe Forbo dans sa forme existante. Les raisons de cette appréciation étaient pour l'essentiel les suivantes:

- les trois divisions sont pratiquement indépendantes les unes des autres et n'offrent que peu de synergies réciproques
- les divisions se trouvent dans des phases de restructuration plus ou moins intensives. Ces dernières comprennent, outre les mesures visant à l'amélioration opérationnelle de l'activité, également des efforts de repositionnement stratégique, en particulier en vue de combinaisons Produit/Marché
- les capacités limitées en matière de direction et la situation financière (entre-temps améliorée partiellement par l'augmentation de capital) ne semblaient pratiquement pas permettre une poursuite fructueuse de l'activité de toutes les divisions
- une analyse des options stratégiques effectuée par une société de Management Consulting externe est arrivée à la conclusion que, pour les actionnaires, la restructuration et la vente consécutive des différentes

divisions (et par là, également celle du groupe) représentaient la variante la plus intéressante

Sur la base de cette appréciation, Forbo a examiné durant une longue période diverses options stratégiques et est arrivé finalement à la conclusion en octobre 2004 que le développement autonome – tout en continuant la restructuration des différentes divisions en association avec le groupe Forbo – était la variante de l'avenir susceptible d'apporter une plus-value à l'actionnaire. L'augmentation de capital effectuée rend cette stratégie financièrement possible.

En décembre 2004, le Conseil d'administration de Forbo a décidé, sur la base d'un témoignage d'intérêt reçu en novembre, d'initier un processus de vente structuré. Dans le cadre de ce processus, divers acquéreurs potentiels, choisis de manière ciblée, ont été approchés. Parmi ceux-ci, quatre ont procédé à un examen minutieux d'une reprise du groupe Forbo.

4.2.2. Appréciation

Le prix offert de CHF 260 par action Forbo est le résultat d'un long examen d'options stratégiques et d'un processus de vente structuré y faisant suite, au cours duquel, jusqu'à ce jour, seule la présente offre – sur les quatre acquéreurs potentiels – a été remise. Dans ce contexte, le prix offert devrait correspondre largement à la valeur actuelle de transaction de Forbo.

4.3. Ratios d'évaluation – Comparaison avec d'autres entreprises cotées en bourse

4.3.1. Comparaison

Dans la combinaison "Revêtements de sols – Colles – Courroies et bandes", il n'existe, à notre connaissance, aucun autre groupe d'entreprises coté en bourse. Forbo est perçu par le marché des capitaux comme un fournisseur du secteur de la construction. C'est pourquoi nous avons effectué une comparaison avec un Peer-Group de cette branche comme référence.

Les tableaux de l'annexe 1 présentent une comparaison des ratios les plus courants d'évaluation des actions – EV/EBITDA, EV/EBIT, PE – d'entreprises comparables cotées en bourse. Cette comparaison englobe deux groupes différents d'entreprises:

- les fournisseurs suisses du secteur de la construction
- une sélection de fournisseurs européens du secteur de la construction

Les chiffres qui servent de base reposent sur les "Consensus JCF"⁴ d'analystes d'actions pour 2004, 2005 et 2006. Pour les différentes sociétés, on a choisi chaque fois le cours de clôture du 4 mars 2005 comme référence. Pour Forbo, le prix offert de CHF 260 a été utilisé. Eu égard aux rendements relativement modestes des différents secteurs d'activité de Forbo sur la base de la Turnaround Situation dans les

⁴ Source: JCF

années 2004 et 2005, on a utilisé comme référence les multiples et les résultats de Forbo escomptés pour 2006.

La comparaison fait ressortir essentiellement le résultat suivant:

Sur la base du cours de reprise offert de CHF 260, Forbo affiche une prime appréciable d'environ 115-150% en comparaison des EBITDA et EBIT des Peer-Groups. En d'autres termes: la comparaison des rendements escomptés (EBITDA et EBIT) en 2006 confirme une Enterprise Value inférieure de Forbo.

