



J. SAFRA SARASIN



Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841



Bildquelle: S+B

Gutachten

zur Feststellung des fairen Wertes von

SCHMOLZ+BICKENBACH AG, Emmen („S+B“)

hinsichtlich des öffentlichen Kaufangebots der Venetos
Holding AG, Zürich („Venetos“) vom 12. Juli 2013

Inhaltsverzeichnis

1.	Kapitel 1 – Einleitung	1
1.1.	Ausgangslage	1
1.2.	Auftrag des Verwaltungsrates der S+B an die Bank J. Safra Sarasin AG	3
2.	Kapitel 2 – Beurteilungsgrundlagen	5
3.	Kapitel 3 – Die S+B Gruppe im Geschäftsjahr 2011 und 2012	7
3.1.	Gruppenstruktur	7
3.2.	Produktion	8
3.3.	Verarbeitung	10
3.4.	Distribution+Services	11
3.5.	Produkte	12
3.6.	Historische Finanzaahlen	12
3.7.	Strategischer Fokus	14
3.8.	Der globale Stahl- und Speziallangstahlmarkt	15
4.	Kapitel 4 – Bewertungsanalysen	17
4.1.	Discounted Cash Flow Methode	22
4.2.	Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Compco) Stellenwert	26
4.3.	Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen (Compac) Stellenwert	30
4.4.	Analyse bezahlter Prämien im Schweizerischen Kapitalmarkt (Prämienanalyse)	32
4.5.	Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses	33
5.	Kapitel 5 – Ergebnis des Gutachtens	35
	Anhang	37
	Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher Unternehmen (Compco)	37
	Beilage 2: Prämienanalyse	38
	Beilage 3: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften	39

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildung 1 S+B Organisationsstruktur.....	8
Abbildung 2 Umsatzerlöse 2012 nach Produktgruppen	9
Abbildung 3 Umsatzerlöse 2012 nach Märkten und Regionen	10
Abbildung 4 Übersicht Stahlmarkt.....	15
Abbildung 5 Sensitivitätsübersicht.....	26
Abbildung 6 Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses	33

Tabelle 1 Übersicht Division Produktion	9
Tabelle 2 Übersicht Division Verarbeitung.....	11
Tabelle 3 Übersicht Division Distribution + Services	11
Tabelle 4 Finanz Eckdaten nach Divisionen.....	11
Tabelle 5 Finanzielle Übersicht GJ 2012-2011 auf Gruppe Ebene.....	13
Tabelle 6 Finanzielle Übersicht Q1 2013-2012 auf Gruppenebene	14
Tabelle 7 Übersicht über WACC Berechnung	25
Tabelle 8 Übersicht Vergleichsunternehmen	29
Tabelle 9 Comparable Transaction.....	31

Abkürzungsverzeichnis / Glossar

Beta	Relativer Eigenkapitalrisikofaktor
BJSS	Bank J. Safra Sarasin AG
CAGR	Compound Annual Growth Rate, durchschnittliches jährliches Wachstum über einen Zeitraum (geometrisches Mittel)
Compac Analyse	Bewertungsmethode, die einen Vergleich mit ähnlichen Transaktionen vornimmt
Compco Analyse	Bewertungsmethode, die einen Vergleich mit ähnlichen kotierten Gesellschaften vornimmt
CY	Calendarized year
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
FCF	Free Cash Flow (vor Fremdkapitalzinsen); wurden als finanzielle Überschüsse in der DCF-Bewertung verwendet
GJ	Geschäftsjahr
kt	Tausend Tonnen
LTM	Last twelve months (Erfolgsrechnungszahlen basierend auf den veröffentlichten Finanzzahlen der letzten 12 Monate)
Mia.	Milliarde
Mio.	Millionen
mt	Millionen Tonnen
Residualwert	Unternehmenswert am Ende der Planungsperiode
RSH-Stahl	Rostfreier, säure- und hitzebeständiger Stahl
SMR	Steel and Metals Research Institute
Unternehmenswert brutto	Wert einer Gesellschaft vor Abzug des verzinslichen Fremdkapitals (allenfalls bereinigt um überschüssige Liquidität)
Unternehmenswert netto	Wert einer Gesellschaft nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals; entspricht dem Wert des Eigenkapitals
Value Drivers	Bewertungsparameter, der einen wesentlichen Einfluss auf das Resultat der DCF-Bewertung hat
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Gewichtete Gesamtkapitalkosten, bestehend aus Eigen- und Fremdkapitalkosten)
Zielgesellschaft	Gesellschaft, die Ziel eines Übernahmeangebots durch einen Käufer ist

Kapitel 1 – Einleitung

SCHMOLZ + BICKENBACH



1.1.

Ausgangslage

Die SCHMOLZ+BICKENBACH AG, Emmen („S+B“) ist ein an der SIX Swiss Exchange kotiertes Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von CHF 373 Mio. per 26. Juli 2013. Die S+B ist eines der grössten und weltweit führenden Unternehmen in der Herstellung, Verarbeitung und der Distribution von Edelstahl-Langprodukten. Insgesamt beschäftigen die S+B und ihre Tochtergesellschaften ca. 10'000 Mitarbeiter.

Das ordentliche Aktienkapital der S+B beträgt per 19. Juli 2013 CHF 413'437'500. Dieses setzt sich aus 118'125'000 ausgegebenen Namenaktien zu einem Nennwert von CHF 3.50 pro Aktie zusammen. Die Generalversammlung der S+B hat am 28. Juni 2013 eine Kapitalherabsetzung durch Nennwertreduktion und eine gleichzeitige ordentliche Kapitalerhöhung beschlossen. Konkret hat die GV eine Herabsetzung des Aktienkapitals auf CHF 94'500'000 (Nennwert von CHF 0.80 je Namenaktie) sowie eine gleichzeitige ordentliche Kapitalerhöhung um CHF 330'750'000 (entsprechend 413'437'500 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.80) beschlossen. Nach Eintragung im Handelsregister sollte das Aktienkapital damit CHF 425'250'000 betragen und eingeteilt sein in 531'562'500 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.80. Die ordentliche Kapitalerhöhung soll über ein Bezugsrechtsangebot mit handelbaren Bezugsrechten abgewickelt werden, wobei sich ein Bankensyndikat aus BNP Paribas, Paris, Commerzbank AG, Frankfurt und der Credit Suisse AG, Zürich verpflichtet hat, die Aktien mittels Festübernahme zu zeichnen. Den Aktionären der S+B sollen für zwei gehaltene Namenaktien sieben neue Namenaktien zum Bezugspreis von CHF 0.80 pro Namenaktie angeboten werden.

Die Schmolz+Bickenbach GmbH & Co. KG („KG“), welche die Interessen der Nachkommen der Gründer von Teilen des Geschäfts der S+B vertritt und mit der Venetos Holding AG, Zürich („Venetos“), welche indirekt von der Renova Holding Ltd, Bahamas („Renova“), kontrolliert wird und deren wirtschaftlich Berechtigter indirekt Herr Victor F. Vekselberg ist, eine Gruppe bildet, hat jedoch Einspruch gegen die Handelsregister-Eintragung der Entscheidungen der ordentlichen Generalversammlung eingelegt. Dadurch ist die Kapitalerhöhung bis zur Aufhebung der Handelsregister-Sperre verschoben.

Die SCHMOLZ+BICKENBACH Beteiligungs GmbH („Beteiligungs GmbH“), welche auch die Erben der Gründer vertritt, hatte für die Generalversammlung ebenfalls eine Kapitalherabsetzung durch Nennwertreduktion und eine gleichzeitige

ordentliche Kapitalerhöhung beantragt. Dieser Antrag sah eine Kapitalherabsetzung von CHF 413'437'500 um CHF 295'312'500 auf CHF 118'125'000 (entsprechend einem Nennwert von CHF 1.00 CHF je Namenaktie) sowie eine gleichzeitige Erhöhung um minimal CHF 295'312'500 (entsprechend 295'312'500 Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 1.00 je Namenaktie) bis um maximal EUR 350'000'000¹ vor. Diese Kapitalerhöhung war im Rahmen eines Bezugsrechtsangebots mit einem organisierten Bezugsrechtshandel vorgesehen. Nicht ausgeübte Bezugsrechte sollten der von Renova kontrollierten Venetos Holding AG, Zürich zu denselben Konditionen angeboten werden, ohne dass diese die Pflicht hätte, die Aktien zu zeichnen. Dieser Antrag der Beteiligungs GmbH wurde von der Generalversammlung am 28. Juni 2013 abgelehnt.

Am 28. Juni 2013 schloss die Venetos mit der KG und den von der KG kontrollierten Gesellschaften (zusammen die „S+B KG Gruppe“) die folgenden Geschäfte ab:

- Aktienkaufvertrag über den Erwerb einer Beteiligung von 20.46% an der S+B
- Bedingte Transaktion über den Erwerb einer Beteiligung von insgesamt 4.83% an der S+B
- Aktionärsbindungsvertrag, in welchem die gegenseitigen Rechte und Pflichten der Parteien betreffend die S+B geregelt sind

Die Durchführung des Aktienkaufvertrags setzte den Aktionärsbindungsvertrag in Kraft und bewirkte, dass Venetos und die S+B KG Gruppe in gemeinsamer Absprache im Sinne von Art. 32 BEHG handeln und den Aktionären ein Pflichtangebot unterbreiten müssen, welches am 28. Juni 2013 vorangemeldet und am 12. Juli 2013 publiziert wurde.

Das öffentliche Kaufangebot bezieht sich auf alle kotierten und sich im Publikum befindenden Aktien der S+B, welche nicht von der Venetos oder mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen gehalten werden. Der Angebotspreis beträgt (vor allfälligen Verwässerungseffekten) CHF 2.85 netto je Namenaktie der S+B mit einem Nennwert von CHF 3.50. Der Angebotspreis von CHF 2.85 je S+B Namenaktie entspricht dem rechtlichen Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG. Venetos hat gemäss eigenen Angaben nicht die Absicht, die S+B mehrheitlich zu übernehmen und die Dekotierung der S+B Aktien zu veranlassen.

Am 23. Juli 2013 schlossen der Verwaltungsrat der S+B mit der Renova und der KG eine Vereinbarung über das weitere Vorgehen im Zusammenhang mit der geplanten Rekapitalisierung der S+B und dem laufenden Kaufangebot von Venetos („MOU“) ab. Das MOU ermöglicht Renova und der KG eine Due-Diligence Prüfung von S+B sowie unter Leitung von S+B Verhandlungen mit den finanzierenden

¹ Entspricht ca. CHF 432 Mio. zum Wechselkurs am Tag vor der Generalversammlung, also dem 27. Juni 2013

Banken. Gleichzeitig wird der Verwaltungsrat der S+B das Kaufangebot von Venetos durch eine Fairness Opinion unabhängig beurteilen lassen. Der Verwaltungsrat der S+B wird auf dem Rechtsweg die Aufhebung der durch die KG blockierten von der ordentlichen GV vom 28. Juni 2013 beschlossenen Kapitalmassnahmen der S+B verfolgen. Renova und die KG werden bis spätestens 13. August 2013 prüfen, ob sie die Handelsregistersperre zurückziehen und die beschlossene Kapitalerhöhung unterstützen werden oder ob sie selbst eine umfangreichere, von Renova sicherzustellende Festübernahme vorschlagen wollen. Der Verwaltungsrat wird anschliessend entscheiden, ob er eine solche Kapitalerhöhung unterstützen wird.

