

**Rapport de « Fairness Opinion » à l'attention du Conseil d'administration de Groupe
Baumgartner Holding SA, Crissier**

relatif à

l'appréciation de l'équité financière de l'offre publique d'acquisition de Behr Bircher Cellpack BBC Industrie-Holding AG (« BBC »), Villmergen, portant sur les toutes les actions nominatives du Groupe Baumgartner Holding SA (« Baumgartner » ou « le Groupe »), Crissier se trouvant en mains du public.

Genève, le 14 avril 2008

Liste des abréviations

Baumgartner	Groupe Baumgartner Holding SA
BBC	Groupe Behr Bircher Cellpack BBC Industrie-Holding AG
CA	Chiffre d'affaires
Cibles	Entreprises dont Baumgartner envisage l'acquisition
CFS	Compagnie Franco Suisse SAS
CHF	Franc suisse
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (résultat opérationnel avant intérêts et impôts)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (résultat opérationnel avant intérêts, impôts et amortissements d'actifs corporels et incorporels)
Entreprises A / B	Entreprises dont Baumgartner envisage l'acquisition
EUR	Euro
Groupe	Groupe Baumgartner Holding SA
Holding	Société Holding de Baumgartner
M	Million(s)
p.a.	per annum (par année)
PwC	PricewaterhouseCoopers SA
VE	Valeur d'entreprise
WACC	Weighted Average Cost of Capital (ou « CMPC », Coût Moyen Pondéré du Capital)

Sommaire

1.	Introduction	4
1.1	Situation	4
1.2	Mandat du Conseil d'administration de Baumgartner donné à PricewaterhouseCoopers SA.....	4
1.3	Procédures d'évaluation	4
1.4	Bases d'évaluation.....	5
2.	Présentation des sociétés.....	6
2.1	Société Holding du Groupe ("la Holding").....	6
2.2	Compagnie Franco Suisse SAS (« CFS »).....	7
2.3	Entreprises dont Baumgartner envisage l'acquisition (« les Cibles »)	8
2.4	Commentaires relatifs aux projections financières	8
3.	Considérations relatives à la valeur de Baumgartner.....	10
3.1	Méthode DCF.....	10
3.2	Application de la méthode DCF	11
3.3	Approche de marché.....	13
3.4	Résumé.....	14
4.	Analyse de l'évolution des cours et des volumes d'échange de l'action	15
5.	Conclusion	16
6.	Annexes	17
	Annexe 1: Analyse des betas et de la structure de financement	17
	Annexe 2: Multiples de sociétés cotées comparables.....	18
	Annexe 3: Multiples de transactions comparables	19

1. Introduction

1.1 Situation

Groupe Baumgartner Holding SA (« Baumgartner » ou « le Groupe »), dont le siège se situe à Crissier, est une société de droit suisse cotée à la SWX. Le capital-actions de CHF 9'100'000 est divisé en 130'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 70 chacune. Le Groupe détient 2'038 actions propres. Via sa filiale, la Compagnie Franco Suisse SAS (« CFS »), Baumgartner est un acteur de référence dans le secteur d'activité de l'emballage souple pour le conditionnement primaire de produits alimentaires (confiserie, chocolaterie, produits frais, fromagerie).

Groupe Behr Bircher Cellpack BBC Industrie-Holding AG (« BBC ») est un groupe privé d'entreprises, basé à Villmergen, sous le contrôle de Giorgio Behr, dirigeant différentes activités dans le secteur industriel ainsi que des placements dans les secteurs financier et immobilier.

Le 29 février 2008 au soir, BBC a communiqué aux médias l'annonce préalable d'une offre publique d'acquisition qu'elle avait l'intention de lancer sur les titres se trouvant en mains du public de Groupe Baumgartner Holding SA. Cette annonce préalable a été publiée intégralement le 5 mars 2008. Le 25 mars 2008, BBC a publié le prospectus détaillant l'offre publique d'acquisition portant sur l'intégralité du capital-actions de Baumgartner, fixant le prix d'acquisition de chaque action nominative à CHF 417. Le 9 avril 2008, BBC a révisé son offre, augmentant à CHF 460 le prix offert pour chacune des actions nominatives du Groupe (sous déduction du montant brut d'éventuels événements dilutifs qui surviendraient avant l'exécution de l'offre, tels que p. ex. des paiements de dividendes, des remboursements de capital, etc.).

1.2 Mandat du Conseil d'administration de Baumgartner donné à PricewaterhouseCoopers SA

Le Conseil d'administration de Baumgartner a chargé PricewaterhouseCoopers SA (« PwC ») d'établir un rapport de Fairness Opinion relatif à l'équité financière de l'offre publique d'acquisition décrite ci-dessus.

Notre attestation d'équité doit, en tant qu'avis indépendant, indiquer au Conseil d'administration et aux actionnaires de Baumgartner si le prix offert de CHF 460 par action de Baumgartner est équitable d'un point de vue financier. Les résultats de nos analyses sont présentés dans ce document et résumés au point 3.4. Ce document est destiné à être mis à la disposition du public.

Ce rapport ne constitue pas une recommandation d'acceptation ou de refus de 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 Procédures d'évaluation

Pour apprécier l'offre publique d'acquisition, PwC a procédé à une analyse des projections financières de Baumgartner et à une évaluation du Groupe. L'évaluation a été réalisée principalement à l'aide de la méthode du Discounted Cash Flow (« DCF ») et validée par l'approche de marché, c'est-à-dire par l'étude des multiples de sociétés cotées comparables et de transactions ayant impliqué des sociétés similaires.