4.3.2. Appréciation

En tenant compte de l'endettement net, les fourchettes de valeur suivantes se dégagent:

- sur la base des fournisseurs suisses comparables dans le secteur de la construction: une valeur d'environ CHF 140 à 215 par action Forbo.
- sur la base des fournisseurs européens comparables dans le secteur de la construction: une valeur d'environ CHF 150 à 210 par action Forbo.

4.4. Ratios d'évaluation – Comparaison avec les conditions financières de transactions comparables

4.4.1. Aperçu

Remarques préliminaires:

- Forbo étant unique en son genre de par sa configuration commerciale, la Banque Vontobel n'a pas connaissance de transactions directement comparables.
- un rapprochement avec la valeur de transaction de Forbo peut être obtenu par la comparaison avec la reprise d'entreprises au sein du Peer-Universum susmentionné (cf. Chapitre 4.3).
- la Banque Vontobel a extrait de cet univers les cinq acquisitions suivantes effectuées au cours de deux dernières années en guise de comparaison: Arbonia-Forster (EgoKiefer), GranitiFiandre (Savoia Canada), Geberit (Mapress), Deceuninck (Thyssen Polymer) et Uralita (Pfleiderer Dämmstoffe).
- ces transactions font ressortir une large fourchette dans l'évaluation, ce qui est justifié souvent par la situation spécifique sur le marché (acquisition stratégique), respectivement l'état des marges des sociétés ciblées.
- aucune information financière détaillée satisfaisante n'est officiellement connue en ce qui concerne les autres transactions effectuées dans un contexte comparable.

L'analyse des transactions figurant à l'annexe 2 fait ressortir le résultat suivant: comparée aux dernières transactions portant sur des fournisseurs suisses et européens du secteur de la construction (à partir du groupe des entreprises comparables cotées en bourse), l'offre pour Forbo, sur la base EBITDA et EBIT, fait ressortir une prime d'environ 20%, respectivement 40%.

4.4.2. Appréciation

Sur la base de transactions comparables et en tenant compte de l'endettement net, on trouve la fourchette de valeur suivante pour l'action Forbo: environ CHF 183 à 213.

4.5. Méthode Discounted Cash Flow (DCF)

La méthode DCF calcule la valeur de l'entreprise à partir du total des futurs Cash Flow disponibles attendus à leur valeur présente actualisée. L'évaluation de l'entreprise se base par conséquent sur une estimation des Cash Flow disponibles et le coût moyen pondéré du capital global engagé (CMPC) (Weighted Average Cost of Capital, WACC) utilisé pour l'escompte.

Le CMPC tient compte d'une part du rendement équitable des fonds propres ainsi que des coûts futurs des fonds étrangers escomptés, chaque fois pondérés conformément à la structure cible du capital à long terme de l'entreprise⁵.

Dans le cas présent, le coût moyen pondéré du capital engagé s'élève à 4.5% (coût des fonds propres: 3.0%, coût des fonds étrangers, après impôts: 1.5%).

Les paramètres du CMPC se décomposent comme suit:

a) Beta: 0.8

Le facteur Beta (levered) de Forbo se base sur le facteur Beta désendetté (unlevered) moyen d'entreprises comparables, adapté à la structure cible du capital à long terme du groupe Forbo. Le facteur Beta désendetté (unlevered) a été calculé sur la base du tableau de l'annexe 3.

b) prime de risque du marché: 3.9%

La prime estimée de risque du marché correspond à la différence entre le taux de rendement du marché suisse des actions et le taux de rendement sans risque des obligations de la Confédération. Cette prime a été calculée d'une part sur la base de l'étude de la Banque Pictet⁶ sur les 70 dernières années et d'autre part sur les estimations du marché de la Banque Vontobel⁷.

c) taux sans risque: 2.9%

Le taux sans risque correspond au taux de rendement actuel à l'échéance des obligations suisses de la Confédération à 30 ans.