Am 25. Juli 2013 erliess die UEK eine Verfügung im Zusammenhang mit dem Kaufangebot. Diese Verfügung befasste sich im Wesentlichen mit dem Inhalt des am 12. Juli 2013 durch Venetos publizierten Kaufangebots. Mit dieser Verfügung verpflichtete die UEK die Venetos zu gewissen Ergänzungen bzw. Anpassungen im Angebotsprospekt; u.a. waren die Angebotsbedingungen anzupassen.

Am 26. Juli 2013 publizierte Venetos das angepasste Kaufangebot in den elektronischen Medien.

1.2. Auftrag des Verwaltungsrates der S+B an die Bank J. Safra Sarasin AG

Der Verwaltungsrat der S+B hat im Hinblick auf die Beurteilung des öffentlichen Kaufangebotes der Venetos einen Angebotsausschuss gebildet, dem die unabhängigen Vertreter des S+B Verwaltungsrates angehören („Angebotsausschuss“). Der Angebotsausschuss hat die Bank J. Safra Sarasin AG, Zürich („J. Safra Sarasin“ oder „BJSS“) am 11. Juli 2013 mit der Erstellung eines Gutachtens zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebotes durch Venetos beauftragt.

Das Gutachten ist ausschliesslich für den unabhängigen Ausschuss des Verwaltungsrats der S+B im Rahmen der Erstellung des Verwaltungsratsberichtes gemäss Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote bestimmt und stellt keine Empfehlung gegenüber den Publikumsaktionären der S+B dar, ein mögliches Übernahmeangebot anzunehmen bzw. abzulehnen. Hingegen nimmt der unabhängige Ausschuss des Verwaltungsrates der S+B im Rahmen seines Berichtes an die Aktionäre Stellung zum Kaufangebot und bezieht sich dabei auf dieses Gutachten.

Das Gutachten von J. Safra Sarasin richtet sich weder an die Venetos als Anbieterin noch an deren Aktionäre und ist somit nicht zur Beurteilung der Transaktion aus Sicht der Venetos bzw. deren Aktionäre bestimmt.

Unser Gutachten stützt sich auf die Beurteilung von Informationen, deren Genauigkeit und Vollständigkeit wir annehmen und auf die wir uns verlassen, ohne sie von einem Dritten bestätigen oder prüfen zu lassen. Bezüglich der gemachten Angaben, Informationen und Daten, die uns zur Verfügung gestellt wurden, nehmen wir an, dass diese ordnungsgemäss und sachgerecht erstellt worden sind. Wie in Kapitel 4 unter Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen näher erläutert, wurden die wichtigsten Einflussfaktoren zur Bestimmung des Unternehmenswertes („Value Drivers“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz durch J. Safra Sarasin beurteilt.

Das Gutachten darf mit Ausnahme der Veröffentlichung im Zusammenhang mit dem Bericht des Verwaltungsrates der S+B ohne die Erlaubnis von J. Safra Sarasin für keinen anderen Zweck verwendet werden.

In Zusammenhang mit diesem Mandat erhält J. Safra Sarasin keine Entschädigung, die von Aussagen der Bewertung oder vom Erfolg einer Transaktion mit S+B abhängig ist. J. Safra Sarasin bestätigt, dass sie als Bewerterin in analoger Anwendung von UEK Rundschreiben Nr. 3 betreffend Prüfstellen unabhängig zu ihrem Urteil gelangt ist.



Kapitel 2 – Beurteilungsgrundlagen

J. Safra Sarasin hat für ihre Beurteilung die folgenden Grundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen zu S+B, welche unseres Erachtens für die Bewertung bzw. für die Beurteilung der Angemessenheit des Kaufangebotes relevant sind. Dazu gehören vor allem die Geschäftsberichte 2011 und 2012 sowie der Quartalsbericht per 31. März 2013 (nicht testiert)
- Jährliche interne finanzielle Berichterstattung über die einzelnen Segmente in den Jahren 2010, 2011 und 2012 (sogenannte Flash Reports)
- Budget 2013 (erstellt im Dezember 2012) sowie Mittelfristplanung 2014 bis 2017 (verabschiedet vom Verwaltungsrat der S+B im Januar 2013) der S+B und ihrer einzelnen Geschäftssegmente
- Forecast des Managements der S+B für das Jahr 2013 sowie Monatsreporting bis Mai 2013
- Strategie- und Strukturanalyse über die S+B durch einen externen Berater per 31. Mai 2013
- Marktanalysen von S+B basierend auf externen Studien (Steel & Metal Market Research (SMR))
- Management Letter 2011 und 2012 und Verwaltungsratsprotokolle 2010 bis 28. Juni 2013
- Interview mit dem CEO und CFO u.a. zur strategischen Positionierung, dem Wettbewerbsumfeld und der Mittelfristplanung
- Kapitalmarkt und Finanzdaten ausgewählter kotierter Unternehmen (Peer Gruppe)
- Multiplikatoren von vergleichbaren Akquisitionstransaktionen
- Bezahlte Kontrollprämien bei in der Schweiz kotierten Industrieunternehmen
- Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung relevanter Parameter für die Bewertung
- Angebotsprospekt von Venetos vom 12. Juli 2013
- Entwurf des Emissions- und Kotierungsprospekts von S+B vom 21. Juni 2013
- Amendment Agreement zum Syndikatskredit mit den kreditgebenden Banken sowie Änderungsvertrag zum Darlehensvertrag der KfW IPEX-Bank GmbH beides vom 7. März 2013

Die Beurteilung von J. Safra Sarasin basiert auf aktuellen markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Bedingungen und berücksichtigt die Kapitalmarktverhältnisse sowie weitere Fakten, welche zum Zeitpunkt der

Beurteilung bestanden haben oder erwartet wurden und ausgewertet werden konnten.

Bei der Erstellung des Gutachtens hat J. Safra Sarasin die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen zu S+B vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.

Im Weiteren hat sich J. Safra Sarasin auf Zusicherungen des Managements der S+B gestützt, dass dieses sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst ist, wonach die verwendeten Informationen ungenau, irreführend oder unvollständig wären.



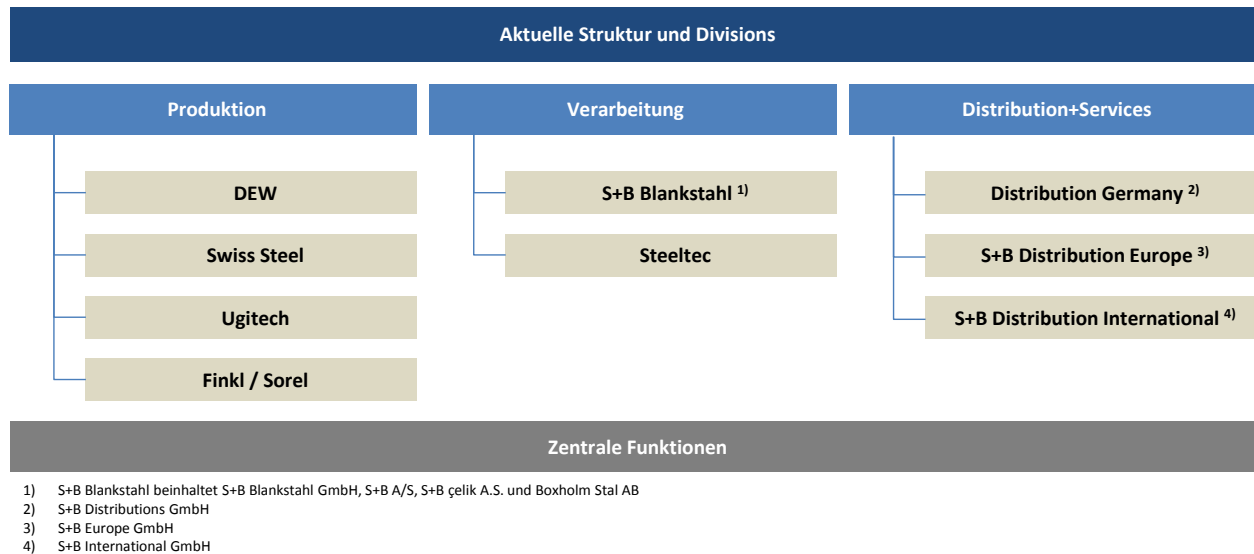
Kapitel 3 – Die S+B Gruppe im Geschäftsjahr 2011 und 2012

S+B gehört als vollintegrierter Stahlkonzern zu den weltweit führenden Anbietern von Speziallangstahlprodukten und kann auf eine über 90-jährige Unternehmensgeschichte zurückblicken. Unterteilt in die drei Geschäftssegmente Produktion, Verarbeitung sowie Distribution+Services verfügt das Unternehmen über ein Produktportfolio, das alle drei Teilbereiche des Speziallangstahlmarktes, bestehend aus Edelmittel- und Automatenstahl, RSH-Stahl und Werkzeugstahl, abdeckt. Das Produktportfolio besteht aus zugeschnittenen Speziallangstählen unterschiedlicher Güte, Formate und Durchmesser. Ergänzend zu den Produkten aus Eigenproduktion bietet das Unternehmen Supply Chain Management Services, wie Just-in-time Lieferungen und lokale Verarbeitungsdienste sowie Drittprodukte an. Damit zählt das Produktangebot insgesamt rund 60'000 Produkte. S+B beliefert rund 30'000 aktive Kunden in der Automobil-, Maschinenbau-, Bau-, Ausrüstungs-, Energie sowie Bergbauindustrie. Geografisch beliefert S+B ihre Kundschaft in Europa, USA sowie den Schwellenmärkten Brasilien, China und Indien.

3.1. Gruppenstruktur

In der untenstehenden Grafik sind die Divisionen sowie die Gliederung der wichtigsten operativen Einheiten innerhalb der S+B Gruppe dargestellt. Mit den drei Divisionen Produktion, Verarbeitung und Distribution+Services ist S+B entlang der gesamten Wertschöpfungskette aktiv. Alle drei Divisionen erzielen neben dem gruppeninternen Umsatz auch externe Umsätze direkt beim Endkunden. Zudem verarbeitet und/oder vertreibt S+B auch Drittprodukte, um One-stop-shop Lösungen anbieten zu können.