Fairness Opinion Baumgartner

Le résultat de nos analyses a conduit à une fourchette de valeurs pour le Groupe. Les valeurs inférieures et supérieures de cette fourchette ont été divisées par le nombre d'actions en circulation et comparées au prix de l'offre.

1.4 Bases d'évaluation

Dans le cadre de notre évaluation, nous nous sommes basés sur les informations et procédures suivantes:

- informations publiques concernant le Groupe qui ont été jugées importantes pour l'analyse, y compris les rapports annuels 2005 à 2007, les communiqués de presse et les articles de journaux sur le Groupe;
- prospectus d'offre d'acquisition de BBC portant sur les actions de Baumgartner publié le 25 mars 2008 et autres communiqués de presse de BBC;
- informations financières internes établies par la direction de Baumgartner qui ont été jugées importantes pour notre analyse, y compris les résultats financiers 2005 à 2007, le budget 2008 et les prévisions financières pour 2009 à 2012 pour le Groupe, la société Holding du Groupe, CFS et les entreprises dont Baumgartner envisage l'acquisition (« les Cibles »);
- informations financières internes établies par la direction des Cibles qui ont été jugées importantes pour notre analyse, y compris les résultats financiers 2005 à 2007, le budget 2008 et les prévisions financières pour 2009 à 2011;
- Ibbotson Associates ("2008 Yearbook"), Damodaran (betas et coût du capital par branche);
- données du marché des capitaux ainsi que données financières concernant des entreprises cotées comparables du secteur de l'emballage émanant principalement de Bloomberg;
- données relatives à des transactions comparables du secteur de l'emballage, émanant principalement des bases de données Mergermarket et Thomson;
- cours historiques et analyse des volumes d'échange de l'action Baumgartner, en se basant principalement sur les bases de données financières de Bloomberg;
- projets de contrats d'acquisition de chacune des Cibles;
- entretiens avec la direction de Baumgartner. Les discussions ont porté sur la situation financière et les résultats de Baumgartner et des Cibles, leurs perspectives et les hypothèses retenues lors de l'établissement des projections.

Les réflexions présentées dans ce document se fondent sur les informations disponibles à la date de notre rapport et peuvent être sujettes à des modifications. PwC n'a procédé à aucune révision au sens de la loi et n'a pas effectué de Due Diligence. PwC n'a pas vérifié les informations fournies par Baumgartner, ni la véracité ou le bien-fondé des informations publiques, et a considéré celles-ci comme étant complètes et exactes.

2. Présentation des sociétés

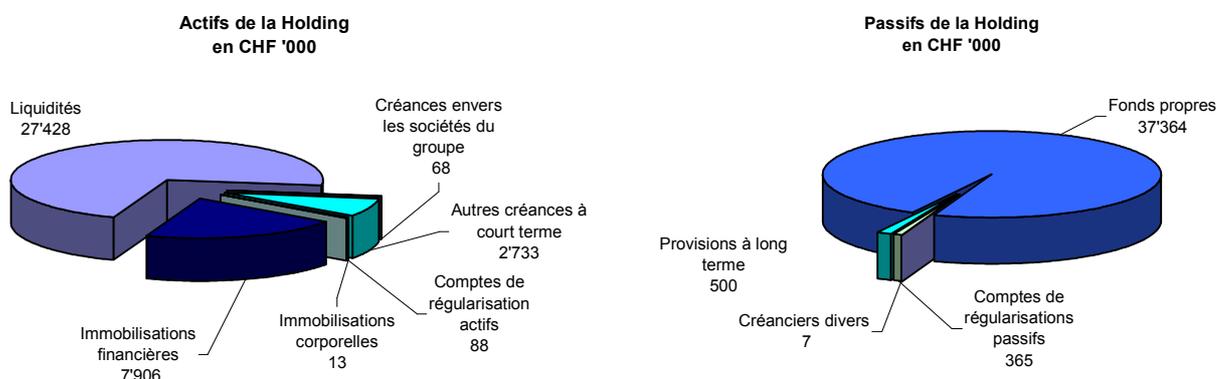
2.1 Société Holding du Groupe (“la Holding”)

La société Holding de Baumgartner, située à Crissier, est une holding qui n'exerce pas d'activité opérationnelle propre. Elle intervient au plan de la conduite stratégique et financière des affaires du Groupe. Dans le cadre de la stratégie de croissance par acquisition définie par le Groupe, elle est principalement active dans la recherche ciblée de sociétés européennes actives dans le secteur de l'emballage flexible. Les actions nominatives de Groupe Baumgartner Holding SA sont cotées à la bourse suisse (SWX Swiss Exchange).

Lors de la restructuration du Groupe entre 2003 et 2006, la société Holding s'est séparée de ses participations historiques actives dans les secteurs du commerce de papier, des filtres et des enveloppes. Ceci a permis à la Holding de dégager un montant important de liquidités (MCHF 27.4 au 31 décembre 2007), de rembourser toutes ses dettes bancaires et de se recentrer sur les activités des emballages flexibles.

A la date de notre rapport, la Holding possède une seule participation, la Compagnie Franco Suisse SAS qu'elle détient à 100%. Cette société est présentée à la section 2.2.

