

**Rapport de « Fairness Opinion » à l'attention du Conseil d'administration  
de Sarna Plastiques Holding SA, Sarnen**

Relatif à l'

Appréciation de l'équité financière de l'offre publique d'acquisition de Sika SA sur toutes les  
actions en mains du public de Sarna Plastiques Holding SA, Sarnen.

Zurich, le 21 septembre 2005

**Ce document est une traduction de du texte original allemand. Seul le texte allemand  
fait foi.**

## Table des matières

<b>1</b>	<b>Introduction</b>	<b>4</b>
1.1	Situation	4
1.2	Mandat du Conseil d'administration de Sarna à PricewaterhouseCoopers SA	4
1.3	Procédure d'évaluation	4
1.4	Base d'appréciation	5
<b>2</b>	<b>Secteurs d'activité du Groupe Sarna</b>	<b>6</b>
2.1	Présentation de la société	6
2.2	La Division Sarnafil	6
2.3	La Division Sarnamotive	7
<b>3</b>	<b>Evaluation de la Division Sarnafil</b>	<b>8</b>
3.1	Méthodes d'évaluation	8
3.2	Méthode du Discounted Cash Flow	8
3.3	Méthode de marché	11
<b>4</b>	<b>Evaluation des autres éléments composant la valeur</b>	<b>12</b>
4.1	Evaluation de la Division Sarnamotive	12
4.2	Evaluation des autres Actifs Nets des Sociétés du Groupe	12
<b>5</b>	<b>Analyse des prix et des volumes de l'action</b>	<b>13</b>
<b>6</b>	<b>Conclusion</b>	<b>14</b>
<b>7</b>	<b>Annexe</b>	<b>15</b>
7.1	Annexe 1: Beta et analyse de la structure de financement	15
7.2	Annexe 2: Multiples de sociétés cotées comparables	16
7.3	Annexe 3: Evolution du cours de l'Action Sarna (1 an, jusqu'au 09.09.2005)	17
7.4	Annexe 4: Evolution des volumes de l'Action Sarna (1 an, jusqu'au 09.09.2005)	18

## Glossaire

Action(s) Sarna	Action(s) nominale(s) de Sarna Plastiques Holding SA, valeur nominale CHF 1
CAP	Competitive Advantage Period
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers)
CHF	Francs suisses
D	Dettes financières
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (résultat opérationnel)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EV	Enterprise value (valeur d'entreprise)
FP	Fonds propres
Groupe Sarna	Sarna Plastiques Holding SA ainsi que ses filiales et ses participations
Mio.	Million(s)
p.a.	per annum (par an)
PwC	PricewaterhouseCoopers SA
Sarna	Sarna Plastiques Holding SA
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Coût Moyen Pondéré du Capital)

## 1 Introduction

### 1.1 Situation

Sarna Plastiques Holding SA (« Sarna ») est une société suisse cotée à la SWX Swiss Exchange. Son siège principal se trouve à Sarnen, Suisse. L'activité du groupe Sarna couvre deux secteurs : les joints de haute qualité dans le génie civil et le bâtiment (Division Sarnafil), ainsi que les pièces et modules de précision destinés à l'industrie automobile (Division Sarnamotive). En décembre 2004, le Conseil d'administration de Sarna décida et communiqua publiquement son intention de vendre les activités du secteur automobile en 2005.

Le Conseil d'administration de Sarna a convenu avec celui de Sika SA, une société cotée suisse, basée à Baar, de combiner leurs activités. A cette fin, Sika SA a présenté, le 12 septembre 2005, une offre publique d'acquisition sur toutes les actions de Sarna détenues en mains publiques. Le prix net de l'offre est de CHF 175 par Action Sarna.

