

SAL. OPPENHEIM

FAIRNESS OPINION

SIA ABRASIVES

BEURTEILUNG DER FINANZIELLEN ANGEMESSENHEIT DES
ÖFFENTLICHEN KAUFANGEBOTS VON SCINTILLA AG Z.HD.
DES VERWALTUNGSRATS DER SIA ABRASIVES HOLDING AG

ZÜRICH, 15. OKTOBER 2008

BANK SAL. OPPENHEIM JR. & CIE. (SCHWEIZ) AG
URANIASTRASSE 28
POSTFACH
CH-8022 ZÜRICH

TEL. +41 44 214 22 14
FAX +41 44 211 10 85

Inhaltsverzeichnis

Definitionen und Abkürzungen	3
1. Einleitung	5
1.1 Hintergrund	5
1.2 Beauftragung von Sal. Oppenheim	6
2. Beurteilungsgrundlagen	7
3. Unternehmensprofil	8
3.1 Überblick	8
3.2 Produkte	9
3.3 Anwendungsbereiche	12
3.4 Operative Gesellschaften	13
3.5 Geschäftsstrategie	14
4. Bewertung	15
4.1 FinanzPlandaten	15
4.2 Bewertungsmethoden	15
4.2.1 Diskontierte Cashflow („DCF“)-Analyse	16
4.2.2 Analyse anhand vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen	17
4.2.3 Analyse anhand vergleichbarer Transaktionen	18
4.2.4 Analyse anhand der Prämien vergangener öffentlicher Übernahmen	19
4.3 Bewertung der sia-Gruppe	19
4.3.1 Bewertung basierend auf der DCF-Analyse	19
4.3.2 Analyse anhand vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen	22
4.3.3 Analyse anhand vergleichbarer Transaktionen	23
4.3.4 Analyse anhand der Prämien vergangener öffentlicher Übernahmen	24
5. Ergebnis der Fairness Opinion	25
Anhang	26

Definitionen und Abkürzungen

Adjustierte Finanzplandaten	Hochrechnung 2008 und adjustierter Businessplan 2009-2012
Angebot	Öffentliches Kaufangebot von Scintilla AG
Angebotspreis	CHF 435 in bar pro Namenaktie der Gesellschaft mit einem Nennwert von CHF 10
BDS	Behr Deflandre & Snozzi BDS AG
Behr Konsortium	Prof. Dr. Giorgio Behr, Buchberg, Anne-Marie Behr-Deflandre, Buchberg, Behr Deflandre & Snozzi BDS AG, Buchberg und Behr Bircher Cellpack BBC Industrie-Holding AG, Villmergen
Businessplan	Der aktuellste Businessplan der sia-Gruppe 2009-2012 vom 16. September 2008
CH	Schweiz
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cashflow (Diskontierter Cashflow)
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
Enterprise Value	Unternehmenswert
Equity Value	Eigenkapitalwert
ERP	Enterprise Resource Planning (Anwendungssoftware für Ressourcenplanung)
EUR	Euro
Fairness Opinion	Dokument, welches eine Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises für die Publikumsaktionäre darstellt
Finanzplandaten	Hochrechnung 2008 und Businessplan
GBP	Britisches Pfund
Gesellschaft	sia Abrasives Holding AG
Gruppe	sia Abrasives Holding AG, gemeinsam mit ihren Tochtergesellschaften
LTM	Last twelve months (letzte zwölf Monate)
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
Nettoverschuldung	Die Nettoverschuldung der Gruppe, wie in Abschnitt 4.3 definiert
p.a.	per annum
Sal. Oppenheim	Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG
Scintilla	Scintilla AG, eine indirekte Tochtergesellschaft der Robert Bosch GmbH
sia Abrasives	sia Abrasives Holding AG
sia-Gruppe	sia Abrasives Holding AG, gemeinsam mit ihren Tochtergesellschaften
UK	Vereinigtes Königreich (United Kingdom)
USD	US-Dollar
Verwaltungsrat	Der Verwaltungsrat der sia Abrasives Holding AG

SAL. OPPENHEIM

Verwässerte Anzahl Aktien	Anzahl der ausstehenden Aktien (d.h. ohne eigene Aktien) zum 31. August 2008, unter der Annahme der Umwandlung sämtlicher verwässernder potenzieller Aktien (Aktienoptionen)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten)

1. Einleitung

1.1 HINTERGRUND

sia Abrasives Holding AG mit Sitz in Frauenfeld (CH) („sia Abrasives“ oder die „Gesellschaft“) und ihre Tochtergesellschaften (gemeinsam die „sia-Gruppe“ oder die „Gruppe“) gehören weltweit zu den drei führenden Anbietern von flexiblen Schleifmitteln. Die sia-Gruppe entwickelt, produziert und vertreibt komplette, auf spezifische Anforderungen und Anwendungen zugeschnittene Schleifsysteme zur Bearbeitung von Oberflächen von Werkstücken aller Art.

Das gezeichnete Aktienkapital der Gesellschaft zum 31. August 2008 betrug CHF 7.5 Mio. und bestand aus 750'000 Namensaktien mit einem Nennwert von jeweils CHF 10.00.

Die Namenaktien der Gesellschaft sind an der SIX Swiss Exchange kotiert. Die Marktkapitalisierung der sia-Gruppe zum 13. Oktober 2008 belief sich auf CHF 310 Mio.

Am 1. April 2008 hat eine Gruppe von Investoren bestehend aus Prof. Dr. Giorgio Behr, Buchberg, Anne-Marie Behr-Deflandre, Buchberg, und Behr Bircher Cellpack BBC Industrie-Holding AG, Villmergen (beherrscht von Prof. Dr. Giorgio Behr), eine Beteiligung an sia Abrasives von 163'500 Namenaktien, was 21.8% vom Eigenkapital entspricht, gemeldet. Davon waren 5% im Aktienregister mit Stimmrecht eingetragen.

Am 25. August 2008 hat Prof. Dr. Giorgio Behr über seine Beteiligungsgesellschaft Behr Deflandre & Snozzi BDS AG, Buchberg („BDS“), sowie über deren Tochtergesellschaft Behr Bircher Cellpack BBC Industrie-Holding AG, Villmergen (gemeinsam mit Prof. Dr. Giorgio Behr und Anne-Marie Behr-Deflandre, das „Behr Konsortium“), weitere 13% des Aktienkapitals von sia Abrasives erworben und seine Beteiligung damit auf 284'575 Namenaktien erhöht, was einem Anteil von 37.94% der Stimmrechte entspricht. Durch die Überschreitung von 33 1/3% der Stimmen wurde die Pflicht für ein Übernahmeangebot ausgelöst. Am 26. August 2008 hat BDS die Voranmeldung für ein öffentliches Kaufangebot mit einem Angebotspreis von CHF 385 veröffentlicht. Dies entspricht einer Prämie von 8.6% gegenüber dem Schlusskurs vom 25. August 2008 und von 3.5% gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage vor dem Datum der Voranmeldung.

Am 1. Oktober 2008 hat Scintilla AG, eine indirekte Tochtergesellschaft der Robert Bosch GmbH („Scintilla“), mit Behr Bircher Cellpack BBC Industrie-Holding AG einen Kaufvertrag zum Erwerb von 298'801 Namenaktien (nahezu 40% aller Anteile) an sia Abrasives zu einem Preis von CHF 515 pro Aktie abgeschlossen. Am 2. Oktober 2008 hat Scintilla die Voranmeldung für ein öffentliches Kaufangebot (das „Angebot“) mit einem Angebotspreis von CHF 435 (der „Angebotspreis“) veröffentlicht. Dies entspricht einer Prämie von 22.7% gegenüber dem Schlusskurs vom 25. August 2008, von 16.9% gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage vor der Voranmeldung von BDS, von 13.0% gegenüber dem Angebot von BDS und einem Abschlag von 15.5% gegenüber dem Kaufpreis für die vom Behr Konsortium gehaltenen Aktien.

1.2 BEAUFTRAGUNG VON SAL. OPPENHEIM

Der Verwaltungsrat von sia Abrasives (der „Verwaltungsrat“) hat Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG („Sal. Oppenheim“) beauftragt, im Rahmen einer Fairness Opinion die finanzielle Angemessenheit des Angebotspreises für die Publikumsaktionäre zu beurteilen. Dieses Dokument stellt diese Beurteilung dar (die „Fairness Opinion“). Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises erfolgt auf stand-alone Basis, das heisst es werden keine allfälligen Synergien berücksichtigt.

Die Fairness Opinion ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat als Teil seines Berichts an die Aktionäre bezüglich des Angebots bestimmt. Die Fairness Opinion darf nur in Zusammenhang mit diesem Bericht veröffentlicht und darf nicht für sonstige Zwecke verwendet werden.

Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre von sia Abrasives dar, ihre Aktien an Scintilla im Rahmen des Angebots anzudienen oder nicht und nimmt keinen Bezug auf die Bewertung oder die relativen Vorteile einer alternativen Transaktion.

Des Weiteren enthält die Fairness Opinion keine Beurteilung folgender Punkte:

- Auswirkungen der geplanten Transaktion und des Angebots auf Aktionäre, die sich entscheiden, das Angebot nicht anzunehmen
- Zukünftiger Wert der nicht angedienten Aktien
- Ob nach Vollzug des Angebots die Börsenkotierung der Aktien bestehen bleibt, die Aktien weiterhin gehandelt werden, und, sollte dies der Fall sein, zu welchen Kursen.