Selon les comptes annuels au 31 décembre 2007, les actifs et les passifs du bilan de la Holding se décomposent de la manière suivante (valeurs comptables):



Source: rapport annuel 2007

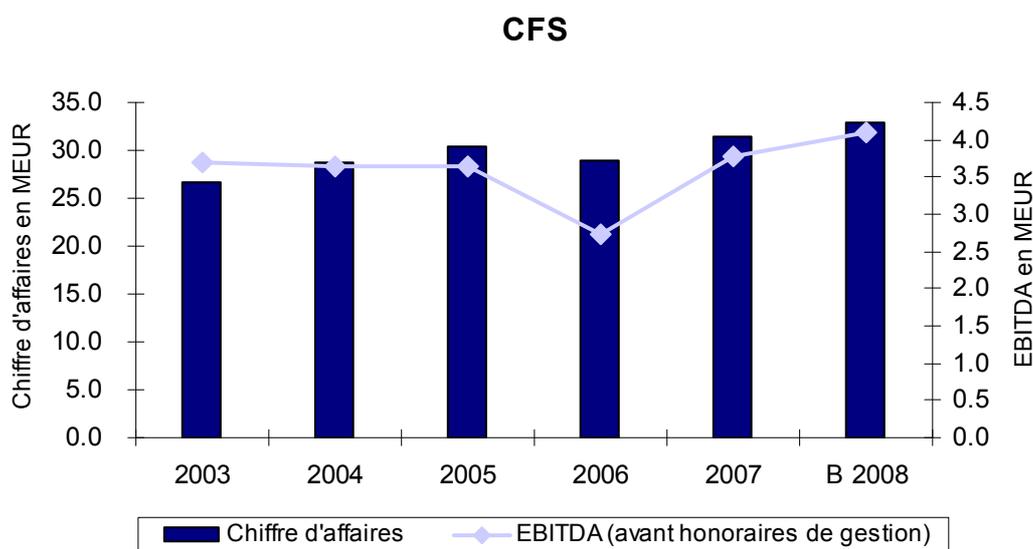
Dans le cadre de la stratégie d'expansion du groupe, des démarches sont en voie d'aboutir pour l'acquisition de deux entreprises d'emballage flexible basées en Europe et présentant des complémentarités et synergies avec les activités de CFS, en terme de clientèle et de moyens technologiques. Le 27 février 2008, Baumgartner a communiqué la signature d'une lettre d'intention en vue de l'acquisition de ces deux entreprises (ci-après les « entreprise A » et « entreprise B » ou les « Cibles »). Les audits de vérification (due diligence) relatifs à ces deux entreprises se sont terminés à satisfaction de Baumgartner qui envisage de signer prochainement un contrat d'achat dont les termes ont été négociés avec les actionnaires actuels de A et B.

2.2 Compagnie Franco Suisse SAS (« CFS »)

CFS est une entreprise française au capital de EUR 2'500'000, active dans les domaines de la transformation et de l'impression de papiers, de films et complexes pour l'emballage. Elle est spécialisée dans le secteur des emballages flexibles, principalement pour des produits alimentaires mais également des produits pharmaceutiques, d'hygiène, de beauté et d'entretien. Elle maîtrise différentes techniques de pointes telles que l'héliogravure, la micro-perforation, la métallisation, l'enduction et le contre-collage avec ou sans solvant. CFS est également certifiée ISO 9001 et BRC/IOP.

En 2007, CFS a réalisé un chiffre d'affaire de MEUR 31.4, en hausse de 8.6% par rapport à 2006. L'EBITDA (calculé avant les honoraires de gestion versés à la société Holding) a atteint MEUR 3.8, en progression de 38% par rapport à 2006. La croissance du chiffre d'affaires et de l'EBITDA a été observée dans la plupart des marchés de CFS, mais plus particulièrement dans les secteurs de la chocolaterie, de la confiserie et de la fromagerie.

L'évolution du chiffre d'affaires et de l'EBITDA (avant honoraires de gestion) de CFS est reproduite dans le graphique ci-dessous.



Le chiffre d'affaires de CFS a présenté une croissance constante depuis 2003, à l'exception de 2006 où les ventes de certains de ses clients ont été impactées par l'apparition aux USA de la bactérie E.coli dans certaines cultures de salades et d'épinards, ce qui a eu un impact sévère sur l'ensemble du marché des produits frais conditionnés. La baisse de rentabilité 2006 est également expliquée par des répercussions trop tardives de hausses de matières premières et par des difficultés rencontrées lors la mise en application d'un projet informatique.

2.3 Entreprises dont Baumgartner envisage l'acquisition (« les Cibles »)

Les entreprises A et B sont deux sociétés européennes actives dans le secteur de l'emballage que Baumgartner envisage d'acheter et pour lesquelles une lettre d'intention a été signée en février 2008. Les deux sociétés appartiennent à un même cercle d'actionnaires.

L'entreprise A est une société spécialisée dans l'emballage flexible alimentaire. Au cours de l'exercice 2007, elle a réalisé un chiffre d'affaires de MEUR 8.0 et un résultat opérationnel EBITDA de MEUR 1.3.

L'entreprise B est active dans l'emballage flexible pour des marchés et applications techniques complémentaires. En 2007, elle a réalisé un chiffre d'affaires de l'ordre de MEUR 8.7, et un résultat opérationnel EBITDA de MEUR 0.5.