⁵ cf. par exemple, les commentaires chez Brealey/Myers, Principles of Corporate Finance, Mc Graw Hill, 1991

⁶ cf. Pictet & Cie: La performance des actions et obligations en Suisse (1926-2004), janvier 2005

⁷ rendements attendus actuellement (en %) des titres suisses du SPI, déduction faite des rendements des obligations de la Confédération à long terme (10 ans)

- d) coûts des fonds étrangers: 4.5%
Les coûts estimés des fonds étrangers du groupe Forbo avant impôts font ressortir une prime de risque de 175 points de base sur le taux sans risque susmentionné. Cette hypothèse repose sur les coûts de financement escomptés sur la durée du Business Plan et se situe dans la fourchette du spread de débiteurs comparables.
- e) taux de l'impôt sur le bénéfice: 32%
Le taux de l'impôt sur le bénéfice utilisé correspond au taux moyen futur de l'ensemble du groupe Forbo et estimé par la direction.
- f) structure cible du capital: 50/50
Le ratio idéal à long terme des fonds propres par rapport aux fonds étrangers du groupe Forbo tient compte d'une part de la capacité d'endettement estimée à long terme de l'entreprise et d'autre part de la structure de financement visée.

Les Cash Flow disponibles de la période de planification 2005 – 2014 ont été pronostiqués dans une procédure détaillée de calcul sur la base du budget 2005, des prévisions 2006-2007, des déclarations de la direction de Forbo, des considérations de plausibilité et des estimations du marché propres (entre autres, dans l'étude de marché faisant l'objet d'un mandat donné par la direction). Ces Cash Flow futurs disponibles ainsi que la valeur finale ont été escomptés, avec le coût moyen du capital engagé susmentionné, sur la valeur actuelle. Pour la valeur finale, nous sommes partis d'une évaluation du marché en 2015 et avons estimé celle-ci selon les multiples EBITDA et EBIT du Peer-Group (cf. chapitre 4.3.1). La structure des marges normalisées d'ici à la fin de la période de planification est, à notre avis, reflétée de manière appropriée dans cette procédure.

Le modèle a été vérifié par la suite quant à sa sensibilité au moyen de différents scénarii de risque et de développement. Les valeurs d'entreprise ainsi recueillies (Enterprise Value) ont ensuite été épurées des engagements nets pour obtenir la valeur respective des fonds propres. Sur la base de ces calculs, la Banque Vontobel conclut que le prix offert de CHF 260 se situe à l'intérieur de la fourchette calculée du modèle DCF de CHF 235 à 310 par action.

4.6. Evolution de la valeur boursière de l'action Forbo

A l'annexe 4, graphique A4.1, l'évolution du cours des actions de l'action Forbo depuis janvier 2003 est représentée. A titre de comparaison, l'évolution des cours du Peer-Group (cf. chapitre 4.3) et la performance du SPI ont été jointes.

Cette analyse montre qu'après une évolution initiale parallèle, l'action Forbo a perdu fortement de sa valeur en comparaison et a connu une évolution négative depuis le 3^{ème} trimestre 2003 jusqu'aux différentes annonces en été et en automne 2004 (changement de direction, vente de la division Flooring, poursuite de l'activité de toutes les divisions, augmentation du capital). Ce n'est que grâce à la connaissance de l'intérêt de CVC (11.11.2004: 1^{ère} offre à CHF 236.53 (cours avant l'augmentation du capital CHF 330), 18.11.2004: 2^{ème} offre portée à CHF 246.53 – 256.53 (cours avant l'augmentation du capital CHF 350-370)) et au processus de vente y faisant suite, que le cours a pu se retrouver dans une marge de fluctuation de CHF 240 – 260

En comparaison avec les cours moyens - pondérés en volume - des 30 derniers jours de bourse, respectivement 12 derniers mois, l'offre de AFB Investment se situe à environ 5%, respectivement 8% au-dessus. (voir le graphique A4.2)

5. Conclusion

L'offre de AFB Investment se présente, en tenant compte

- du déroulement et du résultat du processus de vente,
- de la comparaison avec d'autres entreprises cotées en bourse en ce qui concerne les ratios d'évaluation,
- de la comparaison avec les conditions financières de transactions comparables,
- de la valeur actualisée des futurs Free Cash Flow (Méthode DCF) attendus et
- de l'évolution de l'évaluation boursière de l'action Forbo,

comme équitable financièrement considérant **tous les éléments pertinents**.