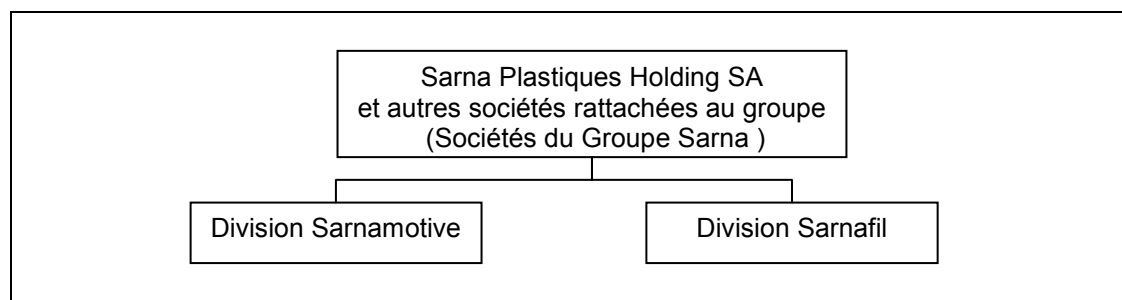
### 1.2 Mandat du Conseil d'administration de Sarna à PricewaterhouseCoopers SA

Le Conseil d'administration de Sarna a chargé PricewaterhouseCoopers SA (« PwC ») d'établir un rapport (Fairness Opinion) relatif à l'équité financière de l'offre publique d'achat de Sika SA à l'attention des actionnaires de Sarna. Les résultats de l'analyse effectuée sont présentés dans ce document. Cette Fairness Opinion est destinée à être publiée.

Le rapport ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'acquisition. Il ne contient pas non plus d'appréciation sur les conséquences qui peuvent découler d'une acceptation ou d'un refus de l'offre.

### 1.3 Procédure d'évaluation

L'organisation interne du Groupe Sarna est présentée ci-dessous. Sarnafil et Sarnamotive sont considérées comme deux divisions opérationnelles indépendantes. Aux côtés de Sarna Plastiques Holding SA, d'autres holdings et sociétés de services sont rattachées au Groupe Sarna (« Sociétés du Groupe »).



Afin de respecter la structure et la stratégie actuelle du Groupe Sarna (concentration sur la Division Sarnafil et vente de la Division Sarnamotive d'ici fin 2005), les deux divisions, ainsi que les Sociétés du Groupe (y compris Sarna Plastiques Holding SA) ont été analysées et évaluées séparément. Cette approche implique que la valeur des fonds propres de Sarna est obtenue par l'addition des éléments la composant. La valeur par action est calculée en divisant la valeur des fonds propres de Sarna par le nombre d'actions nominatives émises

Ce document est une traduction du texte original allemand. Seul le texte allemand fait foi.

(2'400'000), après déduction des actions détenues en mains propres par la société (120'040). La méthode de calcul se présente de la manière suivante :

Valeur des fonds propres de la Division Sarnafil
+ Valeur des fonds propres de la Division Sarnamotive
+ Valeur des autres Actifs Nets des Sociétés du Groupe
<b>= Valeur des fonds propres de Sarna</b>
/ Nombre d'actions nominatives en mains du public (2'279'960)
<b>= Valeur par Action Sarna</b>

Le calcul de la valeur des fonds propres de la Division Sarnafil est détaillé dans la section 3. L'évaluation des autres éléments composant la valeur est présentée dans la section 4. Les résultats de l'analyse de l'évolution du cours et des volumes d'échange de l'Action Sarna sont exposés dans la section 5.

#### 1.4 Base d'appréciation

Dans le cadre de notre analyse, nous nous sommes basés sur les éléments suivants:

- Diverses informations publiques concernant le Groupe Sarna qui ont été jugées déterminantes pour l'analyse, y compris les rapports annuels et semestriels, les communiqués de presse et articles sur la société.
- Diverses informations et documents internes à Sarna, qui ont été jugés déterminants pour notre analyse, y compris les résultats par division au 31 décembre 2004 et au 30 juin 2005, les estimations 2005, le budget et les projections financières pour la Division Sarnafil ainsi que les documents de vente concernant la Division Sarnamotive. Nous avons également eu accès à différentes informations relatives à la vente de la Division Sarnamotive et à l'état actuel des négociations.
- Cours historiques et analyse des volumes d'échange de l'Action Sarna.
- Analyse du marché des capitaux de Pictet & Cie (La performance des actions et obligations en Suisse 1926-2004, mise à jour en 2005), le rapport publié par Ibbotson Associates (2005 Yearbook) ainsi que celui de Damodaran (Betas et coût du capital par secteur d'activité).
- Données choisies relevant du marché des capitaux et d'ordre financier, concernant une sélection d'entreprises cotées comparables.

