

Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates der Sarna Kunststoff Holding AG, Sarnen

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der Sika AG für alle ausgegebenen Aktien der Sarna Kunststoff Holding AG, Sarnen.

Zürich, 21. September 2005

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	4
1.1	Ausgangslage	4
1.2	Auftrag des Verwaltungsrates der Sarna an PricewaterhouseCoopers AG	4
1.3	Bewertungsvorgehen	4
1.4	Beurteilungsgrundlagen	5
2	Geschäftstätigkeit der Sarna Gruppe	6
2.1	Überblick	6
2.2	Die Sarnafil Division	6
2.3	Die Sarnamotive Division	7
3	Bewertung der Sarnafil Division	8
3.1	Bewertungsmethoden	8
3.2	Discounted Cash Flow-Methode	8
3.3	Marktbewertung	11
4	Bewertung der anderen Wertkomponenten	12
4.1	Bewertung der Sarnamotive Division	12
4.2	Bewertung der anderen Nettoaktiven der Gruppengesellschaften	12
5	Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse	13
6	Schlussfolgerung	14
7	Beilagen	15
7.1	Beilage 1: Beta- und Finanzierungsanalyse	15
7.2	Beilage 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	16
7.3	Beilage 3: Kursentwicklung der Sarna-Aktie (1 Jahr, bis 09.09.2005)	17
7.4	Beilage 4: Volumenanalyse der Sarna-Aktie (1 Jahr, bis 09.09.2005)	18

Abkürzungsverzeichnis

CAP	Competitive Advantage Period
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (operatives Ergebnis)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EK	Eigenkapital
FK	Fremdkapital
Mio.	Million(en)
p.a.	per annum (pro Jahr)
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
Sarna	Sarna Kunststoff Holding AG
Sarna-Aktie	Namenaktie der Sarna Kunststoff Holding AG zu CHF 1 Nennwert
Sarna Gruppe	Sarna Kunststoff Holding AG sowie ihre Tochtergesellschaften und Beteiligungen
UW	(Operativer) Unternehmenswert
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Die Sarna Kunststoff Holding AG („Sarna“) ist eine an der SWX Swiss Exchange kotierte Gesellschaft mit Konzernhauptsitz in Sarnen, Schweiz. Sarna ist in zwei Bereichen tätig: hochwertige Abdichtungen im Hoch- und Tiefbau (Sarnafil Division) sowie technisch anspruchsvolle Teile und Module für die Automobilindustrie (Sarnamotive Division), wobei der Verwaltungsrat im Dezember 2004 entschieden hat, die Automobilaktivitäten bis Ende 2005 zu verkaufen.

Der Verwaltungsrat der Sarna ist mit dem Verwaltungsrat der Sika AG, einer börsenkotierten Gesellschaft mit Sitz in Baar, Schweiz, übereingekommen, die Aktivitäten zu kombinieren. Zu diesem Zweck hat Sika AG am 12. September 2005 eine Voranmeldung für ein öffentliches Kaufangebot für alle ausgegebenen Aktien von Sarna publiziert. Der offerierte Preis pro Sarna-Aktie beträgt CHF 175.

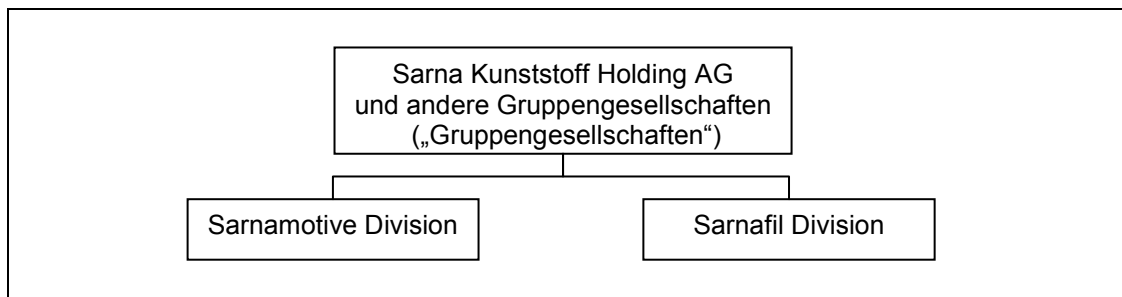
1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Sarna an PricewaterhouseCoopers AG

Der Verwaltungsrat von Sarna hat PricewaterhouseCoopers AG („PwC“) mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt, welche den oben erwähnten offerierten Preis aus finanzieller Sicht der Aktionäre der Sarna auf dessen Angemessenheit überprüft. Dieses Gutachten fasst die Ergebnisse unserer Analysen zusammen. Es darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

Dieses Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Es enthält auch keine Einschätzungen über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung haben können.