Zurich, le 7 mars 2005

Bank Vontobel AG

Dr. Thomas von Planta

Dr. Eduard Straub

6. Annexe

Annexe 1 Ratios d'évaluation d'entreprises comparables cotées en bourse

A1.1. Fournisseurs suisses du secteur de la construction

| Company | Market Value ¹⁾ | Enterprise Value | EV/EBITDA 04 | EV/EBITDA 05 | EV/EBITDA 06 | EV/EBIT 04 | EV/EBIT 05 | EV/EBIT 06 | P/E 04 | P/E 05 | P/E 06 |
|--------------------------|----------------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|--------|--------|--------|
| Afg Arbonia Forster Hldg | 489.9 | 748.8 | 6.2 x | 5.3 x | 5.0 x | 12.4 x | 10.1 x | 9.3 x | 14.6 x | 11.8 x | 10.4 x |
| Geberit | 3'735.6 | 4'358.7 | 9.5 x | 9.2 x | 8.8 x | 13.8 x | 11.8 x | 10.8 x | 18.7 x | 14.4 x | 13.3 x |
| Metallwaren Holding | 713.7 | 501.3 | 5.2 x | 5.0 x | 4.8 x | 7.7 x | 7.4 x | 7.1 x | 13.0 x | 12.1 x | 11.3 x |
| Sarna Kunststoff Holding | 333.6 | 495.5 | n.m. | 7.7 x | 7.0 x | n.m. | 9.7 x | 8.6 x | n.m. | 12.1 x | 11.2 x |
| Schulthess group | 204.5 | 194.7 | 8.1 x | 7.5 x | 7.0 x | 10.2 x | 9.7 x | 8.8 x | 14.6 x | 13.6 x | 12.0 x |
| Sia Abrasives | 192.8 | 284.6 | 7.6 x | 7.0 x | 6.3 x | 11.5 x | 10.0 x | 9.0 x | 12.5 x | 10.1 x | 9.1 x |
| Sika Ag | 2'107.3 | 2'239.3 | 6.9 x | 6.6 x | 6.0 x | 10.2 x | 9.1 x | 8.2 x | 16.1 x | 14.1 x | 12.5 x |
| Zehnder | 474.1 | 423.8 | 4.9 x | 4.8 x | 4.5 x | 7.3 x | 7.0 x | 6.5 x | 12.9 x | 13.1 x | 12.1 x |
| hi | | | 9.5 x | 9.2 x | 8.8 x | 13.8 x | 11.8 x | 10.8 x | 18.7 x | 14.4 x | 13.3 x |
| average | | | 6.9 x | 6.6 x | 6.2 x | 10.4 x | 9.4 x | 8.5 x | 14.6 x | 12.7 x | 11.5 x |
| median | | | 6.9 x | 6.8 x | 6.2 x | 10.2 x | 9.7 x | 8.7 x | 14.6 x | 12.6 x | 11.7 x |
| lo | | | 4.9 x | 4.8 x | 4.5 x | 7.3 x | 7.0 x | 6.5 x | 12.5 x | 10.1 x | 9.1 x |

Remarques:

- 1) en millions CHF, sur la base du cours de clôture du 4 mars 2005
- 2) en raison des faibles résultats de Sarna en 2004, les multiples correspondants n'ont pas une grande signification

