

**Expertise à l'attention du conseil d'administration de Pelikan Holding AG**

aux fins d'appréciation de l'équité financière de l'

**offre publique d'échange**

de

**Diperdana Holdings Berhad, Port Klang, Selangor Darul Ehsan, Malaisie**

concernant toutes les

**actions au porteur de Pelikan Holding AG, Baar, Suisse**

d'une valeur nominale de CHF 65.-- chacune  
se trouvant en mains du public

Zurich, 2 mars 2005

## Sommaire

<b>CHAPITRE 1</b>	<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>3</b>
1.1	SITUATION INITIALE .....	3
1.2	MANDAT CONFIE A BDO VISURA PAR LE CONSEIL D'ADMINISTRATION DE PELIKAN HOLDING .....	4
<b>CHAPITRE 2</b>	<b>BASES D'APPRECIATION .....</b>	<b>5</b>
<b>CHAPITRE 3</b>	<b>PRESENTATION DES SOCIETES SELON LEUR ORGANISATION ACTUELLE .....</b>	<b>7</b>
3.1	PELIKAN HOLDING.....	7
3.2	PELIKAN JAPAN .....	8
3.3	GROUPE DIPERDANA .....	8
3.4	GROUPE KONSORTIUM .....	8
<b>CHAPITRE 4</b>	<b>DESCRIPTION DES OPERATIONS ET PRESENTATION DES STRUCTURES APRES LA REALISATION DE L'OFFRE D'ECHANGE .....</b>	<b>9</b>
4.1	DEROULEMENT DES OPERATIONS DE RESTRUCTURATION.....	9
4.2	DESCRIPTION DES STRUCTURES PREVUES APRES REALISATION DE L'OPERATION D'ECHANGE.....	11
4.3	OBJET DE L'APPRECIATION ET DE L'ANALYSE .....	12
<b>CHAPITRE 5</b>	<b>ANALYSES ET EVALUATIONS.....</b>	<b>13</b>
5.1	MARCHE A SUIVRE POUR APPRECIER L'OFFRE D'ECHANGE .....	13
5.2	METHODES D'EVALUATION ET RESULTATS DES ANALYSES EVALUATIVES.....	14
5.3	VERIFICATION DE LA PLAUSIBILITE DES VALEURS CALCULEES SELON LA METHODE DCF, PAR COMPARAISON AVEC DES ENTREPRISES COMPARABLES (GROUPE DE REFERENCE) .....	16
5.4	COURS BOURSIERS ET RESULTATS DE L'ANALYSE DES COURS BOURSIERS.....	16
<b>CHAPITRE 6</b>	<b>CONSIDERATIONS SUPPLEMENTAIRES ET INCERTITUDES .....</b>	<b>18</b>
6.1	EXECUTION DE DIVERS CONTRATS SOUMIS A CONDITIONS .....	18
6.2	AGREMENT DE LA BOURSE MALAISIEENNE .....	18
6.3	CHANGEMENT DE PLACE BOURSIERE .....	19
6.4	OBLIGATIONS DE PREVOYANCE .....	19
6.5	LIQUIDITE FUTURE ET EVOLUTION FUTURE DU COURS BOURSIER DES ACTIONS DIPERDANA ET DES ACTIONS PELIKAN HOLDING.....	20
<b>CHAPITRE 7</b>	<b>APPRECIATION GLOBALE .....</b>	<b>22</b>
7.1	RESUME DES RESULTATS .....	22
7.2	CONCLUSION.....	23
<b>CHAPITRE 8</b>	<b>ANNEXES.....</b>	<b>24</b>
ANNEXE 1	ORGANIGRAMMES DES SOCIETES .....	25
ANNEXE 2	PARAMETRES POUR LE CALCUL DU WACC.....	27
ANNEXE 3	INCIDENCES SUR LA VALEUR INTRINSEQUE SELON LA METHODE DCF .....	29
ANNEXE 4	INCIDENCES SUR LA VALEUR INTRINSEQUE SELON COURS BOURSIERS.....	30
ANNEXE 5	ANALYSE COURS BOURSIERS ET VOLUMES DE TRANSACTIONS .....	31
ANNEXE 6	COMPARAISON AVEC LES COEFFICIENTS DU GROUPE DE REFERENCE ET COURS DU CHANGE UTILISES POUR LES EVALUATIONS.....	32

## Répertoire des abréviations

Pelikan Holding	Pelikan Holding AG, Baar, Suisse
Pelikan Japan	Pelikan Japan K.K., Tokyo, Japon
Pelikan Malaisie	Pelikan Holding Sdn Bhd., Kuala Lumpur, Malaisie
Pelikan Singapore-	Pelikan Singapore-Malaysia Pte. Ltd., Singapour, Malaisie
Diperdana	Diperdana Holdings Berhad, Port Klang, Selangor Darul Ehsan, Malaisie
Konsortium	Konsortium Logistik Berhad, Puchong Selangor Darul Ehsan, Malaisie
BDO	BDO Visura, Zurich
DCF	cash-flow actualisé
WACC	Weighted average cost of capital, coût moyen pondéré du capital
Bêta	Risque relatif lié aux capitaux propres
CAPM	Capital asset pricing model, modèle d'équilibre des actifs financiers
CH	Confédération helvétique
CHF	Franc(s) suisse(s)
kCHF	Millier(s) de Francs suisses
MCHF	Million(s) de Francs suisses
RM	Ringgit(s) malaisien(s)
kRM	Millier(s) de Ringgits malaisiens
AUD	Dollar(s) australien(s)
kAUD	Millier(s) de Dollars australiens
USA	United States of America, Etats-Unis d'Amérique
USD	Dollar(s) américain(s)
TUSD	Millier(s) de Dollars américains
Y	Yen japonais
P. ex.	Par exemple

## Chapitre 1 Introduction

### 1.1 Situation initiale

La société Diperdana Holdings Berhad, Malaisie (Diperdana) propose, par voie d'offre publique d'échange, des actions propres en échange de toutes les actions au porteur de la société Pelikan Holding AG, Baar (Pelikan Holding) qui sont entre les mains du public. Diperdana soumet aux actionnaires dans le public de Pelikan Holding une offre d'échange à raison d'une action au porteur Pelikan Holding AG d'une valeur nominale de CHF 65 contre 80 actions ordinaires Diperdana Holdings Berhad d'une valeur nominale de RM 1.

Pelikan Holding est une société de participations qui est cotée à la Bourse suisse (SWX) et dont le siège est à Baar (Suisse). Elle possède diverses filiales aux activités opérationnelles. Pelikan Holding produit et distribue dans le monde entier des instruments et accessoires d'écriture ainsi que des articles de loisirs dans le domaine du bricolage et de la peinture.

Diperdana est une entreprise de logistique cotée à la Bourse malaisienne. Dans le cadre d'une réorientation de ses activités, Diperdana compte se séparer de l'activité opérationnelle qu'elle exerce jusqu'à présent, tout en prenant le contrôle total de Pelikan Holding. En tant que société de participations, Diperdana entend rassembler les intérêts du groupe Pelikan. Si l'offre d'échange se réalise, Diperdana aspire à accélérer l'expansion de Pelikan, notamment dans les pays d'Asie.

Sur la base de divers accords passés entre Diperdana et Pelikan Malaysia, Diperdana acquerra à certaines conditions la participation de 64.9% que la société de participations Pelikan Malaysia détient actuellement dans Pelikan. En même temps, Diperdana s'est engagée à céder la totalité de ses activités opérationnelles à l'entreprise de logistique Konsortium Logistik Berhad, Malaysia (Konsortium). En contrepartie, Diperdana recevra une participation d'environ 20% dans Konsortium. D'autre part, Diperdana va acquérir auprès de Pelikan Singapore-Malaysia une participation de 75% dans Pelikan Japan K.K., Tokyo (Pelikan Japan) au moyen d'un échange d'actions. Les 25% restants du capital de Pelikan Japan appartiennent actuellement à Pelikan Holding à titre de participation financière.

Au cours de sa réorientation, Diperdana émettra deux emprunts convertibles afin de financer la prise en charge, par Pelikan Malaysia, des obligations de prévoyance de diverses filiales allemandes de Pelikan Holding. Pelikan Malaysia cèdera ensuite les deux emprunts convertibles à un trust qui aura été créé en Malaisie et qui les placera ou les cédera à son tour, en totalité ou en partie, auprès du public.

Pour que ces restructurations puissent se réaliser, il faut que la partie grand public de l'actionnariat de Pelikan Holding accepte l'offre publique d'échange. Plus précisément, il faut que sur les 35.1%

d'actions Pelikan Holding qui sont détenues par l'actionnariat public, au moins 15.14% soient effectivement échangées contre des actions Diperdana.

## **1.2 Mandat confié à BDO Visura par le conseil d'administration de Pelikan Holding**

Le conseil d'administration de Pelikan Holding a mandaté BDO Visura, Zurich (BDO) de réaliser une expertise aux fins d'appréciation des incidences financières de l'offre publique d'échange de Diperdana Holdings Berhad, Malaisie, pour toutes les actions au porteur de Pelikan Holding AG, Baar, qui se trouvent entre les mains du public.

Cette expertise est destinée à servir de base d'appréciation au conseil d'administration, y compris pour le rapport qu'il doit rédiger dans le cadre de l'offre publique d'échange. L'expertise ne porte d'aucune façon sur la décision, prise au départ par la société, d'entreprendre l'opération proposée, ni sur l'utilité comparée d'opérations que la société pourrait réaliser à titre alternatif.

L'expertise est destinée au conseil d'administration de Pelikan Holding et elle ne consiste pas à recommander à tel ou tel actionnaire dans le public d'accepter l'offre d'échange. Elle ne contient pas non plus d'appréciation sur les conséquences de la transaction proposée et de l'offre pour les actionnaires dans le public qui n'accepteraient pas l'offre, ni sur la valeur future des actions non échangées ou sur la question de savoir si de telles actions se négocieront après la réalisation ou l'échec de l'offre, et à quel prix.

L'expertise ne s'étend pas à l'examen approfondi des avantages de cette transaction pour les actionnaires de Pelikan Holding. De plus, notre expertise ne contient pas d'étude ou d'estimation concernant les cours auxquels les actions Pelikan Holding et les actions Diperdana seront négociées à l'avenir. Nous ne donnons aux actionnaires de Pelikan Holding aucune indication ou recommandation sur la façon dont ils devraient se comporter.