Abbildung 1 S+B Organisationsstruktur



Quelle: Unternehmensinformationen

Die Wertschöpfungskette von S+B ist durch die folgenden drei zusammenhängenden Divisionen sichergestellt:

3.2. Produktion

Die Eigenprodukte werden in neun spezialisierten Stahl-, Schmiede- und Walzwerken in Europa (Deutschland, Frankreich, Schweiz) und Nordamerika (USA und Kanada) produziert. Davon verfügen sechs über eigene Schmelzöfen und drei arbeiten ohne lokale Schmelzeinrichtungen. Die Stahlwerke sind bezüglich der Stahlformate und -güten komplementär konfiguriert und decken das gesamte Spektrum von Speziallangstahl ab. Dazu gehören die Hauptproduktgruppen Werkzeugstahl, Edelbau- und Automatenstahl sowie RSH-Stahl (rost-, säure- und hitzebeständiger Stahl), ergänzt durch Sonderprodukte. Die hergestellten Produkte werden sowohl direkt an Endkunden als auch an die Divisionen Verarbeitung und Distribution+Services verkauft. Der Direktverkaufsanteil beträgt rund 80% des Gesamtdivisionsumsatzes von EUR 2'517 Mio. im Jahr 2012. Der Umsatzanteil der Produktionsdivision am Gesamtumsatz betrug im gleichen Jahr 70%. Die Division beschäftigte per Ende 2012 6'629 Mitarbeiter.

In der untenstehenden Tabelle werden die S+B Produktionsstandorte dargestellt. Diese befinden sich ausschliesslich in Europa und Nordamerika.



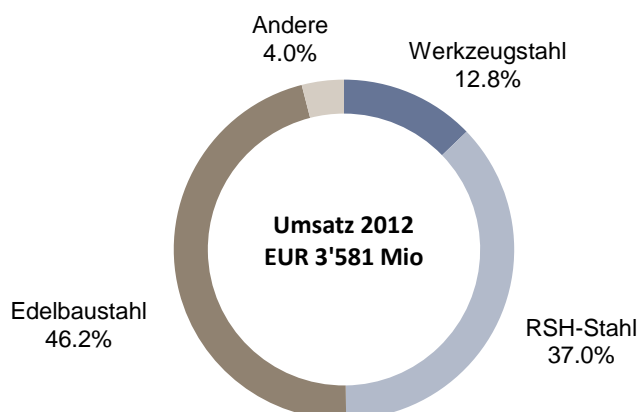
Tabelle 1 Übersicht Division Produktion

Division	Standorte	Beschreibung	Absatz 2012 (Tsd Tonnen)
Produktion			
DEW	Deutschland	2 Stahlwerke und Weiterverarbeitungskapazitäten an 4 Standorten	662
Ugitech	Frankreich	1 Stahlwerk und 6 Verarbeitungswerke	196
Swiss Steel	Schweiz	1 Stahlwerk	541
Finkl Group (inkl. Sorel)	Nordamerika	2 Stahlwerke und 1 Verarbeitungswerk	109

Quelle: Unternehmensinformationen

Im Jahr 2012 tätigte S+B Investitionen in die Effizienzsteigerung und Arbeitssicherheit sowie Investitionen in die Instandhaltung und Kapazitätserweiterung in Höhe von insgesamt EUR 114.8 Mio. Ein Grossteil davon floss mehrheitlich in den Neubau des Stahlwerks von A. Finkl & Sons Co. (US) im Süden von Chicago, das im Frühjahr 2013 in Betrieb genommen wurde. Mit dem neuen Werk verfügt S+B über eine sehr effiziente und moderne Produktionsanlage zur Belieferung des Nordamerikanischen Marktes.

Abbildung 2 Umsatzerlöse 2012 nach Produktgruppen



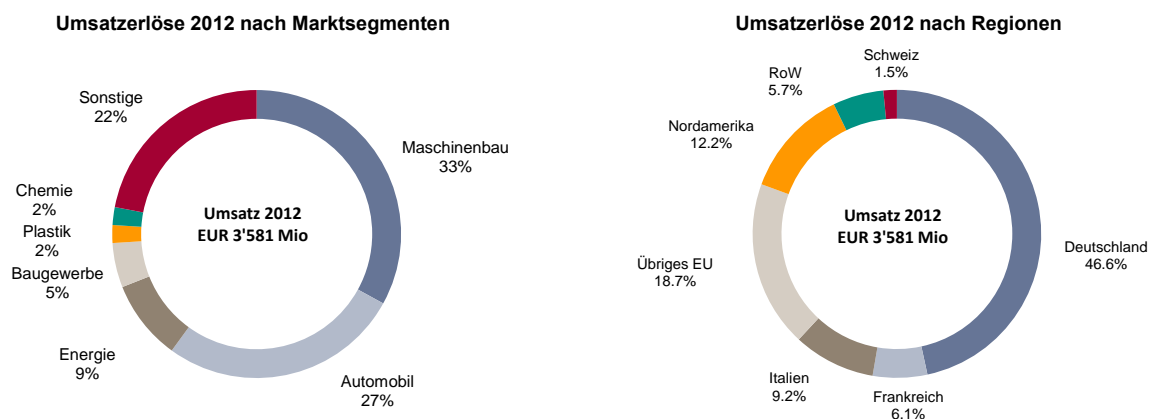
Quelle: Unternehmensinformationen

S+B erzielt über 80 Prozent des Gesamtumsatzes mit Produkten aus Edelbau- sowie RSH-Stahl. Der restliche Umsatz wird mit Werkzeugstahl (rund 13%) sowie anderen Produkten (4%) generiert.

Die untenstehende Grafik zeigt die relevanten Marktsegmente, in denen S+B aktiv ist. Dabei wird deutlich, dass der Maschinenbau- und Apparatebau sowie die

Automobilindustrie mit rund 60% des S+B Umsatzes eine bedeutende Rolle spielen. Geografisch konzentriert sich S+B insbesondere auf die europäischen Absatzmärkte. Dabei spielt Deutschland mit der Automobilindustrie eine tragende Rolle.

Abbildung 3 Umsatzerlöse 2012 nach Märkten und Regionen



Quelle: Unternehmensinformationen

3.3. Verarbeitung

Die Verarbeitungsdivision verfügt über Weiterverarbeitungsanlagen wie Stab- und Drahtziehereien, Blankstahlproduktionsanlagen und Einrichtungen zur Wärmebehandlung. Durch die Weiterverarbeitung von hochwertigem Stahl werden Langstahlprodukte hergestellt, die individuellen Kundenlösungen sowie der gewünschten Fertigungstiefe entsprechen. Dabei werden Produktmerkmale wie Masstoleranz, Festigkeit und Oberflächenbeschaffenheit gemäss den Kundenanforderungen erzielt. Der Stahlbedarf der Verarbeitungsdivision wird einerseits durch Eigenproduktion (45%-65%) von Stahl aber andererseits auch durch gruppenexterne Anbieter gedeckt. Während über 60% des Divisionsumsatzes direkt mit Endkunden erzielt wird, verkauft die Division die restlichen 40% an die Division Distribution & Services. Mit einem Umsatz von EUR 393 Mio. im 2012 erzielte die Verarbeitungsdivision 11% des Gruppenumsatzes. S+B verfügt über Stahlverarbeitungsanlagen in Schweiz, Schweden, Italien Frankreich, Dänemark und der Türkei (siehe untenstehende Tabelle).

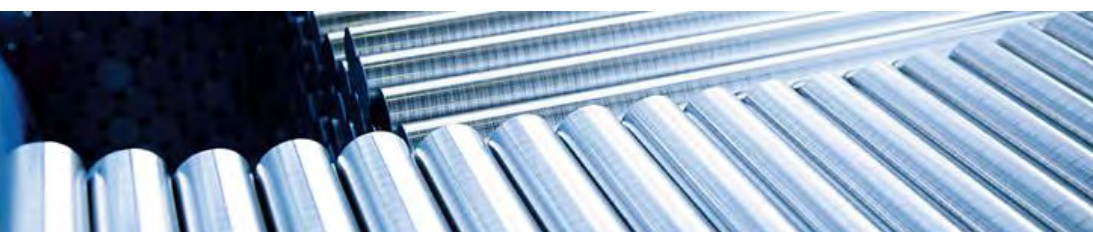


Tabelle 2 Übersicht Division Verarbeitung

Division	Standorte	Beschreibung	Absatz 2012 (Tsd Tonnen)
Verarbeitung			
S+B Blankstahl	Dänemark, Deutschland, Schweden, Türkei	4 Verarbeitungswerke	146
Steeltec	Schweiz	1 Verarbeitungswerk	72

Quelle: Unternehmensinformationen

3.4. Distribution+Services



S+B verfügt in 35 Ländern über 86 eigenen Distributions- und Service-Niederlassungen. Die Lieferung von Spezialstahl und Komplettlösungen umfassen die technische Beratung, und die nachgelagerte Verarbeitung wie Sägen, Fräsen, Härten sowie Just-in-time-Belieferungen. Zum Produktspektrum gehören Speziallangstahlprodukte aus Eigenproduktion sowie Produkte von Drittanbietern. Die Division erzielte im Jahr 2012 einen Umsatz von EUR 1'290 Mio. und beschäftigte 2'369 Mitarbeiter.

Tabelle 3 Übersicht Division Distribution + Services

Division	Standorte	Beschreibung	Absatz 2012 (Tsd Tonnen)
Distribution + Services			
S + B Distribution Deutschland	13 regionale Standorte in Deutschland	-	456
S + B Distribution Europa (exkl. DE)	18 Länder in EU, exkl. Deutschland	-	166
S + B Distribution International	16 Länder ausserhalb EU	1 Verarbeitungswerk	59

Quelle: Unternehmensinformationen

Die folgende Tabelle zeigt eine Zusammenfassung der Leistungskennzahlen im Jahr 2012 nach Divisionen:

Tabelle 4 Finanzckdaten nach Divisionen

	Produktion	Verarbeitung	Distribution + Services	Total Gruppe
EUR in Mio.				
Umsatz	2'517.0	392.6	1'290.0	3'581.4
EBITDA	125.4	16.4	3.2	122.5
Marge in %	5.0%	4.2%	0.2%	3.4%
Bereinigtes EBITDA	136.7	16.4	15.9	151.8
Marge in %	5.4%	4.2%	1.2%	4.2%

Quelle: Unternehmensinformationen

3.5.

Produkte



Edelbau- und Automatenstahl – Dieser Spezialstahl wird für Komponenten verwendet, welche hohen mechanischen Belastungen ausgesetzt sind und deren Einsatz dauerhaft gewährleistet sein muss. Daraus werden unter anderem Antriebs-, Motor-, und Fahrwerkskomponenten für die Automobilindustrie, Turbinenteile für die Energieerzeugung oder auch Getriebekomponenten für die Windenergie, gefertigt. Der Edelbaustahl umfasst neben vergleichsweise einfachem (einsatzgehärteten) oder wärmebehandelten Stahl auch mikrolegierten Stahl sowie Wälzlagerstahl, der eine extreme Härte und Reinheit ausweist. Trotz hoher Festigkeit muss der Edelbaustahl über eine gute Zerspanungsfähigkeit verfügen, um eine effiziente automatisierte Verarbeitung zu gewährleisten.