Sources: JCF, Sociétés, Bank Vontobel Equity Research

A1.2. Fournisseurs européens du secteur de la construction

| Company | Country | Market Value ¹⁾ | Enterprise Value | EV/EBITDA 04 | EV/EBITDA 05 | EV/EBITDA 06 | EV/EBIT 04 | EV/EBIT 05 | EV/EBIT 06 | P/E 04 | P/E 05 | P/E 06 |
|------------------------------|---------|----------------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|--------|--------|--------|
| Ballingslov International AB | SE | 1'383.7 | 1'407.5 | 8.0 x | 6.8 x | 6.5 x | 11.2 x | 9.2 x | 8.8 x | 19.0 x | 15.6 x | 13.9 x |
| Brdr A & O Johansen | DK | 469.9 | 531.0 | 4.6 x | 4.4 x | 4.4 x | 8.6 x | 8.0 x | 8.6 x | 10.8 x | 10.0 x | 9.5 x |
| Deceuninck | BE | 531.1 | 693.5 | 9.3 x | 7.1 x | 6.1 x | 23.1 x | 13.8 x | 11.6 x | 50.5 x | 20.5 x | 14.8 x |
| Flugger | DK | 1'346.5 | 1'328.5 | 8.6 x | 7.9 x | 7.3 x | 14.1 x | 13.0 x | 14.4 x | 14.6 x | 13.2 x | 11.8 x |
| Granitfiandre | IT | 290.1 | 300.8 | 10.7 x | 7.2 x | 5.4 x | 18.5 x | 11.9 x | 8.1 x | 31.3 x | 19.8 x | 13.4 x |
| Imerys | FR | 3'918.0 | 4'869.6 | 8.3 x | 7.4 x | 7.1 x | 11.7 x | 10.4 x | 9.9 x | 16.9 x | 14.5 x | 13.5 x |
| Rockwool International | DK | 8'385.1 | 8'451.0 | 6.5 x | 6.0 x | 5.3 x | 13.3 x | 10.7 x | 8.6 x | 22.9 x | 17.5 x | 13.5 x |
| Uponor | FI | 1'247.2 | 1'320.8 | 8.4 x | 8.3 x | 7.9 x | 13.4 x | 12.1 x | 11.1 x | 19.8 x | 17.4 x | 15.3 x |
| Uralita | ES | 853.2 | 1'229.2 | 6.3 x | 6.0 x | 5.5 x | 11.7 x | 10.4 x | 9.4 x | 16.3 x | 16.7 x | 16.2 x |
| hi | | | 10.7 x | 8.3 x | 7.9 x | 7.9 x | 23.1 x | 13.8 x | 14.4 x | 50.5 x | 20.5 x | 16.2 x |
| average | | | 7.9 x | 6.8 x | 6.2 x | 6.2 x | 14.0 x | 11.1 x | 10.1 x | 22.5 x | 16.2 x | 13.5 x |
| median | | | 8.3 x | 7.1 x | 6.1 x | 6.1 x | 13.3 x | 10.7 x | 9.4 x | 19.0 x | 16.7 x | 13.5 x |
| lo | | | 4.6 x | 4.4 x | 4.4 x | 4.4 x | 8.6 x | 8.0 x | 8.1 x | 10.8 x | 10.0 x | 9.5 x |

Remarques:

1) en millions de la monnaie locale, sur la base du cours de clôture du 4 mars 2005

Sources: JCF, Sociétés, Bank Vontobel Equity Research

Annexe 2 Ratios d'évaluation de transactions comparables

| Target | Acquiror | Date | Curr. | Transaction Value ¹⁾ | EV/Sales ²⁾ | EV/EBITDA ²⁾ | EV/EBIT ²⁾ |
|-----------------------------|-----------------|---------|-------|---------------------------------|------------------------|-------------------------|-----------------------|
| EgoKiefer | Arbonia-Forster | 4.2004 | CHF | 123.40 | 0.6 x | 5.4 x | 7.9 x |
| Savoia Canada | GranitiFiandre | 1.2004 | CAD | 9.60 | 0.8 x | 9.5 x | n.a. |
| Mapress | Geberit | 12.2003 | EUR | 372.50 | 1.6 x | 6.9 x | 11.8 x |
| Thyssen Polymer | Deceuninck | 6.2003 | EUR | 118.00 | 0.6 x | 4.7 x | 9.1 x |
| Pfleiderer Dämmstofftechnik | Uralita SA | 4.2002 | EUR | 203.00 | 1.0 x | n.a. | 12.7 x |
| | | | | hi | 1.6 x | 9.5 x | 12.7 x |
| | | | | average | 0.9 x | 6.6 x | 10.4 x |
| | | | | median | 0.8 x | 6.1 x | 10.4 x |
| | | | | lo | 0.6 x | 4.7 x | 7.9 x |