PwC a analysé la plausibilité des informations financières et opérationnelles, y compris les budgets et projections de la Division Sarnafil, et s'est entretenue à ce sujet avec des membres de la direction du Groupe Sarna.

Les informations et réflexions présentées dans ce document sont basées sur les informations disponibles à la date de l'évaluation et sont sujettes à des modifications. Dans le cadre de son travail, PwC n'a procédé à aucune révision ni due diligence. PwC n'a vérifié ni l'information fournie par le Groupe Sarna ni les informations publiques, et a considéré que celles-ci étaient complètes et exactes.

## 2 Secteurs d'activité du Groupe Sarna

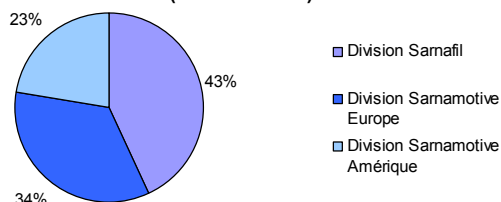
### 2.1 Présentation de la société

Le Groupe Sarna est une entité d'envergure internationale, spécialisée dans la transformation des matières plastiques. L'activité de la société couvre deux secteurs:

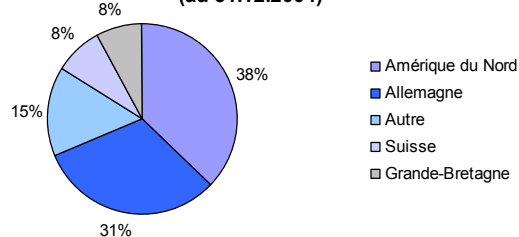
- les joints de haute qualité dans le génie civil et l'industrie du bâtiment (Division Sarnafil),
- les pièces et modules de précision destinés à l'industrie automobile (Division Sarnamotive).

En 2004, le Groupe Sarna a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de CHF 881 Mio. (CHF 418 Mio. durant le 1<sup>er</sup> semestre 2005), un résultat opérationnel de CHF 3.7 Mio. (CHF -5.4 Mio.). Le résultat après impôts se monte à CHF -98.9 Mio. (CHF -24.6 Mio.). Le Groupe Sarna possède des sites de production en Suisse, en Allemagne, en Angleterre, aux Etats-Unis, au Mexique et en Chine. Il emploie environ 3'000 collaborateurs à travers le monde.

Chiffre d'affaires par Division  
(au 31.12.2004)



Répartition géographique du chiffre d'affaires  
(au 31.12.2004)



### 2.2 La Division Sarnafil

La Division Sarnafil développe et produit au niveau international des joints de haute qualité pour le génie civil et l'industrie du bâtiment. Elle est active dans les domaines suivants : toits plats, toits pentus et génie civil. Grâce à ses systèmes et produits de pointe, la Division Sarnafil est le leader sur le marché européen et compte parmi les principaux fournisseurs mondiaux. Ses marchés principaux sont l'Allemagne, la Suisse, l'Angleterre et les Etats-Unis. En octobre 2004 Sarna a ouvert un site de production à Shanghai et par l'accroissement de la force de vente, aspire à profiter du potentiel de croissance du marché chinois. Sarna désire également augmenter ses parts de marché en Asie et aux Etats-Unis. Les sites de production de cette division sont en Suisse, aux Etats-Unis et en Chine.

Durant l'année 2004, la Division Sarnafil a réalisé un chiffre d'affaires de CHF 379 Mio., ce qui représente une croissance de 4.9% en monnaie locale et une croissance de 2.8% en CHF par rapport à l'année précédente. Durant le 1<sup>er</sup> semestre 2005, le chiffre d'affaires s'est élevé à CHF 181 Mio. Ce qui représente, une croissance de 10.8% en monnaie locale et de 8.7% en CHF. Le résultat opérationnel s'est quant à lui élevé à CHF 13.0 Mio. (y compris les coûts internes aux groupes estimés à environ CHF 1 Mio.). Durant le 1<sup>er</sup> semestre 2005, la Division Sarnafil employait environ 1'080 collaborateurs, dont 380 en Suisse.