L'expertise s'appuie sur une évaluation d'informations que nous avons supposées exactes et complètes et auxquelles nous nous sommes fiés sans les faire confirmer ou vérifier par un tiers. En ce qui concerne les indications, informations et données fournies qui ont été mises à notre disposition, nous avons considéré que celles-ci ont été établies correctement.

Notre expertise s'adresse exclusivement au conseil d'administration de Pelikan Holding. Elle ne doit être utilisée dans aucun autre but sans notre permission, hormis sa publication dans le prospectus d'offre.

## Chapitre 2 Bases d'appréciation

BDO s'est appuyée sur les éléments suivants pour former son opinion:

- projet de prospectus d'offre publique d'achat de Diperdana en date du 26 janvier 2005, pour toutes les actions au porteur qui se trouvent entre les mains du public ;
- circulaire d'information du Konsortium en date du 28 novembre 2003 à l'attention des actionnaires, concernant la prise en charge de l'activité opérationnelle de Diperdana ;
- circulaire d'information de Diperdana en date du 24 novembre 2004 à l'attention des actionnaires, concernant la restructuration et la réorientation de l'activité d'exploitation ainsi que les opérations prévues en rapport avec ce projet ;
- informations accessibles au public concernant la société Pelikan Holding et ses filiales, Diperdana et le Konsortium. Ces informations comprennent des rapports d'activité et de révision des années 2000, 2001, 2002 et 2003, des communiqués de presse, rapports d'analyse, articles de journaux, etc. ;
- boucléments trimestriels non vérifiés, en date du 30 septembre 2004, émanant de toutes les entreprises concernées par la transaction ;
- informations et documents spécifiques qui émanent de toutes les entreprises impliquées dans la transaction et qui ont été jugés importants pour l'expertise ;
- budgets et projections financières pour les exercices 2005 à 2009, établis par la direction des différentes sociétés et des différents groupes ;
- analyse de l'historique du cours et du volume des actions Pelikan et Diperdana ;
- données financières et du marché des capitaux concernant une sélection d'entreprises cotées en Bourse (groupes de référence) qui opèrent sur le même marché que les entreprises impliquées (voir annexe 6) ;
- analyse de l'historique des marchés financiers, permettant de dégager des paramètres d'évaluation.

BDO a vérifié la plausibilité des informations opérationnelles et financières, y compris les plans stratégiques, le budget financier et les projections établis par la direction de Pelikan, de Diperdana et du Konsortium, et s'en est entretenue avec les représentants des directions concernées.

Dans le cadre de sa mission, BDO n'a pas visité les bâtiments et équipements des firmes impliquées. BDO n'a pas non plus réalisé ni fait réaliser d'estimations ou d'évaluations de leur actif et de leur passif.

L'appréciation formulée par BDO repose sur les conditions de marché actuelles et les conditions d'exploitation et de gestion financière ; elle tient compte de la situation sur le marché des capitaux ainsi que d'autres conditions qui existaient ou qui étaient prévues et évaluables au moment de l'appréciation.

Pour réaliser son expertise, BDO a présumé que les données financières et autres dont elle s'est servie étaient exactes et complètes, et elle s'y est fiée, sans prendre la responsabilité de vérifier ces questions.

De plus, BDO s'est fait remettre des déclarations d'intégralité par lesquelles les directions des entreprises impliquées lui ont donné l'assurance formelle qu'elles n'ont pas connaissance de faits ou de circonstances qui rendraient inexacts, trompeuses ou incomplètes les informations utilisées.

## Chapitre 3 Présentation des sociétés selon leur organisation actuelle

Avec plus d'une dizaine de filiales opérationnelles, Pelikan Holding produit et distribue dans le monde entier des instruments et accessoires d'écriture ainsi que des articles de loisirs dans le domaine du bricolage et de la peinture, principalement sous le célèbre nom de marque "Pelikan".

Diperdana et le Konsortium sont des entreprises de logistique basées en Malaisie qui proposent en particulier des services de commissionnaire de transport, de transporteur et de gestion de stocks.

### 3.1 Pelikan Holding

(Organigramme, voir annexe 1)

Pelikan Holding, dont le siège est à Baar, Suisse, est cotée à la Bourse suisse (SWX). Pelikan Holding détient des participations dans 25 sociétés de nationalités différentes, dont huit exercent des activités opérationnelles<sup>1</sup>. La holding détient la totalité du capital de chacune des sociétés opérationnelles, à l'exception des sociétés Faber-Castell Pelikan-Austria, Autriche (50%), Columbia Pelikan PTY Ltd., Australie (40%), Pelikan Japan (25%), Pelikan Faber-Castell AG, Suisse (75%) et Productos Pelikan S.A. de C.V., Mexique (49%).

Pelikan Holding est la société destinataire de l'offre publique d'échange émise par Diperdana. Son capital-actions est détenu par Pelikan Malaysia (64.9%) via l'actionnaire malaisien de celle-ci, et par des actionnaires répartis dans le public (35.1%). Les parts de Pelikan Malaysia se répartissent à raison de 34.43% pour Monsieur Loo Hooi Keat, président-directeur général de Pelikan Holding, 36.60% pour Marktrade Sdn Bhd, Kuala Lumpur, Malaisie, et 21.43% pour Peringkat Prestasi (M) Sdn Bhd, Selangor Darul Ehsan, Malaisie, cette dernière étant elle-même à 99.99% entre les mains de Monsieur Mirzan bin Mahathir, également administrateur de Pelikan Holding. Marktrade est contrôlée à 100% par des membres de la famille de Monsieur Loo Hooi Keat.

Dans les comptes consolidés, les sociétés contrôlées à plus de 50% font l'objet d'une intégration globale. C'est aussi le cas de la participation détenue au Mexique, en raison de l'influence déterminante des décisions de la direction du groupe. Les autres participations, entre 20% et 50%, sont consolidées par mise en équivalence.

<sup>1</sup> Pelikan Holding AG, Annual Report 2003, p. 44/45



### **3.2 Pelikan Japan**

Pelikan Holding AG, Baar, détient 25% de Pelikan Japan (voir aussi la section précédente). Les 75% restant sont possédés par Pelikan Singapore-Malaysia.

### **3.3 Groupe Diperdana**

(Organigramme, voir annexe 1)

Diperdana, dont le siège est à Port Klang, Malaisie, est cotée en Malaisie. Diperdana possède huit filiales ; elle détient dans chacune d'elle une participation majoritaire<sup>2</sup>. L'actionnaire principal de Diperdana est Monsieur Mohd Taib bin Ab. Wahab, avec 29.14% des actions<sup>3</sup>. Monsieur Mohd Taib bin Ab. Wahab est aussi administrateur en tant que non executive director.

Le reste des actions Diperdana se répartit entre des investisseurs institutionnels et le grand public.

### **3.4 Groupe Konsortium**

(Organigramme, voir annexe 1)

Konsortium, dont le siège est à Puchong Selangor Darul Ehsan, Malaisie, est cotée à la Bourse malaisienne. Konsortium possède des participations dans 25 entreprises ; dans la plupart de celles-ci, sa participation est majoritaire. Konsortium détient aussi, par l'intermédiaire de ses filiales, des participations dans dix autres firmes<sup>4</sup>.

L'actionnaire majoritaire de Konsortium est Monsieur Mirzan bin Mahathir qui détient directement 42.81% des actions et, indirectement, une participation supplémentaire car sa filiale à 99.90% Peringkat Prestasi (M) Sdn Bhd possède elle-même 42.60% du capital de Konsortium<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Diperdana Holdings Berhad, Annual Report 2003, p. 55

<sup>3</sup> Diperdana Holdings Berhad, Annual Report 2003, p. 69

<sup>4</sup> Konsortium, Annual Report 2003, p.68

<sup>5</sup> Konsortium, Annual Report 2003, p.149

## Chapitre 4 Description des opérations et présentation des structures après la réalisation de l'offre d'échange

L'offre d'échange fait partie d'un plan de restructuration et de réorientation de Diperdana. Au cours de cette restructuration, Diperdana apportera ses activités actuelles de logistique dans Konsortium. En contrepartie, Diperdana recevra une participation d'environ 20% dans Konsortium. Diperdana s'attend à ce que le regroupement des activités opérationnelles permette des effets de synergie et des économies d'échelle et renforce la compétitivité de Konsortium. Les actionnaires de Diperdana profiteront également de ces effets bénéfiques sous forme de dividendes.

En même temps, Diperdana aspire à prendre le contrôle total des activités mondiales de Pelikan Holding. Le regroupement devrait permettre d'améliorer l'expansion des activités opérationnelles de Pelikan, surtout dans les pays d'Asie.

De plus, une fois l'opération d'échange réalisée, Diperdana table sur une amélioration de la liquidité des actions ordinaires Diperdana ainsi distribuées, du fait du plus grand volume de titres négociés et de l'effet conjugué des autres opérations prévues par Diperdana; par rapport à la faible quantité actuelle d'actions au porteur Pelikan Holding, ces effets pourraient être profitables pour les actionnaires.