2. Beurteilungsgrundlagen

Sal. Oppenheim hat für ihre Beurteilung die nachstehenden Informationen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über die sia-Gruppe, die für die Bewertung des Angebots als relevant erachtet wurden, einschliesslich der geprüften Jahresabschlüsse für 2006 und 2007 sowie des ungeprüften Berichts für das erste Halbjahr 2008
- Informationen von der Webseite der Gruppe, aus Pressemitteilungen und Zeitungsberichten
- Bestimmte ungeprüfte vorläufige Finanzdaten zum 31. August 2008
- Bestimmte operative und finanzielle, gruppeninterne Informationen über die sia-Gruppe, einschliesslich der aktuellsten Hochrechnung für 2008, sowie des aktuellsten Businessplan 2009-2012 (der „Businessplan“), genehmigt durch den Verwaltungsrat von sia Abrasives im September 2008 (gemeinsam die „Finanzplandaten“)
- Erörterungen mit dem Management der Gruppe bezüglich der bestehenden Produkte, neuer Entwicklungsprojekte, geplanter Akquisitionen, Kunden, des Wettbewerbsumfelds, der Geschäftsaussichten, der Werttreiber, des Strategieplans sowie der Finanz- und Ertragslage der Gruppe, um die Plausibilität der Finanzplandaten zu validieren
- Finanz- und Marktdaten (Quellen: Bloomberg, Thomson Financials, Jahresberichte, usw.) bezüglich ausgewählter börsenkotierter Unternehmen, die für einen Vergleich mit der sia-Gruppe als für geeignet erachtet wurden
- Finanz- und Marktdaten (Quellen: Bloomberg, Thomson Financials, Jahresberichte, mergermarket, usw.) bezüglich Transaktionen zwischen anderen Unternehmen, die für den Vergleich mit der durch dieses Angebot beabsichtigten Transaktion herangezogen wurden
- Öffentlich zugängliche Informationen bezüglich, inter alia, des Marktumfeldes in der Schleifmittel- und Bauzulieferindustrie, der Geschäftsbereiche der Gruppe, allgemeiner Wirtschaftsstatistiken und Prognosen sowie Finanzdaten aus den Kapitalmärkten.

Im Rahmen ihrer Beurteilung hat Sal. Oppenheim die Richtigkeit und Vollständigkeit der von der sia-Gruppe erhaltenen und aus sonstigen Quellen ermittelten Finanzdaten und sonstigen Informationen vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne jedwede Haftung für die unabhängige Prüfung dieser Informationen zu übernehmen.

Sal. Oppenheim hat sich des Weiteren auf die Zusicherungen seitens des Managements der Gruppe verlassen, dass es sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, wodurch die Informationen unvollständig, unrichtig oder irreführend wären.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat Sal. Oppenheim keine physische Inspektion jedweder Gebäude und Standorte der Gruppe durchgeführt. Sie hat ebenfalls keine Beurteilungen des Werts der Aktiva oder Passiva der Gruppe vorgenommen oder vornehmen lassen noch eine Markt-, finanzielle, steuerliche oder rechtliche Due Diligence durchgeführt.

Die Fairness Opinion basiert auf zum Zeitpunkt der Erstellung vorherrschenden betriebs-, wirtschaftlichen und Marktbedingungen.

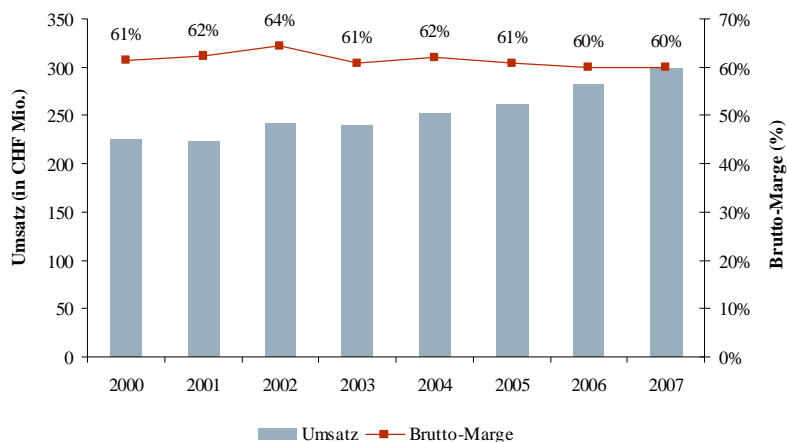
3. Unternehmensprofil

3.1 ÜBERBLICK

Die sia-Gruppe ist einer der drei weltweit führenden Anbieter von flexiblen Schleifmitteln, erwirtschaftete in 2007 einen Umsatz von CHF 298 Mio., ein EBITDA von CHF 42.5 Mio. sowie ein EBIT von CHF 30.3 Mio. und beschäftigt weltweit rund 1'150 Mitarbeiter. Das Unternehmen ist seit seinem IPO am 26. Oktober 1999 an der SIX Swiss Exchange kotiert. Die sia-Gruppe entwickelt, produziert und vertreibt weltweit auf spezifische Anforderungen und Anwendungen zugeschnittene Schleifsysteme für Oberflächenbehandlungen aller Art. Das Unternehmen bietet vier Produktlinien an: (i) Flexible Schleifmittel, (ii) Vlies-Schleifmittel, (iii) Schaumstoff-Schleifmittel sowie (iv) Feinst-Schleifmittel, welche ihrerseits in den nachgelagerten Anwendungsbereichen Holz- und Naturwerkstoffe, Metall sowie Kunststoffe und Coatings Verwendung finden.

Die Herstellung von Schleifmitteln gilt insgesamt als vergleichsweise wenig konjunkturzyklisch. Aufgrund der typischen Charakteristik eines Verbrauchsguts, welche Schleifmittel aufweisen, lässt sich eine kontinuierliche Nachfrage ableiten. Wie in Abbildung 1 dargestellt, widerspiegelt sich dies bei der sia-Gruppe im historisch konstanten Umsatzwachstum und einer stabilen Brutto-Marge in den Jahren 2000 bis 2007.

Abbildung 1: Historische Umsatz- und Brutto-Margen-Entwicklung



Quelle: sia-Gruppe Geschäftsberichte. Die Umsatzentwicklung beinhaltet Akquisitionen

Der Einkauf dieser Schleifmittelprodukte erfolgt kundenseitig periodisch in regelmässigen Zeitabständen, da die Produkte im Rahmen des Verarbeitungsprozesses von Endprodukten nur selten bis zum Verschleiss eingesetzt werden. Dieser Effekt des frühzeitigen Schleifmaterialwechsels wird verstärkt durch den geringen Preis und den marginalen Anteil, welche die Schleifmittelkomponenten bei der Herstellung eines Endprodukts an den Gesamtkosten ausmachen (sog. C-Produkte). Aufgrund dieser Eigenschaften gelten flexible Schleifmittel als preis-unelastisch und wenig zyklisch. Faktoren für die erfolgreiche Bearbeitung des Schleifmittelmarktes sind vielmehr Qualität und Verfügbarkeit der Produkte.

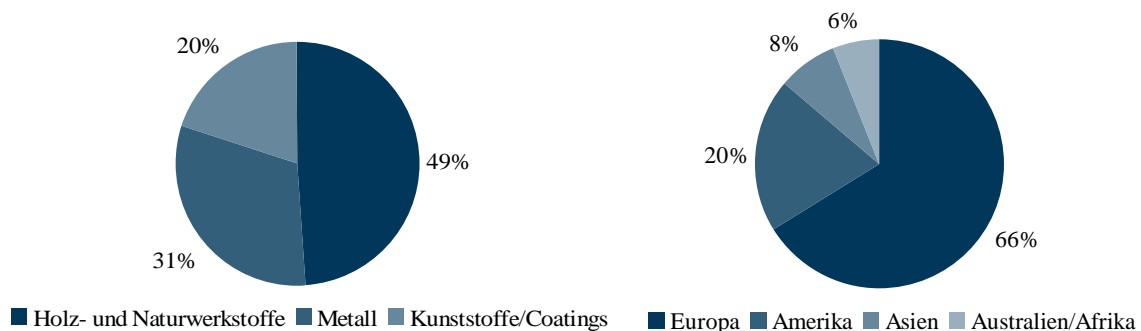
SAL. OPPENHEIM

Mit einem globalen Marktanteil von rund 9.8% positioniert sich die sia-Gruppe hinter den in der Schleifmittelherstellung tätigen Tochtergesellschaften der weltweit agierenden Grosskonzerne 3M (USA) und Saint-Gobain (Frankreich) als drittgrösster Anbieter flexibler Schleifmittel.

Die Umsatzverteilung der sia-Gruppe nach Anwendungsbereichen weist der Industrie der Holz- und Naturwerkstoffe 49%, der Metallindustrie 31% und dem Bereich der Kunststoffe bzw. Coatings 20% zu (siehe Abbildung 2). Den geographischen Kernmarkt der sia-Gruppe stellt Europa mit einem Umsatzanteil von rund zwei Dritteln dar. Wie in Abbildung 3 ersichtlich, entfallen die übrigen Umsätze auf die geographischen Absatzmärkte Amerika (20%), Asien (8%) und Australien bzw. Afrika (6%). Insgesamt generiert die sia-Gruppe über 90% ihres Umsatzes im Ausland.