RSH-Stahl – Dieser Stahl ist beständig gegen Rost, Säure und hohe thermische Belastungen, weist eine hohe Festigkeit auf und ist trotzdem dehnbar. Zu den Hauptanwendungsgebieten von RSH-Stahl gehören die Automobil- und Maschinenbauindustrie, Lebensmittel- und Chemieindustrie, Medizintechnik, Öl- und Gasindustrie (Bohrinseln oder Chemieanlagen) sowie die Luftfahrt.



Werkzeugstahl – Werkzeugstähle müssen genau auf die Anforderungen des spezifischen Anwendungsgebietes zugeschnitten sein. Daher ist bei der Herstellung dieses Stahls eine intensive Interaktion zwischen S+B und den Endkunden notwendig, um die Eigenschaften des Stahls genauestens entsprechend den Kundenwünschen herzustellen. Zu den Eigenschaften von Werkzeugstahl gehören wirtschaftliche Spanbarkeit, hoher Verschleisswiderstand, gute Temperaturleitfähigkeit, gute Härtebarkeit sowie gute Polier- und Ätzzfähigkeit. Gemäss Managementaussagen ist S+B als Anbieter von Werkzeugstahlspezialitäten weltweit führend.

3.6.

Historische Finanzaufgaben

Im Jahr 2012 war die Geschäftsentwicklung von S+B hauptsächlich durch die schwächere gesamtwirtschaftliche Entwicklung der Weltkonjunktur und der negativen Entwicklung der Schrott- und Legierungspreise geprägt. Vor dem Hintergrund der europäischen Schuldenkrise und den damit verbundenen unsicheren Marktbedingungen in Europa wurde ein Nachfragerückgang und damit ein Umsatzrückgang von 9.1% auf EUR 3'581.4 Mio. sowie eine EBITDA Reduktion (vor Restrukturierungsaufwand) um 49% auf EUR 151.8 Mio. verzeichnet. Gleichzeitig verschlechterte sich die EBITDA Marge 2012 von 7.5% im Vorjahr auf 4.2%, da sich eine geringere Auslastung der Produktions- und Bearbeitungskapazitäten bei hohen Fixkosten vergleichsweise stark auf die

Kapitel 3 – Die S+B Gruppe im Geschäftsjahr 2011 und 2012

Margen des Unternehmens auswirkt. Der Auslastungsrückgang ist auch in der um 10.1% tieferen abgesetzten Menge von 2'044 kt (2011: 2'274 kt) zu beobachten.

Tabelle 5 Finanzielle Übersicht GJ 2012-2011 auf Gruppe Ebene

S + B Konzern	Einheit	2012	2011	Veränderung Vorjahr in %
Absatzmenge	Kilotonnen	2'044.0	2'274.0	-10.1%
Umsatzerlöse	Mio. EUR	3'581.4	3'942.9	-9.2%
EBITDA vor Restrukturierungsaufwand	Mio. EUR	151.8	296.2	-48.8%
Betriebliches Ergebnis vor Abschreibungen (EBITDA)	Mio. EUR	122.5	296.2	-58.6%
EBITDA Marge vor Restrukturierungsaufwand	%	4.2%	7.5%	-44.0%
EBITDA-Marge	%	3.4%	7.5%	-54.7%

Quelle: Unternehmensinformationen

Die Umsatzentwicklung in den geografischen Absatzmärkten fiel sehr unterschiedlich aus. Während im Hauptabsatzmarkt Europa (betroffen waren insbesondere südeuropäische Länder) der Umsatz um 12.9% zurückging, konnte in Nordamerika eine Umsatzsteigerung von 15.5% erzielt werden. In den restlichen Märkten verzeichnete S+B einen um 7.7% höheren Umsatz. Insgesamt konnte dies jedoch die Umsatzeinbussen in den europäischen Absatzmärkten nicht auffangen.

Die Umsatzentwicklung der einzelnen Produktgruppen fiel vergleichbar mit der Umsatzentwicklung nach Regionen ebenfalls unterschiedlich aus. Die Entwicklung des Umsatzes nach Produktgruppen wurde im Jahr 2012 und im ersten Quartal 2013 wesentlich durch die tieferen Legierungspreise negativ beeinflusst. Aufgrund der geringeren Nachfrage der Maschinenbauindustrie in Europa ging im Jahr 2012 die abgesetzte Menge von Werkzeugstahl um 9.5% zurück. Der Umsatz mit Werkzeugstahl ging jedoch nur um 2.4% zurück. RSH-Stahl erfuhr aufgrund von tieferen Preisen eine Umsatzreduktion um 7.4%, wobei die abgesetzte Menge um 4.6% zurückging. Im Edelmetallbereich erzielte S+B aufgrund des verstärkten Wettbewerbs durch südeuropäische Hersteller einen Umsatzrückgang von 13.2% und einen Absatzrückgang von 11.6%.

Die rückläufige Geschäftsentwicklung von S+B hat sich im ersten Quartal 2013 fortgeführt. Das Unternehmen erzielte 15.5% weniger Umsatz und eine um 12.8% geringere Absatzmenge als im Vergleichsquartal des Vorjahres.

Tabelle 6 Finanzielle Übersicht Q1 2013-2012 auf Gruppenebene

S + B Konzern	Einheit	Q1 2013	Q1 2012	Veränderung Vorjahr in %
Absatzmenge	Kilotonnen	530.0	608.0	-12.8%
Umsatzerlöse	Mio. EUR	867.4	1'027.1	-15.5%
EBITDA vor Restrukturierungsaufwand	Mio. EUR	47.2	73.1	-35.4%
EBITDA Marge vor Restrukturierungsaufwand	%	5.4%	7.1%	-23.9%
Betriebliches Ergebnis vor Abschreibungen (EBITDA)	Mio. EUR	46.6	73.1	-36.3%

Quelle: Unternehmensinformationen

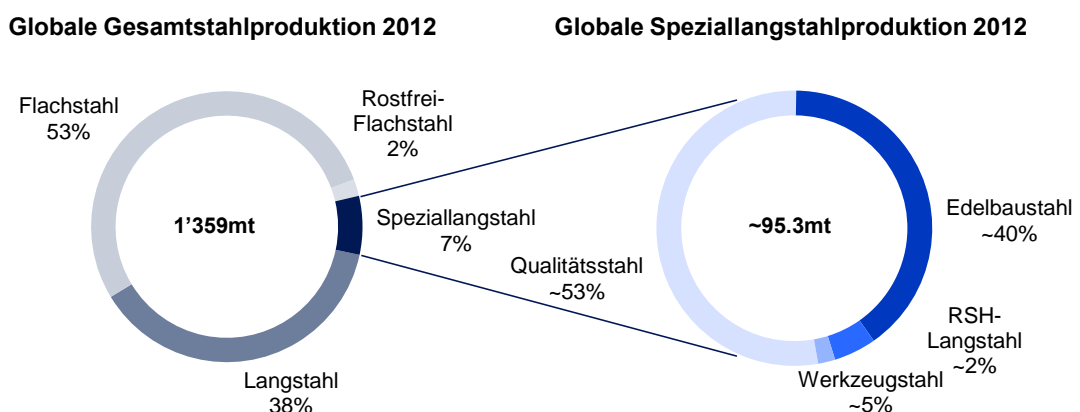
3.7. Strategischer Fokus

S+B verfolgt seit dem Jahr 2003 eine Buy-and-build-Investitionsstrategie und hat sich damit zu einem voll integrierten Anbieter von Speziallangstahl entwickelt. Durch die integrierten Aktivitäten der gesamten Wertschöpfungskette von Produktion über Verarbeitung bis hin zur Distribution sowie der breiten Speziallangstahl-Produktpalette hat sich S+B auf eine Marktnische in der Stahlindustrie spezialisiert. Zwischen 2004 und 2007 wurden Edelstahl Witten-Krefeld GmbH (2004, Fokus Edelbau- und Werkzeugstahl), Krupp Edelstahlprofile GmbH (2005, Fokus RSH-Stahl), Ugitech (2006, Fokus RSH-Langprodukte) sowie Finkl & Sons, Sorel Forge (2007, Fokus Werkzeugstahl) übernommen. Im Mai 2013 hat S+B im Rahmen einer Strategie- und Strukturanalyse die Unternehmensstrategie analysiert und dem veränderten wirtschaftlichen Umfeld angepasst. Die neue Unternehmensstrategie der S+B konzentriert sich auf die Speziallangstahlproduktion. Mit der neuen Strategie wird der Fokus auf das Optimierungs- und Differenzierungspotential der Produktionsdivision gelegt. Insbesondere sollen die zusätzlichen Kapazitäten von A. Finkl & Sons in Chicago für die Erweiterung der Produktpalette und Umsatzsteigerung genutzt werden. S+B verlagerte im Rahmen der neuen Strategie den Fokus von den anderen Divisionen stärker auf die Produktionsdivision. Demnach soll der Fokus auf die Produktion von Stahlspezialitäten (z.B. RSH-Stahl und Dornstangen aus Werkzeugstahl) sowie technischen Produkten, die bspw. in Antriebs-, Motor- und Fahrwerkskomponenten Verwendung finden, gelegt werden. In diesen Bereichen können aufgrund geringerer Konkurrenz und grösserer Differenzierbarkeit der Produkte und Dienstleistungen vergleichsweise hohe Gewinnmargen erzielt werden. Gleichzeitig soll jedoch die Auslastung vorhandener freier Produktionskapazitäten mittels Herstellung von Basisstahlprodukten zur Erzielung von Deckungsbeiträgen besser ausgenutzt werden.

3.8. Der globale Stahl- und Speziallangstahlmarkt

Die globale Gesamtstahlproduktion wurde für das Jahr 2012 auf rund 1'359 mt geschätzt und kann in den vier Kategorien Flachstahl, Langstahl, Rostfrei-Flachstahl und Speziallangstahl unterteilt werden (siehe Abbildung). Der Anteil des globalen Speziallangstahls an der Gesamtproduktion beträgt rund 7% bzw. rund 95 mt Speziallangstahl (Schätzungen des S+B Managements auf Grundlage einer Marktanalyse von SMR²). Der Speziallangstahl beinhaltet Legierungselemente wie Nickel, Chrom, Wolfram, Magnesium usw. und wird abhängig vom Kundenwunsch weiterverarbeitet (z.B. mittels Hitzebehandlung), um spezifische Eigenschaften wie bestimmte chemische Zusammensetzungen und/oder kristalline Strukturen des Stahls zu erzielen. Im Gegensatz zum Speziallangstahl und RSH-Stahl, können die übrigen Stahlsegmente als Basisstahlprodukte (Standardprodukt) mit tiefem Legierungsgrad und mit einem geringeren Grad an zusätzlicher Weiterverarbeitung betrachtet werden. Darin liegt ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal von Spezialstahl. Dieser kann exakt auf die Kundenbedürfnisse sowie auf das Anwendungsgebiet des Kunden zugeschnitten werden. Die Produktion von Speziallangstahl ist wesentlich komplexer als diejenige von Basisstahl. Die folgende Abbildung stellt die geschätzten Marktanteile im Gesamtstahlmarkt sowie im Speziallangstahlsegment dar. S+B ist ausschliesslich im Segment des Speziallangstahls tätig. Das Speziallangstahlsegment kann in die Sub-Segmente Werkzeugstahl, RSH-Stahl und Edelbaustahl unterteilt werden.