### 4.1 Déroulement des opérations de restructuration

Les différentes opérations nécessaires pour obtenir la structure voulue, après la réorganisation, peuvent être représentées par le graphique suivant :

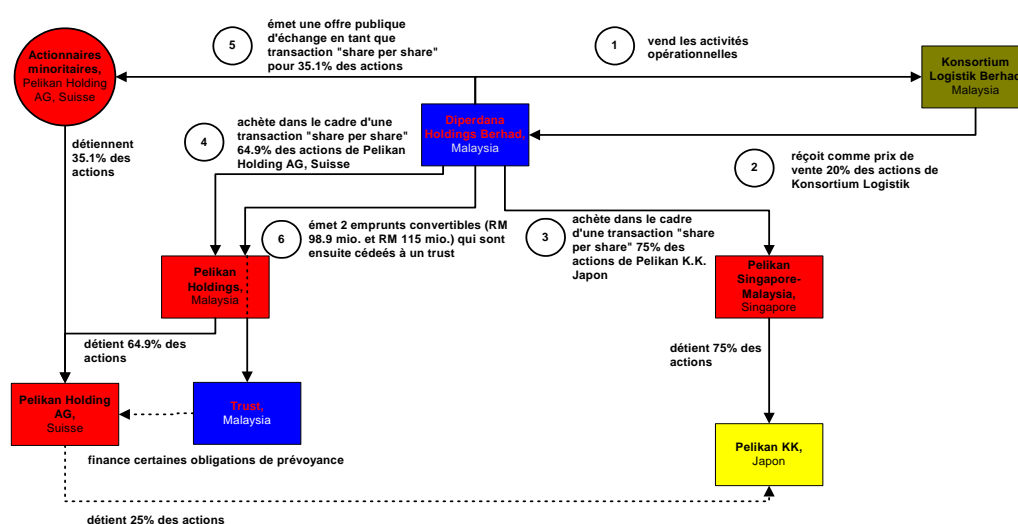


Figure 1 : Opérations de restructuration<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Graphique réalisé par BDO

## **Description des différentes opérations**

### **Opérations 1 et 2**

Diperdana transfère les activités opérationnelles de logistique dans Konsortium et reçoit en contrepartie environ 20% des actions de Konsortium.

### **Opération 3**

Pelikan Singapore-Malaysia cède à Diperdana, dans le cadre d'une transaction "share per share", la totalité de la participation de 75% qu'elle détient dans Pelikan Japan. Les 25% restants du capital-actions, détenus par Pelikan Holding, passent en la possession de Diperdana au prorata du taux de conversion des actions Pelikan Holding en actions Diperdana.

### **Opération 4**

Diperdana rachète à Pelikan Malaysia, dans le cadre d'une transaction "share per share", la totalité de la participation de 64.94% que celle-ci détient dans Pelikan Holding.

### **Opération 5**

Diperdana soumet aux actionnaires minoritaires détenant ensemble 35.1% du capital-actions de Pelikan Holding une offre publique d'échange sous forme d'une transaction "share per share". Pour que l'opération réussisse, il faut qu'au moins 15.14% des actions Pelikan Holding soient présentées à l'échange contre des actions Diperdana, avec pour conséquence que Diperdana détiendra dans ce cas une participation d'au moins 80.04% dans Pelikan Holding.

### **Opération 6**

Pour financer la reprise par Pelikan Malaysia des obligations de prévoyance de Pelikan Holding envers d'anciens membres du personnel, Diperdana émet deux emprunts convertibles d'une durée de cinq ans et d'une valeur nominale de RM 98.9 millions (ICULS) et RM 115 millions (RCULS). Les titres ICULS seront convertis en actions Diperdana au plus tard au terme du prêt. Les titres RCULS pourront être convertis, mais sans que ce soit obligatoire; la possession du titre confère bien un droit de conversion, mais il n'est pas impératif qu'il soit exercé. Les deux emprunts convertibles seront cédés par Pelikan Malaysia à un trust qui doit être créé en Malaisie et qui les placera ou les cédera à son tour, en totalité ou en partie, auprès du public. Les emprunts convertibles seront libérés au moyen d'une créance en Euros correspondant à la contre valeur de RM 213.9 millions envers le trust à créer. Cette créance sera garantie par Pelikan Malaysia.

Les opérations 1 à 4 et l'opération 6 ne seront valables que si le pourcentage minimal de conversion demandé par Diperdana, soit 15.14% du reste des actions Pelikan Holding détenues par le public, est atteint dans le cadre de l'opération 5.

## 4.2 Description des structures prévues après réalisation de l'opération d'échange

Si l'opération d'échange d'actions Pelikan Holding en actions Diperdana est concluante, la structure prévue de Diperdana se présentera comme suit :

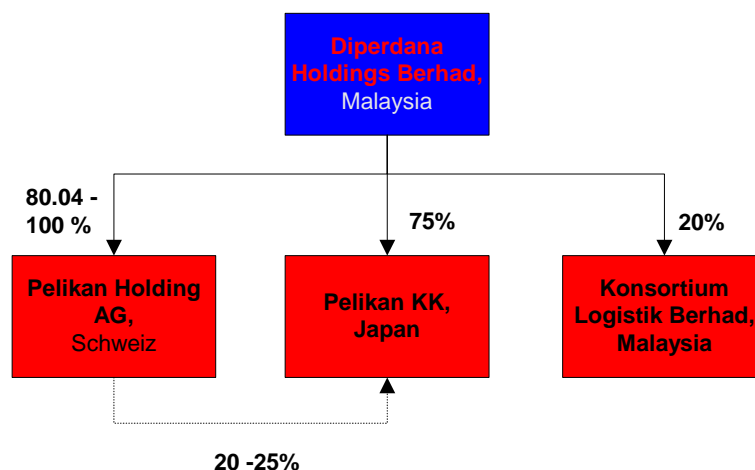


Figure 2 : Structure prévue de Diperdana après l'échange d'actions<sup>7</sup>

Selon le nombre d'actionnaires minoritaires de Pelikan Holding qui accepteront d'échanger leurs actions, et compte tenu de la condition requise par Diperdana, à savoir qu'au moins 15.14% des actions soient converties, Diperdana possèdera après réalisation de l'opération de reprise, en incluant la participation de 64.94% rachetée à Pelikan Malaysia, entre 80.04% et 100% des actions Pelikan Holding.

D'autre part, Diperdana rachètera à Pelikan Singapore-Malaysia la participation de 75% qu'elle détient dans Pelikan Japan. Les 25% que Pelikan Holding détient dans Pelikan Japan passeront à Diperdana au prorata du pourcentage d'actions Pelikan Holding qui sera présenté pour conversion. A supposer que le pourcentage de conversion atteigne au moins le minimum requis de 15.14%, Diperdana détiendra alors au moins 95% de Pelikan Japan. Si toutes les actions Pelikan Holding entre les mains du public sont converties en actions Diperdana, Diperdana détiendra 100% de Pelikan Japan.

En contrepartie de l'apport de l'activité de logistique dans Konsortium, Diperdana recevra 20% des actions de Konsortium.

<sup>7</sup> Graphique réalisé par BDO

### 4.3 Objet de l'appréciation et de l'analyse

Pour apprécier et analyser sous l'angle financier l'offre publique d'échange émise par Diperdana à l'attention des actionnaires de Pelikan Holding, il faut comparer, après calcul, la "valeur intrinsèque des actions Diperdana proposées en échange de chaque action Pelikan Holding, une fois la restructuration accomplie" avec la "valeur de l'action Pelikan Holding sur la base de la structure actuelle du groupe Pelikan".

La figure ci-après montre schématiquement l'objet de l'appréciation :

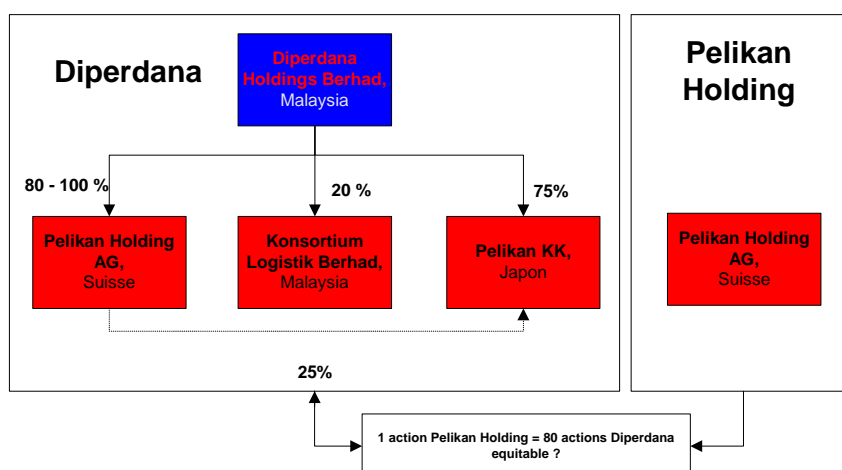


Figure 3 : Objet de l'appréciation<sup>8</sup>

Les actions "**Diperdana**" représentent les actions de la société Diperdana une fois réalisées la réorganisation et toutes les opérations prévues. A l'avenir, Diperdana n'exercera plus d'activités opérationnelles proprement dites. En tant que holding, elle détiendra des participations dans Pelikan Holding, dans Konsortium et dans Pelikan Japan. Pour calculer une future valeur intrinsèque de la société, il faut évaluer une par une les différentes participations. De plus, il faut tenir compte, dans le calcul de la valeur future de l'action, des diverses augmentations de capital-actions et de l'exercice futur de droits de conversion.

Les actions "**Pelikan Holding**" représentent les actions de la société Pelikan Holding avant la transaction en projet, sur une base "stand alone", avec un actionnaire principal contrôlant environ 65% du capital et un actionnariat public possédant environ 35% des actions. La valeur intrinsèque d'une action Pelikan est calculée comme si la société continuait d'exister comme jusqu'à présent, c.-à-d. avec les dettes des caisses de pensions des filiales allemandes.

<sup>8</sup> Graphique réalisé par BDO

## Chapitre 5 Analyses et évaluations

### 5.1 Marche à suivre pour apprécier l'offre d'échange

#### 5.1.1 Traitement des facteurs variables d'influence de la restructuration sur l'évaluation

L'offre d'échange émise par Diperdana suppose diverses restructurations préalables qu'il est prévu de réaliser exclusivement au moyen d'augmentations de capital et d'opérations d'échange d'actions. Ces opérations préalables conditionnent la réalisation de l'offre d'échange faite aux actionnaires de Pelikan.

En principe, la valeur intrinsèque des actions Diperdana à l'issue de l'offre publique d'échange dépend de deux facteurs variables. Il s'agit, d'une part, du nombre d'actions effectivement échangées/distribuées dans le cadre de l'offre publique d'échange et, d'autre part, des futurs pourcentages effectifs de conversion des emprunts convertibles à émettre. C'est la raison pour laquelle nous avons calculé quatre variantes pour les formules d'évaluation appliquées, avec influence maximale des deux variables sur la valeur intrinsèque des actions (voir annexes 3 et 4).