Abbildung 2: Umsatz nach Anwendungsbereich

Abbildung 3: Umsatz nach geographischen Märkten



Quelle: sia-Gruppe Geschäftsbericht 2007

3.2 PRODUKTE

Die sia-Gruppe ist ausschliesslich im Bereich der flexiblen Schleifsysteme mit einem homogenen Produktportfolio tätig.

Die Herstellung der Schleifmittel gliedert sich in: (i) Flexible Schleifmittel, (ii) Vlies-, (iii) Schaumstoff- und (iv) Feinst-Schleifmittel. Abbildung 4 zeigt eine Übersicht über die verschiedenen Produktlinien und das entsprechende Marktvolumen. Während sich der Produktionsstandort der flexiblen und der Feinst-Schleifmittel in Frauenfeld (CH) befindet, werden Vlies- und Schaumstoff-Schleifmittel in Greetland (UK) bzw. Alfreton (UK) hergestellt. Das Geschäftsmodell der sia-Gruppe definiert die Prozesselemente Grundproduktion, Konfektion und Vertrieb als integrierten Bestandteil der Wertschöpfungskette. Die Rohstoffbeschaffung erfolgt über eine Reihe selektiv gewählter, externer Zulieferer.

Abbildung 4: sia-Gruppe Produkte Übersicht

<p>Flexible Schleifmittel</p>  <ul style="list-style-type: none"> • Klassische flexible Schleifmittel und Schleifsysteme für die konventionelle Oberflächenbearbeitung sämtlicher Werkstoffe. • Marktvolumen: CHF 5 Mrd. • Umsatz 2006: CHF 241 Mio. 	<p>Vlies-Schleifmittel</p>  <ul style="list-style-type: none"> • Vlies-Produkte für Vorbereitungs- und Reinigungsarbeiten sowie für die Strukturgebung, vorwiegend für die Anwendung auf Metall. • Marktvolumen: CHF 0.5 Mrd. • Umsatz 2006: CHF 23.4 Mio.
<p>Schaumstoff-Schleifmittel</p>  <ul style="list-style-type: none"> • Schleifschwämme in unterschiedlichen Formen und Härtegraden für die präzise Bearbeitung von Holz, Füllern, Farben und Lacken. • Marktvolumen: CHF 100 Mio. • Umsatz 2006: CHF 15.5 Mio. 	<p>Feinst-Schleifmittel</p>  <ul style="list-style-type: none"> • Produkte auf Spezialpolyesterfolie zur Erreichung definierter Oberflächenstrukturen in der Grafik-, Optik- und Automobilindustrie. • Marktvolumen: CHF 50 Mio. • Umsatz 2006: CHF 2.0 Mio.

Quelle: Oppenheim Research (September 2007)

Die Produktlinie **Flexible Schleifmittel** umfasst klassische flexible Schleifmittel und Schleifsysteme für die konventionelle Oberflächenbearbeitung sämtlicher Werkstoffe. Die flexiblen Schleifmittel bestehen aus den Komponenten Unterlage, Bindemittel und Schleifkorn. Aufgrund der vielfältigen Kombinationsmöglichkeiten der Ausgangskomponenten sowie der Formenvielfalt der Produkte sind die Einsatzmöglichkeiten flexibler Schleifmittel überaus gross. Die Herstellung der flexiblen Schleifmittel erfolgt in der sia Abrasives Industries AG in Frauenfeld (CH) mit einem jährlichen Ausstoss von rund 25 Mio. m² vorwiegend für die Holz- und Plattenindustrie, die Metallbearbeitung sowie für das Karosserie- und Autolackiergewerbe. Mit CHF 5.0 Mrd. globalem Marktvolumen bilden die flexiblen Schleifmittel den gewichtigsten Anteil am gesamten Absatzmarkt für Schleifmittel auf Unterlage und stellen für die sia-Gruppe mit einem Umsatz von rund CHF 241 Mio. in 2006 gleichzeitig die umsatzstärkste Produktlinie dar.

Vlies-Schleifmittel dienen der Ausführung von Vorbereitungs- und Reinigungsarbeiten sowie der Strukturgebung vorwiegend für Anwendungen auf Metall. Für die Herstellung von Vlies-Produkten werden Grundfasern kardierte, geschichtet sowie vernadelt und im Anschluss mit einer Mischung aus Binder und Schleifkorn bespritzt, welche in das Vlies eindringt. Grundbestandteile des Produktes sind Schleifkörner, Polyamidfasern und Bindemittel. Vorteile der Vlies-Produkte bestehen u.a. in ihrer Formanpassungsfähigkeit sowie der Möglichkeit, die Vliesmaterialien nass, trocken oder mit Schleifflüssigkeit einzusetzen. Die Herstellung der Vlies-Schleifmittel erfolgt in der in 2001 akquirierten und integrierten sia Fibril Ltd. in Greetland (UK). Das Marktvolumen für diese Produktlinie beläuft sich weltweit auf rund CHF 500 Mio., wovon die sia-Gruppe in 2006 einen Umsatz von CHF 23 Mio. generieren konnte.

SAL. OPPENHEIM

Schaumstoff-Schleifmittel werden in Form von Schleifschwämmen in unterschiedlichsten Formen und Härtegraden für die präzise Bearbeitung von Holz, Füllern, Farben und Lack eingesetzt. Produktbestandteile der Schaumstoff-Schleifmittel sind Schleifkörner, Bindemittel und Schaumstoffe, welche in den drei Produktionsschritten Schaumproduktion, Formgebung und Beschichtungsprozess zum Endprodukt verarbeitet werden. In 2005 erweiterte die sia-Gruppe ihre Produktpalette mit den Schaumstoff-Schleifmitteln durch die Akquisition und Integration der Abrasive Foam Ltd.. Die Herstellung dieser Produktlinie erfolgt nach wie vor in Alfreton (UK). Mit rund CHF 16 Mio. Umsatz in 2006 bei einem weltweiten Gesamtmarktvolumen von ca. CHF 100 Mio. gilt die sia-Gruppe als Weltmarktführer im Bereich Schaumstoff-Schleifmittel.

Die Produktlinie **Feinst-Schleifmittel** umfasst Produkte auf Spezialpolyesterfolie zur Erreichung definierter Oberflächenstrukturen in der Grafik-, der Optik- sowie der Automobilindustrie (konventionelle und Hightech-Märkte). Die sia-Gruppe beliefert die Automobil-, Walzen- und Optikindustrie mit ihren Feinst-Schleifmitteln für Finishing-Anwendungen unter dem Namen microtec. Im Unterschied zu konventionellen Schleifmitteln bilden nicht Papier und Gewebe die Unterlage des Produkts, sondern es wird Polyesterfolie als Trägermaterial eingesetzt. Die Herstellung und Konfektion dieser Produktlinie erfolgt in der sia Abrasives Industries AG in Frauenfeld (CH). Das Gesamtmarktvolumen beläuft sich auf rund CHF 50 Mio., wovon die sia-Gruppe in 2006 einen Umsatz von ca. CHF 2.0 Mio. erwirtschaftete.

Die sia-Gruppe verfolgt eine Einmarkenstrategie und verkauft sämtliche Produkte unter der Marke sia Abrasives. Innerhalb dieser Einheitsmarke wird zwischen „blue line“ – Marke für Handel und Handwerk – „power line“ – Marke für den Selbstbedienungsbereich – und „yellow line“ – Marke für die Direktlieferung an industrielle Anwender – unterschieden. Während „blue line“ und „power line“ zusammen rund 60% des Umsatzes generieren, entfallen die restlichen 40% auf „yellow line“.

3.3 ANWENDUNGSBEREICHE

Seit 2007 rapportiert die sia-Gruppe über die drei Anwendungsbereiche (i) Holz- und Naturwerkstoffe (inklusive Platten), (ii) Metall sowie (iii) Kunststoffe und Coatings, wie in Abbildung 5 dargestellt. Öffentlich zugängliche unabhängige Marktberichte, die Aufschluss über Wachstumsraten bzw. Marktgrössen des Schleifmittelmarktes geben, sind nur sehr beschränkt verfügbar.

Abbildung 5: Übersicht Anwendungsbereiche

	Holz- und Naturwerkstoffe	Metall	Kunststoffe und Coatings
Umsatz 2007	• CHF 147 Mio.	• CHF 91 Mio.	• CHF 60 Mio.
Umsatzwachstum 2007	• 3.1%	• 12.6%	• 2.3%
Umsatz-Anteil 2007	• 49%	• 31%	• 20%
Anwendungen	• Werkstoffplatten, Sperrholz-, Massivholz- und Mineralstoffplatten	• Grober Abtragsschliff bis Strukturgebung im Finishbereich	• Bearbeitung und Behandlung von faserverstärkten Kunststoffen
Anwendungsbereiche	• Möbel • Innenausbau • Küchen-, Laden- und Bootsbau • Maler • Fachhandel 40%, Industrie 60%	• Metallbau • Armaturenhersteller • Maschinenindustrie • Fachhandel 50%, Industrie 50%	• Karosserie • Autolackierung
Marktanteil 2007	• 18.3%	• 6.0%	• 8.5%

Quelle: sia-Gruppe Geschäftsinformationen

Wie in Abbildung 5 dargestellt, finden 49% des Gesamtumsatzes in **Holz- und Naturwerkstoffen** ihre Anwendung. Dieser Anwendungsbereich deckt die gesamte Bandbreite der Oberflächenbearbeitung für den Möbel- und Innenausbau, Küchen- und Ladenbau, Bootsbau, Malerarbeiten sowie für Restaurierungen und Renovationen ab. Ein breites Sortiment in den verschiedensten Produktformen ermöglicht die optimale Oberflächenbearbeitung von Massivholz, Holzwerkstoffen, Mineralwerkstoffen, Farben und Lacken. Als Teilsegment dieses Anwendungsbereichs fungiert der Bereich Platten, welcher industriellen Herstellern von Werkstoffplatten, Sperrholz-, Massivholz- und Mineralstoffplatten eine perfekte Oberfläche garantiert. Abnehmerseitig überwiegt der Anteil industrieller Käufer mit 60% den Fachhandel mit 40%. Die sia-Gruppe steigerte ihren Umsatz in 2007 um 3.1% auf rund CHF 147 Mio, was einem Marktanteil von rund 18% entspricht. Konkurrierende Unternehmen mit vergleichbaren Absatzmärkten sind u.a. 3M, Saint-Gobain, Hermes, Ekamat und Carbo.