Abbildung 4 Übersicht Stahlmarkt



Quelle: Steel and Metals Market Research

² SMR ist ein unabhängiges Marktforschungsunternehmen.

Im Speziallangstahlsegmente unterliegen die Margen im Vergleich zu Basisstahlprodukten den Preisschwankungen bei den Rohmaterialien für die Stahlproduktion weniger stark. Da die Produktion von Speziallangstahl auf wiederverwertbarem Stahl (Stahlschrott und der Zugabe von Legierungselementen) mit vergleichsweise starken Marktschwankungen basiert, hat sich in der Industrie ein Aufschlagspreissystem für wiederverwertbaren Stahl und Legierungselementen etabliert. Demnach werden Preisschwankungen den Endkunden gemäss bestimmten Indizes weiterverrechnet (ohne Neuverhandlungen der Preise). Obwohl damit Preisschwankungen nicht gänzlich weitergegeben werden können, beeinflussen Preisschwankungen des Rohmaterials für Speziallangstahl die Margen deutlich weniger stark als im Basisstahlsegment (Eisenerz als Ausgangsprodukt).

Die Nachfrage nach Speziallangstahl wird durch die Nachfragentwicklung nach Produkten und Anwendungen wie Fahr- und Flugzeugen, Bau-, Apparate- und Maschinenbauindustrie, Schiefergas- und Erdölförderung, medizinischen Geräten und weiteren Anwendungsindustrien bestimmt. Im Vergleich dazu ist die Nachfrage nach Basisstahl insbesondere von Infrastrukturprojekten abhängig.



Kapitel 4 – Bewertungsanalysen

Stand-alone / Synergien / Kontrollprämie

Die von J. Safra Sarasin verwendeten Planrechnungen zur Bewertung beschränken sich auf S+B als Zielgesellschaft, d.h. es wird in den Planrechnungen von einer selbständigen, zukünftigen Geschäftsentwicklung der S+B ausgegangen („stand-alone“), ohne dass potentielle Folgen des von Venetos angemeldeten Übernahmeangebots berücksichtigt werden.

Eine Übernahme der S+B würde es einem Käufer, der in einem vergleichbaren Sektor tätig ist, ermöglichen, Synergiepotenziale in bestimmten Bereichen zu nutzen. Grundsätzlich können je nach Käufer Synergien in den Bereichen Vertrieb, Produktpalette, Rohmaterialbeschaffung, Produktion, Verarbeitung und im technologischen Know-how erwartet werden. In diesem Zusammenhang können sich somit sowohl Ertrags- wie auch Kostensynergien ergeben.

Eine Bewertung von S+B auf Basis der DCF-Methode und die Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften berücksichtigen diese Synergiepotenziale nicht, da diese von S+B in einem stand-alone Szenario nicht realisiert werden können. Wie nachstehend dargelegt wird, stellt die vorliegende Bewertung primär auf die DCF-Methode ab.

Die Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen und die Prämienanalyse erlauben einen Vergleich mit den Werten, die im Rahmen anderer (vergleichbarer) Transaktionen bezahlt wurden. Diese Werte können einen Hinweis auf die Entschädigung der Aktionäre der Zielgesellschaft für das zukünftige Synergiepotenzial geben. Das von den Aktionären einer Zielgesellschaft eingebrachte Synergiepotenzial wird je nach spezifischer Konstellation (z.B. im Falle eines Bieterwettbewerbs) mehr oder weniger entschädigt. Kontrollprämien, welche nur einzelnen Aktionären bezahlt werden, sind im Schweizerischen Übernahmerecht nicht mehr erlaubt.

Kapitalerhöhung

Die von uns vorgenommene Bewertung unterstellt die Durchführung der geplanten Kapitalerhöhung und die daraus folgende Sicherung der Liquidität und Normalisierung der Finanzierungskosten. Ebenfalls wird die Ausübung der Bezugsrechte durch die heutigen Aktionäre angenommen, sodass bei diesen keine Verwässerung entsteht.

Um die Vergleichbarkeit mit dem Kaufangebot von Venetos sicherzustellen, beziehen sich alle Angaben auf die heute ausstehenden Namenaktien der S+B (unverwässert).

Bewertungsstichtag, Management-View, ausserordentliche Kosten und anschliessende Ereignisse

Als Bewertungsstichtag wurde der 27. Juli 2013 festgelegt. Ausgangspunkt für die Planrechnungen bilden insbesondere die Bilanz per 31. Dezember 2012, das Budget und der Forecast 2013 sowie die Mittelfristplanung der S+B für die Jahre 2014 - 2017. Bei der Entwicklung der Planrechnungen wurden auch die Erkenntnisse der im Mai 2013 abgeschlossenen Strategie- und Strukturanalyse insoweit berücksichtigt, als die von uns verwendeten langfristigen Ertragsgrössen als erreichbar erachtet werden.

Die im Jahr 2013 aus der Refinanzierung der S+B (Anpassung der Kreditverträge, ausserordentliche Verzinsung, geplante Kapitalerhöhung gemäss Beschluss der Generalversammlung 2013), der Strategie- und Strukturanalyse sowie der Neustrukturierung des Aktionariats entstehenden ausserordentlichen Kosten wurden addiert und, bereinigt um Steuern, im Rahmen der Bewertung der Nettoverschuldung hinzu gerechnet. Zusätzlich wurde die Nettoverschuldung um Pensionsverpflichtungen sowie nutzbare Verlustvorräte korrigiert³.

Das Management von S+B hat gegenüber J. Safra Sarasin bestätigt, dass keine nicht offengelegten Ereignisse eingetreten sind, die einen materiellen Einfluss auf die Bewertung haben könnten, welche nicht im Forecast 2013 und/oder in der Mittelfristplanung berücksichtigt sind.

J. Safra Sarasin hatte im Rahmen eines Management Interviews mit dem CEO und CFO der S+B auch Gelegenheit, die Bewertung und die ihr zu Grunde liegenden wesentlichen Bewertungsannahmen zu plausibilisieren.

Verwendete Planrechnungen

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen spezifischen Erfolgsfaktoren - einschliesslich seiner materiellen Substanz, Innovationskraft, Produkte und Marktpositionierung, innerer Organisation, Mitarbeiter und seines Managements - in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass letztlich ausschliesslich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die

³ Im Discounted Cash Flow Modell wurde die Nutzung der Verlustvorräte vereinfacht modelliert.

Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

Planungshorizont und Residualwert

Um die zukünftigen finanziellen Überschüsse zu berechnen, hat J. Safra Sarasin als Ausgangsbasis die historische Entwicklung, den Forecast 2013 sowie den Mittelfristplan 2014 - 2017 herangezogen. Als Planungshorizont wurde ein Zeitraum bis 2019 gewählt, und anschliessend ein normalisierter, mit den Annahmen für die Berechnung des Residualwertes im Einklang stehender finanzieller Überschuss für das Jahr 2020 hergeleitet. Im Rahmen dieser Normalisierung wurde darauf geachtet, dass das Wachstum, die Margen, die Investitionen und der Steuersatz vor dem Hintergrund historischer Werte und der zukünftigen Strategie von S+B plausibel und konsistent erscheinen.

Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen

Im Rahmen der Bewertungsarbeiten hat J. Safra Sarasin die wichtigsten Einflussfaktoren des Unternehmenswertes („Value Driver“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz unter Berücksichtigung der historischen Entwicklung und mittels den Markterwartungen beurteilt. Zusätzlich wurden die Planrechnungen mit dem Management von S+B diskutiert, was insbesondere im Hinblick auf die Beurteilung von Wachstums- und Margenperspektiven von Bedeutung war.

Sofern aus Sicht J. Safra Sarasin Anpassungen an der Mittelfristplanung der S+B gerechtfertigt erschienen, wurden diese vorgenommen. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die von J. Safra Sarasin für die Bewertung verwendeten Annahmen zu den wichtigsten Value Drivers:

WACHSTUM	2014	2018
	– 2017	– 2020
Nominales Wachstum der Umsatzerlöse (Durchschnitt p.a.) Das Geschäft von S+B ist von einer grossen Nachfragevolatilität geprägt, welche durch die Lagerhaltung der Distributoren und Kunden zusätzlich verschärft wird. 2012 war diesbezüglich ein unerfreuliches Jahr, welches von einem Umsatzrückgang von -9.2% geprägt war. Dieser war teilweise auch darauf zurückzuführen, dass S+B (zu) zurückhaltend war bei der Gewährung von Preiskonkzessionen. Dies hat zumindest teilweise auch zu Verlusten an Marktanteilen geführt. Zudem wurden wesentlich tiefere Schrott- und Legierungspreise verzeichnet, was den Umsatz im 2012 sowie im ersten Quartal	Durchschnitt 3.8%	1.7%

<p>2013 ebenfalls negativ beeinflusste. Basierend auf einer neuen, adaptierten Verkaufsstrategie erwartet S+B die verlorenen Marktanteile wieder zurückgewinnen zu können. Weil aber das wirtschaftliche Umfeld im Jahr 2013 weiterhin sehr herausfordernd ist, erwartet das Management von S+B, dass der Umsatz des Vorjahres (d.h. 2012) nicht ganz erreicht werden kann.</p> <p>Die schwierigen Jahre 2012 und 2013 sind gemäss Management vor allem vom konjunkturellen Marktumfeld geprägt. Strukturell sieht sich S+B durch ihre Spezialisierung auf technologisch hochstehende Nischen solide aufgestellt. Potentielle Risiken wie Substitution durch Kunststoffe oder Überkapazitäten in China, welche in den Export gelangen könnten und damit den zukünftigen Umsatz negative beeinflussen könnten, beurteilt S+B als eher gering.</p> <p>Entsprechend wird damit gerechnet, dass S+B in den Jahren 2014 bis 2017 von einer generellen Markterholung und der Rückgewinnung von Marktanteilen profitieren kann. Das S+B Management rechnet, basierend auf SMR Marktanalysen, in den Bereichen Werkzeugstahl/RSH-Stahl mit einem Marktwachstum rund 3.0 - 4.0% und erwartet für Edelbaustahl ein Wachstum von rund 2.5% p.a. Die erwartete Wachstumsrate der S+B Gruppe insgesamt liegt in diesem Zeitraum bei 3.8% und beinhaltet die erwähnten leichten Marktanteilsgewinne.</p> <p>In den Jahren 2018 und 2019 findet eine Abflachung des erwarteten Wachstums statt. Es wird unterstellt, dass das dannzumal (2019) erreichte Umsatzniveau von rund EUR 4.3 Mia. über einen Konjunkturzyklus hinweg im Schnitt erreicht werden kann.</p>		
--	--	--