## **2.3 La Division Sarnamotive**

La Division Sarnamotive produit des pièces et modules de précision destinés à l'industrie automobile. La Division se compose en deux sous-divisions :

- Europe: la division Sarnamotive Europe livre les constructeurs automobiles ainsi que les fournisseurs de systèmes européens. Elle se concentre sur le design, l'ingénierie et la production de pièces et de structures mobiles pour l'industrie automobile. Durant l'exercice 2004, la division a réalisé un chiffre d'affaires de CHF 303 Mio. et comptait 1'257 collaborateurs. Le chiffre d'affaires réalisé durant le 1<sup>er</sup> semestre 2005 s'élevait à CHF 138 Mio. Sarnamotive Suisse, laquelle employait 50 collaborateurs pour un chiffre d'affaires de l'ordre de CHF 8 Mio., a été vendue à la société allemande Wafa Beteiligungs GmbH en décembre 2004.
- Amérique: la division Sarnamotive Amérique produit des composantes pour les systèmes de climatisation et des composantes synthétiques pour l'intérieur de véhicules ainsi que certaines parties de carrosserie pour les fabricants d'automobiles et fournisseurs de systèmes sur le marché américain. La division qui comptait 1'421 collaborateurs a réalisé un chiffre d'affaires de 199 mio. en 2004. A fin juin 2005, celui-ci s'élevait à CHF 99 Mio.

En décembre 2004, le Conseil d'administration de Sarna décida et communiqua publiquement son intention de vendre les activités du secteur automobile en 2005.

### **3 Evaluation de la Division Sarnafil**

#### **3.1 Méthodes d'évaluation**

L'estimation de la valeur des fonds propres de la Division Sarnafil repose sur les méthodes d'évaluation suivantes:

- Discounted Cash Flow (DCF)
- Approche de marché

La valeur des fonds propres obtenue par la méthode du DCF est au centre de notre analyse. La valeur obtenue par l'approche de marché est utilisée dans le but de juger de la vraisemblance des résultats obtenus par la méthode du DCF.

Une analyse des transactions comparables a relevé qu'un nombre insuffisant de transactions récentes et suffisamment comparables sont disponibles. Pour cette raison, l'approche par les transactions comparables n'a pas été retenue.

#### **3.2 Méthode du Discounted Cash Flow**

Selon l'approche théorique correcte pour l'évaluation d'entreprises, la valeur d'une entreprise correspond à la somme des flux de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux qui tient compte des risques et de la valeur de l'argent dans le temps.

En pratique, cette valeur est estimée sur la base des Cash Flows Libres futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital. Les Cash Flows Libres correspondent aux cash flows bruts opérationnels après déduction des investissements relatifs aux actifs immobilisés et aux fonds de roulement. Le coût moyen du capital est estimé sur la base du coût des fonds propres et des dettes, l'estimation du coût des fonds propres reposant sur le modèle de marché du CAPM.

La valeur opérationnelle de l'entreprise est obtenue par la somme des Cash Flows Libres futurs actualisés et la valeur résiduelle. L'estimation de cette dernière repose sur l'hypothèse de continuité de l'exploitation. La valeur de marché des fonds propres est obtenue après addition des actifs non opérationnels et déduction des dettes portant intérêts.

L'évaluation selon la méthode du DCF de la Division Sarnafil repose sur l'estimation des Cash Flows Libres futurs calculés à partir du budget et des projections financières pour les années 2005 à 2007 préparés par la direction. Les Cash Flows Libres ont été considérés après correction des coûts centraux du groupe. La direction prévoit une poursuite de la croissance du chiffre d'affaires reposant à la fois sur une expansion géographique et sur l'élargissement du portefeuille de produits et de systèmes. Après un faible recul des marges en 2005, lié en particulier à l'augmentation du prix des matières premières et à l'expansion en Chine et en Amérique, la direction projette une augmentation de la marge opérationnelle dès 2006. De plus, aucun investissement d'expansion n'est prévu après 2006, tous les investissements devant être achevés avant fin 2005.



La valeur résiduelle (dès l'année 2008) a été calculée sur la base d'un Cash Flows Libre durable, capitalisé au coût du capital, après prise en considération d'une croissance annuelle future de 1.5% par an (formule de la rente perpétuelle à taux de croissance constant).