1.3 Bewertungsvorgehen

Die interne Organisation der Sarna Gruppe ist in folgender Abbildung dargestellt. Sarnafil und Sarnamotive stellen zwei unabhängige operative Divisionen dar. Neben der Sarna Kunststoff Holding AG, gehören auch andere Holding- und Dienstleistungsgesellschaften zum Konsolidierungskreis der Sarna („Gruppengesellschaften“).



Unter Berücksichtigung dieser Organisationsstruktur und der aktuellen Strategie der Sarna Gruppe (d.h. Konzentration auf die Sarnafil Division und Verkauf der Sarnamotive Division bis Ende 2005) wurden die zwei operativen Divisionen und die Gruppengesellschaften (inkl. Sarna Kunststoff Holding AG) jeweils getrennt analysiert und bewertet. Nach diesem Analysean-

satz setzt sich der Eigenkapitalwert der Sarna aus der Addition der einzelnen Wertkomponenten zusammen. Für die Berechnung des Wertes pro Aktie ist der Eigenkapitalwert der Sarna durch die Anzahl der ausstehenden Aktien (2'400'000), nach Abzug der Anzahl eigener Aktien (120'040), zu dividieren. Das gewählte Bewertungsvorgehen sieht somit wie folgt aus:

Eigenkapitalwert der Sarnafil Division
+ Eigenkapitalwert der Sarnamotive Division
+ Wert der anderen Nettoaktiven der Gruppengesellschaften
= Eigenkapitalwert der Sarna
/ Anzahl Aktien im Publikumsbesitz (2'279'960)
= Wert pro Sarna-Aktie

Die Ermittlung des Eigenkapitals der Sarnafil Division ist im Kapitel 3 dargestellt, auf die Wertüberlegungen zu den anderen Wertkomponenten wird im Kapitel 4 eingegangen. Die Ergebnisse einer Analyse der Kurs- und Volumenentwicklung der Sarna-Aktie werden in Kapitel 5 aufgezeigt.

1.4 Beurteilungsgrundlagen

Zur Beurteilung wurden von PwC namentlich die folgenden Grundlagen verwendet:

- Bestimmte öffentlich zugängliche Informationen über die Sarna Gruppe, welche für die Analyse als relevant betrachtet wurden, einschliesslich die Jahres- und Halbjahresberichte, Pressemitteilungen und Zeitungsberichte.
- Bestimmte unternehmensinterne Informationen, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich der divisionalen Ergebnisse per 31. Dezember 2004 und 30. Juni 2005, der Estimate 2005, Budgets und Finanzprojektionen der Sarnafil Division und der Verkaufsdokumentation der Sarnamotive Division. Weiter lagen uns Angaben und Dokumente über den Stand der Verkaufsverhandlungen der Sarnamotive Division vor.
- Historische Kurs- und Volumenanalyse der Sarna-Aktie.
- Kapitalmarktanalysen von Pictet & Cie (Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926-2004, aufdatiert per Januar 2005), von Ibbotson Associates (2005 Yearbook) sowie von Damodaran (Betas und Kapitalkosten nach Branche).
- Bestimmte Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter kotierter Vergleichsunternehmen.

PwC hat die operativen und finanziellen Informationen, einschliesslich der finanziellen Budgets und Projektionen der Sarnafil Division, auf Plausibilität überprüft und mit Vertretern des Managements der Sarna Gruppe besprochen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen. PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. PwC hat die von der Sarna Gruppe zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen nicht geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind.