2.4 Commentaires relatifs aux projections financières

Les principales hypothèses émises lors de l'établissement des projections financières de CFS et des Cibles sont brièvement exposées ci-dessous. Les projections financières de CFS sont basées sur le budget 2008 et les projections 2009 à 2012 établies par la direction de CFS et de Baumgartner. Les projections financières des Cibles reposent sur le budget 2008 et les projections financières 2009 à 2011 établies par le management des Cibles et revues par le management de Baumgartner dans le cadre de sa Due Diligence.

CFS :

- ces projections reposent sur l'hypothèse d'une croissance annuelle du chiffre d'affaires de 2.5% sur l'intégralité de la période de projection. Cette croissance paraît prudente au vu de la croissance moyenne du marché qui est de 3% et de la croissance réalisée en 2007 par CFS (8.6%). Elle prend en considération les projets en cours ainsi que les investissements planifiés qui permettront d'accroître les capacités de production, de développer de nouvelles technologies et d'acquérir de nouveaux clients ;
- la marge d'EBITDA (avant honoraires de gestion payés par CFS à la société Holding) est estimée entre 12% et 13% pour la période de projection explicite ainsi que pour le calcul de la valeur résiduelle. Celle-ci considère la moyenne réalisée lors des années précédentes et a été ajustée pour tenir compte des investissements, des développements et des efforts commerciaux relatifs à des segments spécifiques présentant une forte croissance et des marges importantes.

Cibles :

- pendant la période de projection, la croissance du chiffre d'affaires a été estimée à 5.7% en moyenne pour l'entreprise A et à 3.5% en moyenne pour l'entreprise B. Selon l'avis de la direction de Baumgartner, la croissance plus élevée de la société A se justifie par les démarches entreprises par la société pour le développement de sa clientèle;
- la marge EBITDA a été estimée à un niveau constant entre 18.0% et 18.5% pour l'entreprise A et entre 10.5% et 11.5% pour l'entreprise B. La marge projetée pour l'entreprise B tient compte d'une réduction des charges d'exploitation suite à une importante baisse des charges de location.

Fairness Opinion Baumgartner

Les projections et hypothèses sous-jacentes ont été discutées avec la direction de Baumgartner. Nous avons noté que celles-ci étaient basées sur des données historiques, sur l'expérience et la connaissance de la direction de la CFS et des Cibles ainsi que sur des informations et prévisions du marché.

3. Considérations relatives à la valeur de Baumgartner

Pour l'évaluation du groupe Baumgartner, deux scénarios ont été considérés. Le premier scénario (« scénario avec acquisitions ») se base sur la stratégie de croissance par acquisition actuelle du Groupe. Il tient compte de la contribution de valeur apportée par les acquisitions en cours (entreprises A et B), ainsi que du maintien de la structure Holding qui soutient ces acquisitions. Le deuxième scénario (« scénario sans acquisitions ») considère par contre l'éventualité d'une renonciation par le Groupe à la poursuite de sa stratégie d'acquisitions, et de la subséquente liquidation de sa structure Holding à fin 2009. Selon ce scénario, les acquisitions potentielles (A et B) ne seraient pas portées à terme. En contrepartie, le Groupe n'aurait plus à supporter les coûts additionnels générés par sa structure Holding.

Pour les deux scénarios, la détermination de la valeur des fonds propres de Baumgartner repose sur les méthodes suivantes:

- méthode du Discounted Cash Flow (« DCF »);
- approche de marché basée sur la comparaison avec des entreprises comparables ainsi que des analyses de transactions similaires.

La fourchette de valeurs des fonds propres obtenue par la méthode DCF constitue la principale méthode sur laquelle reposent nos conclusions. L'approche de marché a été utilisée afin de corroborer les résultats obtenus par la méthode DCF.

3.1 Méthode DCF

Selon cette méthode, la valeur d'une entreprise correspond aux flux nets 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.

Dans la pratique, la valeur d'entreprise est estimée sur la base des cash-flows libres futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (fonds propres et étrangers). Les cash-flows libres correspondent aux cash-flows opérationnels nets d'impôt après déduction des investissements relatifs aux actifs immobilisés et au besoin en fonds de roulement.

Afin d'obtenir la valeur d'entreprise des activités opérationnelles, on établit la somme des cash-flows libres futurs escomptés de la période de projection explicite à laquelle on ajoute une valeur résiduelle.

Le calcul de la valeur résiduelle¹ repose sur la capitalisation du cash-flow libre durable au coût du capital. Il sous-entend une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini qui correspond à la croissance attendue à long terme.

Le taux d'actualisation qui s'applique pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital ou « WACC »). Ce dernier est composé du coût des fonds propres et de la dette après impôts.

¹ Valeur résiduelle = cash-flow libre durable / (WACC – taux de croissance durable)

Fairness Opinion Baumgartner

Le coût des fonds propres regroupe deux éléments: le taux d'intérêt hors risques et la prime de risque pour fonds propres. L'estimation de la prime de risque pour fonds propres repose un modèle de calcul multi-facteur, selon lequel la prime de risque spécifique à une entreprise résulte de la prime de risque du marché multipliée par le « levered » beta, ainsi que d'une prime de risque pour petite capitalisation. Le « levered » beta est une mesure du risque d'une entreprise par rapport au marché et dépend entre autres de sa structure de financement.