Afin de valider la plausibilité la valeur résiduelle obtenue, PwC a également utilisé une formule de la rente perpétuelle qui tient compte de deux taux de croissance (« 2-stage value drivers formula »)<sup>1</sup>. Selon celle-ci, une première période de 15 ans suit la période de projection détaillée au cours de laquelle l'avantage compétitif permet une croissance de 5% et le maintien d'une rentabilité excédentaire. Après cette période de 15 ans, la croissance de la Division Sarnafil a été estimée à 1.5% p.a. et la rentabilité des fonds investis dépasse de 2% le coût du capital.

De plus, plusieurs analyses de sensibilité ont été effectuées par variation de différents paramètres (par exemple coût du capital, marge EBITDA, marge EBIT et taux de croissance utilisés dans la formule de la rente perpétuelle).

Le taux d'actualisation utilisé pour l'actualisation des Cash Flows Libres correspond au coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital - WACC). Celui-ci se compose du coût des fonds propres et de celui de la dette après impôts. Le coût des fonds propres regroupe trois composantes : le taux d'intérêt hors risque, la prime de risque pour fonds propres et la prime pour petite capitalisation. L'estimation de la prime de risque pour fonds propre repose sur le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF ou CAPM), selon lequel la prime de risque spécifique à une entreprise résulte de la prime de risque du marché multipliée par le « levered » Beta. Le « levered » Beta est une mesure du risque spécifique d'une entreprise par rapport au marché et dépend entre autre de sa structure de financement. Le coût de la dette correspond au taux d'intérêt hors risque et d'une prime de risque supplémentaire. Cette prime de risque représente la prime que l'entreprise devrait payer pour emprunter des fonds.

Le coût moyen pondéré du capital (WACC) pour la Division Sarnafil a été estimé à 9.0%. Cette estimation repose sur un coût des fonds propres de 10.3% et un coût de la dette (après impôts) de 3.8%.

Ci-dessous les différents paramètres utilisés pour le calcul du WACC sont rapidement discutés:

#### **Taux d'intérêt hors risque**

Le taux hors risque de la Division Sarnafil est estimé sur la base du rendement moyen des obligations d'Etat avec une échéance de 20 ans des pays dans lesquels la Division Sarnafil prévoit de générer son chiffre d'affaires. Les taux par pays ont été pondérés en fonction de la contribution respective de chaque pays au chiffre d'affaires 2007. Sur cette base, le taux hors risque de la Division Sarnafil a été estimé à 3.7%<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Pour l'estimation de la rente perpétuelle selon la formule des « 2-stage value drivers », la valeur résiduelle est calculée en deux phases avec différents taux de croissance. Après la période de projection détaillée, suit une période où l'entreprise bénéficie d'un avantage compétitif (Competitive Advantage Period), qui permet un rendement sur capitaux investi et un taux de croissance supérieur à la moyenne du marché. Après cette première phase en découle une deuxième phase, durant laquelle, la société atteint un stade de maturité. Dans la majorité des cas, cela signifie que la société présente atteint une croissance plus faible et n'est plus en mesure de réaliser des gains supérieurs à ceux du marché.

<sup>2</sup> Les rendements des obligations d'Etat à échéance de 20 ans suivants ont été utilisés: Suisse 2.10%, Allemagne 3.45%, Grande-Bretagne 4.20%, USA 4.25% et China 3.49%. Source: Bloomberg, 14.09.2005.

### **Prime de risque du marché**

Le calcul du coût moyen pondéré du capital considère une prime de risque du marché de 4.8%. Celle-ci se base sur l'écart entre le rendement moyen du marché des actions et des obligations depuis 1926<sup>3</sup>. Pour le calcul de la prime de risque pour fonds propres une prime de 0.5% a été rajoutée à cette différence, dans la mesure où le calcul initial repose sur un échantillon d'obligations émises par différents créanciers plutôt que sur des obligations d'Etat.

### **« Unlevered » Beta**

Le Beta a été estimé sur la base de celui des entreprises cotées similaires et du Beta de l'industrie<sup>4</sup>. Le Beta retenu de 0.70 correspond au Beta moyen de l'industrie et au Beta médian des entreprises cotées comparables. Le détail des Betas des entreprises cotées comparables est fourni à l'annexe 1.

### **Structure de financement**

Sur la base de la structure de financement des entreprises cotées comparables et de l'industrie ainsi que des discussions avec la direction, un financement à long terme à hauteur de 20% par dette a été estimé. Des informations complémentaires concernant la structure de financement des entreprises cotées comparables sont fournies à l'annexe 1.