PROFITABILITÄT	2014 – 2019	2020
<p>EBITDA-Marge</p> <p>Im Geschäftsjahr 2011, als ein Umsatz von EUR 3'942 Mio. erzielt wurde, betrug die EBITDA-Marge (vor Restrukturierungsaufwand) 7.5%. Im Jahr 2012, als ein Umsatz von EUR 3'581 Mio. erzielt wurde, betrug die EBITDA-Marge (vor Restrukturierungsaufwand) 4.2%. Dies zeigt, dass der Haupttreiber für die EBITDA-Marge bei S+B die erzielten Volumen bzw. die Auslastung der Kapazitäten sind.</p> <p>Trotz einem leichten Umsatzrückgang im 2013 wird eine Verbesserung der EBITDA-Marge auf 5.7% erwartet, da S+B im 2012 namhafte Restrukturierungsprogramme eingeleitet hat, welche von einem Personalabbau begleitet wurden und mit denen ab 2013 Effizienzgewinne erzielt werden können.</p> <p>In den Jahren 2014 bis 2019 rechnet S+B mit einer Verbesserung der EBITDA-Marge einerseits durch steigende Volumen aber auch durch weitere Verbesserungen der Effizienz andererseits. Am Ende des Planungshorizontes im Jahr 2020 wird in der Planung</p>	<p>Durchschnitt 7.4%</p>	<p>8.2%</p>

von einer EBITDA-Marge von 8.2% ausgegangen, was im Zielbereich von S+B liegt ⁴ . Es wird unterstellt, dass diese Marge im Durchschnitt über einen Konjunkturzyklus hinweg erzielt werden kann.		
--	--	--

INVESTITIONEN	2014 – 2019	2020
<p>Investitionen in % des Umsatzes</p> <p>S+B hat in den vergangenen Jahren umfangreiche Investitionen ins Anlagevermögen getätigt. So wurde beispielsweise das Werk von Finkl & Sons in den USA komplett neu aufgebaut. Entsprechend lagen die Investitionen in den vergangenen drei Jahren über den jährlichen Abschreibungen. Die Investitionen in % des Umsatzes betrugen über die letzten 3 Jahre durchschnittlich 3.6%.</p> <p>Die Investitionsplanung von S+B sieht in den kommenden Jahren moderate Investitionen ins Anlagevermögen vor, welche nun etwas unter den jährlichen Abschreibungen liegen. In der Periode 2014 – 2019 betragen die Investitionen 2.5% bis 3.2% des Umsatzes und nehmen in absoluten Zahlen zusammen mit dem moderaten Umsatzzuwachs naturgemäss leicht zu.</p> <p>Im Jahr 2020 sind die Investitionen gleich hoch wie die Abschreibungen, sodass das Anlagevermögen konstant bleibt. Dabei betragen die Investitionen 2.8% des Umsatzes. Diese Annahme ist auch im Kontext mit dem sehr geringen Umsatzwachstum ab 2019 zu sehen und unterstellt, dass dieses tiefe Wachstum in der Produktion durch technische Rationalisierungen bei den Investitionen kompensiert werden kann.</p>	2.5% bis 3.2%	2.8%

WEITERE WERTETREIBER
<p>Residualwert: Wachstumsannahme nach dem Jahr 2020</p> <p>Die Wachstumsrate für die Berechnung des Residualwerts beeinflusst das Bewertungsergebnis massgeblich, da bei Discounted Cash Flow Bewertungen typischerweise dem Residualwert ein hohes Gewicht zukommt. Für die Bewertung der S+B wurde von J. Safra Sarasin ein ewiges Wachstum von 1.5% p.a. angenommen, was einer durchschnittlichen, moderaten Inflationserwartung in den Hauptabsatzmärkten von S+B entspricht. Die Planungswährung war der Euro.</p>
<p>Steuersatz</p> <p>S+B erachtet einen langfristigen durchschnittlichen Gruppensteuersatz in Höhe von 29.0% als angemessen. Dies entspricht insbesondere der Steuerbelastung im Hauptmarkt Deutschland und erscheint deshalb plausibel.</p>

⁴ S+B plant gemäss Kommunikation der Q1 2013 Zahlen mittelfristig eine EBITDA-Marge von > 8% zu erreichen

Verwendete Analysemethoden

Zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Kaufpreises steht die DCF-Methode im Vordergrund. Zur Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses wurde zusätzlich eine Analyse vergleichbarer Gesellschaften (Compco Analyse), eine Analyse vergleichbarer Transaktionen (Compac Analyse) sowie eine Analyse von im Schweizerischen Markt bei Börsentransaktionen bezahlten Kontrollprämien (Prämienanalyse) durchgeführt.

4.1. Discounted Cash Flow Methode

Bei der DCF-Methode wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Als finanzielle Überschüsse werden die Free Cash Flows herangezogen, die den Aktionären und den Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen. Die Summe der Barwerte der Free Cash Flows (inkl. Residualwert) zuzüglich allfälliger nicht-betriebsnotwendiger Aktiven ergibt den Unternehmenswert brutto. Von diesem werden die zinstragenden Verbindlichkeiten, bereinigt um die überschüssigen flüssigen Mittel, in Abzug gebracht, um den Unternehmenswert netto, d.h. den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln.

Zur Berechnung der Barwerte der finanziellen Überschüsse wurden als Diskontsatz die gewichteten Fremd- und Eigenkapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital) verwendet. Die Berechnung der Kapitalkostenkomponenten basiert auf dem Capital Asset Pricing Model.

Da die Planrechnungen in EUR dargestellt sind, wurde der Diskontsatz auf Basis der EUR-Kapitalkosten berechnet. Die folgenden Inputvariablen fanden bei der Berechnung des Diskontsatzes Verwendung.

Risikoloser Zinssatz

Für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes wird vom EUR Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage ausgegangen. Dabei wird für den risikolosen Zinssatz die langfristig erzielbare Rendite von Anleihen öffentlicher Emittenten herangezogen. Da Laufzeiten aber zeitlich begrenzt sind, muss eine Annahme bzgl. des Zinsniveaus bei der Wiederanlage getroffen werden. Zur Orientierung wurde dazu die historische Zinsentwicklung herangezogen.

Anleihen des Deutschen Bundes mit einer Restlaufzeit von ca. 30 Jahren wiesen am 19. Juli 2013 eine Rendite von 2.4%⁵ auf. Der tiefe Zinssatz ist geprägt durch das aktuelle Tiefzinsumfeld. Über einen längeren historischen Zeitraum von 57

⁵ Quelle: Bloomberg

Jahren betrachtet, lag das durchschnittliche Zinsniveau von Anleihen des Deutschen Bundes mit einer Restlaufzeit von ca. 10 Jahren jedoch deutlich höher, nämlich bei 6.4%⁶. Unter Berücksichtigung der Zinsentwicklung in der Vergangenheit und der aktuellen Rendite dieser langfristigen Anleihen wurde deshalb der Bewertung ein risikoloser Basiszinssatz in der Höhe von 4.5% zugrunde gelegt.

Risikozuschlag

Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme des Unternehmerrisikos lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelden. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen eingehen, ist ein Zuschlag zum risikolosen Zinssatz notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.

Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dieses ist im Rahmen dieses Gutachtens angewendet worden.

Die unternehmensspezifische Risikoprämie erhält man durch Multiplikation des Beta-Faktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Beta-Faktor ist ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta-Faktor grösser eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals gemessen am Aktienkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass sich der Wert im Durchschnitt unterproportional ändert.

Die Berechnung der Marktrisikoprämie erfolgt durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in Aktien und risikolosen Anlagen. Kapitalmarktuntersuchungen langjähriger Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Die Überrendite in Deutschland lag gemäss einer oft verwendeten Studie bei 5.4%⁷. Da die tatsächliche erwartete Überrendite nur geschätzt werden kann, verwenden wir in unserer Berechnung eine gerundete Marktrisikoprämie von 5.5%. Zusammen mit dem risikolosen Zinssatz ergibt sich

⁶ Quelle: Datastream

⁷ Quelle: Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, London Business School, Juli 2011

daraus eine Aktienmarkttrendite von total 10.0%⁸. Die neuere Rechtsprechung in Deutschland im Zusammenhang mit der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit bei der Kraftloserklärung von Aktien (squeeze-out Verfahren) kommt ebenfalls auf Aktienmarkttrenditen von 10.0% bis 11.0%.

Zur Herleitung des Beta-Faktors für S+B wurden die Beta-Faktoren vergleichbarer Gesellschaften verwendet (vgl. Beilage 3 Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften). Damit die Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen effektiv vergleichbar sind, wurden diese um die unternehmensspezifische Verschuldung bereinigt (verschuldungsbereinigtes bzw. unlevered Beta). Der durchschnittliche verschuldungsbereinigte (schuldenfreie) Beta-Faktor der Vergleichsunternehmen beträgt 0.95.

Damit aus dem so ermittelten verschuldungsbereinigten Beta-Faktor der Vergleichsgruppe der Beta-Faktor für S+B abgeleitet werden kann, ist dieser wiederum der unternehmensspezifischen Verschuldung von S+B anzupassen.

Die Berechnung des Beta-Faktors von S+B basiert auf einer erwarteten, geschätzten Verschuldungsstruktur (sogenannte Zielkapitalstruktur), die die durchschnittlichen gewichteten Gesamtkapitalkosten (WACC) der S+B langfristig optimiert und der Gesellschaft dabei die notwendige unternehmerische Flexibilität belässt (d.h. u.a. Vermeidung einer übermäßigen Abhängigkeit von den Fremdkapitalgebern). Wir erachten basierend auf unseren Gesprächen mit dem Management der S+B und aufgrund unserer eigenen Einschätzung eine Fremdfinanzierung (gemessen als Nettoverschuldung) von rund 2 x EBITDA aufgrund der Anlageintensität und Volatilität des Geschäftsgangs in der Stahlindustrie als angemessen. Dies ergibt ein Gearing (Nettoverschuldung / Eigenkapital zu Marktwerten) von rund 60%.

Fremdkapitalkosten

Basierend auf den Bankkontakten der S+B sowie unseren eigenen Einschätzungen gehen wir davon aus, dass die Fremdkapitalkosten der S+B, unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur, langfristig bei 250 Basispunkte (all-in) über dem risikofreien Zinssatz liegen.