Le coût de la dette se compose d'un taux d'intérêt hors risques et d'une prime de risque. Cette prime de risque tient compte du fait qu'une entreprise ne peut pas emprunter des fonds au taux d'intérêt hors risques mais doit, en raison du risque inhérent à l'entreprise, payer aux bailleurs de fonds une prime d'intérêt.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, on ajoute à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles la valeur des actifs hors exploitation, y compris les liquidités non nécessaires à l'exploitation, et on déduit les dettes portant intérêts.

3.2 Application de la méthode DCF

Pour l'évaluation du Groupe Baumgartner selon la méthode DCF, nous nous sommes basés sur les cash-flows libres futurs de CFS et des Cibles de la période de projection explicite (2008 à 2012), estimés sur la base des projections et des principales hypothèses décrites sous la section 2.4.

Pour le scénario avec acquisitions, ces projections ont été complétées par une estimation de l'impact des coûts additionnels générés par la structure holding d'environ MCHF 1.5 p.a., ainsi que par une estimation des effets de synergies attendus de l'acquisition des Cibles, estimés à MCHF 0.6 p.a. Pour le scénario sans acquisitions, les coûts additionnels de MCHF 1.5 p.a. générés par la structure holding n'ont été considérés que jusqu'à 2009.

Le calcul de la valeur résiduelle (à partir de 2013) repose sur la capitalisation du cash-flow libre durable au coût du capital. Il tient compte d'une croissance à l'infini qui correspond à l'inflation espérée en Europe de 1.5%

Le WACC pour CFS a été estimé à 9.2%, à raison d'un coût des fonds propres de 11.7% et d'un coût de la dette (après impôts) de 3.4%.

Pour les entreprises A et B, le WACC a été estimé à respectivement 8.8% et 9.5%, sur la base d'un coût des fonds propres de 11.2% pour l'entreprise A et de 12.2% pour l'entreprise B, ainsi que d'un coût de la dette (après impôts) de 3.4%, identique pour les deux entreprises.

Les différents paramètres utilisés pour le calcul du WACC sont brièvement présentés ci-dessous:

Taux d'intérêt hors risques

Le taux d'intérêt hors risques est estimé sur la base du rendement des obligations d'état à long terme libellées en EUR pour CFS et sur la base du rendement des obligations gouvernementales à long terme correspondant au pays dans lequel sont basées les Cibles libellées en devise locale. Sur cette base, nous avons retenus les taux d'intérêt hors risques de 4.5% pour CFS et de 4.1% pour les Cibles.

Prime de risque du marché

Le calcul du coût moyen pondéré du capital considère une prime de risque du marché de 5.0%. Pour nos analyses, nous avons considéré la prime de marché estimée pour les pays où Baumgartner et les Cibles sont présents.

Beta

Le beta « unlevered »² est estimé sur la base de celui des entreprises cotées similaires opérant dans l'industrie de l'emballage. Le beta « unlevered » retenu de 0.68 correspond au beta sur 3 ans des entreprises comparables. Le détail des betas des entreprises comparables est fourni à l'annexe 1. Le beta « levered », reflétant la structure spécifique de financement de Baumgartner, a été obtenu à partir du beta « unlevered » des sociétés comparables.

Prime pour petite capitalisation

La prime pour petite capitalisation reflète les attentes du marché en matière de risques et de rendements supplémentaires pour un investissement dans une petite ou moyenne entreprise. La prime retenue dans notre analyse (2.3%) ressort d'une étude annuelle établie par Ibbotson Associates³.

Une prime de risque spécifique additionnelle de 1.0% a été considérée pour l'entreprise B afin de prendre en compte le risque particulier plus élevé de cette acquisition.

Structure de financement

Sur la base de la structure de financement des entreprises cotées comparables ainsi que des discussions avec la direction, une structure du capital à long terme avec un taux d'endettement (net) de 30% du capital a été estimée. Des informations complémentaires concernant la structure de financement des entreprises cotées comparables sont fournies à l'annexe 1.

Prime de risque pour dettes

Sur la base d'analyses des conditions de financement de CFS et des Cibles, une prime de risque de 0.60% sur le taux d'intérêt hors risques a été retenue dans le cadre de l'analyse.

Taux d'imposition

Sur la base des discussions avec la direction ainsi que des analyses relatives à l'imposition future, le calcul du WACC repose sur un taux d'imposition effectif prévisionnel à moyen terme de 33.3% pour CFS et 28.0% pour les Cibles.

² Unlevered Beta = Levered Beta / (1+(dette nette/fonds propres)). Les dettes nettes correspondent aux dettes financières après déduction des liquidités non opérationnelles. Source des betas des entreprises cotées comparables: Bloomberg 31.03.2008

³ Source: Ibbotson Associates, 2008 Yearbook.

Fairness Opinion Baumgartner

Pour déterminer la valeur des fonds propres du Groupe Baumgartner, la valeur d'entreprise des activités opérationnelles résultant de l'évaluation selon la méthode DCF est augmentée des actifs hors exploitation tels que des liquidités excédentaires, des créances ou des terrains non utilisés dans le cadre des opérations, puis réduite du montant des dettes financières.