Remarques:

- 1) en millions de la monnaie locale
- 2) par rapport au dernier exercice avant la transaction

Sources: Sociétés, Zephyr, Bloomberg

Annexe 3 Analyse du facteur Beta et de la structure du capital d'entreprises comparables cotées en bourse

| Company | Market Value ¹⁾ | Net Debt ²⁾ | Enterprise Value | Capital Structure ³⁾ | Marg. Tax Rate | levered Beta | unlevered Beta ⁴⁾ |
|------------------------------|----------------------------|------------------------|------------------|---------------------------------|----------------|--------------|------------------------------|
| Afg Arbonia Forster Hldg | 489.9 | 258.8 | 748.8 | 0.53 | 28.8% | 0.75 | 0.54 |
| Geberit | 3'735.6 | 623.1 | 4'358.7 | 0.17 | 33.7% | 0.37 | 0.34 |
| Metallwaren Holding | 713.7 | -212.4 | 501.3 | -0.30 | 22.5% | 0.30 | 0.39 |
| Sarna Kunststoff Holding | 333.6 | 161.9 | 495.5 | 0.49 | 31.0% | 0.44 | 0.33 |
| Schulthess group | 204.5 | -9.8 | 194.7 | -0.05 | 26.3% | 0.51 | 0.53 |
| Sia Abrasives | 192.8 | 91.8 | 284.6 | 0.48 | 27.9% | 0.18 | 0.14 |
| Sika Ag | 2'107.3 | 132.0 | 2'239.3 | 0.06 | 37.0% | 0.67 | 0.64 |
| Zehnder | 474.1 | -50.3 | 423.8 | -0.11 | 43.7% | 0.36 | 0.38 |
| Ballingslov International AB | 1'383.7 | 23.9 | 1'407.5 | 0.02 | 34.5% | 0.70 | 0.69 |
| Brdr A & O Johansen | 469.9 | 61.0 | 531.0 | 0.13 | 34.5% | 0.27 | 0.25 |
| Deceuninck | 531.1 | 162.4 | 693.5 | 0.31 | 40.1% | 0.66 | 0.56 |
| Flugger | 1'346.5 | -18.0 | 1'328.5 | -0.01 | 30.3% | 0.19 | 0.19 |
| Granitifiandre | 290.1 | 10.6 | 300.8 | 0.04 | 42.8% | 0.41 | 0.40 |
| Imerys | 3'918.0 | 951.5 | 4'869.6 | 0.24 | 36.4% | 0.50 | 0.43 |
| Rockwool International | 8'385.1 | 65.9 | 8'451.0 | 0.01 | 37.1% | 0.52 | 0.52 |
| Uponor | 1'247.2 | 73.5 | 1'320.8 | 0.06 | 32.2% | 0.45 | 0.44 |
| Uralita | 853.2 | 376.0 | 1'229.2 | 0.44 | 32.2% | 0.47 | 0.37 |
| hi | | | | 0.53 | 43.7% | 0.75 | 0.69 |
| average | | | | 0.15 | 33.6% | 0.46 | 0.50 |
| median | | | | 0.06 | 33.7% | 0.45 | 0.40 |
| lo | | | | -0.30 | 22.5% | 0.18 | 0.14 |

1) en millions de la monnaie locale, sur la base du cours de clôture du 4 mars 2005