Gesamtkapitalkosten

Auf Basis der oben erläuterten Annahmen errechnen sich die Gesamtkapitalkosten für S+B wie folgt:

⁸ Vgl. OLG Stuttgart vom 14.09.2011, 19.01.2011, 17.03.2010, 16.02.2007 und 26.10.2006; OLG Frankfurt 07.06.2011, 10.05.2007 und 09.02.2010

Tabelle 7 Übersicht über WACC Berechnung

WACC Berechnung		
(Zahlen teilweise gerundet)	S + B	Definition und Quellen:
Risikofreier Zinssatz	4.50%	Schätzung BJSS anhand hist./aktuellen Renditen von langf. Anleihen des deutschen Bundes Datastream, Bloomberg
Marktrisikoprämie	5.50%	Schätzung BJSS anhand von Studien zur historischen Rendite des deutschen Aktienmarktes E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, London Business School, July 2011
Unlevered Beta	0.95	Peergroupanalyse; Bloomberg
Relevered Beta	1.35	= Unlevered Beta * (1+(1-s) * Gearing)
Eigenkapitalkosten	11.93%	= Risikofreier Zinssatz + (Marktrisikoprämie*Relevered Beta)
Risikofreier Zinssatz	4.50%	Schätzung BJSS anhand hist./aktuellen Renditen von langf. Anleihen des deutschen Bundes Datastream, Bloomberg
Risikozuschlag	2.50%	Spreadanalyse, eigene Einschätzungen
Fremdkapitalkosten	7.00%	
Fremdkapitalkosten (steueradj.)	4.97%	= Fremdkapitalkosten * (1-s)
Gearing (net debt / equity ¹⁾)	0.60	Unterstellte, langfristige Zielkapitalstruktur
Anteil Fremdkapital	37.52%	
Anteil Eigenkapital	62.48%	
Steuerrate (s)	29.00%	Langfristiger Grenzsteuersatz
WACC (steueradjustiert)	9.32%	Gewichtete Gesamtkapitalkosten steueradjustiert

¹⁾ Marktwert

Quelle: siehe Definitionen in Abbildung

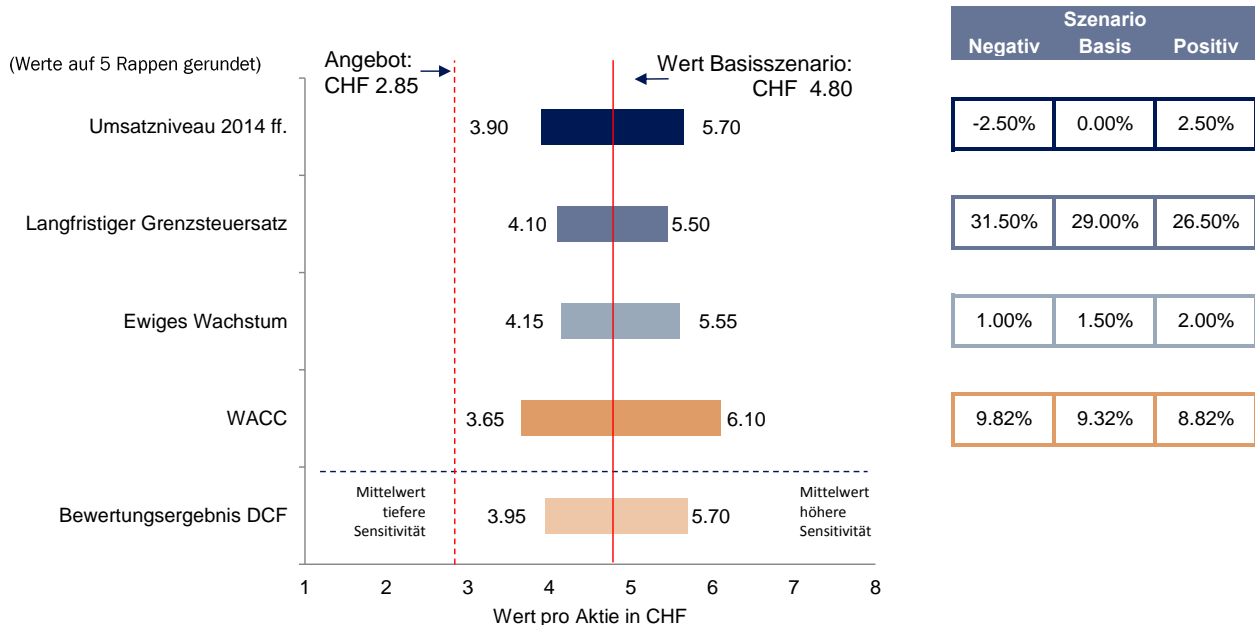
Nettoverschuldung

Die ausserordentlichen Kosten wurden – soweit sie nicht in die cash flow Berechnung eingeflossen sind - wie in Kapitel 4 auf Seite 18 erwähnt der Nettoverschuldung hinzugerechnet.

Sensitivitätsanalyse

Die Wertbandbreite der DCF-Bewertung wurde durch eine Sensitivitätsanalyse festgelegt, anhand welcher Werttreiber innerhalb einer gewissen Spanne variiert wurden. Als Parameter wurden der Umsatz, der WACC, das ewige Wachstum sowie der langfristige Steuersatz bestimmt. Der Sensitivitätsanalyse wurde unterstellt, dass die geplante Kapitalerhöhung im Umfang von CHF 331 Mio. ohne Verwässerung des Bewertungsergebnisses pro Aktie durchgeführt würde, was den financial leverage und damit die Sensitivität des Bewertungsergebnisses etwas reduziert. Das Resultat der Sensitivitätsanalyse ist in der folgenden Graphik dargestellt.

Abbildung 5 Sensitivitätsübersicht



Quelle: BJSS

Die Sensitivitätsanalyse zeigt eine sehr grosse Anfälligkeit des Bewertungsergebnisses auf die Annahmen. Insbesondere bei Veränderung des Umsatzes verändert sich das Bewertungsergebnis deutlich. Dies resultiert insbesondere daher, dass einerseits bei steigendem Umsatz der Free Cash Flow selbst bei konstanten Margen steigt, andererseits führt ein höherer Umsatz aufgrund des Gewinnhebels (operating leverage) in der Regel gleichzeitig zu höheren Margen (vice versa bei sinkendem Umsatz). Dieser Gewinnhebel ist aufgrund der hohen Fixkosten in der Stahlindustrie und damit auch bei S+B besonders gross.

Nebst diesem operativen leverage weist S+B auch nach der Kapitalerhöhung eine namhafte Verschuldung auf weshalb sich Wertänderungen überproportional auf den Wert der Aktien auswirken. Wir haben deshalb die Wertbandbreite für die DCF-Bewertung von CHF 3.95 bis CHF 5.70 pro Namenaktie der S+B relativ breit angesetzt, um diesen Sachverhalt zum Ausdruck zu bringen.

4.2. Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Compco) Stellenwert

Diese Methode wird insbesondere in der Finanzanalyse häufig verwendet, da die Kapitalmarktteilnehmer in der Regel meist nicht über detaillierte Planrechnungen der Unternehmen verfügen. Da J. Safra Sarasin die Planrechnungen von S+B zur

Verfügung gestellt wurden und diese in Diskussion mit dem Management plausibilisiert werden konnten, beurteilen wir die DCF-Bewertung als die aussagekräftigere Bewertungsmethode. Die Bewertung mit Hilfe von ähnlichen kotierten Gesellschaften dient damit primär der Überprüfung und Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses der DCF-Methode.

Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes (aktueller Börsenwert plus Nettoschulden, steueradjustierte Pensionsverpflichtungen und Minoritäten sowie abzüglich steuerlicher Verlustvorträge) von vergleichbaren, kotierten Gesellschaften mit den aktuellen bzw. erwarteten finanziellen Kennzahlen (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT, Reingewinn) für die beiden folgenden Kalenderjahre⁹ werden Multiplikatoren errechnet und ein Durchschnitt gebildet (siehe Beilage 1 Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen). Die Anwendung dieser Durchschnittsmultiplikatoren auf die finanziellen Kennzahlen von S+B (EBITDA) ergibt ein Bewertungsergebnis für jeden berechneten Durchschnittsmultiplikator. Die folgenden zwei Faktoren haben einen wesentlichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis

- Der ermittelte Durchschnittsmultiplikator und
- Die Auswahl und Ermittlung der finanziellen Kennzahlen von S+B, auf die der Multiplikator angewendet wird

Der Durchschnittsmultiplikator ist primär abhängig von der Auswahl der Vergleichsgesellschaften. Nur wenn Gesellschaften zur Verfügung stehen, die in Bezug auf die wesentlichen Charakteristiken der zu bewertenden Gesellschaft vergleichbar sind, ergibt sich ein aussagekräftiger Multiplikator.

Da die Bewertung mittels Vergleichsgesellschaften in der Regel auf dem erwarteten Ergebnis der nächsten zwei Jahre basiert (Kalenderjahr 2013E sowie Kalenderjahr 2014E), widerspiegeln diese Ergebnisse den Unternehmenswert aus einer eher kurzfristigen Optik. Mittelfristig realisierbares Wachstums- und Margensteigerungspotenzial sowie ein spezifisches Stadium im Rahmen eines Geschäftszyklus werden in der Regel nur erfasst, wenn die Vergleichsgesellschaften ähnliche Wachstums- und Margenpotenziale aufweisen bzw. sich im selben Stadium des Geschäftszyklus befinden.

⁹ Um eine bessere Vergleichbarkeit zu erreichen, wurden die Multiplikatoren kalendarisiert, wenn die Bilanzstichtage der Unternehmen nicht auf Ende des Jahres fallen.