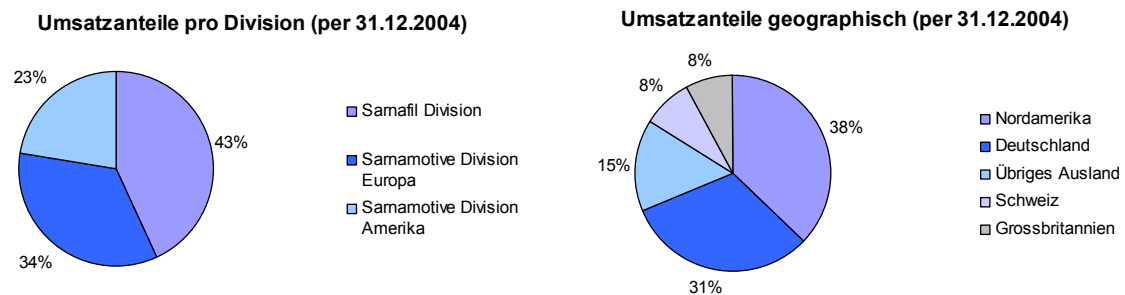
2 Geschäftstätigkeit der Sarna Gruppe

2.1 Überblick

Die international tätige Sarna Gruppe entwickelt und fertigt Kunststoffprodukte und ist in zwei Bereichen tätig:

- Herstellung von Abdichtungen im Hoch- und Tiefbau (Sarnafil Division),
- Herstellung von Funktionsteilen und -modulen für die Automobilindustrie (Sarnamotive Division).

Die Sarna Gruppe erzielte im Jahr 2004 einen konsolidierten Umsatz von CHF 881 Mio. (CHF 418 Mio. im ersten Halbjahr 2005), ein operatives Ergebnis von CHF 3.7 Mio. (CHF -5.4 Mio.) und ein Ergebnis nach Steuern von CHF -98.9 Mio. (CHF -24.6 Mio.). Die Sarna Gruppe hat Produktionsstätten in der Schweiz, Deutschland, England, den USA, Mexiko und China und beschäftigt weltweit rund 3'000 Mitarbeiter.



2.2 Die Sarnafil Division

Die Sarnafil Division entwickelt und produziert Abdichtungsprodukte und -systeme für den internationalen Hoch- und Tiefbau. Sie ist in folgenden Geschäftsbereichen tätig: Flachdach, Steildach und Tiefbau. Dank ihren hochstehenden Produkten und Systemen ist die Sarnafil Division in Europa Marktleader und gehört weltweit zu den führenden Anbietern. Hauptsächlich tätig ist sie dabei in den Ländern Deutschland, Schweiz, Grossbritannien und USA. Durch die Eröffnung einer neuen Produktionsstätte in Shanghai im Oktober 2004 und eine Verstärkung der Verkaufsmannschaft will die Sarnafil Division die sich bietenden Wachstumspotenziale in China, aber auch im gesamten asiatischen Raum und in den USA, in Zukunft vermehrt nutzen. Die Division produziert in der Schweiz, den USA und China.

Im Jahr 2004 erzielte die Sarnafil Division einen Umsatz von CHF 379 Mio., was in lokaler Währung einem Wachstum von 4.9% und in CHF einem Wachstum von 2.8% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Im ersten Halbjahr 2005 betrug der Umsatz CHF 181 Mio. Damit stieg der Umsatz im Vorjahresvergleich in Lokalswährung um 10.8% und in CHF um 8.7%. Das operative Ergebnis betrug CHF 13.0 Mio. (inkl. geschätzte Gruppenkosten in der Höhe von CHF 1 Mio.). Die Sarnafil Division beschäftigte im ersten Halbjahr 2005 1'080 Mitarbeitende, davon 380 in der Schweiz.

2.3 Die Sarnamotive Division

Die Sarnamotive Division produziert technische Module und Teile für die Automobilindustrie. Die Division ist in zwei Geschäftsbereiche gegliedert:

- Europa: die Sarnamotive Division Europa beliefert europäische Automobilhersteller und deren Systemlieferanten, wobei sie sich auf Design, Engineering und Herstellung anspruchsvoller beweglicher Funktionsteile und Baugruppen für den Automobilinnenraum konzentriert. Im Jahr 2004 erzielte sie einen Umsatz in der Höhe von CHF 303 Mio. und beschäftigte 1'257 Mitarbeitende. Der im ersten Halbjahr 2005 erzielte Umsatz betrug CHF 138 Mio. Im Dezember 2004 wurde die Sarnamotive Schweiz, welche einen Umsatz von rund CHF 8 Mio. erzielt und 50 Mitarbeitende beschäftigt, an die deutsche Wafa Beteiligungs GmbH verkauft.
- Amerika: die Sarnamotive Division Amerika produziert Lüftungssysteme und Kunststoffkomponenten für den Fahrzeuginnenraum sowie ausgewählte Karosserieteile für die Fahrzeughersteller und Systemlieferanten im amerikanischen Markt. Im Jahr 2004 erzielte sie mit 1'421 Mitarbeitenden einen Umsatz von CHF 199 Mio. Der im ersten Halbjahr 2005 erzielte Umsatz betrug CHF 99 Mio.

Im Dezember 2004 hat der Verwaltungsrat der Sarna entschieden, die Sarnamotive Division bis Ende 2005 zu verkaufen, damit sich die Sarna Gruppe in Zukunft auf das Geschäft der Sarnafil Division konzentrieren kann.

3 Bewertung der Sarnafil Division

3.1 Bewertungsmethoden

Zur Ermittlung des Eigenkapitalwertes der Sarnafil Division wurden Wertüberlegungen mittels der folgenden Methoden durchgeführt:

- Discounted Cash Flow (DCF)-Methode
- Marktbewertung

Der nach der DCF-Methode abgeleitete Eigenkapitalwert steht im Zentrum der Wertüberlegungen. Der mittels Marktbewertung hergeleitete Eigenkapitalwert kann dagegen als Plausibilisierung der DCF-Werte verstanden werden.

Eine Analyse der vergleichbaren Transaktionen hat ergeben, dass nicht genügend aktuelle und gut vergleichbare Transaktionen zur Verfügung stehen. Aus diesem Grund wurde auf eine Marktbewertung anhand vergleichbarer Transaktionen verzichtet.

3.2 Discounted Cash Flow-Methode

Nach dem einzig theoretisch richtigen Ansatz der Investitionsbewertung für die Unternehmensbewertung entspricht der Unternehmenswert den zu erwartenden Netto-Einnahmen des Investors, welche auf Grund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden müssen.

In der Praxis wird als Annäherung dieser Grösse von den zukünftig zu erwartenden Freien Cash Flows ausgegangen, welche im Rahmen der Discounted Cash Flow-Methode mit Hilfe der Kapitalkosten auf den Gegenwartswert diskontiert werden. Dabei wird unter dem Freien Cash Flow der sogenannte operative Brutto Cash Flow abzüglich Investitionen in das Anlage- und das Umlaufvermögen verstanden. Die Kapitalkosten werden aus Eigen- und Fremdkapitalkosten ermittelt, wobei die Eigenkapitalkosten mit Hilfe des CAPM-Modells aus dem Kapitalmarkt hergeleitet werden.

Um den operativen Unternehmenswert zu erhalten, wird die Summe aus den diskontierten zukünftigen Freien Cash Flows und aus dem Endwert gebildet, wobei letzterer die Annahme der Bewertung auf Fortführung der Geschäftstätigkeit darstellt. Durch die Addition des nicht betrieblich notwendigen Vermögens und nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals ergibt sich der Eigenkapitalwert aus einer kapitalmarktorientierten Perspektive.

Für die DCF-Bewertung der Sarnafil Division wurden die zukünftigen Freien Cash Flows aus den vom Management erstellen Budgets und Finanzprojektionen 2005-2007, nach Korrektur der geschätzten Gruppenkosten, ermittelt. Das Management geht von einer Fortsetzung des Umsatzwachstums durch weitere geographische Expansion sowie Ausbau des bestehenden Produkt- und Systemsportfolios aus. Nach einem kleinen Margenrückgang in 2005, insbesondere wegen gestiegener Rohmaterialpreise sowie wegen der Expansion in China und Amerika, rechnet das Management ab 2006 wieder mit steigenden operativen Margen. Des weiteren sind ab 2006 keine weiteren grossen Erweiterungsinvestitionen geplant, weil diese bis Ende 2005 abgeschlossen sein sollen.

In der Endwertberechnung (ab Jahr 2008) wurde der nachhaltige Freie Cash Flow mit dem Kapitalkostensatz, unter Berücksichtigung eines nachhaltigen Wachstums von 1.5% p.a., in die Ewigkeit kapitalisiert (sogenannte Fortführungsformel).