2) Net Debt = Interest bearing debt - cash and cash equivalents

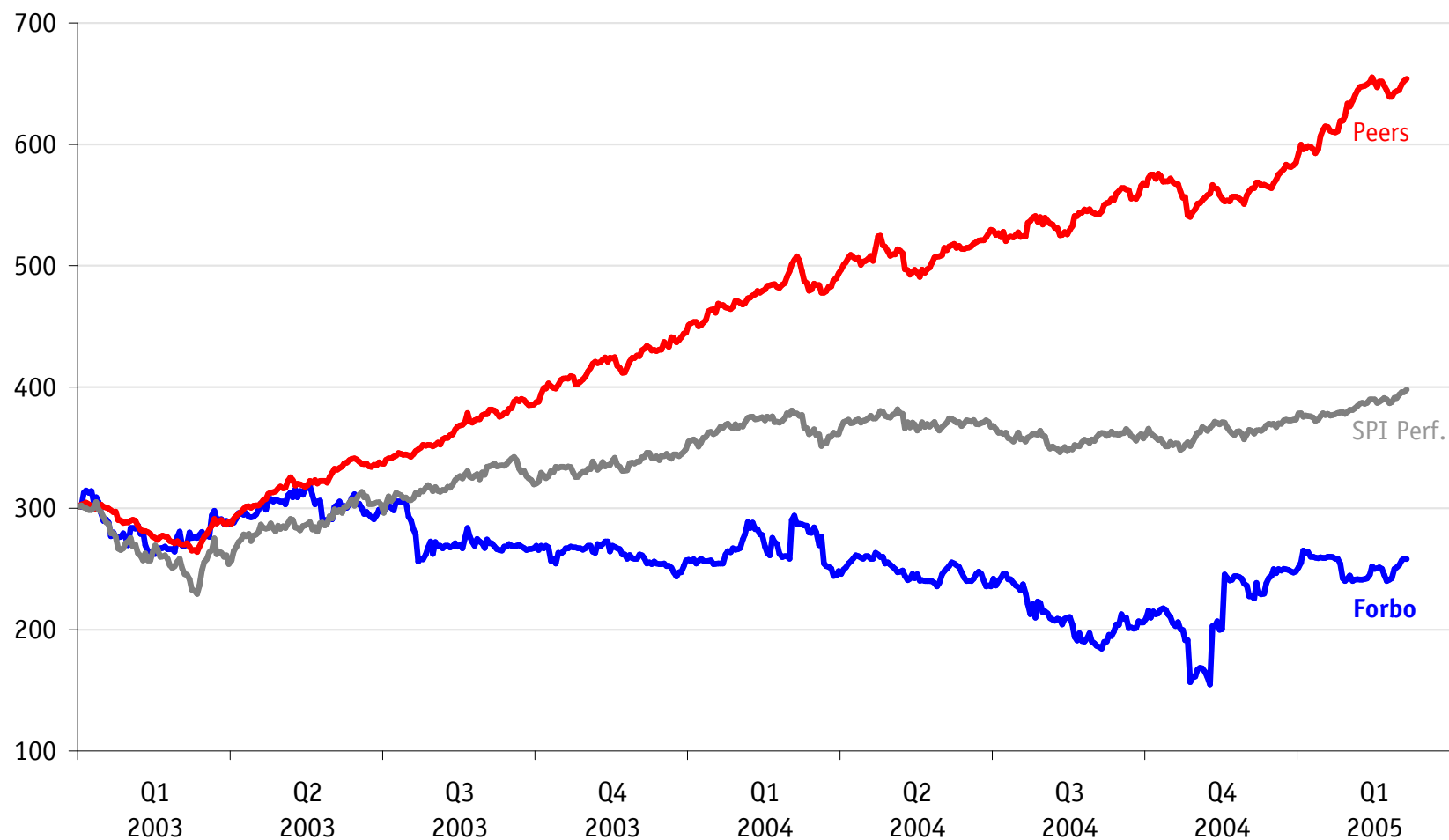
3) Capital Structure = Net Debt / Market Cap

4) unlevered Beta = levered Beta / (1 + Capital Structure x (1 - Marginal Tax Rate))