#### 5.1.2 Analyse de l'effet de dilution éventuellement produit par les différentes opérations liées à la réorientation

Pour mieux apprécier l'offre d'échange et le rapport d'échange et pour représenter la transaction de façon plus transparente, on peut scinder le processus de restructuration en étapes théoriques comme suit :

1. Restructuration de Diperdana par séparation de ses activités opérationnelles, réalisation de diverses augmentations de capital et prises de participation corrélatives

Acquisition d'une participation majoritaire d'au moins 80% du capital-actions de Pelikan Holding par échange d'actions et augmentation de capital simultanée

→ Les opérations n° 1 à 5 qui sont liées à la restructuration et qui sont décrites au point 4.1 n'entraîneront pas, pour les actionnaires répartis dans le public de Pelikan Holding, une dilution de la valeur intrinsèque de ses actions.

2. Emission, par Diperdana, d'emprunts convertibles destinés à financer les engagements des caisses de pensions des filiales de Pelikan Holding en Allemagne.

→ L'opération n° 6 décrite au point 4.1, à savoir l'émission de deux emprunts convertibles destinés à financer les obligations de prévoyance des filiales de Pelikan Holding en Allemagne, entraînera pour les actionnaires de Pelikan Holding qui accepteront l'offre d'échange, une dilution de la valeur intrinsèque des actions.

Le degré de dilution dépend du nombre d'actions qui seront échangées par les actionnaires de Pelikan Holding dans le cadre de l'offre d'échange; il dépend aussi de l'ampleur de l'exercice futur des droits de conversion concernant les emprunts convertibles à émettre par Diperdana.

## **5.2 Méthodes d'évaluation et résultats des analyses évaluatives**

Pour réaliser cette expertise, nous nous sommes appuyés sur les méthodes d'évaluation suivantes :

- calcul des valeurs intrinsèques des entreprises selon la méthode DCF (discounted cash flow, cash-flow actualisé) ;
- comparaison avec des entreprises cotées en Bourse qui opèrent sur les mêmes marchés (groupes de référence), afin de vérifier la plausibilité des résultats de la méthode DCF.

Chaque fois que c'est possible, BDO effectue ses évaluations en se référant à des opérations comparables réalisées par d'autres entreprises. Dans le cas présent, toutefois, les analyses effectuées ont montré qu'il n'existe pas d'opérations comparables qui puissent donner un résultat significatif. C'est la raison pour laquelle il a été renoncé à une évaluation sur le marché au moyen d'opérations comparables réalisées par d'autres entreprises.

### *5.2.1 Méthode du discounted cash flow*

Les résultats donnés par la méthode DCF reposent, d'une part, sur des estimations des futures marges d'autofinancement (avant flux de financement) et, d'autre part, sur le coût moyen pondéré du capital (WACC – weighted average cost of capital) par lequel on actualise les marges d'autofinancement disponibles. Les cash-flow disponibles sont estimés à partir de la situation financière et des résultats actuels des différentes entreprises, ainsi que des pronostics économiques et financiers concernant ces entreprises à l'avenir. Les pronostics économiques et financiers ont été établis en toute bonne foi par les responsables des entreprises considérées, sur la base des documents dont ils disposent à ce jour. Le coût moyen pondéré du capital se compose du coût prévisionnel pondéré des capitaux d'emprunt et d'un taux de rémunération raisonnable des capitaux propres selon le modèle CAPM (capital asset pricing model).

Les coûts moyens pondérés du capital, calculés individuellement pour chaque société, vont de 6.2% à 9.6%. Les coûts retenus par BDO pour les capitaux étrangers se situent entre 1.7% et 6.2% après impôts. Les coûts retenus pour les capitaux propres vont de 8.2% à 10.7%.

Les valeurs retenues pour les coûts du capital et pour les rendements demandés par les investisseurs sont comparables à celles que les analystes financiers appliquent pour des entreprises similaires ou du même type. Les différentes composantes des paramètres pour le calcul des coûts du capital sont indiquées en annexe 2.

Les cash-flows annuels disponibles dans la période de planification (4<sup>ème</sup> trimestre 2004 à 2009), de même que la valeur finale, sont actualisés au 30 septembre 2004 par le coût moyen pondéré du capital. La valeur finale tient compte du cash-flow durablement disponible après la période de planification. Dans le calcul de la valeur finale, le cash-flow durablement disponible est capitalisé par le coût moyen pondéré du capital, en tenant compte d'une expansion future de 0.5% (ensemble des sociétés Pelikan) et resp. de 1.0% (Diperdana / Konsortium) par an. Les cash-flow actualisés au 30 septembre 2004 correspondent à la valeur du capital global. Le capital global est corrigé des postes Liquidités (+), Participations (non consolidées) (+), Autres actifs non nécessaires à l'exploitation (+), Dettes financières (-), Dettes productives d'intérêts au titre de la prévoyance en faveur du personnel (-) et Participations minoritaires (-), ce qui correspond à la valeur des capitaux propres. La valeur des capitaux propres au 30 septembre 2004 a ensuite été extrapolée au 2 mars 2005 en appliquant les coûts moyens pondérés du capital.

### 5.2.2 *Appréciation / Résultat*

Nos calculs font ressortir, pour les actionnaires de Pelikan Holding, **une dilution de 8.3% à 29.6% de la valeur intrinsèque future des actions Diperdana, calculée selon la méthode DCF, par rapport à une action actuelle de Pelikan Holding AG, évaluée selon la méthode DCF.** Converti en nombres d'actions Diperdana offertes contre une action Pelikan Holding, cela donne un écart théorique de -10 à -38 actions entre le rapport d'échange équitable pour les actionnaires de Pelikan Holding et le rapport d'échange trop faible proposé selon l'offre.

Le taux de dilution est dépendant du nombre d'actions qui seront échangées par les actionnaires de Pelikan Holding dans le cadre de l'offre d'échange, ainsi que de l'ampleur de l'exercice futur des droits de conversion concernant les emprunts convertibles qui seront émis par Diperdana.

Nous avons effectué des calculs de sensibilité en faisant varier différents paramètres (p. ex. cours du change, coût du capital, accroissement du cash-flow disponible). Il en ressort, pour toutes les variantes calculées, un effet de dilution pour les actionnaires actuels de Pelikan Holding.

Sur ce point, on se reportera à la vue d'ensemble détaillée des incidences des différentes variantes sur la valeur intrinsèque calculée des actions, en annexe 3.



### **5.3 Vérification de la plausibilité des valeurs calculées selon la méthode DCF, par comparaison avec des entreprises comparables (groupes de référence)**

Le calcul des "enterprise values" (capital global) est basé sur des projections financières des groupes Pelikan, Diperdana et Konsortium. Les paramètres d'évaluation appliqués ont été choisis à partir des coefficients actuels et futurs de chiffres d'affaires / de résultat opérationnel avant amortissements (EBITDA) d'entreprises comparables ; la plausibilité des paramètres appliqués a été vérifiée au moyen de comparaisons.

L'annexe 6 présente les évaluations relatives (multiplicateurs de valeur) d'entreprises comparables cotées en Bourse.

#### *5.3.1 Appréciation / Résultat*

Après avoir calculé les valeurs d'entreprise de Pelikan Holding selon la méthode DCF, nous en avons vérifié la plausibilité à l'aide des valeurs comparables des autres entreprises du groupe de référence.

Pour Diperdana et Konsortium, cette vérification n'est pas possible. Du fait que les deux entreprises malaisiennes sortent d'une phase de réorientation et de restructuration, les valeurs calculées selon la méthode DCF ne peuvent pas (ou pas entièrement) être comparées actuellement avec celles du groupe de référence.

### **5.4 Cours boursiers et résultats de l'analyse des cours boursiers**

La négociation d'actions Pelikan Holding à la Bourse suisse, de même que la négociation actuelle d'actions Diperdana à la Bourse malaisienne sont limitées et peu liquides en raison du faible volume de titres négociés (faible free float).

Le potentiel de valeur des actions (Pelikan Holding et Diperdana), que nous avons calculé selon la méthode DCF, n'est que partiellement reflété par les cours boursiers actuels.

A titre d'alternative à la méthode DCF appliquée, nous avons procédé à une appréciation de l'offre d'échange sur la base des cours du marché actuels des actions.

L'annexe 5 montre l'évolution du cours boursier des actions Pelikan Holding et Diperdana dans la période du 1<sup>er</sup> octobre 2004 au 1<sup>er</sup> mars 2005. Les deux titres ont été négociés durant au moins 15 des 30 derniers jours de Bourse avant le 1<sup>er</sup> mars 2005.

Nos analyses sont basées sur les cours moyens des actions dans les 30 derniers jours de Bourse jusqu'au 1<sup>er</sup> mars 2005; pour Diperdana, ce cour s'élève à RM 2.19 (hors Konsortium) et pour

Pelikan Holding à CHF 29.97. Pour la valeur de Pelikan Japan, faute de cours en Bourse, nous avons retenu la valeur, calculée selon la méthode DCF, des capitaux propres dans le rapport de la "valeur boursière actuelle de l'action Pelikan Holding à la valeur DCF d'une action Pelikan Holding".

#### 5.4.1 *Appréciation / Résultat*

Nos analyses font ressortir, pour les actionnaires de Pelikan Holding, **une dilution de 13.4% à 38.6% de la "valeur intrinsèque"<sup>9</sup> future des actions Diperdana par rapport à une action actuelle de Pelikan Holding**. Converti en nombres d'actions Diperdana offertes contre une action Pelikan Holding, cela donne un écart théorique de -16 à -57 actions entre le rapport d'échange équitable pour les actionnaires de Pelikan Holding et le rapport d'échange trop faible proposé selon l'offre.

Le taux de dilution est dépendant du nombre d'actions qui seront échangées par les actionnaires de Pelikan Holding dans le cadre de l'offre d'échange, ainsi que de l'ampleur de l'exercice futur des droits de conversion concernant les emprunts convertibles qui seront émis par Diperdana.

Sur ce point, on se reportera à la vue d'ensemble détaillée des incidences des différentes variantes sur la valeur intrinsèque calculée des actions, en annexe 4.

---

<sup>9</sup> "Valeur intrinsèque" = cours actuel en Bourse, pondéré en fonction de la future structure des capitaux propres de Diperdana

## Chapitre 6 Considérations supplémentaires et incertitudes

En raison de la situation initiale décrite et du contexte général de l'ensemble de l'opération prévue, il faut tenir compte, à notre avis, de plusieurs considérations supplémentaires qui ont ou peuvent avoir une influence sur l'appréciation de l'offre d'échange.