Zur Plausibilisierung dieser Endwertberechnung hat PwC auch die 2-Phasen Wertfaktoren-Formel angewendet.¹ Dabei wurde nach der Planungsperiode eine „Competitive Advantage Period“ von 15 Jahren mit jährlichen Wachstumsraten von 5% und einer Aufrechterhaltung der erwirtschafteten Überrenditen berücksichtigt. Nach dieser 15-jährigen Periode wurde angenommen, dass die Sarnafil Division nachhaltig noch Wachstumsraten von 1.5% p.a. erreichen und eine Gesamtrendite auf dem investierten Gesamtkapital realisieren kann, die 2% über den Gesamtkapitalkosten liegt.

Weiter hat PwC Sensitivitätsrechnungen mittels Variation verschiedener Parameter (z.B. Gesamtkapitalkosten, EBITDA-Marge, EBIT-Marge und Wachstumsraten in den Endwertberechnungen) durchgeführt.

Der Diskontierungssatz, mit welchem die Freien Cash Flows abgezinst werden, entspricht dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital - WACC). Dieser besteht aus den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten nach Steuern. Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus drei Komponenten zusammen: Dem risikolosen Zinssatz, der Eigenkapitalrisikoprämie und der Prämie für Kleinunternehmen. Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zu Grunde, wonach die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des „Levered“ Betas mit der Marktrisikoprämie entspricht. Dabei ist das „Levered“ Beta ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktrisiko und hängt u.a. von der Finanzierungsstruktur ab. Die Fremdkapitalkosten setzen sich aus dem risikolosen Zinssatz und der Fremdkapitalprämie zusammen. Durch Einbezug einer Fremdkapitalprämie wird berücksichtigt, dass ein Unternehmen nicht zum risikolosen Zinssatz Fremdkapital aufnehmen kann, sondern aufgrund des Unternehmensrisikos den Fremdkapitalgebern einen Zinsaufschlag bezahlen muss.

Der abgeleitete gewichtete Gesamtkapitalkostensatz (WACC) für die Sarnafil Division wurde auf 9.0% geschätzt. Dabei wurde der Eigenkapitalkostensatz auf 10.3% und der Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) auf 3.8% geschätzt.

Nachfolgend werden die einzelnen Parameter für die WACC-Herleitung kurz beschrieben.

Risikoloser Zinssatz

Zur Herleitung des für die Sarnafil Division massgebenden risikolosen Zinssatzes wurden die Renditen von Staatsobligationen mit einer Restlaufzeit von 20 Jahren derjenigen Länder, in welchen die Sarnafil Division den zukünftigen Umsatz generieren wird, herangezogen. Zur Gewichtung der einzelnen Ländersätze wurde die im Jahr 2007 geplante Umsatzaufteilung verwendet. Auf Basis dieser Vorgehensweise ergibt sich ein gewichteter risikoloser Zinssatz für die Sarnafil Division von 3.7%.²

¹ Bei der 2-Phasen-Wertfaktoren-Formel wird der Endwert (oder Residualwert) in zwei Phasen aufgliedert. Nach der expliziten Planungsperiode folgt zuerst die sogenannte Competitive Advantage Period (CAP), in der sowohl die Renditen des eingesetzten Kapitals und die Wachstumsraten überdurchschnittlich hoch sein können, was impliziert, dass die Unternehmung in der CAP noch einen Wettbewerbsvorteil aufweist. Gleichzeitig soll diese erste Phase des Residualwertes einen sanften Übergang zur zweiten Phase des Residualwertes ermöglichen. In der zweiten Phase des Residualwertes erreicht dann das zu bewertende Unternehmen den eingeschwungenen langfristigen Zustand. In den meisten Fällen bedeutet dies, dass das Unternehmen nur noch langsam wächst und keine Möglichkeit mehr besitzt, Übergewinne abzuschöpfen.

² Basis waren folgende Renditen von Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 20 Jahren: Schweiz 2.10%, Deutschland 3.45%, Grossbritannien 4.20%, USA 4.25% und China 3.49%. Quelle: Bloomberg, 14.09.2005.