Sources: JCF, Bloomberg, Sociétés, Bank Vontobel Equity Research

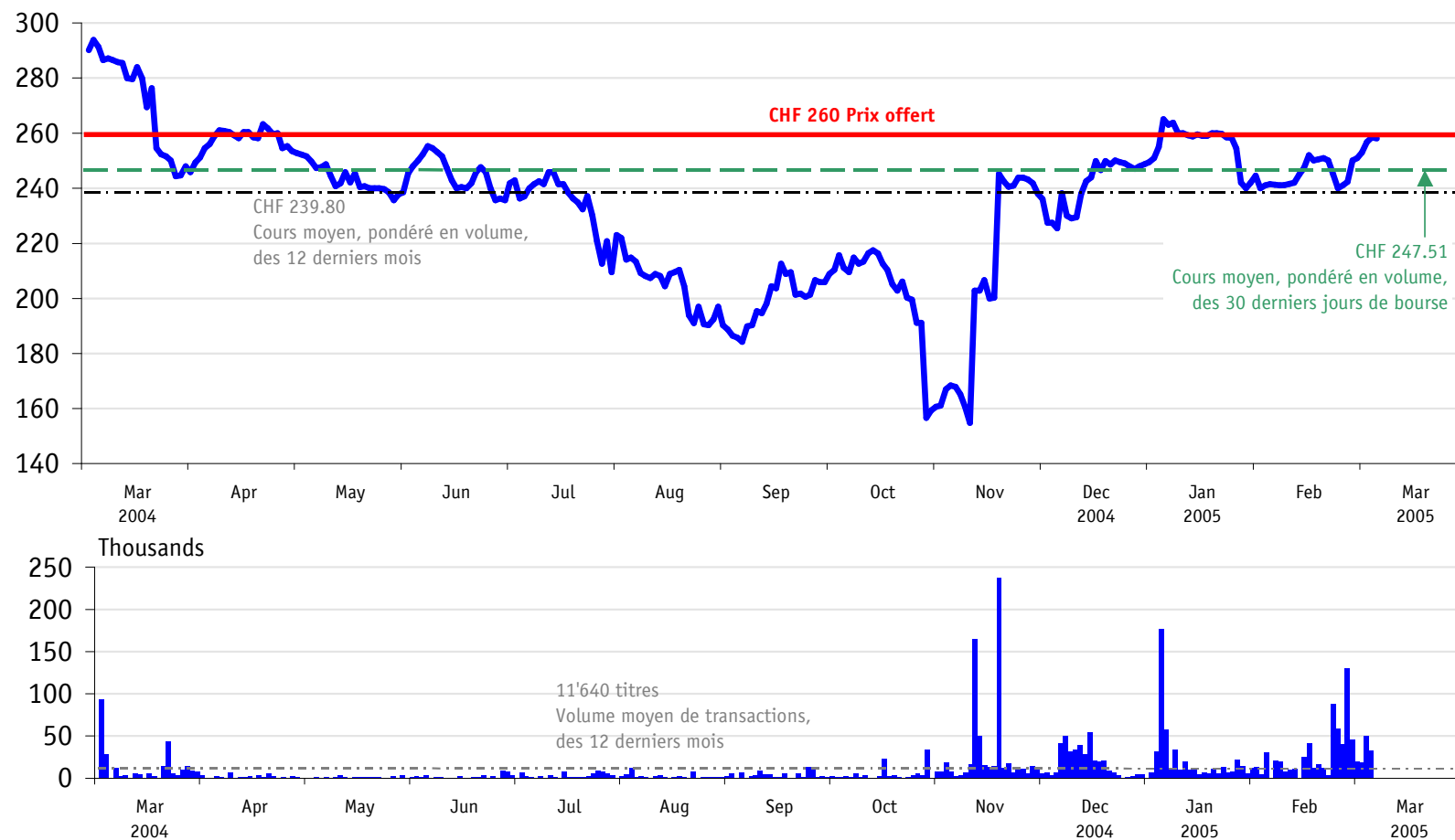
Annexe 4 Evolution du cours des actions

A4.1. Comparaison de la performance de l'action Forbo avec le SPI et le Peer-Group (adaptée au cours boursier de l'action Forbo)



Source: JCF, le 4 mars 2005

A4.2 Graphique de l'évolution du cours et du volume des transactions des 12 derniers mois (adapté à l'augmentation de capital)



Source: JCF, le 4 mars 2005