Der Anwendungsbereich **Metall**, der sich mit der Oberflächenbearbeitung sämtlicher metallischer Werkstoffe befasst, generiert 31% des Umsatzes. Die Produkte dienen den verschiedenen Anwendergruppen vom groben Abtragsschliff bis zur Strukturgebung. Das Produktangebot lässt sich in die fünf Bereiche (i) Metallwaren, (ii) Behälter- und Werkzeugbau, (iii) Giessereien und Schmieden, (iv) Walz- und Ziehwerke, (v) Fitting und Armaturen sowie Präzisions- und Uhrenindustrie aufteilen. Kundenseitig halten sich die Abnehmer Fachhandel und Industrie die Waage. Mit einem Umsatzwachstum von rund 12.6% auf CHF 91 Mio. in 2007 stellt Metall den wachstumsstärksten Anwendungsbereich der sia-Gruppe dar. Das Konkurrenzumfeld in diesem Bereich wird geprägt durch Saint-Gobain, 3M, Klingspor, VSM und verschiedene koreanische und japanische Marktteilnehmer.

SAL. OPPENHEIM

Der Anwendungsbereich **Kunststoffe und Coatings** fokussiert sich einerseits auf die Belieferung und Versorgung von Karosseriespezialisten und Autolackierer mit Schleifmitteln, welche nach den Gliederungsstufen Grobschliff-, Feinschliff- und Finishoperation eingeteilt sind. Andererseits umfasst dieser Anwendungsbereich auch prozessoptimierte Oberflächenlösungen für die Bearbeitung und Behandlung von faserverstärkten Kunststoffen. Nebst anwendungsspezifischen Lösungen für die Marine-, Luftfahrt-, Transport-, Auto- und Windkraftindustrien deckt dieser Anwendungsbereich auch die Bearbeitung, Instandhaltung und Reparatur von Composite-Bauteilen bzw. -Strukturen ab. Kunststoffe und Coatings tragen mit CHF 60 Mio. rund 20% zum erwirtschafteten Umsatz 2007 bei und erzielen dabei einen Marktanteil von rund 9% mit einem Wachstum von 2.3%. Konkurrierende Unternehmen in diesem Anwendungsbereich sind 3M, Mirka sowie Saint-Gobain.

3.4 OPERATIVE GESELLSCHAFTEN

Die sia-Gruppe verfolgt ein dreistufiges Geschäftsmodell, welches im Rahmen des Schleifgeschäfts die Wertschöpfungskettenbestandteile Grundproduktion, Konfektion (Weiterverarbeitung von Jumborollen) und Vertrieb abdeckt. Die sia-Gruppe ist in über 80 Ländern weltweit vertreten und agiert mit insgesamt 15 operativen Einheiten wie in Abbildung 6 dargestellt. Die sia-Gruppe unterhält insgesamt drei Fabrikationsstandorte: (i) am Hauptsitz in Frauenfeld (CH) werden vorwiegend flexible und Feinst-Schleifmittel hergestellt; (ii) in Greetland (UK) hat sich sia Fibril Ltd. auf die Herstellung von Vlies-Schleifmitteln spezialisiert; (iii) die Produktion von Schaumstoff-Schleifmitteln erfolgt durch die Tochtergesellschaft sia Abrafoam Ltd. in Alfreton (UK). Sieben dieser operativen Einheiten bieten nur die nachgelagerten Prozessschritte der Konfektionierung und des Vertriebs an. Die sia-Gruppe besitzt sowohl zentralisierte als auch dezentralisierte Konfektionierungsfabriken. Fünf weitere Geschäftseinheiten üben ausschliesslich eine Vertriebsfunktion aus. Die operative Unternehmensstruktur der sia-Gruppe wird ergänzt um ein weltweit etabliertes Netzwerk von 60 Exklusivvertretungen.

Abbildung 6: Operative Gesellschaften

Grundproduktion, Konfektion, Vertrieb	Konfektion und Vertrieb	Vertrieb
Schweiz (sia Abrasives Industries AG) Grossbritannien (sia Fibril Ltd.) Grossbritannien (sia Abrafoam Ltd.)	Deutschland Spanien USA Mexiko Brasilien Australien China (Rep. Office)	Frankreich Österreich Belgien Singapur (Rep. Office) Part GmbH (Joint Venture mit Sika)

Quelle: sia-Gruppe Geschäftsinformationen

3.5 GESCHÄFTSSTRATEGIE

Die sia-Gruppe strebt eine Fokussierung auf organisches Wachstum im Kernmarkt Europa (Schweiz, Deutschland, Grossbritannien, Osteuropa) an. Die neue Repräsentanz in Singapur dient der gezielten Unterstützung der Distribution in Südostasien. Weiteres Wachstum wird in Übersee (z.B. USA) angestrebt. Zudem strebt die Gruppe den Ausbau von Marktanteilen in bereits bestehenden Ländern an.

Der strategische Fokus der sia-Gruppe liegt auf stetigen Produktinnovationen und selektiven Partnerschaften mit Unternehmungen, welche ergänzende Produktsortimente anbieten (z.B. Sika). In der Distribution sollen neue Wege in Form von Kooperationen verstärkt werden. So soll auch die bestehende Partnerschaft mit Sika auf weitere europäische Märkte ausgedehnt werden. Somit soll eine über dem Markt liegende Wachstumsrate erzielt werden.

Hinsichtlich der produktspezifischen Strategie sollen insbesondere für den Metall- wie auch für die übrigen Anwendungsbereiche neue und innovative Produkte als zusätzliche Wachstumstreiber lanciert werden, um eine umfangreiche Produktpalette anzubieten. Der Swissness-Imagefaktor soll dabei verstärkt als verkaufsfördernde Massnahme eingesetzt werden.

Im August 2008 hat sia Abrasives über den Bau einer neuen Produktionsanlage am Standort Frauenfeld berichtet, der im Frühjahr 2009 beginnen soll. Durch die Investition von CHF 45 Mio. schafft die sia-Gruppe nach Ansicht des Managements die Voraussetzungen für das zukünftige Wachstum und stellt den technologischen Vorsprung sicher. Durch die neue Produktionsanlage können künftig noch innovativere Schleiflösungen entwickelt und angeboten und neue Marktsegmente erschlossen werden, insbesondere im Bereich der Breitbänder. Die Organisation und die Logistik sind bereits auf das Wachstum der neuen Produktionsanlage ausgerichtet und mit entsprechenden Management-Kapazitäten bzw. einem ERP-System aufgebaut. Die neue Produktionsanlage soll zudem zu einer Erhöhung der Produktivität und zu erheblichen Kosteneinsparungen führen.

Die sia-Gruppe verfolgt zudem, wie in der Vergangenheit, weiterhin eine Strategie von gezielten, komplementären Akquisitionen.

4. Bewertung

4.1 FINANZPLANDATEN

Das Geschäftsjahr der sia-Gruppe entspricht dem Kalenderjahr von Januar bis Dezember. Die halbjährlichen Jahresabschlüsse der Gruppe werden nicht geprüft.

Die Finanzplandaten, welche die Grundlage für diese Fairness Opinion bildeten, wurden vom Management der Gruppe im Rahmen des gewöhnlichen Budget- und Planungsprozesses lediglich für interne Zwecke erstellt. Der Businessplan 2009-2012 wurde zuletzt im September 2008 durch das Management und den Verwaltungsrat der sia-Gruppe aktualisiert und genehmigt. Die aktuellste Hochrechnung für das Jahr 2008 gründet auf der letzten besten Schätzung des Managements per September 2008. Die Businessplan Zahlen wurden von Sal. Oppenheim analysiert und mit den historischen Umsatz- und Profitabilitäts-Kennzahlen, der allgemeinen Marktlage und den Analysten Schätzungen verglichen. Auf dieser Basis wurde von Sal. Oppenheim ein adjustierter Businessplan abgeleitet, der von einem vorsichtigen organischen Wachstum für die Businessplan Periode 2009-2012 ausgeht (zusammen mit der aktuellen Hochrechnung 2008: „Adjustierte Finanzplandaten“) und als Basis für die Bewertung dient.