Pour le scénario avec acquisitions, PwC a procédé à des calculs de sensibilité en faisant varier différents paramètres (coût du capital, marge EBITDA utilisée dans la valeur résiduelle et taux de croissance utilisé dans le calcul de la valeur résiduelle). Les principaux enseignements tirés de ce calcul sont les suivants:

Analyse de sensibilité					
Variation du coût du capital – en %	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%
Impact sur la valeur de l'action	7%	4%	0%	-3%	-6%
Variation de la croissance à l'infini – en %	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%
Impact sur la valeur de l'action	-3%	-2%	0%	2%	4%
Variation du taux de marge EBITDA dans la valeur résiduelle – en %	-2%	-1%	0%	1%	2%
Impact sur la valeur de l'action	-4%	-2%	0%	2%	4%

Sur la base de l'évaluation DCF, et des analyses de sensibilité, la valeur des fonds propres de Baumgartner s'établit, pour le scénario avec acquisitions, dans une fourchette de MCHF 70.4 à MCHF 80.6, soit une fourchette de CHF 550 à CHF 630 par action nominative du Groupe (fonds propres divisés par le nombre d'actions en circulation, soit 127'962 à la date de notre rapport).

L'évaluation de Baumgartner sur la base du scénario sans acquisitions (renonciation à l'acquisition des entreprises A et B et liquidation de la Holding à fin 2009) résulte dans une valeur par action nominative du Groupe se situant dans la même fourchette de valeur obtenue selon le premier scénario (CHF 550 à CHF 630).

3.3 Approche de marché

L'approche de marché repose sur une comparaison avec des entreprises cotées similaires. Dans le cadre de cette méthode, la valeur d'entreprise 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 en résultant 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 sélectionnées parmi les entreprises du secteur de l'emballage et pouvant être comparées à Baumgartner. Les critères de comparabilité utilisés sont en premier lieu l'appartenance à la branche, la répartition géographique des activités ainsi que les activités déployées le long de la chaîne de création de valeur.

Pour l'évaluation de Baumgartner par l'approche de marché, les valeurs d'entreprise des entreprises cotées comparables ont été mises en relation avec le chiffre d'affaires, l'EBITDA et l'EBIT de chacune d'entre elles pour les années 2007, 2008 et 2009. Les résultats estimés des années 2007, 2008 et 2009 reposent sur la moyenne des estimations des analystes financiers. La médiane des multiples en résultant a ensuite été appliquée au chiffre d'affaires, à l'EBITDA et à

Fairness Opinion Baumgartner

l'EBIT 2007, 2008 et 2009. Les multiples des sociétés cotées comparables sont présentés dans l'annexe 2.

En complément à l'analyse des multiples boursiers, une recherche de transactions ayant eu lieu depuis le 1er avril 2003 sur des entreprises comparables a été effectuée. En fonction du prix payé, les mêmes multiples que ceux présentés précédemment ont été déterminés et viennent compléter l'analyse (annexe 3).

L'approche de marché valorise les fonds propres du Groupe Baumgartner dans une fourchette de valeur de MCHF 70.6 à MCHF 88.2, soit une fourchette de CHF 552 à CHF 689 par action nominative de Baumgartner (fonds propres divisés par le nombre d'actions en circulation, soit 127'962 à la date de notre rapport).

3.4 Résumé

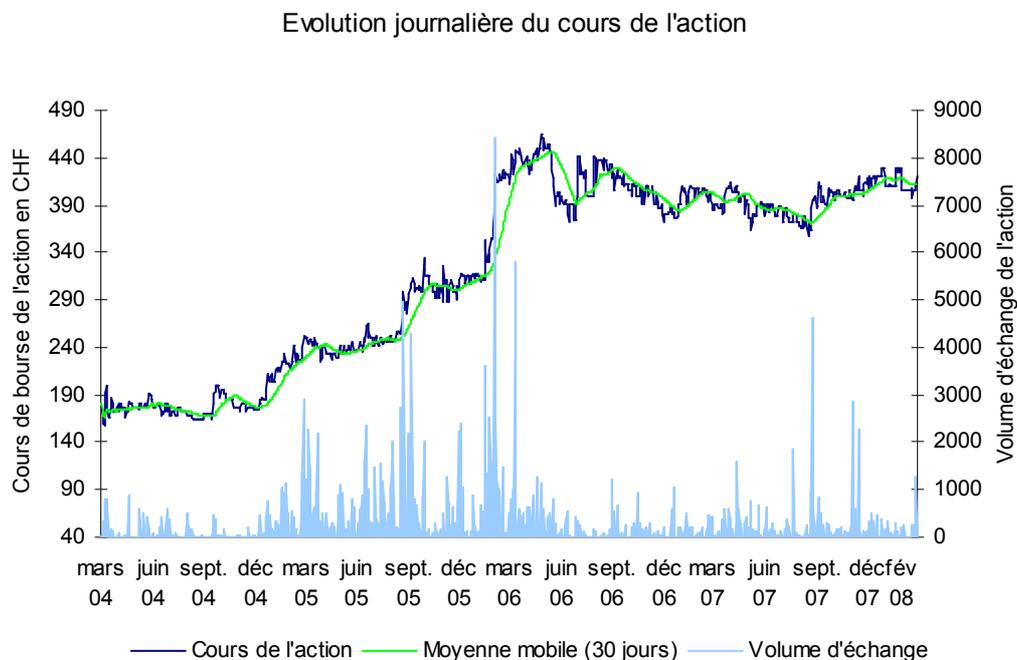
Pour l'évaluation de Baumgartner selon la méthode DCF, nous nous sommes basés sur deux possibles scénarios considérant les options de Baumgartner de poursuivre ou renoncer à sa stratégie de croissance par acquisitions.