Marktrisikoprämie

Der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten liegt eine Marktrisikoprämie von 4.8% zugrunde. Diese basiert auf der Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite des schweizerischen Aktienmarktes und derjenigen von Schweizer Obligationen seit 1926.³ Zur Berechnung der Marktrisikoprämie wurde ein Zuschlag von 0.5% auf die Differenz zwischen der Rendite der Aktien und der Rendite der Obligationen gemacht, da die Obligationen ein Portfolio aus inländischen Schuldern anstatt Bundesobligationen enthalten.

“Unlevered“ Beta

Zur Ermittlung des „Unlevered“ Betas wurde auf die „Unlevered“ Betas vergleichbarer kotierter Unternehmen sowie auf Industriebetas zurückgegriffen.⁴ Das verwendete Beta in der Höhe von 0.70 entspricht dabei dem Durchschnitt des Industriebetas und dem Median der vergleichbaren Unternehmen. Details zu den Betas der Vergleichsunternehmen sind in der Beilage 1 dargestellt.

Finanzierungsverhältnis

Basierend auf dem Finanzierungsverhältnis der Vergleichsunternehmen und dem Industriewert sowie auf Gesprächen mit dem Management wurde eine langfristige Fremdfinanzierungszielstruktur von 20% angenommen. Details zu den Finanzierungsverhältnissen der Vergleichsunternehmen sind in der Beilage 1 erläutert.

Prämie für Kleinunternehmen

Die Prämie für Kleinunternehmen reflektiert die erhöhten Risiko-/Renditeerwartungen, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmungen verbunden sind. Sie berechnet sich als Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite kleinkapitalisierter Unternehmen und der für diese Firmen mittels CAPM (Capital Asset Pricing Model) geschätzten Rendite. Die Grundlage für die empirische Analyse bildete der amerikanische Kapitalmarkt. Die verwendete Prämie von 2.4% basiert auf einer jährlichen Studie von Ibbotson Associates.⁵

Fremdkapitalprämie

Da Sarna eine kotierte 4.75%-Anleihe ausstehend hat (Laufzeit 2006, Nominalwert von CHF 100 Mio.), wurde die Fremdkapitalprämie aus den Marktdaten direkt abgeleitet. Der Kurs dieser Anleihe betrug am 14. September 2005 CHF 102.1, was eine Rendite von 2.46% entspricht (verglichen mit dem einjährigen Libor-Satz auf CHF von 0.96%). Daraus wurde eine marktkonforme Fremdkapitalprämie von 1.5% ermittelt.⁶

Steuersatz

Basierend auf Gesprächen mit dem Management liegt der Berechnung des WACC's ein mittelfristig zu erwartender effektiver Steuersatz von 26% zu Grunde.

³ Quelle: Pictet & Cie.: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2004), 2005.

⁴ Unlevered Beta = Levered Beta / (1+(Fremdkapital/Eigenkapital)). Dabei entspricht das Fremdkapital dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich nicht operativen flüssigen Mitteln (Annahme: operative flüssige Mittel = 2.5% des Ertrages). Quelle der Betas der Vergleichsunternehmen: Bloomberg, 14.09.2005. Quelle der Industriebetas: Damodaran, 14.09.2005.

⁵ Quelle: Ibbotson Associates, 2005 Yearbook.

⁶ Quellen: ZKB und Bloomberg, 14.09.2005.

3.3 Marktbewertung

Bei der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen wird der aktuelle über den Börsenkurs hergeleitete Marktwert des kotierten Unternehmens zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen ins Verhältnis gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren werden dann auf die Finanzkennzahlen der zu bewertenden Unternehmung angewendet, um den hypothetischen Marktwert zu erhalten.

Als Vergleichsunternehmen wurden an europäischen und amerikanischen Börsen kotierte Bauzulieferer herangezogen, welche zusätzlich Produzenten von Polymeren sind oder Bauteile für die Konstruktion von Dächern herstellen.

Für die Marktbewertung der Sarnafil Division wurden die aktuellen Unternehmenswerte (per 09.09.2005) der vergleichbaren, kotierten Unternehmen ins Verhältnis zu den Kennzahlen Ertrag, EBITDA und EBIT gesetzt, jeweils für die Jahre 2004, 2005 und 2006. Dabei wurde für die Jahre 2005 und 2006 von den durchschnittlichen Analystenschätzungen ausgegangen. Von den so erhaltenen Multiplikatoren für jedes Vergleichsunternehmen wurde der Median gebildet, und dieser dann mit den aktuellen, respektive erwarteten Kennzahlen Ertrag, EBITDA und EBIT der Sarnafil Division multipliziert.