### **Prime pour petite capitalisation**

La prime pour petite capitalisation reflète le risque et rendement supplémentaires requis par le marché pour un investissement dans une entreprise de petite et moyenne taille. La prime est calculée par différence entre le rendement observé à long terme des petites capitalisations et le rendement estimé de ces entreprises selon le CAPM (Capital Asset Pricing Model). La base de cette analyse empirique est le marché des capitaux américain. La prime utilisée de 2.4% ressort d'une étude annuelle établie par Ibbotson Associates<sup>5</sup>.

### **Prime pour dette**

Dans la mesure où Sarna a une obligation cotée au taux de 4.75% (maturité 2006, valeur nominale de CHF 100 Mio.), la prime pour dette peut être observée directement sur le marché. Au 14 septembre 2005, le cours de cette obligation était de CHF 102.1, ce qui correspond à un rendement de 2.46% (par comparaison avec le LIBOR à un an de 0.96%). La prime de risque pour dette a par conséquent été estimée à 1.5%<sup>6</sup>.

### **Taux d'imposition**

Sur la base des discussions avec la direction, le calcul du WACC repose sur un taux d'imposition effectif prévisionnel à moyen terme de 26%.

<sup>3</sup> Source: Pictet & Cie.: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2004), 2005.

<sup>4</sup> Unlevered Beta = Levered Beta / (1+(dettes nettes/fonds propres)). Les dettes nettes correspondent aux dettes financières après déduction des liquidités « non opérationnelles » (Hypothèse: liquidités « opérationnelles » = 2.5% des revenus). Source des Betas des entreprises cotées comparables: Bloomberg, 14.09.2005. Source du Beta de l'industrie: Damodaran, 14.09.2005.

<sup>5</sup> Source: Ibbotson Associates, 2005 Yearbook.

<sup>6</sup> Source: ZKB et Bloomberg, 14.09.2005.

### **3.3 Méthode de marché**

La méthode de marché repose sur une comparaison avec des entreprises cotées similaires, au cours de laquelle la valeur de marché des entreprises cotées comparables, estimée sur la base des cours de bourse actuels, est mise en relation avec les chiffres clés de chaque entreprise cotée. Les multiples résultants sont ensuite appliqués aux chiffres clés de l'entreprise à évaluer, afin d'estimer la valeur de marché de celle-ci.

Les entreprises cotées comparables ont été choisies parmi les entreprises européennes et américaines cotées produisant des matières synthétiques.

Pour l'évaluation par l'approche de marché de la Division Sarnafil, les valeurs de marché actuelles (au 09.09.2005) des entreprises cotées comparables ont été mises en relation avec le revenu, l'EBITDA et l'EBIT des années 2004, 2005 et 2006. Les résultats estimés des années 2005 et 2006 reposent sur la moyenne des estimations des analystes financiers. La médiane des multiples obtenus a ensuite été appliquée aux revenus, à l'EBITDA et à l'EBIT actuels et projetés de la Division Sarnafil.

Les multiples de sociétés cotées comparables sont présentés à l'annexe 2.

## **4 Evaluation des autres éléments composant la valeur**

### **4.1 Evaluation de la Division Sarnamotive**

En décembre 2004, le Conseil d'administration de Sarna a pris la décision de vendre la Division Sarnamotive à échéance de fin 2005. Dans le cadre de la réalisation de cet objectif, Sarna a cédé à la société allemande Bavaria Industriekapital AGen Juin 2005 sa société fille Sarnamotive Paulmann & Croneen, basée à Lüdenscheid (D). D'après les informations obtenues et la direction du Groupe Sarna, les cessions des autres entités de la Division Sarnamotive (c'est-à-dire Schenk Bohemia Group, Sarnatech BNL et Sarnamotive Amérique) se déroulent comme prévu, et des offres manuscrites d'acquéreurs intéressés ont été obtenues.

La Division Sarnamotive représente, du point de vue actuel, un actif non opérationnel du Groupe Sarna. La valeur des fonds propres de cette division correspond par conséquent au produit attendu de la vente. L'estimation de la valeur repose sur le prix escompté résultant de l'état actuel des diverses négociations.