Les deux scénarios aboutissent à une fourchette de valeur de CHF 550 à CHF 630 par action nominative du Groupe.

Cette fourchette de valeur est en ligne avec les résultats obtenus par l'analyse de valeur des fonds propres de Baumgartner par l'approche de marché décrite au chapitre 3.3.

4. Analyse de l'évolution des cours et des volumes d'échange de l'action

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de l'action et le volume traité au cours des 4 dernières années.



Source : série historique de Bloomberg

Après avoir subi des baisses (2002 et 2003), le cours du prix de l'action de Baumgartner s'est redressé, en parallèle à la réalisation de la restructuration. L'augmentation a été principalement due:

- à la mise en place d'un plan de restructuration qui a débuté en 2003 incluant des mesures telles que la vente d'actifs immobiliers, la réduction de l'endettement de la société, la réduction des coûts de fonctionnement et des investissements en matière de marketing et
- au redéploiement de manière sélective dans l'industrie de l'emballage souple, via acquisitions ou partenariats avec des entreprises complémentaires pour renforcer la position de marché du Groupe;

Dés 2005, le titre Baumgartner a de nouveau suscité de l'intérêt de la part du marché.

Malgré la récente hausse du cours de l'action Baumgartner, celui-ci reste inférieur aux résultats de nos évaluations. Un élément pouvant expliquer cette différence réside dans la faible liquidité du titre, tel qu'indiqué par l'historique des volumes d'échanges présenté ci-dessus. De plus, les marchés ne disposent pas des informations leur permettant de valoriser la contribution de valeur que les projets d'acquisition apportent au Groupe. Si la direction du Groupe devait modifier sa stratégie d'expansion actuelle, elle serait à même de réduire ses coûts de façon à maintenir sa valeur d'entreprise.

5. Conclusion

L'évaluation des fonds propres de Groupe Baumgartner Suisse SA repose essentiellement sur la méthode DCF. Afin de déterminer une fourchette de valeurs, nous avons analysé différents scénarios basés sur les estimations de la direction et sur notre connaissance du marché. Cette fourchette de valeurs a été validée par l'approche de marché.

Sur la base de nos analyses et de nos réflexions sur l'évaluation de Baumgartner, nous estimons la valeur de l'action Baumgartner dans une fourchette allant de **CHF 550 à CHF 630**.

Compte tenu de ce qui précède, nous estimons que le prix de **CHF 460** offert par action nominative de Baumgartner d'une valeur nominale de CHF 70 n'est pas juste et équitable d'un point de vue financier.

Cette attestation d'équité est basée sur les travaux d'analyse effectués au cours de notre mission qui s'est achevée le 14 avril 2008.

Veillez agréer, Mesdames, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.

PricewaterhouseCoopers SA



Markus Bucher
Associé



Dr. Yves Cheridito
Directeur

Annexes :

- Annexe 1 : Analyse des betas et de la structure de financement
- Annexe 2 : Multiples de sociétés cotées comparables
- Annexe 3 : Multiples de transactions comparables

6. Annexes

Annexe 1: Analyse des betas et de la structure de financement

Sociétés comparables		Données de marché				Structure de capital		Beta ajusté	
Société (chiffres en million)	Monnaie	Fonds propres (1)	Dette financière (2)	Liquidités excédentaires (3)	Dette financière nette	Dette nette/ Fonds propres	Dette nette/ Valeur d'entreprise	Beta ajusté (4)	Unlevered beta (5)
MONDI PLC	EUR	3'073	1'687	180	1'507	49%	33%	1.04	0.70
DS SMITH PLC	GBP	608	19	93	-74	-12%	-14%	1.00	1.13
AMCOR LTD	AUD	6'149	3'011	115	2'896	47%	32%	0.75	0.51
BEMIS COMPANY	USD	2'539	843	147	696	27%	22%	1.13	0.89
CROWN HOLDINGS INC	USD	4'290	3'437	457	2'980	69%	41%	1.00	0.59
PACTIV CORPORATION	USD	3'410	1'574	95	1'479	43%	30%	1.12	0.78
REXAM PLC	GBP	2'747	1'843	134	1'709	62%	38%	0.97	0.59
SEALED AIR CORP	USD	4'040	1'872	430	1'442	36%	26%	0.92	0.68
CONSTANTIA PACKAGING AG	EUR	837	332	34	298	36%	26%	0.51	0.38
Moyenne						40%	26%	0.94	0.70
Médiane						43%	30%	1.00	0.68

(1) Capitalisation boursière, Bloomberg, 31.03.2008

(2) Dette financière = somme de la dette portant intérêt et des autres dettes hors bilan

(3) Liquidités hors exploitation

(4) Source: Bloomberg, 31.03.2008. Le beta ajusté est une approximation du beta futur d'un titre. Il est dérivé à partir de données historiques, et ajusté selon l'hypothèse que sur le long terme, le beta tend vers la moyenne de marché (Beta = 1)

(5) "Unlevered" Beta = "Levered beta" / (1+(dette nette/fonds propres)) selon la formule Harris-Pringle