Die hergeleiteten Multiplikatoren vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sind in der Beilage 2 dargestellt.

4 Bewertung der anderen Wertkomponenten

4.1 Bewertung der Sarnamotive Division

Im Dezember 2004 hat der Verwaltungsrat der Sarna entschieden, die Sarnamotive Division bis Ende 2005 zu verkaufen. Im Rahmen der Realisierung dieses Entscheides verkaufte die Sarna die in Lüdenscheid (D) domizilierte Tochtergesellschaft Sarnamotive Paulmann & Cro-ne Ende Juni 2005 an die deutsche Bavaria Industriekapital AG. Die Verkaufsverhandlungen der anderen Einheiten der Sarnamotive Division (d.h. Schenk Bohemia Group, Sarnatech BNL und Sarnamotive Amerika) laufen nach erhaltener Information und dem Management der Sarna Gruppe nach Plan, und entsprechende schriftliche Offerten von Interessenten liegen vor.

Die Sarnamotive Division stellt aus heutiger Sicht eine nichtbetriebliche Tätigkeit der Sarna Gruppe dar. Der Eigenkapitalwert dieser Division entspricht somit dem erwarteten Verkaufserlös aus den Verkäufen der Gesellschaften. Für diese Wertüberlegungen wurde der Verkaufserlös anhand des heutigen Stands der einzelnen Verhandlungen (offerierte Preise) geschätzt.

4.2 Bewertung der anderen Nettoaktiven der Gruppengesellschaften

Der Wert der anderen Nettoaktiven der Gruppengesellschaften berücksichtigt alle Aktiven und Passiven, welche nicht den operativen Divisionen gehören. Diese Nettoaktiven wurden anhand der Substanzwertmethode bewertet, unter der Annahme einer Fortführung der Geschäftstätigkeit (sogenannte „Going Concern“-Annahme). Dabei wurde vom aktuellen Buchwert ausgegangen, unter Berücksichtigung der nicht aktivierten steuerlichen Verlustvorträge und der stillen Reserven auf den Immobilien. Die Immobilien der Gruppengesellschaften setzen sich aus den Geschäftsliegenschaften (welche hauptsächlich an die Sarnafil Division vermietet werden), sowie aus einigen, nichtbetrieblichen Liegenschaften zusammen.

Mit den anderen Nettoaktiven wurde auch die Sarna Stiftung analysiert. Gemäss Statuten kann diese Stiftung Arbeitgeberjahresbeiträge der Sarna Gruppe bezahlen. Das Stiftungskapital stellt somit eine Art Arbeitgeberbeitragsreserve dar und wurde, unter Berücksichtigung der Steuerwirkung und des Diskontierungseffektes, in die Wertüberlegungen miteinbezogen.

5 Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse

In der Beilage 3 ist die Kursentwicklung der Sarna-Aktie über das letzte Jahr vor Ankündigung des öffentlichen Kaufangebotes am 12. September 2005 dargestellt. Der Angebotspreis von CHF 175 liegt 15% über den durchschnittlichen Eröffnungskursen der Sarna-Aktie an der SWX Swiss Exchange während den letzten 30 Handelstagen vor Anmeldung des Kaufangebotes.⁷

Beilage 4 zeigt die täglich gehandelten Volumen der Sarna-Aktie über das letzte Jahr vor Ankündigung des öffentlichen Kaufangebotes am 12. September 2005. Im Durchschnitt wurden 7'412 Sarna-Aktien gehandelt.⁸

⁷ Der Eröffnungskurs vom Montag 12. September 2005 wurde von dieser Analyse ausgeschlossen. Quelle der Daten: Bloomberg.

⁸ Der Montag 12. September 2005 wurde von dieser Analyse ausgeschlossen. Quelle der Daten: Bloomberg.