4.2 BEWERTUNGSMETHODEN

Die finanzielle Angemessenheit des Angebotspreises wurde durch Sal. Oppenheim mittels der nachstehenden Bewertungsmethoden auf Basis der Adjustierten Finanzplandaten beurteilt:

- Diskontierte Cashflow-Analyse („DCF“)
- Analyse anhand vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen
- Analyse anhand vergleichbarer Transaktionen
- Analyse anhand der Prämien vergangener öffentlicher Übernahmen.

Die obigen Methoden wurden zur Bestimmung des Unternehmenswerts der Gruppe (auch als Enterprise Value bezeichnet) bzw. des Wertes pro Namenaktie verwendet. Um den Wert des Eigenkapitals (Equity Value) zu berechnen, wurde die Nettoverschuldung (verzinsliche Verbindlichkeiten abzüglich Barmittel und sonstige finanzielle Guthaben) und Minderheiten vom Unternehmenswert abgezogen..

Der abgeleitete Wert pro Namenaktie wurde anschliessend durch Division des Equity Value durch die Anzahl der ausstehenden Aktien (d.h. ohne eigene Aktien) zum 31. August 2008 berechnet, unter der Annahme der Umwandlung sämtlicher verwässernder potenzieller Aktien (Aktienoptionen)¹ (zusammen als „Verwässerte Anzahl Aktien“ bezeichnet), und dann mit dem Angebotspreis verglichen.

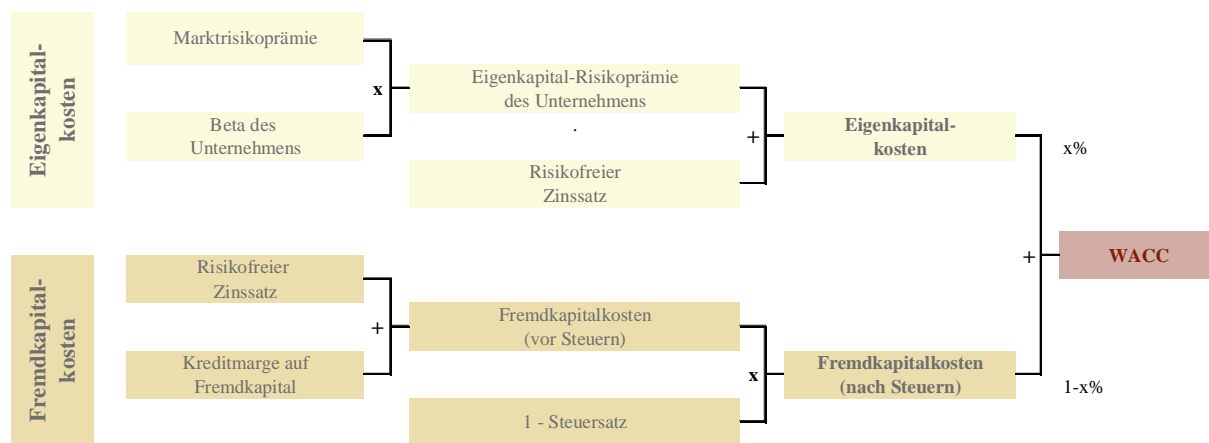
¹ Das Mitarbeiteroptionsprogramm enthält eine Klausel, welche bei Lancierung einer öffentlichen Übernahmeofferte die sofortige Ausübung der Aktienoptionen ermöglicht. Entsprechend wurden alle Aktienoptionen, welche im Geld sind, als ausgeübt betrachtet und die entsprechende Anzahl Aktien dazugezählt. Der entsprechende Geldzufluss aus den Ausübungspreisen wurde bei der Berechnung der Nettoverschuldung berücksichtigt.

Sal. Oppenheim betrachtet die DCF-Analyse auf Basis der Adjustierten Finanzplandaten als die aussagekräftigste Bewertungsmethode. Die anderen Marktbewertungsmethoden dienen v.a. zur Plausibilisierung der Ergebnisse der DCF-Analyse.

4.2.1 DISKONTIERTE CASHFLOW („DCF“)-ANALYSE

Die DCF-Bewertungsmethode bestimmt den Unternehmenswert eines Unternehmens durch Abdiskontierung der geschätzten zukünftigen freien Cashflows (vor Zinsen)² mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten („WACC“ – Weighted Average Cost of Capital). Die Cashflows werden in der Regel mittelfristig geschätzt. Hiernach wird der Endwert auf der Grundlage langfristiger Annahmen bestimmt. Der WACC wird (wie in Abbildung 7 dargestellt) basierend auf der erforderlichen Eigenkapitalrendite (unter Verwendung des Capital Asset Pricing Modells berechnet), den zukünftigen erwarteten Fremdkapitalkosten, der langfristigen Ziel-Kapitalstruktur und dem langfristigen Steuersatz des Unternehmens berechnet.

Abbildung 7: Komponenten des Kapitalkostensatzes



Quelle: Sal. Oppenheim

Der risikolose Zinssatz leitet sich von der langfristig erzielbaren Rendite bei Staatsanleihen ab.

Aufgrund der unterschiedlichen Risikomerkmale fordern Anleger eine höhere Rendite, wenn sie in Aktienwerte investieren, als wenn sie in Staatsanleihen investieren. Zur Bestimmung der Marktrisikoprämie wird die Differenz zwischen der aus den Aktienmärkten und der aus (nahezu) risikolosen Staatsanleihen erzielbaren Rendite, bemessen über einen langen Zeitraum, herangezogen. Informationen bezüglich der Berechnung des WACC sind in nachstehendem Abschnitt 4.3.1 enthalten.

Zur Ableitung des Endwertes wurden zwei Varianten gerechnet: mittels eines Exit Multiplikators und einer ewigen Wachstumsrate. Für die Exit Betrachtung wurde EBITDA im letzten Jahr des Prognosezeitraums normalisiert und mit dem Median der historischen EBITDA Multiplikatoren der sia-Gruppe multipliziert. Der so ermittelte Endwert wurde anschliessend mit dem WACC auf den Bewertungszeitpunkt abdiskontiert. Zur Plausibilisierung wurde eine ewige Wachstumsbetrachtung herbeigezogen, wobei der freie Cashflow (vor

² Definition: „Unlevered operating cashflow minus capital expenditures“

SAL. OPPENHEIM

Zinsen) im letzten Jahr des Prognosezeitraums normalisiert und basierend auf dem angenommenen ewigen Wachstum kapitalisiert wurde (freier Cashflow (vor Zinsen) / (WACC minus ewige Wachstumsrate)). Der ermittelte Endwert wurde dann mit dem WACC auf den Bewertungstichtag abdiskontiert.

4.2.2 ANALYSE ANHAND VERGLEICHBARER BÖRSENKOTIERTER UNTERNEHMEN

Eine Analyse börsenkotierter Unternehmen, die mit der sia-Gruppe verglichen werden können, wurde durchgeführt, um die Beziehung zwischen dem Unternehmenswert dieser Unternehmen und ausgewählten historischen und prognostizierten Finanzergebnissen abzuleiten.

In vorliegendem Fall wurden die folgenden Kriterien für die Auswahl vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen herangezogen:

- Industrie: Schleifmittelhersteller (flexibel und gebunden) und ausgewählte Schweizer Bauzulieferer
- Produktangebot: Herstellung und Vertrieb von Schleifmitteln bzw. Baukomponenten
- Grösse: Aktuelle Marktkapitalisierung von mehr als CHF 100 Mio.

Die Gliederung der Analyse erfolgt in zwei Stufen: anhand (i) vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen, welche sich auf die Schleifmittelherstellung fokussieren und (ii) ausgewählter Schweizer Bauzulieferer.

Die erste Gliederung der Analyse erfolgt anhand der Intensität des Geschäftsmodellfokus auf die Schleifmittelherstellung (Umsatzanteil entfallend auf Herstellung von Schleifmittelkomponenten). Obwohl der globale Schleifmittelmarkt insgesamt rund 70 Marktteilnehmer umfasst, hat sich die Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen schwierig gestaltet, da sich die Auswahl an börsenkotierten Marktteilnehmern mit vergleichbarer Industriezugehörigkeit und hoher Produktkongruenz auf nur wenige beschränkt. Direkte Konkurrenzunternehmen wie Klingspor (Deutschland), Hermes (Deutschland) und Mirka (Finnland) finden aufgrund fehlender Börsenkotierung keinen Eingang in die Bewertungsanalyse. VSM (Deutschland) und Carborundum Universal (Indien) sind trotz Börsenkotierung aufgrund fehlender bzw. zu wenig umfassender Analystenabdeckung ebenfalls kein Bestandteil der Vergleichsanalyse. Die Produktkongruenz bei 3M (USA), Saint-Gobain (Frankreich) und der sia-Gruppe ist innerhalb des Schleifmittelsegments vergleichsweise hoch. Da die Schleifmittelproduktion hinsichtlich des Umsatzbeitrags bei 3M und Saint-Gobain nur eine äusserst untergeordnete Rolle spielt und dieser Teilbereich daher nur sehr bedingt Einfluss auf die Aktienkursentwicklung ausübt, wurden die beiden Unternehmen nicht in die Analyse miteinbezogen. In der ersten Gliederung wurde deshalb nur Winterthur Technologie (CH) erfasst. Eine erhöhte Vergleichskomplexität bei Winterthur Technologie entsteht durch die Herstellungsbeschränkung auf gebundene Schleifmittel (bonded abrasives) sowie Schleifmaschinensysteme, deren Absatz eine vergleichsweise hohe Margenerzielung ermöglicht.