Il existe aussi, du point de vue des actionnaires de Pelikan Holding, un certain nombre d'incertitudes qui peuvent jouer un rôle dans l'appréciation de l'équité financière et dans les évaluations y relatives.

Nous avons résumé ci-après les considérations et incertitudes en rapport avec l'offre d'échange qui nous paraissent les plus importantes.

### 6.1 Exécution de divers contrats soumis à conditions

Les restructurations d'entreprise qui ont un rapport direct ou indirect avec l'offre d'échange reposent en partie sur des contrats qui sont soumis à des conditions comportant des paramètres prédéfinis ; l'exécution de ces contrats est subordonnée à la réalisation de diverses conditions ou d'événements spécifiques. A ce sujet, on se reportera aussi à la description des différentes opérations au point 4.1, ainsi qu'aux informations détaillées sur ces opérations, contenues dans les circulaires aux actionnaires de Diperdana et de Konsortium auxquelles le prospectus d'offre fait référence. Ces documents peuvent être commandés ou consultés sur Internet.

Nos considérations sur la valeur des entreprises et sur le taux d'échange reposent sur la structure dont l'émetteur de l'offre veut doter le groupe réorganisé. Si certains contrats n'étaient pas mis à exécution ou ne pouvaient pas l'être, ceci pourrait avoir une influence sur l'appréciation du rapport d'échange et sur l'évaluation des différentes divisions d'entreprises.

### 6.2 Agrément de la Bourse malaisienne

La réalisation des restructurations prévues est conditionnée par le bon déroulement de l'offre d'échange destinée aux actionnaires de Pelikan Holding ainsi que par la délivrance, par la Bourse malaisienne ("Bursa Malaysia Securities Berhad"), des autorisations requises pour la cotation des nouvelles actions.

### **6.3 Changement de place boursière**

Le changement de place boursière peut avoir, pour les actionnaires de Pelikan Holding, diverses conséquences qui peuvent avoir elles-mêmes des effets bénéfiques ou négatifs sur leurs intérêts financiers ou sur la valeur future des actions :

- liquidité accrue sur le marché, du fait d'un actionnariat public plus large ;
- cotation dans de futures zones d'expansion du groupe Pelikan ;
- changements de coût des transactions ;
- risque supplémentaire lié aux cours du change ;
- Restrictions des échanges de devises en raison du contrôle du marché monétaire en Malaisie (monnaie de référence : USD) ;
- langue différente pour les informations et messages ;
- réglementation différente en matière de négociation de titres.

### **6.4 Obligations de prévoyance**

#### ***6.4.1 Responsabilité***

La prise en charge partielle, par un trust qui doit être créé séparément, du financement des obligations de prévoyance de certaines sociétés Pelikan en Allemagne, aura pour effet d'alléger à l'avenir les charges de financement des activités opérationnelles.

Sur le plan juridique, cependant, les filiales allemandes resteront responsables de l'exécution des engagements; par conséquent, si à l'avenir le trust malaisien ou solidairement Pelikan Malaysia ne payaient pas ou pas entièrement les pensions, les filiales allemandes seraient tenues envers les bénéficiaires de fournir les prestations.

#### ***6.4.2 Conséquences financières***

Nous avons analysé le projet de refinancement des dettes de caisses de pensions sur le plan des conséquences financières à l'avenir. Nous nous sommes appuyés sur les documents et contrats dont nous disposons et sur les descriptions détaillées d'opérations de séparation contenues dans les circulaires d'information aux actionnaires de Diperdana et de Konsortium.

D'après nos analyses, il nous paraît vraisemblable à l'heure actuelle que le reste des provisions constituées chez Diperdana en liaison avec les obligations de prévoyance, soit RM 96.8 millions, seront prélevées et utilisées pour payer les pensions dues à l'avenir.

D'autre part, il paraît probable actuellement que Pelikan Malaysia, en raison de sa promesse contractuelle, devra combler les éventuelles insuffisances de couverture et effectuer également des paiements au titre des obligations de prévoyance.

Par contre, il semble actuellement plutôt improbable qu'il reste des excédents au futur trust une fois qu'il aura payé toutes les pensions dues.

#### *6.4.3 Conséquences sur l'activité opérationnelle de Pelikan Holding*

En raison des dettes de pensions qui pèsent actuellement sur Pelikan Holding et ses filiales, il sera plus difficile de recourir à l'emprunt pour financer la mise en oeuvre de la stratégie de l'entreprise, et d'utiliser pleinement le potentiel du groupe Pelikan sur le marché.

Le refinancement des dettes de caisses de pensions accroîtrait la marge de manoeuvre du management dans sa tâche de réorientation du groupe.

### **6.5 Liquidité future et évolution future du cours boursier des actions Diperdana et des actions Pelikan Holding**

#### *6.5.1 Liquidité du marché*

Il n'est pas encore possible d'émettre un avis définitif sur la liquidité future des actions Diperdana lorsque la restructuration sera terminée. On peut supposer que la liquidité en Bourse augmentera en raison d'un plus grand nombre d'actionnaires dans le public, et que le volume des échanges dépassera le niveau actuel des actions Diperdana et des actions Pelikan Holding.

Par contre, si l'opération d'échange est menée à bonne fin, on peut s'attendre à ce que le marché se restreigne encore pour les actions Pelikan Holding en raison du free float réduit, et à ce que la liquidité diminue.

Compte tenu de la négociabilité restreinte des actions Pelikan (faible free float, décote planifiée des actions), un disagio par rapport à la valeur intrinsèque calculée des actions peut se justifier si l'on se réfère aux cours boursiers actuels.

#### *6.5.2 Evolution des cours boursiers*

La plus large part, négociée à l'avenir à la Bourse malaisienne, de l'entreprise Pelikan Holding qui reflètera en majeure partie la valeur intrinsèque des futures actions Diperdana, et aussi la plus forte proportion d'actionnaires parmi le public pourraient renforcer l'attrait financier des actions.

Il semble possible que le regroupement des activités Pelikan au sein de Diperdana et la réorientation stratégique en Asie séduisent de nouveaux investisseurs, avec des incidences bénéfiques sur le cours de l'action.

D'autre part, on peut s'attendre à ce que le rapport cours/bénéfice des actions Diperdana s'améliore en raison de l'abaissement des frais de financement par suite du refinancement des dettes de caisses de pensions au moyen d'emprunts convertibles.

Il n'est pas encore possible de prévoir à coup sûr si, en cas de succès de l'offre d'échange, les cours de l'action Pelikan Holding reflèteront ou non les effets bénéfiques du refinancement des dettes de caisses de pensions et l'amélioration du rapport cours/bénéfice. Le marché encore plus restreint par suite du free float réduit et le fait de dépendre du principal actionnaire Diperdana à l'avenir sont des aspects qui pourraient contrecarrer les conséquences bénéfiques du refinancement.

Compte tenu des considérations et analyses ci-dessus concernant la liquidité et les cours actuels,, l'acceptation de l'offre d'échange et, par là même, un disagio par rapport à la valeur intrinsèque calculée des actions peut se justifier du point de vue des actionnaires répartis dans le public de Pelikan Holding si ceux-ci estiment que la négociabilité des actions Diperdana à la Bourse malaisienne s'en trouvera améliorée à l'avenir, que les titres deviendront plus liquides une fois l'opération menée à bien et que le potentiel de hausse futur du cours des actions compense pour le moins l'effet de dilution implicitement consenti du fait de l'acceptation de l'offre d'échange.

## Chapitre 7 Appréciation globale

### 7.1 Résumé des résultats

Notre réflexion sur le caractère équitable ou non du rapport d'échange proposé comprend avant tout l'exposé et l'appréciation de l'effet de dilution pour les actionnaires de Pelikan Holding sur la base de nos analyses et des résultats de nos évaluations.

Les conséquences de l'acceptation de l'offre d'échange sur la valeur intrinsèque des actions Pelikan Holding, calculée selon la méthode DCF et selon l'analyse basée sur les cours boursiers sont résumés par le tableau suivant :

	Evaluation selon la méthode DCF	Analyse basée sur les cours boursiers
<p><b>Dilution de la valeur intrinsèque calculée</b> des actions Pelikan Holding si le rapport d'échange est de 80 actions Diperdana pour 1 action Pelikan Holding</p> <p>Nombre d'actions Diperdana théoriquement nécessaire pour que l'opération n'ait pas d'effet de dilution: pour chaque action Pelikan Holding</p>	<p>-8.3% à -29.6%</p> <p>90 à 118 actions</p>	<p>-13.4% à -38.6%</p> <p>96 à 137 actions</p>

Nos calculs et analyses permettent de conclure à une dilution de la valeur intrinsèque calculée des actions Pelikan Holding, que ce soit en appliquant la méthode DCF ou en procédant à une analyse à l'aide des cours boursiers.

Le degré de dilution dépend du nombre d'actions qui seront échangées par les actionnaires de Pelikan Holding dans le cadre de l'offre d'échange; il dépend aussi de l'ampleur de l'exercice futur des droits de conversion concernant les emprunts convertibles à émettre par Diperdana.

Selon le nombre total d'actions émises à l'avenir, dans les variantes calculées au moyen de la méthode DCF en annexe 3, un rapport d'échange théoriquement équitable, au lieu des 80 actions Diperdana proposées, se situerait entre 90 et 118 actions pour 1 action Pelikan Holding.

Avec l'analyse basée sur les cours boursiers, un rapport d'échange théoriquement équitable, au lieu des 80 actions Diperdana proposées, se situerait entre 96 et 137 actions pour 1 action Pelikan Holding. On se rapportera à ce sujet au tableau des variantes calculées, en annexe 4.

## 7.2 Conclusion

En partant de nos analyses et évaluations, nous aboutissons à la conclusion que l'offre d'échange n'est pas équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires répartis dans le public de Pelikan Holding, car l'acceptation de l'offre d'échange conduit à une dilution de la valeur intrinsèque des actions.