Fairness Opinion Baumgartner

6.1 Annexe 2: Multiples de sociétés cotées comparables

Société	Monnaie	Dette financière	Liquidités	Dette nette	VE	VE / Chiffre d'affaires			VE / EBITDA			VE / EBIT			
						2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	
<i>(Chiffres en million.)</i>															
1	MONDI PLC	EUR	1'687	180	1'507	4'580	0.7x	0.7x	0.7x	5.2x	4.7x	4.5x	9.1x	7.9x	7.6x
2	DS SMITH PLC	GBP	19	93	-74	534	0.3x	0.3x	0.3x	3.9x	3.0x	3.1x	7.2x	4.6x	4.5x
3	AMCOR LTD	AUD	3'011	115	2'896	9'045	0.9x	0.9x	0.9x	10.2x	8.2x	7.7x	21.6x	13.3x	12.2x
4	BEMIS COMPANY	USD	843	147	696	3'234	0.9x	0.9x	0.8x	6.9x	6.7x	6.4x	10.5x	10.2x	9.5x
5	CROWN HOLDINGS INC	USD	3'437	457	2'980	7'270	0.9x	0.9x	0.8x	8.3x	7.4x	7.1x	11.3x	9.7x	9.1x
6	PACTIV CORPORATION	USD	1'574	95	1'479	4'889	1.5x	1.3x	1.3x	7.7x	6.8x	6.5x	10.4x	9.2x	8.6x
7	REXAM PLC	GBP	1'843	134	1'709	4'456	1.2x	1.1x	1.0x	12.6x	7.2x	6.4x	12.6x	9.8x	8.7x
8	SEALED AIR CORP	USD	1'872	430	1'442	5'482	1.2x	1.1x	1.1x	7.6x	7.1x	6.6x	10.0x	9.2x	8.5x
9	CONSTANTIA PACKAGING AG	EUR	332	34	298	1'135	0.8x	0.6x	0.6x	6.2x	4.8x	4.6x	10.1x	8.1x	7.8x
Moyenne							0.9x	0.9x	0.8x	7.6x	6.2x	5.9x	11.4x	9.1x	8.5x
Mediane							0.9x	0.9x	0.8x	7.6x	6.8x	6.4x	10.4x	9.2x	8.6x

Source: Bloomberg, Rapports annuels, Rapports d'analystes, etc.

Fairness Opinion Baumgartner

6.2 Annexe 3: Multiples de transactions comparables

N.	Date de clôture	Société cible	Pays d'origine	Acquéreur	Monnaie	VE	Multiples		
							CA	EBITDA	EBIT
1	08.01.2008	Online Packaging Limited	Royaume Uni	Macfarlane Group plc	USD	10	0.7x	n/a	8.3x
2	02.07.2007	Amcors Limited (European PET business)	Belgique, Allemagne, Espagne, France, Royaume Uni, Maroc	La Seda de Barcelona SA	USD	586	0.8x	7.2x	11.4x
3	11.06.2007	O-I Plastic Products FTS Inc	Etats-Unis	Rexam plc	USD	1'825	2.4x	11.3x	n/a
4	09.05.2007	Mipac AB	Suède	Superfos A/S	USD	37	1.3x	5.4x	n/a
5	03.05.2007	Kloekner Pentaplast GmbH & Co. KG	Allemagne	Blackstone Group Holdings LLC	USD	1'761	1.1x	8.0x	n/a
6	23.01.2007	SCA Packaging North America (formerly Tuscarora Inc.)	Etats-Unis	Metalmark Capital LLC	GBP	202	0.9x	n/a	n/a
7	28.06.2006	Artes Graficas Nekar Sa	Espagne	EBN Vaccaria; GED Iberian Private Equity	USD	35	2.6x	7.0x	8.2x
8	15.11.2005	AssiDoman Cartonboard AB (Frovi)	Suède	Korsnas AB	USD	447	1.2x	5.5x	n/a
9	14.11.2005	Precise Technology, Inc.	Etats-Unis	Rexam plc	USD	258	0.9x	n/a	n/a
10	13.09.2005	Kappa Packaging B.V.	Pays-Bas	Smurfit Kappa Group	USD	3'188	0.8x	5.8x	11.8x
11	29.06.2005	Europoligrafico S.p.a.	Italie	New EPG S.r.l	USD	68	0.8x	8.3x	n/a
12	23.06.2005	Pactiv Corp-North American & European Protective & Flexible Packaging Bus	Etats-Unis	AEA Investors LLC	USD	530	0.6x	n/a	n/a
13	03.03.2004	LINPAC Containers Group	Royaume Uni	DS Smith plc	GBP	170	1.0x	7.8x	n/a
14	02.02.2004	Clondalkin Group Holdings Limited	Irlande	Warburg Pincus International Partners LP; Warburg Pincus Private Equity VIII LP	GBP	430	0.9x	n/a	n/a
15	04.11.2003	Alloyd Inc	Etats-Unis	Svenska Cellulosa Aktiebolaget	USD	97	1.4x	8.3x	n/a
16	21.08.2003	Rexam Healthcare Flexibles	Royaume Uni	Amcors	USD	215	0.8x	n/a	12.3x
Moyenne							1.1x	7.5x	10.4x
Médiane							0.9x	7.5x	11.4x

Sources: Mergermarket, Thomson