### **4.2 Evaluation des autres Actifs Nets des Sociétés du Groupe**

La valeur des autres Actifs Nets des Sociétés du Groupe considère tous les actifs et passifs qui n'appartiennent pas aux divisions opérationnelles. Ces Actifs Nets sont évalués à leur valeur de substance, sur la base d'une hypothèse de continuité de l'exploitation ( « Going Concern »). Les valeurs comptables actuelles ont servi de base et ont été ajustées des pertes reportées non activées et des réserves latentes sur l'immobilier. Les actifs immobiliers des sociétés du Groupe se composent des immeubles d'exploitation (principalement loués à la Division Sarnafil) et de quelques actifs immobiliers non opérationnels.

Les autres Actifs Nets regroupent également la fondation de Sarna. Selon les statuts, cette fondation peut payer les cotisations annuelles de prévoyance de l'employeur du Groupe Sarna. Le capital de la fondation représente par conséquent une réserve pour cotisation future de l'entreprise, qui a été considéré net de l'impact fiscal et de l'actualisation dans la valorisation.

## **5 Analyse des prix et des volumes de l'action**

A l'annexe 3 l'évolution du cours de l'Action Sarna au cours de la dernière année avant l'annonce de l'offre publique d'achat du 12 septembre 2005 est présentée. L'offre d'achat de CHF 175 comporte une prime de 15% par rapport au prix moyen à l'ouverture de l'Action Sarna au cours des 30 derniers jours de cotation au SWX Swiss Exchange avant l'annonce<sup>7</sup>.

L'annexe 4 présente les volumes de transaction sur les Actions Sarna au cours de l'année précédant l'annonce de l'offre d'achat du 12 septembre 2005. 7'412 Actions Sarna ont été échangées en moyenne<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Le cours lors de l'ouverture du lundi 12 septembre 2005 a été exclu de l'analyse. Source des cours: Bloomberg.

<sup>8</sup> Le lundi 12 septembre 2005 a été exclu de l'analyse. Source des cours: Bloomberg.

## 6 Conclusion

La valeur des fonds propres de Sarna repose sur l'addition des éléments suivants : valeur des fonds propres de la Division Sarnafil, valeur des fonds propres de la Division Sarnamotive et valeur des autres Actifs Nets des Sociétés du Groupe. La valorisation de la Division Sarnafil repose principalement sur la méthode du DCF et a été plausibilisée par l'approche de marché sur la base d'entreprises cotées comparables. La Division Sarnamotive a été valorisée sur la base de l'état actuel des négociations en cours concernant sa cession et les autres Actifs Nets des Sociétés du Groupe l'ont été selon la valeur de substance. De plus, le développement du cours de bourse de l'Action Sarna sur les douze derniers mois a été mis en relation avec le prix offert.

Sur la base de nos analyses et de nos réflexions sur la valeur, celle de l'Action Sarna est estimée dans une fourchette allant de CHF 153 à CHF 173. Nous considérons donc l'offre d'achat de Sika SA de CHF 175 par Action de Sarna Plastique Holding SA comme juste et équitable d'un point de vue financier.

Veuillez agréer l'expression de notre parfaite considération,

PricewaterhouseCoopers SA



Markus Bucher



Alessandro Cavadini

## 7 Annexe

### 7.1 Annexe 1: Beta et analyse de la structure de financement

Société	Information de marché					Structure du capital		"Levered" Beta		"Unlevered" Beta <sup>(5)</sup>	
Société	Monnaie	FP (1)	Dettes (2)	Liquidités excédentaires (3)	Dettes nettes	Dettes nettes/ FP	Dettes nettes/ EV	Beta local ajusté sur base mensuelle (4) 3 ans 5 ans		Beta local ajusté sur base mensuelle (4) 3 ans 5 ans	
1 Carlisle Companies	USD	1'940	320	-31	350	18%	15%	0.86	0.98	0.73	0.83
2 ElkCorp	USD	718	201	59	141	20%	16%	0.84	1.06	0.70	0.89
3 RPM International	USD	2'220	838	120	718	32%	24%	0.96	0.91	0.73	0.69
4 Saint Gobain	EUR	17'372	8'534	2'098	6'436	37%	27%	1.12	1.01	0.82	0.74
5 Sika	CHF	2'420	175	46	129	5%	5%	0.63	0.66	0.60	0.63
6 Trelleborg	SEK	12'492	7'460	-98	7'558	60%	38%	0.97	0.78	0.60	0.49
7 Uralita	EUR	970	296	-21	317	33%	25%	0.58	0.55	0.44	0.41
8 Wienerberger	EUR	2'490	933	113	820	33%	25%	1.15	1.10	0.87	0.83
Moyenne						29.8%	21.9%	0.89	0.88	0.68	0.69
Médiane						32.5%	24.5%	0.91	0.95	0.71	0.71
Industrie <sup>(6)</sup>						20.0%		0.67			
Beta retenu pour la Division Sarnafil						20.0%		0.70			

(1) Capitalisation boursière, Bloomberg, 09.09.2005.