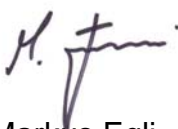
Néanmoins, compte tenu des caractéristiques actuelles du marché boursier des actions Pelikan Holding, notamment de la négociabilité restreinte et des cours actuels, les actionnaires dans le public pourraient estimer que l'acceptation de l'offre d'échange et, par là même, un disagio par rapport à la valeur intrinsèque calculée des actions est justifié en raison des intérêts et attentes spécifiques de certains investisseurs. On se reportera à ce sujet aux considérations supplémentaires mentionnées aux points 6.4 et 6.5 de cette expertise.

Zurich, 2 mars 2005

BDO Visura



Marcel Jans



Markus Egli



## Chapitre 8 Annexes

### Annexe 1

#### Organigrammes des sociétés

- Organigramme de Pelikan Holding
- Organigramme de Diperdana Holding
- Organigramme de Konsortium Logistik

### Annexe 2

#### Paramètres pour le calcul du WACC pour chaque société

- Taux d'intérêt sans risque
- Bêta
- Supplément de rendement pour non-liquidité et risques
- Coût des capitaux d'emprunt
- Taux d'imposition des bénéfices appliqué
- Part des capitaux d'emprunt et des capitaux propres dans le capital global

### Annexe 3

- Vue d'ensemble des incidences de l'échange d'actions sur la valeur intrinsèque des actions Pelikan Holding en fonction des futurs taux d'échange et de conversion (4 variantes) sur la base de la méthode DCF

### Annexe 4

- Vue d'ensemble des incidences de l'échange d'actions sur la valeur intrinsèque des actions Pelikan Holding en fonction des futurs taux d'échange et de conversion (4 variantes) sur la base des cours boursiers

### Annexe 5

- Cours et volumes d'actions Pelikan Holding négociées dans la période du 1<sup>er</sup> octobre 2004 au 1<sup>er</sup> mars 2005 inclus
- Cours et volumes d'actions Diperdana négociées dans la période du 1<sup>er</sup> octobre 2004 au 1<sup>er</sup> mars 2005 inclus

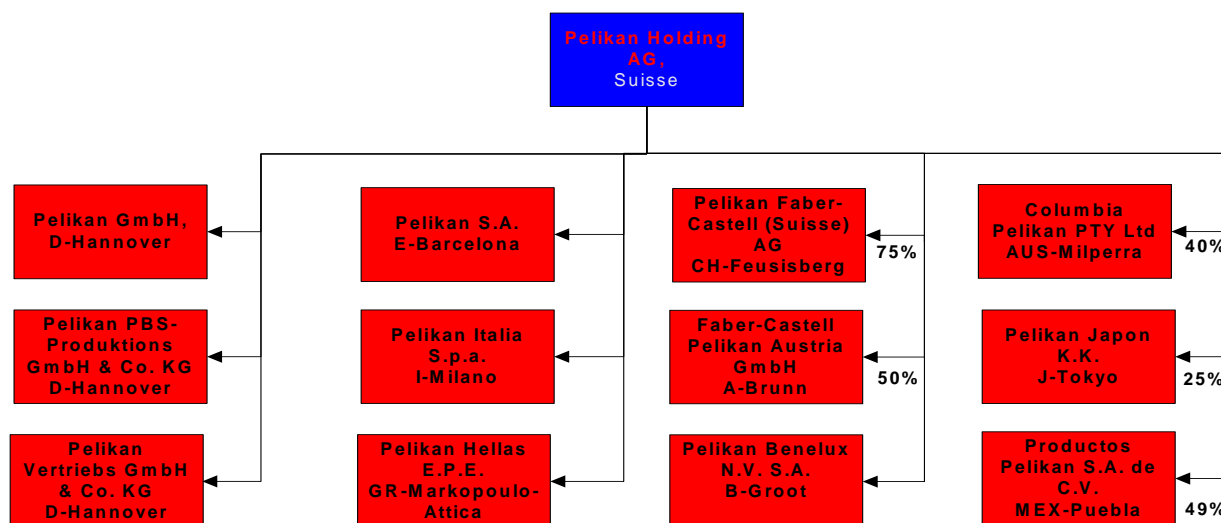
### Annexe 6

#### Comparaison avec les coefficients du groupe de référence et cours du change utilisés pour les évaluations

- Comparaison des coefficients de Pelikan Holding avec le groupe de référence
- Comparaison des coefficients de Diperdana avec le groupe de référence
- Cours du change utilisés pour les évaluations

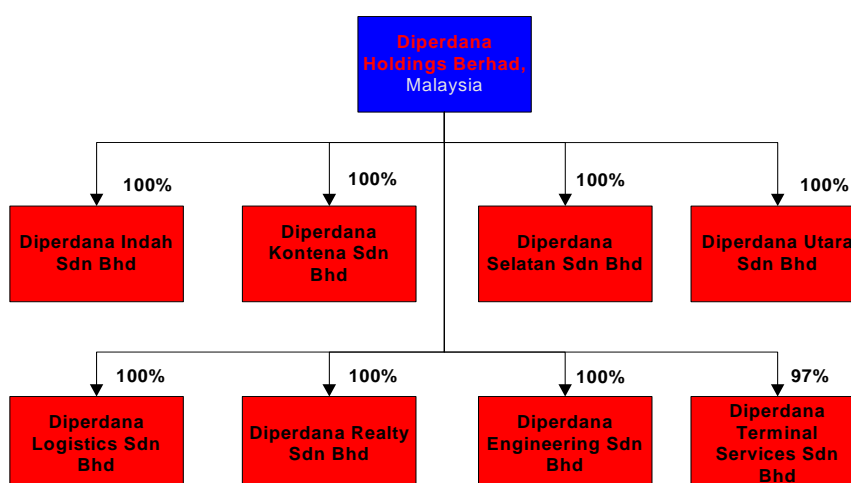
## Annexe 1 Organigrammes des sociétés<sup>10</sup>

### Organigramme de Pelikan Holding (décrit à la section 3.1)



- Participations de 100%, sauf indication contraire
- Seules les sociétés opérationnelles figurent dans l'organigramme
- Pelikan Benelux a été achetée au 1/1/2004

### Organigramme de Diperdana Holdings Berhad, Malaisie (décrit à la section 3.3)



<sup>10</sup> Source : rapports d'activité pour l'année 2003



## Annexe 2 Paramètres pour le calcul du WACC

Taux d'intérêt sans risque	Pelikan Holding AG, Suisse	Pelikan Japan	Faber-Castell Pelikan Austria	Columbia Pelikan PTY Ltd., Australie	Diperdana Holding Berhad, Malaisie	Konsortium Logistik Berhad, Malaisie
	4.11%*	2.35%	4.11%*	5.40%	4.64%	4.64%

Le taux d'intérêt sans risque correspond au rendement actuel à l'échéance des obligations et emprunts d'Etat de premier ordre des pays correspondants.

\* Les valeurs retenues sont celles d'Allemagne, car le principal pôle d'activité de Pelikan Holding est en Allemagne.

Bêta	Pelikan Holding AG, Suisse	Pelikan Japan	Faber-Castell Pelikan Austria	Columbia Pelikan PTY Ltd., Australie	Diperdana Holding Berhad, Malaisie	Konsortium Logistik Berhad, Malaisie
	0.59	0.57	0.60	0.59	1.16	1.16

Le bêta (levered avec le taux individuel d'imposition) s'appuie sur la médiane de l'unlevered bêta de sociétés cotées en Bourse comparables, adapté à la structure de capital recherchée à long terme pour les groupes de référence. La structure de capital recherchée à long terme correspond également à la valeur médiane de la structure de capital des entreprises comparables.

Prime pour risque de marché	Pelikan Holding AG, Suisse	Pelikan Japan	Faber-Castell Pelikan Austria	Columbia Pelikan PTY Ltd., Australie	Diperdana Holding Berhad, Malaisie	Konsortium Logistik Berhad, Malaisie
	4.24%	3.2%	4.24%	2.17%	0.91%	0.91%

La prime pour risque de marché correspond à la différence entre le rendement d'un marché actions défini au cours des 14 dernières années et le rendement sans risque d'un emprunt (cf. à ce sujet : taux d'intérêt sans risque).

Coût des capitaux étrangers	Pelikan Holding AG, Suisse	Pelikan Japan	Faber-Castell Pelikan Austria	Columbia Pelikan PTY Ltd., Australie	Diperdana Holding Berhad, Malaisie	Konsortium Logistik Berhad, Malaisie
	6%	3%	6%	8.95%	7.5%	6%

Le coût des capitaux étrangers (avant impôts) correspond aux taux d'intérêts payés en moyenne actuellement dans les différentes sociétés.

Supplément de rendement pour non-liquidité / risques	Pelikan Holding AG, Suisse	Pelikan Japan	Faber-Castell Pelikan Austria	Columbia Pelikan PTY Ltd., Australie	Diperdana Holding Berhad, Malaisie	Konsortium Logistik Berhad, Malaisie
	4%	4%	4%	4%	4%	4%

Le calcul du coût du capital est basé en principe sur des paramètres d'instruments de placement liquides (actions, emprunts). La liquidité des actions est définie comme la capacité de convertir à tout moment avec une forte probabilité des actions en liquidités moyennant des frais minimaux de négociation et de gestion. Diverses études<sup>11</sup> ayant analysé et précisé constamment cet élément aboutissent à la conclusion que par rapport à des actions liquides, les actions non liquides présentent un cours minoré dans une fourchette de 20% à 50%. Cette minoration est due au supplément de rendement demandé par les investisseurs pour compenser la non-liquidité de telles actions.

Pour toutes les sociétés, une majoration de 4% a été appliquée, car la liquidité des actions sur le marché est faible actuellement, tant à la Bourse suisse qu'à la Bourse malaisienne, et certaines sociétés ne sont pas cotées. Il n'est pas possible de prévoir à coup sûr actuellement si le marché deviendra plus liquide à l'avenir en Malaisie.

Taux d'imposition des bénéfices	Pelikan Holding AG, Suisse	Pelikan Japan	Faber-Castell Pelikan Austria	Columbia Pelikan PTY Ltd., Australie	Diperdana Holding Berhad, Malaisie	Konsortium Logistik Berhad, Malaisie
	35%	45%	25%	31%	28%	28%

Les taux d'imposition des bénéfices sont les taux appliqués dans les différents pays. Le taux de 35% de l'imposition des bénéfices pour Pelikan Holding AG est un taux pondéré des différentes filiales nationales du groupe.