Die zweite Gliederungsebene umfasst ausgewählte Schweizer Bauzulieferer, da diese unter den börsenkotierten Unternehmen am besten mit der sia-Gruppe vergleichbar sind. Es zeigt sich jedoch, dass die sia-Gruppe wesentlich konjunkturresistenter als diese Vergleichsgruppe ist. Der defensive Charakter des Geschäftsmodells ist auf den Konsum-Charakter der flexiblen Schleifmittel mit stabilen Umsatzzahlen und Margen sowie auf geographische und produktorientierte Diversifikation zurückzuführen.

Zur Bestimmung der derzeitigen Marktmultiplikatoren wurde der Unternehmenswert des jeweiligen Unternehmens durch die von Analysten geschätzten Ergebnisse (EBITDA, EBIT) für 2008, 2009 und 2010

dividiert. Die aus dieser Analyse abgeleiteten Multiplikatoren wurden auf die entsprechenden Adjustierten Finanzplandaten der sia-Gruppe angewandt.

4.2.3 ANALYSE ANHAND VERGLEICHBARER TRANSAKTIONEN

Analog zur Bewertung anhand vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen ermittelt eine Analyse vergleichbarer Transaktionen den Unternehmenswert des Zielunternehmens (in diesem Fall die sia-Gruppe) durch Anwendung der abgeleiteten Multiplikatoren auf die Finanzergebnisse des Zielunternehmens. Die Transaktionsmultiplikatoren werden durch Division des Kaufpreises (Unternehmenswert) durch die aktuellsten historischen Ergebnisse (EBITDA, EBIT) des Zielunternehmens bestimmt, die zum Zeitpunkt der Transaktion bekannt waren.

Die Transaktionsmultiplikatoren stellen die Preise dar, welche für vergleichbare Unternehmen in der Vergangenheit gezahlt wurden und implizieren daher, welchen Preis ein potenzieller Käufer für die sia-Gruppe zu zahlen bereit wäre.

Die bei der Auswahl vergleichbarer Transaktionen herangezogenen Kriterien waren folgende:

- Industrie: Schleifmittelhersteller (flexibel und gebunden)
- Produktangebot: Herstellung und Vertrieb von Schleifmitteln
- Grösse: Transaktionswert von mehr als CHF 50 Mio.
- Erworbene Beteiligung: Mehrheit (d.h. Erwerb einer Beteiligung von mehr als 50% oder sonstige offensichtliche Form der Kontrolle)
- Status: lediglich abgeschlossene Transaktionen
- Zeitraum: seit Januar 2005.

Die Bedeutung dieser Bewertungsmethode ist in hohem Masse von den spezifischen Umständen der jeweiligen Transaktion abhängig:

- Geschäftsmodell (z. B. Schleifmaschinenhersteller versus Schleifmittelhersteller)
- Relative strategische Stärke der Transaktionsteilnehmer
- Für die Kontrolle des Zielunternehmens gezahlte Prämie
- Art des Übernahmeverfahrens an sich (z.B. Auktionsverfahren)
- Zum Zeitpunkt der Transaktion vorherrschende Bedingungen in der Branche, in der sich die Gesellschaft betätigt, in der Wirtschaft allgemein und auf den Kapitalmärkten
- Finanzielle Situation der Zielgesellschaft
- Genauigkeit der Berichterstattung bezüglich der Transaktion durch die Teilnehmer und die Finanzpresse.

4.2.4 ANALYSE ANHAND DER PRÄMIEN VERGANGENER ÖFFENTLICHER ÜBERNAHMEN

Bei der Analyse vergangener öffentlicher Übernahmen mit kotierten Schweizer Zielgesellschaften wurden ausschliesslich Angebote in bar (Cash) seit 2004 in Betracht gezogen. Bei der Auswahl wurden sowohl freiwillige als auch Pflichtangebote analysiert, bei welchen eine Kontrollmehrheit angestrebt wurde. Spezielle Restrukturierungs- und Squeeze-out Transaktionen wurden bei der Analyse der gezahlten Prämien nicht berücksichtigt. Die bei vergleichbaren öffentlichen Transaktionen gezahlten Prämien wurden mit der angebotenen Prämie an die Publikumsaktionäre von sia Abrasives verglichen.

4.3 BEWERTUNG DER SIA-GRUPPE

Die in vorstehendem Abschnitt 4.2 beschriebenen Bewertungsmethoden wurden zur Bestimmung eines theoretischen Unternehmenswerts und Equity Values der sia-Gruppe herangezogen.

Um den Equity Value zu bestimmen, wurde der Unternehmenswert um die Nettoverschuldung der Gruppe („Nettoverschuldung“) sowie die Minderheiten reduziert. Die Nettoverschuldung wurde folgendermassen berechnet:

- Kurz- und langfristige zinstragende Verbindlichkeiten zum 31. August 2008; abzüglich
- Flüssiger Mittel zum 31. August 2008 adjustiert um den Cash-Effekt der Optionen, welche beim Angebotspreis im Geld sind; abzüglich
- Abdiskontierter Verbrauch der vorhandenen Arbeitgeberbeitragsreserven und Abdiskontierung des aus bestehenden Verlustvorträgen entstehenden steuerlichen Vorteils.

Die nachstehend angeführten Aktienkursspannen wurden aus dem Equity Value, dividiert durch die Verwässerte Anzahl Aktien, ermittelt.

4.3.1 BEWERTUNG BASIEREND AUF DER DCF-ANALYSE

Die freien Cashflows (vor Zinsen) der Gruppe für 2008 bis 2012 wurden von den Adjustierten Finanzplandaten der sia-Gruppe abgeleitet.

Die folgenden Annahmen wurden bei der DCF-Bewertung herangezogen:

SAL. OPPENHEIM

Posten	Beschreibung / Quelle	Wert
Risikoloser Zinssatz³	Derzeitige Rendite einer 15-jährigen Schweizer Staatsanleihe	3.14%
Unternehmens-Beta⁴	Abgeleitet aus der Aktienkursentwicklung der Schweizer Gruppe der vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen gegenüber der Entwicklung des Schweizer Marktindex, bereinigt um die Kapitalstruktur (sog. relevered Beta)	0.71
Marktrisiko-prämie	Abgeleitet aus einer Analyse der durchschnittlichen Rendite auf dem Schweizer Aktienmarkt ⁵ verglichen mit derjenigen für Schweizer Obligationen seit 1926 ⁶	5.00%
Zielkapital-struktur⁷	Abgeleitet aus der Analyse der vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen	7.57%
Kreditmarge	Basierend auf existierenden Kreditverträgen der Gruppe	0.50%
Langfristiger Steuersatz	Langfristiger Steuersatz der sia-Gruppe gemäss dem Management der Gruppe	21.0 %

Für die Berechnung der Kapitalkosten wurde eine langfristige Schweizer Staatsanleihe zur Bestimmung des risikolosen Zinssatzes zu Grunde gelegt. Dies erfolgte aus folgenden Überlegungen:

³ Quelle: Bloomberg, 13. Oktober 2008

⁴ Mit dem Beta wird die Sensitivität einer Aktie gegenüber der Entwicklung des entsprechenden Marktindex ausgedrückt (Kovarianz der Aktie mit dem Marktindex / Varianz des Marktindex) und widerspiegelt somit das systematische Risiko der Aktie

⁵ sia Abrasives' Hauptsitz befindet sich in der Schweiz und ihre Aktien werden an der SIX Swiss Exchange gehandelt

⁶ Vgl. Pictet & Cie.: "Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2007)", Januar 2008

⁷ Nettoverschuldung als Prozentsatz des Unternehmenswertes (Aktienkurse per 13. Oktober 2008 und letzte verfügbare Nettoverschuldung)

SAL. OPPENHEIM

- Der Jahresabschluss der sia-Gruppe wird in CHF vorgelegt
- Obwohl ein mehrheitlicher Teil des Jahresumsatzes der Gruppe in EUR (ca. 40%), in GBP (ca. 11%) sowie in USD (ca. 10%) erzielt wird, besteht gemäss Management ein beschränktes Wechselkursrisiko, v.a. deshalb weil ein bedeutender Teil der Ausgaben für Rohstoffe in EUR getätigt wird und ein Teil der Produktion in England erfolgt
- Die Aktien der Gesellschaft sind an der SIX Swiss Exchange kotiert und werden in Schweizer Franken gehandelt
- Die Finanzierung der langfristigen Bankdarlehen erfolgt zu grössten Teilen in CHF.

Durch Anwendung der schematisch in Abschnitt 4.2.1 dargestellten Berechnungsschritte ergeben die vorstehenden Annahmen einen WACC von 6.4%.

Der abdiskontierte Endwert wurde wie in vorstehendem Abschnitt 4.2.1 beschrieben berechnet. Der Exit EBITDA Multiplikator wurde anhand des Medians der letzten zwölf Monate („LTM“) EBITDA Multiplikatoren der sia-Gruppe für den Zeitraum von Juni 2000 bis Juni 2008 mit $7.15x^8$ berechnet. Bei der zu Vergleichszwecken herangezogenen Endwertberechnung basierend auf der ewigen Wachstumsrate wurde ein konservatives ewiges Wachstum von 0.0% p.a., bezugnehmend auf die begrenzten Wachstumsraten der Branche, geschätzt.