(2) Dettes = Dettes portant intérêts

(3) Liquidités non opérationnelles (Hypothèses: liquidités opérationnelles = 2.5% des fonds propres).

(4) Le Beta ajusté est une estimation du Beta futur. Le Beta est estimé sur la base de valeurs historiques et est ajusté en fonction de l'hypothèse que le beta tend vers la valeur moyenne du marché (Beta = 1). Bloomberg, 14.09.2005.

(5) "Unlevered" Beta = "Levered" Beta / (1+(Dettes nettes/FP)) selon la formule Harris-Pringle

(6) Source: Damodaran, 14.09.2005.

Ce document est une traduction du texte original allemand. Seul le texte allemand fait foi.

## 7.2 Annexe 2: Multiples de sociétés cotées comparables

Société		Monnaie	Fonds propres <sup>1)</sup>	Dettes	Liquidités excédentaires <sup>3)</sup>	Dettes nettes	Valeur d'entreprise (EV)	EV/Revenus <sup>4)</sup>			EV/EBITDA <sup>4)</sup>			EV/EBIT <sup>4)</sup>		
(monnaie locale en millions)								2004	2005 F	2006 F	2004	2005 F	2006 F	2004	2005 F	2006 F
1	Carlisle Companies	USD	1'940	320	-31	350	2'290	1.0x	0.9x	0.9x	9.6x	8.7x	7.5x	12.4x	11.5x	n/a
2	ElkCorp	USD	718	201	59	141	859	1.1x	1.0x	n/a	8.4x	7.4x	n/a	11.0x	n/a	n/a
3	RPM International	USD	2'220	838	120	718	2'938	1.1x	1.1x	1.0x	8.6x	7.8x	7.1x	10.6x	9.7x	n/a
4	Saint Gobain	EUR	17'372	8'534	2'098	6'436	23'808	0.7x	0.7x	0.7x	6.1x	5.6x	5.3x	9.6x	8.3x	7.9x
5	Sika	CHF	2'420	175	46	129	2'549	1.0x	0.9x	0.8x	7.9x	7.6x	6.8x	11.0x	10.3x	9.0x
6	Trelleborg	SEK	12'492	7'460	-98	7'558	20'050	0.9x	0.8x	0.8x	8.1x	7.7x	7.2x	16.3x	11.1x	10.3x
7	Uralita	EUR	970	296	-21	317	1'287	1.0x	1.0x	1.1x	6.8x	6.9x	6.8x	n/a	11.7x	11.4x
8	Wienerberger	EUR	2'490	933	113	820	3'310	1.9x	1.7x	1.6x	8.5x	7.5x	7.0x	13.2x	12.3x	11.2x
Moyenne								1.1x	1.0x	1.0x	8.0x	7.4x	6.8x	12.0x	10.7x	9.9x
Médiane								1.0x	1.0x	0.9x	8.3x	7.6x	7.0x	11.0x	11.1x	10.3x

(1) Capitalisation boursière, Bloomberg, 09.09.2005.

(2) Dettes = Dettes portant intérêts

(3) Liquidités non opérationnelles (Hypothèse: liquidités opérationnelles = 2.5% du chiffres d'affaires).

(4) Source des estimations des Revenus, EBITDA et EBIT : Bloomberg, 14.09.2005.



### 7.3 Annexe 3: Evolution du cours de l'Action Sarna (1 an, jusqu'au 09.09.2005)

**Cours de bourse de l'action Sarna (en CHF)**



#### 7.4 Annexe 4: Evolution des volumes de l'Action Sarna (1 an, jusqu'au 09.09.2005)

**Volume d'échange de l'action Sarna (par unité)**