Rapport capitaux étrangers/ capitaux propres	Pelikan Holding AG, Suisse	Pelikan Japan	Faber-Castell Pelikan Austria	Columbia Pelikan PTY Ltd., Australie	Diperdana Holding Berhad, Malaisie	Konsortium Logistik Berhad, Malaisie
	76%/24%	76%/24%	76%/24%	76%/24%	35%/65%	35%/65%

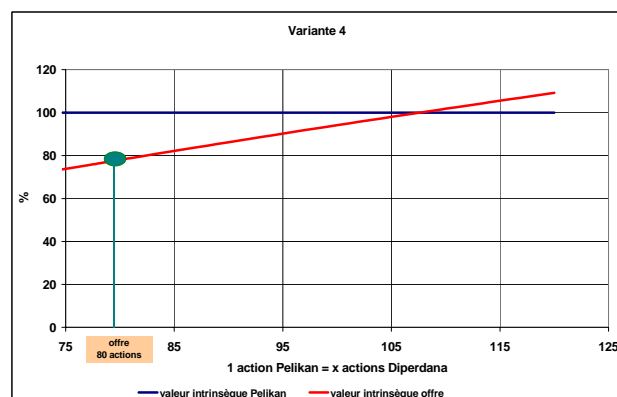
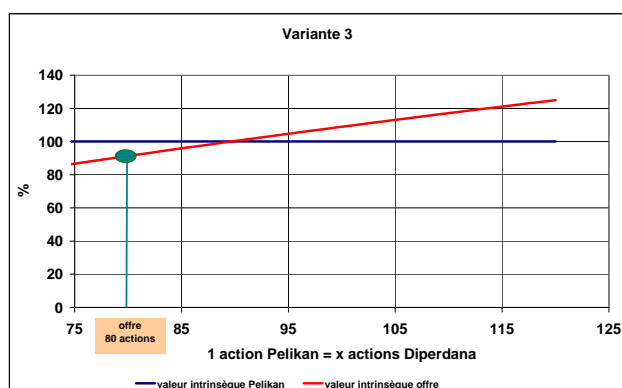
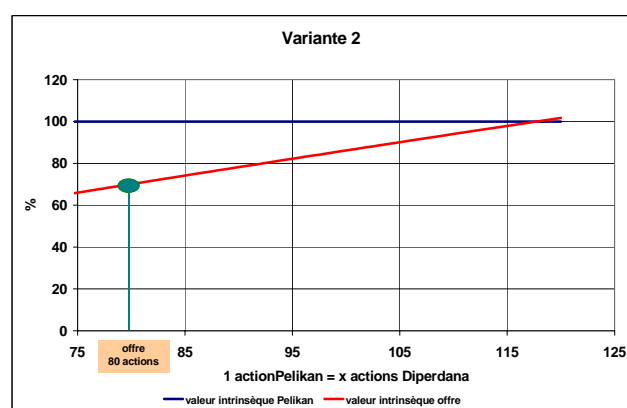
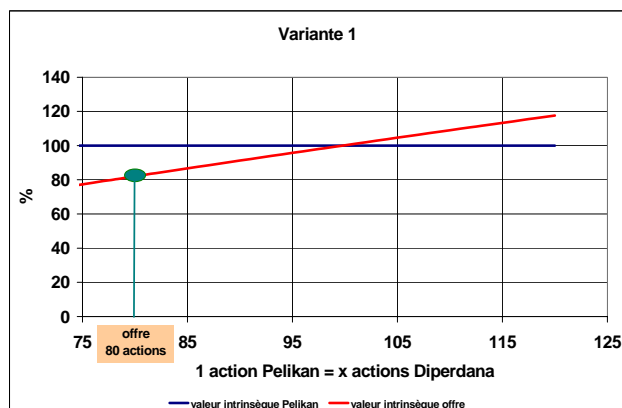
Le ratio supposé de financement à long terme, à savoir le rapport capitaux d'emprunt à capitaux propres, repose sur la comparaison avec les sociétés des groupes de référence.

<sup>11</sup> The private company discount, in Journal of Applied Corporate Finance, vol. 12, n° 4, hiver 2000 ; Private Company Price Index, BDO Stoy Hayward (UK), Hiver 2004; Empirical Studies on Marketability Discounts, Emory Business Valuation, LLC, Mai 23, 2002

## Annexe 3 Incidences sur la valeur intrinsèque selon la méthode DCF

80 actions Dyperdana	Variante 1	Variante 2	Variante 3	Variante 4
Description des variantes	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dyperdana est en possession de 80.04% des actions Pelikan Holding (minimum pour que l'OPE soit valable)</li> <li>- Exercice minimal du droit de conversion des emprunts → seuls les ICULS sont convertis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dyperdana est en possession de 80.04% des actions Pelikan Holding (minimum pour que l'OPE soit valable)</li> <li>- Exercice maximal du droit de conversion des emprunts → les ICULS et les RCULS sont entièrement convertis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dyperdana est en possession de 100% des actions Pelikan Holding</li> <li>- Exercice minimal du droit de conversion des emprunts → seuls les ICULS sont convertis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dyperdana est en possession de 100% des actions Pelikan Holding</li> <li>- Exercice maximal du droit de conversion des emprunts → les ICULS et les RCULS sont entièrement convertis</li> </ul>
Nombre d'actions Dyperdana après l'OPE (en milliers)	200'022	276'689	224'733	301'399
Dilution (en %) Ecart théorique (nombre d'actions)	-17.6% -20 actions	-29.6% -38 actions	-8.3% -10 actions	-21.7% -28 actions

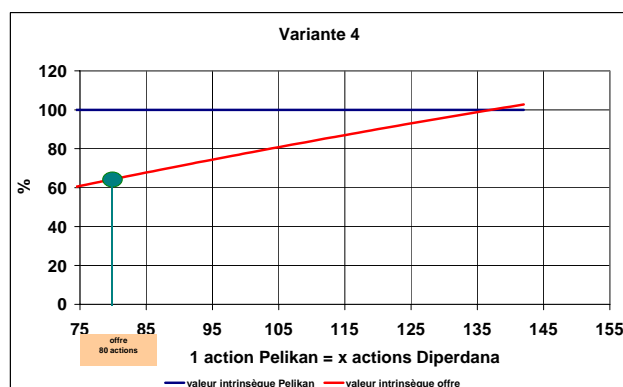
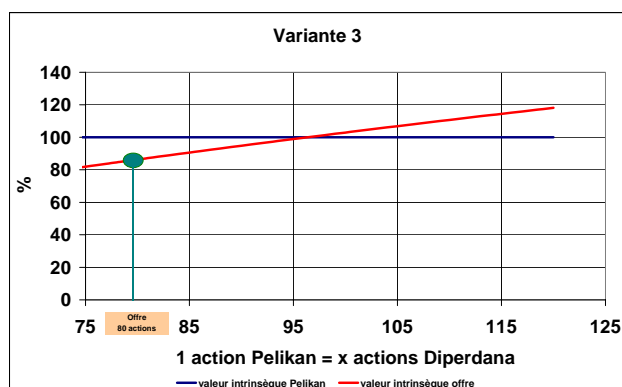
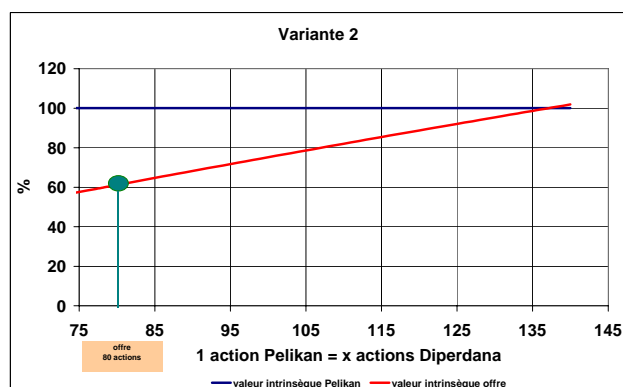
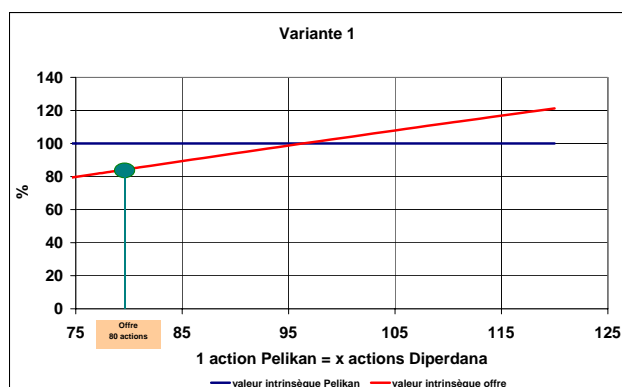
Représentation graphique du rapport d'échange proposé et du rapport d'échange "neutre" calculé :



## Annexe 4 Incidences sur la valeur intrinsèque selon cours boursiers

80 actions Diperdana	Variante 1	Variante 2	Variante 3	Variante 4
Description des variantes	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diperdana est en possession de 80.04% des actions Pelikan Holding (minimum pour que l'OPE soit valable)</li> <li>- Exercice minimal du droit de conversion des emprunts → seuls les ICULS sont convertis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diperdana est en possession de 80.04% des actions Pelikan Holding (minimum pour que l'OPE soit valable)</li> <li>- Exercice maximal du droit de conversion des emprunts → les ICULS et les RCULS sont entièrement convertis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diperdana est en possession de 100% des actions Pelikan Holding</li> <li>- Exercice minimal du droit de conversion des emprunts → seuls les ICULS sont convertis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diperdana est en possession de 100% des actions Pelikan Holding</li> <li>- Exercice maximal du droit de conversion des emprunts → les ICULS et les RCULS sont entièrement convertis</li> </ul>
Nombre d'actions Diperdana après l'OPE (en milliers)	200'022	276'689	224'773	301'399
Dilution (en %) Ecart théorique (nombre d'actions)	-15.0% -16 actions	-38.6% -57 actions	-13.4% -16 actions	-35.4% -57 actions