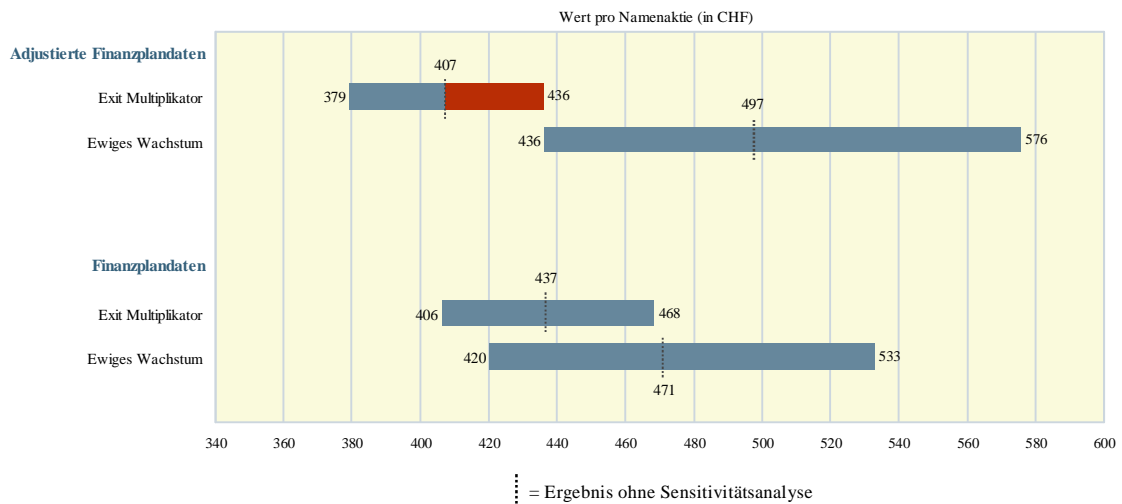
Eine Sensitivitätsanalyse der sich aus der DCF-Analyse ergebenden Bewertung wurde ebenfalls durch Veränderung des WACC und des Exit Multiplikators für die Berechnung des Endwerts vorgenommen. Zur Plausibilisierung wurde auch eine Sensitivitätsanalyse bezüglich WACC und ewiger Wachstumsrate durchgeführt. Die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse sind in Anhang A dargestellt.

Basierend auf einem WACC von 6.0% bis 6.8% und einem Exit LTM EBITDA Multiplikator von 6.8x bis 7.6x sowie unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung, der Minderheiten und der Verwässerten Anzahl Aktien, lässt sich aus der DCF-Analyse anhand des Exit Multiplikators eine Bewertungsspanne von CHF 379 bis 436 pro Namenaktie von sia Abrasives ableiten. Anhand der ewigen Wachstumsrate (-0.4% bis 0.4%) lässt sich eine Bewertungsspanne von CHF 436 bis 576 pro Namenaktie von sia Abrasives ableiten.

Als Vergleich wurden die Finanzplandaten des Managements ohne Adjustierungen durch Sal. Oppenheim bewertet. Da der entsprechende Businessplan ein höheres organisches Wachstum aufweist als die Adjustierten Finanzplandaten und die Erwartungen der Analysten, ist das inhärente Risiko höher einzustufen. Entsprechend wurde in den Kapitalkosten das unternehmensspezifische Risiko (Beta) an ausgewählte vergleichbare Schweizer Unternehmen angepasst (durchschnittliches unlevered Beta von 1.0). Daraus lässt sich mit einer WACC Bandbreite von 7.4% bis 8.2% eine Bewertungsbandbreite von CHF 406 bis 468 (Exit Multiplikator) und CHF 420 bis 533 (ewige Wachstumsrate) pro Namenaktie von sia Abrasives ableiten.

⁸ Quelle: Factset

Abbildung 8: Bewertungsspanne der DCF-Analyse



Quelle: Sal. Oppenheim

Anhand dieser DCF-Analysen lässt sich, wie in Abbildung 8 dargestellt, eine DCF-Bewertungsspanne pro Namenaktie von sia Abrasives von CHF 407 bis 436 ableiten.

4.3.2 ANALYSE ANHAND VERGLEICHBARER BÖRSENOTIERTER UNTERNEHMEN

Für die Bewertung der sia-Gruppe wurden vergleichbare börsennotierte Unternehmen, aus den Bereichen Schleifmittelherstellung und Schweizer Bauzulieferindustrie, ausgewählt (siehe Abschnitt 4.2.2) und auf der Grundlage der zum 13. Oktober 2008 geltenden Marktbedingungen analysiert.

Der Unternehmenswert des jeweiligen Unternehmens wurde bestimmt und die folgenden Multiplikatoren aus den Adjustierten Finanzplandaten berechnet:

- Unternehmenswert / EBITDA, 2008 - 2010
- Unternehmenswert / EBIT, 2008 - 2010.

Aufgrund des defensiven Geschäftsmodells und einer damit verbundenen hohen Konjunkturrestistenz sowie aufgrund der überdurchschnittlichen Wachstumserwartungen wurden unter Berücksichtigung des heutigen Marktumfeldes der Median und das Maximum dieser Multiplikatoren auf die entsprechenden Prognosewerte für die Jahre 2008 - 2010 der sia-Gruppe angewandt.

Der zuletzt veröffentlichte Abschluss wurde herangezogen, um die Nettoverschuldung, die Minderheiten und die Anzahl der ausstehenden Aktien (ohne eigene Aktien) jedes vergleichbaren Unternehmens zu ermitteln. Marktprognosen wurden aus den nach der Bekanntgabe der aktuellsten halbjährlichen Ergebnisse veröffentlichten Analystenschätzungen abgeleitet.

Die aus der Analyse der vergleichbaren börsennotierten Unternehmen ermittelten aktuellen Bewertungsmultiplikatoren sind in Anhang B dargelegt.

SAL. OPPENHEIM

Wie in Abbildung 9 ersichtlich, betragen die Mediane der EBITDA Multiplikatoren für die Jahre 2008, 2009 und 2010 6.5x, 6.0x und 5.8x bzw. die Maxima der EBITDA Multiplikatoren betragen 8.2x, 8.2x und 7.8x. Die Mediane der EBIT Multiplikatoren für die Jahre 2008, 2009 und 2010 betragen 8.9x, 8.5x und 8.1x bzw. das Maximum der EBIT Multiplikatoren ist 9.7x, 9.5x und 9.0x.

Abbildung 9: Multiplikatoren vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen

	2008	2009	2010
EBITDA Median	6.5x	6.0x	5.8x
EBITDA Max	8.2x	8.2x	7.8x
EBIT Median	8.9x	8.5x	8.1x
EBIT Max	9.7x	9.5x	9.0x

Quelle: Sal. Oppenheim

Basierend auf der Nettoverschuldung, den Minderheitsanteilen und der Verwässerten Anzahl Aktien lässt sich aus der auf vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen basierenden Analyse durch Anwendung der Mediane und Maximalwerte der EBITDA Multiplikatoren und der EBIT Multiplikatoren eine Bewertungsspanne von CHF 302 bis 438 pro Namenaktie von sia Abrasives ableiten.

4.3.3 ANALYSE ANHAND VERGLEICHBARER TRANSAKTIONEN

Es wurde ebenfalls eine auf abgeschlossenen Transaktionen basierte Bewertungsanalyse durchgeführt, bei denen das Zielunternehmen ein mit der sia-Gruppe vergleichbares Unternehmen war (siehe die in Abschnitt 4.2.3 angeführten Kriterien).

Hierbei wurden der Unternehmenswert der jeweiligen Zielgesellschaft ermittelt und die folgenden Multiplikatoren aus den aktuellsten historischen Finanzergebnissen vor der abgeschlossenen Transaktion berechnet:

- Unternehmenswert / EBITDA
- Unternehmenswert / EBIT.

Die aus der Analyse der vergleichbaren Transaktionen abgeleiteten Transaktions-Multiplikatoren sind in Anhang C dargelegt. Aufgrund der stark eingeschränkten Datenlage hinsichtlich verfügbarer Transaktionsdetails bzw. publizierter Finanzinformationen der akquirierten Zielunternehmen rücken nur drei Unternehmen in den Fokus einer bewertungsrelevanten Betrachtung: die Akquisition von J&L Industrial Supply durch MSC Industrial Direct und die Akquisitionen von Wendt durch 3i (2005) bzw. Winterthur Technologie (2007). Im ersten Fall handelt es sich um die Akquisition eines reinen Schleifmitteldistributors, welcher ein von der sia-Gruppe abweichendes Geschäftsmodell verfolgt und damit unterschiedliche Margenstrukturen aufweist. Die Wendt Akquisition von Winterthur Technologie kann aus unserer Sicht ebenfalls nicht verwendet werden, da sich die Produktpalette des Unternehmens zu grossen Teilen auf die Herstellung und den Vertrieb komplexer Schleifmaschinensysteme bezieht und die Akquisition um den jüngsten konjunkturellen Höhepunkt stattgefunden hat, was entsprechend den Transaktionswert (und somit die Multiplikatoren) beeinflusst haben dürfte.

SAL. OPPENHEIM

Somit bleibt noch eine abgeschlossene Transaktion (Akquisition von Wendt durch 3i). Wir erachten eine einzige Transaktion als nicht aussagekräftig genug, um die Analyse der vergleichbaren Transaktionen in unserem Bewertungsergebnis zu berücksichtigen.