6 Schlussfolgerung

Der Eigenkapitalwert der Sarna wurde aus der Addition der folgenden Wertkomponenten hergeleitet: Eigenkapitalwert der Sarnafil Division, Eigenkapitalwert der Sarnamotive Division und Wert der anderen Nettoaktiven der Gruppengesellschaften. Für die Sarnafil Division stand die DCF-Methode im Vordergrund, wobei zur Plausibilisierung die Marktbewertungsmethode anhand vergleichbarer Unternehmen herangezogen wurde. Die Sarnamotive Division wurde auf der Basis des aktuellen Stands der Verkaufsverhandlungen bewertet, während die anderen Nettoaktiven der Gruppengesellschaften anhand der Substanzwertmethode ermittelt wurden. Weiter wurde auch die Aktienkursentwicklung der Sarna-Aktie über die letzten 12 Monate im Vergleich zum Angebotspreis beurteilt.

Basierend auf unseren Analysen und Bewertungsüberlegungen ergibt sich eine Wertbandbreite für eine Sarna-Aktie von CHF 153 bis CHF 173. Gestützt darauf beurteilen wir den angemeldeten Angebotspreis seitens Sika AG von CHF 175 je Aktie der Sarna Kunststoff Holding AG aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Freundliche Grüsse

PricewaterhouseCoopers AG



Markus Bucher



Alessandro Cavadini

7 Beilagen

7.1 Beilage 1: Beta- und Finanzierungsanalyse

Unternehmen	Marktdaten					Kapitalstrukturkennzahlen		"Levered" Beta		"Unlevered" Beta ⁽⁵⁾	
Unternehmen	Währung	(Lokale Währung in Mio.)				Netto-FK / EK	Netto-FK / Gesamtkapital	Adjustiertes lokales wöchentliches Beta ⁽⁴⁾		Adjustiertes lokales wöchentliches Beta ⁽⁴⁾	
		EK (1)	FK (2)	Excess cash (3)	Netto- FK			3 Jahre	5 Jahre	3 Jahre	5 Jahre
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
Durchschnitt						29.8%	21.9%	0.89	0.88	0.68	0.69
Median						32.5%	24.5%	0.91	0.95	0.71	0.71
Industriewerte ⁽⁶⁾						20.0%		0.67			
Gewählte Werte für Sarnafil Division						20.0%		0.70			

(1) Marktkapitalisierung, Bloomberg, 09.09.2005.

(2) Fremdkapital = verzinsliches Fremdkapital.

(3) Nicht-operative flüssige Mittel (Annahme: operative flüssige Mittel = 2.5% des Ertrages).

(4) Adjustiertes Beta ist eine Schätzung des zukünftigen Betas. Es wurde von historischen Daten abgeleitet und dahingehend modifiziert, dass sich das Beta über die Zeit dem Marktdurchschnitt (Beta = 1) annähert. Bloomberg, 14.09.2005.

(5) "Unlevered" Beta = "Levered" Beta / (1+(FK/EK)) gemäss Harris-Pringle Formel.

(6) Quelle: Damodaran, 14.09.2005.

7.2 Beilage 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Unternehmen		Währung	Eigenkapital ⁽¹⁾	Fremdkapital ⁽²⁾	Excess Cash ⁽³⁾	Netto FK	Unternehmenswert (UW)	UW / Ertrag ⁽⁴⁾			UW / EBITDA ⁽⁴⁾			UW / EBIT ⁽⁴⁾		
(Alle Beträge in lokale Währung Mio.)								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
Durchschnitt								1.1x	1.0x	1.0x	8.0x	7.4x	6.8x	12.0x	10.7x	9.9x
Median								1.0x	1.0x	0.9x	8.3x	7.6x	7.0x	11.0x	11.1x	10.3x

(1) Marktkapitalisierung, Bloomberg, 09.09.2005.

(2) Fremdkapital = verzinsliches Fremdkapital.

(3) Nicht-operative flüssige Mittel (Annahme: operative flüssige Mittel = 2.5% des Ertrages).

(4) Quelle der Ertrag-, EBITDA- und EBIT-Schätzungen: Bloomberg, 14.09.2005.

7.3 Beilage 3: Kursentwicklung der Sarna-Aktie (1 Jahr, bis 09.09.2005)

Kurs Sarna-Aktie (in CHF)



7.4 Beilage 4: Volumenanalyse der Sarna-Aktie (1 Jahr, bis 09.09.2005)