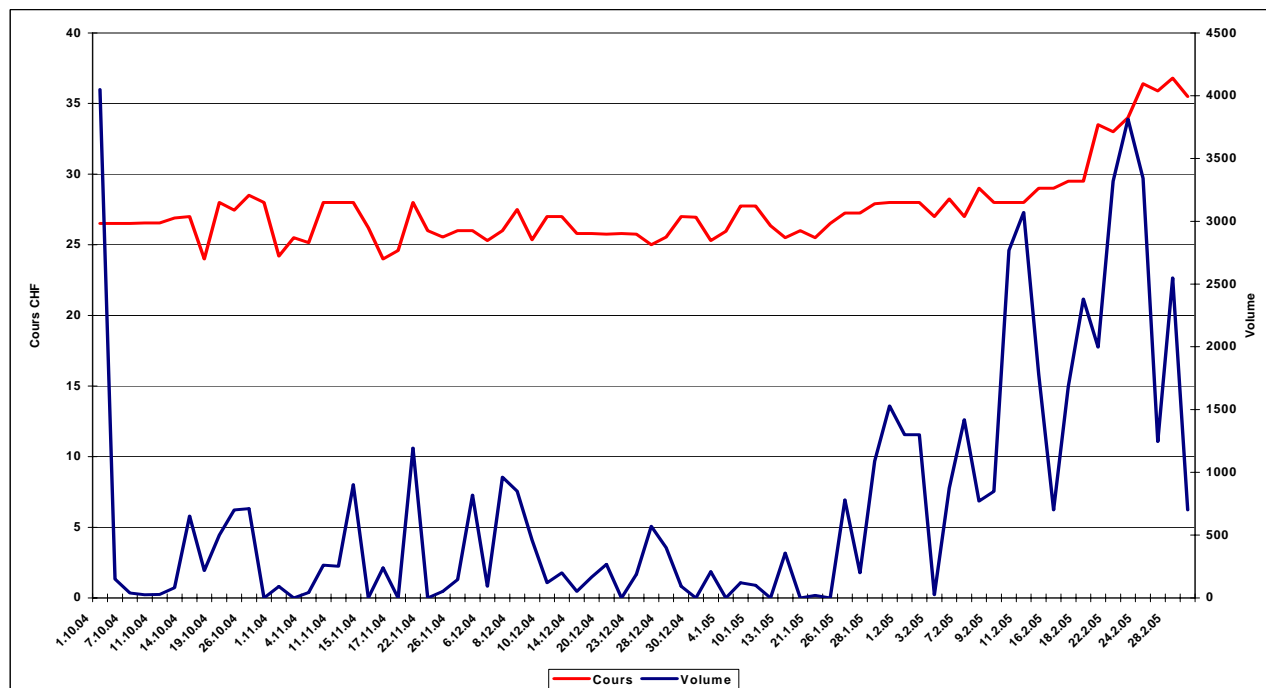
Représentation graphique du rapport d'échange proposé et du rapport d'échange "neutre" calculé :



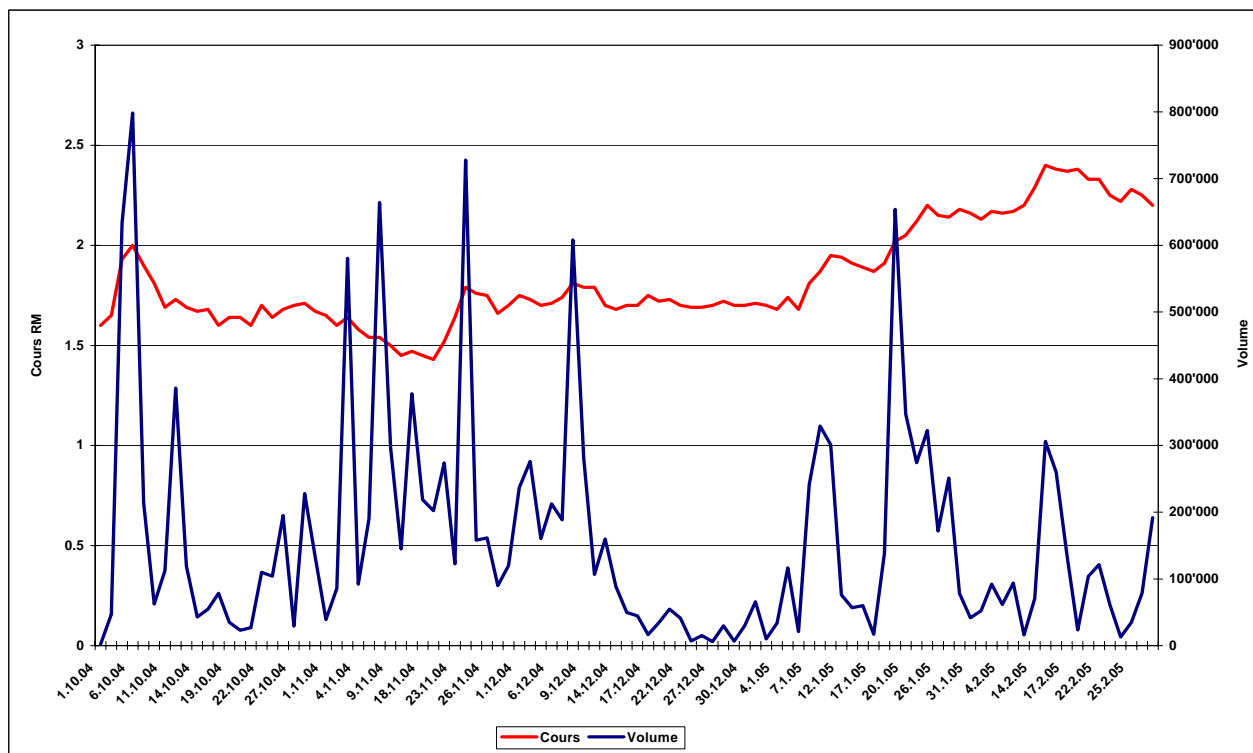
## Annexe 5 Analyse cours boursiers et volumes de transactions<sup>12</sup>

Les graphiques ci-après montrent l'évolution des cours boursiers et volumes d'actions négociées (en unités) pour Diperdana et Pelikan Holding à partir du 1<sup>er</sup> octobre 2004 et jusqu'au 1<sup>er</sup> mars 2005 inclus.

### Pelikan Holding



### Diperdana



<sup>12</sup> Source : Bloomberg



## Annexe 6 Comparaison avec les coefficients du groupe de référence<sup>13</sup> et cours du change utilisés pour les évaluations<sup>14</sup>

### Coefficients du groupe de référence pour Pelikan

Name	Country	Currency	FYE	Enterprise Value / Sales								Enterprise Value / EBITDA							
				1998	1999	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E	1998	1999	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E
Societe BIC SA	FR	EUR	12/2003	2.2	2.0	1.7	1.5	1.2	1.4	1.3	1.3	9.1	7.9	7.4	6.7	5.1	6.2	6.0	5.8
Unipapel SA	SP	EUR	12/2003	1.4	1.1	0.2	0.3	0.6	0.9	1.1	1.1	na	na	1.9	5.8	11.5	19.0	13.4	10.8
Sailor Pen Co Ltd	JN	JPY	12/2003	1.1	4.8	2.1	1.4	1.4	1.3	na	na	13.7	29.5	48.3	(18.1)	(33.4)	14.5	na	na
AT Cross Co	US	USD	12/2003	0.3	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5	(42.1)	(6.3)	3.2	4.5	4.6	8.2	na	na
Newell Rubbermaid Inc	US	USD	12/2003	2.2	1.5	1.3	1.5	1.5	1.2	1.4	1.3	12.8	11.9	7.7	10.4	10.5	9.1	10.2	9.7
Mitsubishi Pencil Co Ltd	JN	JPY	12/2003	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	na	na	4.6	5.7	4.9	4.7	na	na
Average				1.3	1.7	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	(1.6)	10.8	12.2	2.5	0.6	10.3	9.8	8.7
Median				1.3	1.3	0.9	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1	11.0	9.9	6.0	5.7	5.0	8.6	10.2	9.7

### Coefficients du groupe de référence pour Diperdana

Name	Country	Currency	FYE	Enterprise Value / Sales								Enterprise Value / EBITDA							
				1998	1999	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E	1998	1999	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E
Century Logistics Holdings BHD	MA	MYR	12/2003	na	na	na	1.2	0.8	1.3	na	na	na	na	na	7.4	6.9	7.3	na	na
Integrated Logistics BHD	MA	MYR	12/2003	2.9	2.9	2.0	2.0	1.6	1.9	2.5	2.0	10.9	14.8	8.4	7.8	7.6	9.4	9.2	7.7
Konsortium Logistik BHD	MA	MYR	12/2003	0.9	3.1	2.1	1.8	1.5	1.7	na	na	2.1	7.2	7.0	6.8	6.6	na	na	na
Tiong NAM Logistics Holdings	MA	MYR	03/2004	1.9	2.9	1.7	2.1	1.8	2.0	na	na	6.4	10.7	7.2	9.5	9.1	11.1	na	na
Transocean Holdings BHD	MA	MYR	05/2004	1.1	1.4	0.9	1.5	1.1	1.1	na	na	8.7	9.6	6.1	17.8	15.7	na	na	na
Yinson Holdings BHD	MA	MYR	01/2004	1.0	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6	na	na	11.4	12.4	10.7	10.2	9.4	na	na	na
Average				1.6	2.2	1.4	1.5	1.2	1.4	2.5	2.0	7.9	11.0	7.9	9.9	9.2	9.3	9.2	7.7
Median				1.1	2.9	1.7	1.7	1.3	1.5	2.5	2.0	8.7	10.7	7.2	8.7	8.3	9.4	9.2	7.7

### Cours du change utilisés pour les évaluations

(Date de référence : 2 mars 2005)

#### Ringgit malaisien

- / EUR 0.19973
- / CHF 0.30692

#### Franc suisse

- / RM 3.25821
- / EUR 0.65083
- / JPY 89.60783
- / AUD 1.09072

#### Euro

- / RM 5.00666
- / CHF 1.53650

#### Yen japonais

- / CHF 0.01116

#### Dollar australien

- / CHF 0.91682

<sup>13</sup> Source : Bloomberg

<sup>14</sup> Oanda.com : Currency converter