4.3.4 ANALYSE ANHAND DER PRÄMIEN VERGANGENER ÖFFENTLICHER ÜBERNAHMEN

Der Angebotspreis von CHF 435 enthält eine Prämie von 16.9%, verglichen mit dem gesetzlichen Minimumpreis, also dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung der Voranmeldung von BDS. Zur weiteren Plausibilisierung wurden die bezahlten Prämien von öffentlichen Transaktionen mit kotierten Schweizer Zielgesellschaften herangezogen. Wie in Anhang D ersichtlich, wurden bei der Analyse Median-Prämien von 11.1% bis 23.6% beobachtet auf Kursen einen Tag bis einen Monat vor Vorankündigung des jeweiligen Angebots. Aus diesen Prämienwerten leitet sich eine Bewertungspreisspanne von CHF 407 bis 444 pro Namenaktie von sia Abrasives ab.

5. Ergebnis der Fairness Opinion

Basierend auf den vorstehend beschriebenen durchgeführten Analysen und Bewertungsüberlegungen wurde eine Bewertungsspanne von CHF 407 bis 436 pro Namenaktie von sia Abrasives ermittelt. Diese Bandbreite basiert auf der aus der DCF-Analyse abgeleiteten Bewertungsspanne und wurde durch die Analyse der vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen plausibilisiert.

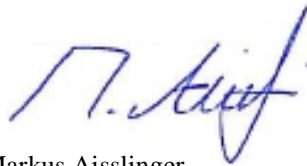
Basierend auf der Bewertungsanalyse und den Überlegungen in dieser Fairness Opinion halten wir den Angebotspreis aus finanzieller Sicht für angemessen und fair.

Diese Fairness Opinion wurde am 15. Oktober 2008 erstellt.

Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG



Ronald Birrer
Stellvertretender Leiter Investment Banking



Markus Aisslinger
Leiter Equity Capital Markets

Anhang

A. DCF Bewertung – Sensitivitäten⁹

in CHF pro Namenaktie

EBITDA Exit Multiplikator	WACC									
	5.6%	5.8%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%	7.2%	
	6.4x	377	374	371	368	364	361	358	355	352
	6.6x	388	385	382	378	375	372	369	365	362
	6.8x	399	396	393	389	386	382	379	376	373
	7.0x	411	407	403	400	397	393	390	386	383
	7.2x	422	418	414	411	407	404	400	397	393
	7.4x	433	429	425	422	418	414	411	407	404
	7.6x	444	440	436	432	429	425	421	418	414
	7.8x	455	451	447	443	439	436	432	428	425
8.0x	466	462	458	454	450	446	442	439	435	

Ewige Wachstumsrate	WACC									
	5.6%	5.8%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%	7.2%	
	-0.8%	509	491	473	457	441	427	413	400	388
	-0.6%	526	506	488	470	454	439	424	411	398
	-0.4%	543	523	503	485	468	452	436	422	408
	-0.2%	562	540	520	500	482	465	449	434	419
	0.0%	582	559	537	517	497	479	462	446	431
	0.2%	604	579	556	534	514	494	477	460	444
	0.4%	628	601	576	553	531	511	492	474	457
	0.6%	653	624	597	572	549	528	508	489	471
0.8%	680	649	620	594	569	546	525	505	486	

Quelle: Sal. Oppenheim

⁹ Basierend auf den Adjustierten Finanzplandaten

B. Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen

Unternehmen	Berichts- währung	Aktien- preis 13.10.2008	Markt- kapitalisierung in Mio.	Nettoverschuldung / (Liquide Mittel) in Mio.	Unternehmens- wert in Mio.	Unternehmenswert /			Unternehmenswert /		
						EBITDA			EBIT		
						Dez 08	Dez 09	Dez 10	Dez 08	Dez 09	Dez 10
1. Schleifmittelhersteller											
Winterthur Technologie	EUR	31.3	182.8	76.0	258.9	6.1x	6.0x	5.8x	8.2x	8.5x	8.1x
2. Schweizer Bauzulieferer											
Arbonia-Forster	CHF	165.8	327.0	553.6	881.2	5.4x	5.3x	4.9x	8.9x	9.0x	8.1x
Belimo	CHF	848.5	521.8	20.6	542.4	7.3x	7.2x	6.8x	8.9x	8.7x	8.3x
Forbo	CHF	374.0	934.9	76.6	1'011.5	4.5x	4.2x	4.2x	6.0x	5.7x	5.7x
Geberit	CHF	132.5	5'238.6	152.4	5'391.0	8.2x	8.2x	7.8x	9.4x	9.5x	9.0x
Kaba	CHF	274.5	1'041.3	459.4	1'500.7	7.3x	7.1x	6.8x	9.1x	8.9x	8.4x
Schindler	CHF	59.9	7'084.9	(232.0)	6'977.9	6.5x	6.0x	5.7x	7.5x	6.9x	6.5x
Schulthess	CHF	48.0	510.0	25.8	535.8	8.1x	7.0x	6.2x	9.7x	8.2x	7.2x
Sika	CHF	1'129.0	2'829.5	762.1	3'596.9	5.7x	5.9x	5.4x	7.2x	7.5x	6.9x
Durchschnitt						6.6x	6.4x	6.0x	8.3x	8.0x	7.5x
Median						6.9x	6.5x	6.0x	8.9x	8.5x	7.7x
Min						4.5x	4.2x	4.2x	6.0x	5.7x	5.7x
Max						8.2x	8.2x	7.8x	9.7x	9.5x	9.0x
Alle Unternehmen											
Durchschnitt						6.6x	6.3x	6.0x	8.3x	8.1x	7.6x
Median						6.5x	6.0x	5.8x	8.9x	8.5x	8.1x
Min						4.5x	4.2x	4.2x	6.0x	5.7x	5.7x
Max						8.2x	8.2x	7.8x	9.7x	9.5x	9.0x

Quelle: Geschäftsberichte, Bloomberg, Sal. Oppenheim Analyse

C. Analyse vergleichbarer Transaktionen

Ankündigungs- datum	Zielunternehmen	Käufer	Währung	Gekaufter	Implizierter Unternehmens- wert (in LW* Mio.)	Unternehmenswert als Multiplikator von	
				Anteil in %		EBITDA	EBIT
Jun 07	Wendt	Winterthur Technologie	EUR	100%	153	7.6x	n/a
Mrz 06	J&L Industrial Supply	MSC Industrial Direct	USD	100%	350	11.8x	12.9x
Mrz 05	Wendt	3i Group	EUR	100%	86	11.0x	14.9x
Median						11.0x	13.9x

* LW = Lokalwährung

Quelle: Geschäftsberichte, mergermarket, OneSource, Sal. Oppenheim Analyse

D. Analyse der Prämien vergangener öffentlicher Übernahmen

Datum der Ankündigung	Zielgesellschaft	Käufer	Art des Angebots FA = Freiwillig PA = Pflicht	Impliziter Eigenkapitalwert (in CHF Mio.)	Anfangsbeteiligung (12 Monate vor Ankündigung)	Beteiligung nach Transaktion	Bezahlte Prämie			
							-60 Tage volumengewichteter Durchschnitt	- 1 Tag	- 1 Woche	- 1 Monat
Feb 08	Groupe Baumgartner Holding	BBC Industrie-Holding	FA	60	18.5%	90.7%	11.1%	12.2%	13.6%	7.0%
Dez 07	Von Roll	Familie von Finck	PA	1'576	8.9%	63.1%	0.0%	0.1%	-1.4%	-2.4%
Dez 07	SEZ	LAM Research	FA	641	7.0%	95.0%	53.8%	39.2%	67.4%	55.1%
Sep 07	Henniez	Nestlé	PA	155	0.0%	99.6%	0.0%	-0.7%	5.5%	3.0%
Aug 07	Unilabs (Bearer shares)	Capio Laboratories	PA	740	0.0%	99.1%	30.3%	20.5%	25.0%	29.2%
Mrz 07	Gétaz Romang	CRH Europa Holding	FA	540	0.0%	99.0%	n/a	19.7%	17.8%	21.8%
Nov 06	Bank Linth	Liechtensteinische Landesbank	FA	435	0.6%	74.8%	n/a	22.7%	23.6%	23.0%
Sep 06	SIG	Rank Group	FA	2'827	0.0%	98.3%	n/a	42.5%	48.0%	55.4%
Sep 06	Serono	Merck	PA	16'111	3.2%	99.1%	n/a	20.2%	26.2%	31.1%
Sep 06	Saurer	OC Oerlikon	PA	1'964	0.7%	99.4%	n/a	18.2%	36.8%	46.7%
Feb 06	Leclanché	EnergyGroup	PA	25	0.0%	79.5%	n/a	-1.3%	9.5%	9.5%
Sep 05	Sarna Kunststoff Holding	Sika	FA	420	0.0%	98.2%	n/a	4.2%	14.4%	16.6%
Jun 05	Saia-Burgess	Johnson Electric	FA	650	0.0%	99.3%	n/a	14.8%	24.3%	52.4%
Mrz 05	Büro Furrer	Holding Lyreco Internationale	PA	65	0.0%	99.9%	n/a	11.1%	35.1%	33.3%
Dez 04	Maag	Swiss Prime Site	FA	194	0.0%	85.9%	n/a	7.3%	12.4%	17.4%
Median seit 2004							11.1%	14.8%	23.6%	23.0%

Quelle: Übernahmekommission, Bloomberg, Sal. Oppenheim Analyse