Auswahl der Vergleichsgesellschaften für S+B

Die Auswahl von Vergleichsgesellschaften für S+B gestaltet sich relativ schwierig, da das Unternehmen in einer (zumindest bezogen auf börsenkapitalisierte Vergleichsunternehmen) einzigartigen Kombination von Nischenmärkten in der Stahlproduktion aktiv ist (RSH, Edelmittel- und Werkzeugstahl mit Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette von Produktion, Verarbeitung und Distribution (inkl. Fremdprodukte)). In Bezug auf Endmärkte hat S+B vor allem eine Exposition zur Maschinenbau- und Anlagenbauindustrie, sowie der Automobilindustrie. In einem geringeren Umfang hängen die Erlöse der Gruppe aber u.a. auch von der Energie-, der Bau- und der Chemieindustrie ab. Obwohl S+B global aufgestellt ist, erwirtschaftet die Gruppe einen besonders grossen Anteil ihrer Erlöse in Deutschland (ca. 47% im GJ 2012), in weiteren Europäischen Länder (ca. 34% im GJ 2012), sowie in Nordamerika (ca. 12% im GJ 2012). Der Anteil von Nordamerika dürfte ab dem Jahr 2013 aufgrund des neuen Werkes zunehmen. Um diesen Umständen Rechnung zu tragen, wurde von J. Safran Sarasin eine Vergleichsgruppe gebildet, die die oben beschriebenen Firmencharakteristika von S+B betreffend Produkten, Geografie und Endmärkte so gut wie möglich widerspiegelt. Dabei handelt es sich hauptsächlich um internationale Hauptkonkurrenten von S+B im Bereich der Edelstähle sowie RSH-Stahl Spezialisten, die in einem vergleichbaren Umfang Endmärkte mit S+B teilen. Es ist jedoch zu beachten, dass diese sich z.B. in den Produktgattungen unterscheiden und z.B. Flachstahl herstellen. Dies und andere Eigenheiten der Vergleichsgesellschaften schränkt die Vergleichbarkeit mit S+B ein. Was den geographischen Fit angeht, befinden sich die Heimmärkte einer Mehrheit der Vergleichsunternehmen in Europa. Zwei amerikanische Edelstahlproduzenten, sowie ein brasilianisches Unternehmen mit Absatzmärkten in Nord- und Südamerika wurden hinzugezogen, um die Tätigkeit von S+B in Amerika zu berücksichtigen. Wegen des integrierten Ansatzes der S+B einerseits sowie der mit der Refokussierung angestrebten Betonung der Produktion wurden keine reinen Metalledistributoren, wie z.B. Klöckner, in die Vergleichsgruppe einbezogen, da die Vergleichsunternehmen in der Regel analog S+B über eigene Distributionskapazitäten verfügen. Die konkreten Auswahlkriterien sowie die ausgewählten Vergleichsunternehmen sind in nachstehender Tabelle zusammengefasst.

Tabelle 8 Übersicht Vergleichsunternehmen

Vergleichsunternehmen	Subgruppe 1: Edelstahl Produzenten	Subgruppe 2: RSH-Stahl Spezialisten
Auswahlkriterien	1) Konkurrent von S+B im Edelstahlbereich (Edelbau-, RSH- und/oder Werkzeugstahl) 2) Ähnliche Endmärkte 3) Ausgewogener geographischer Fit	1) Konkurrenten im Bereich RSH-Stahl 2) Ausgewogener geographischer Fit
Vor- und Nachteile	+ Beste Vergleichbarkeit mit S+B - Teilweise unterschiedlicher Produktmix (eher Flachstahl) - Oft ist nur Teilbereich eines Unternehmens vergleichbar - z.T. viel grösser als S+B	+ In der Nische vergleichbar + Von der Grösse besser vergleichbar als globale Edelstahlproduzenten - RSH ist lediglich Teilbereich von S+B (37% vom Umsatz 2012)
Ausgewählte Unternehmen	Voestalpine Allegheny Technologies Daido Steel Carpenter Gerdau SSAB	Acerinox Aperam

Quelle: BJSS

Das derzeit schwierige Marktumfeld im Stahlbereich führt dazu, dass viele der Vergleichsunternehmen aktuell negative Ergebnisse auf Stufe Reingewinn sowie EBIT erzielen. Die Finanzanalysten insgesamt erwarten, dass sich die negativen Ergebnisse zumindest teilweise auch in den kommenden Jahren fortsetzen werden und die Ergebnisse deutlich unter einem normalisierten „over-the-cycle“ Durchschnittsergebnis bleiben. Damit kann für diejenigen Unternehmen mit negativen Ergebnissen rechentechnisch bedingt kein Multiplikator errechnet werden. Zusätzlich wären die Ergebnisse von Unternehmen, die nur knapp positive Werte erzielen, auch nicht sinnvoll interpretierbar (sehr hohe Multiplikatoren). Selbst auf Stufe EBITDA ist zu beobachten, dass die Multiplikatoren aufgrund der kurzfristig erwarteten Entwicklung des Stahlmarktes und den damit einhergehenden tiefen erwarteten EBITDAs bei den Vergleichsunternehmen vergleichsweise hoch sind (vgl. Beilage 1). Um diesen speziellen Umständen Rechnung zu tragen, wurde bei der Bewertung auf die EBITDA Multiplikatoren für das Kalenderjahr 2014E abgestellt. Wegen der unterschiedlicher Margen der Vergleichsgesellschaften wurde auf eine Bewertung anhand eines Umsatz-Multiplikators verzichtet.

Resultat der Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften

Mittels EBITDA 2014E Multiplikator ergibt sich eine Bewertung von CHF 6.05 je S+B Aktie. Unterstellt man eine Bewertungsbandbreite von $\pm 10\%$, führt dies zu einer Bewertung von CHF 5.45 bis CHF 6.65 je Aktie.

Die Resultate der Compco Analyse liegen damit etwas über dem Resultat der DCF-Bewertung.

4.3. Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen (Compac) Stellenwert

Wollen sich ein strategischer Käufer und ein Verkäufer auf einen Kaufpreis im Hinblick auf eine Übernahme einigen, müssen sich die beiden Parteien im Rahmen ihrer Bewertungs- Gutachten Überlegungen zum Synergie- und kombinierten Marktpotenzial machen. Um als Käufer den Zuschlag zu erhalten, kann sich dieser bereit erklären, einen Teil des zukünftigen Potenzials in seine Preisofferte einzubeziehen, was zu einer Prämie auf den Börsenkurs führt. Eine Analyse ähnlicher Transaktionen kann Aufschluss über bezahlte Multiplikatoren in Übernahmesituationen geben. Allerdings muss festgehalten werden, dass es schwierig ist, vergleichbare und gleichzeitig aktuelle Transaktionen zu finden. Diese dürfen nicht zu weit zurückliegen, weil sich bezahlte Multiplikatoren – wie die Bewertung der Aktienmärkte – über die Zeit stark verändern können.

Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes, der im Rahmen eines Übernahmeangebotes bezahlt wurde, mit ausgewählten finanziellen Kennzahlen der Zielgesellschaft (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT, Reingewinn) erhält man den bezahlten Multiplikator. Aus verschiedenen Transaktionen wird so ein Durchschnittsmultiplikator ermittelt, der dann durch Multiplikation mit dem entsprechenden finanziellen Überschuss der Zielgesellschaft zu einem impliziten Unternehmenswert für die Zielgesellschaft führt.

Auswahl ähnlicher Transaktionen

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass im spezifischen Aktivitätsfeld von S+B in den letzten drei Jahren lediglich eine sehr geringe Anzahl an Transaktionen stattgefunden hat. Des Weiteren waren die Zielgesellschaften zum Teil nicht kotiert oder der Kaufpreis respektive die Multiplikatoren nicht öffentlich verfügbar. Die wichtigsten von uns angewendeten Kriterien für die Auswahl der Transaktionen waren die folgenden:

- Transaktionen, die innerhalb der letzten drei Jahre angekündigt wurden

- Transaktionsvolumen grösser als CHF 100 Mio.
- Unternehmen mit industriellen Aktivitäten im Bereich von Edelstahl-Langprodukten
- Verfügbarkeit von Multiplikatoren
- Akquisition eines Anteils von über 50% an der Zielgesellschaft

Die einzige wirklich vergleichbare Transaktion im Bereich von Edelstahl-Langprodukten, für die Multiplikatoren verfügbar sind, ist der Kauf von Ascometal durch Apollo Global Management. Bei Ascometal handelt es sich um einen führenden europäischen Hersteller von Edelstahl-Langprodukten für die Automobil-, Öl- und Gasindustrie, den Maschinenbau sowie die Herstellung von Federn und Wälzlagern mit Hauptsitz in Frankreich, der im Jahr 2010 einen Umsatz von ca. EUR 720 erzielt hat. In dieser Transaktion wurden von Apollo Global Management EUR 300 Mio. bezahlt, wobei Nettoschulden von EUR 100 Mio. übernommen wurden. Damit ergibt sich ein Unternehmenswert von EUR 400 Mio. Basierend auf einem EBITDA von ca. EUR 50 Mio. im Jahr 2010 ergibt sich damit ein Multiplikator von 8x EBITDA.

Tabelle 9 Comparable Transaction

Zielgesellschaft	Übernehmende Gesellschaft	Datum Ankündigung	Zahlungsart	EBITDA Multiple LTM
Ascometal	Apollo Global Management	15.07.2011	Bar	8.0 x

Quelle : Mergermarket, Les Echos

Da die Situation im Edelstahlmarkt für Langprodukte im Jahr 2010 nicht der heutigen Situation bzw. der Situation während der letzten 12 Monate entsprach, haben wir für die Bewertung von S+B ebenfalls das EBITDA im Jahr 2010 verwendet.

Resultat der Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen

Damit ergibt sich eine Bewertung von CHF 7.85 je Aktie bzw. bei Anwendung einer Bewertungsbandbreite von $\pm 10\%$ ein Wert je Aktie von CHF 7.05 bis CHF 8.65. Die Aussagekraft der Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen ist aufgrund von nur einer vergleichbaren Transaktion in den letzten 3 Jahren sehr beschränkt und berücksichtigt auch das heutige schlechtere Marktumfeld nicht, da ein historisches EBITDA verwendet wurde. Die Realisierung dieses Wertes setzt ein besseres Marktumfeld voraus als dasjenige, in dem sich S+B in den vergangenen 12 Monaten bewegt hat.

4.4. Analyse bezahlter Prämien im Schweizerischen Kapitalmarkt (Prämienanalyse)

In einer weiteren Analyse haben wir beurteilt, wie sich die Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs (VWAP) der letzten 60 Börsentage der S+B Aktie vor Ankündigung einer möglichen Offerte zu den bezahlten Prämien in vergleichbaren vergangenen Börsentransaktionen verhält.

Die besondere Konstellation im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots beeinflusst die Prämie wesentlich. So ist es beispielsweise wichtig, wie hoch der Anteil des Anbieters am Zielunternehmen zum Zeitpunkt der Voranmeldung ist. Verfügt der Anbieter bereits über eine komfortable Mehrheit des Aktienkapitals, wird seine Bereitschaft, den übrigen Aktionären eine zusätzliche Kontrollprämie auf dem Aktienkurs zu gewähren, kleiner sein, da er die Kontrolle über das Unternehmen faktisch bereits ausübt. Des Weiteren ist auch die Existenz / Absenz eines Konkurrenzangebots zu berücksichtigen. Vor dem Hintergrund von Übernahmekämpfen zwischen verschiedenen potenziellen Käufern wurden in der Vergangenheit höhere Prämien bezahlt (z.B. Saia Burgess, SIG, sia Abrasives) als bei Offerten ohne Bieterwettbewerb. Zusätzlich ist die Art der Entschädigung zu berücksichtigen, weshalb in dieser Analyse einzig Barofferten (Barzahlung mindestens 50%) einbezogen wurden.

Zudem wurden in der Vergangenheit in verschiedenen Fällen höhere Prämien an Aktienklassen bezahlt, welche über eine Stimmbevorzugung resp. einen tieferen Nennwert bei gleichem Stimmrecht verfügten. Darauf basierend wurden die Kriterien zur Berücksichtigung vergleichbarer Transaktionen wie folgt festgelegt:

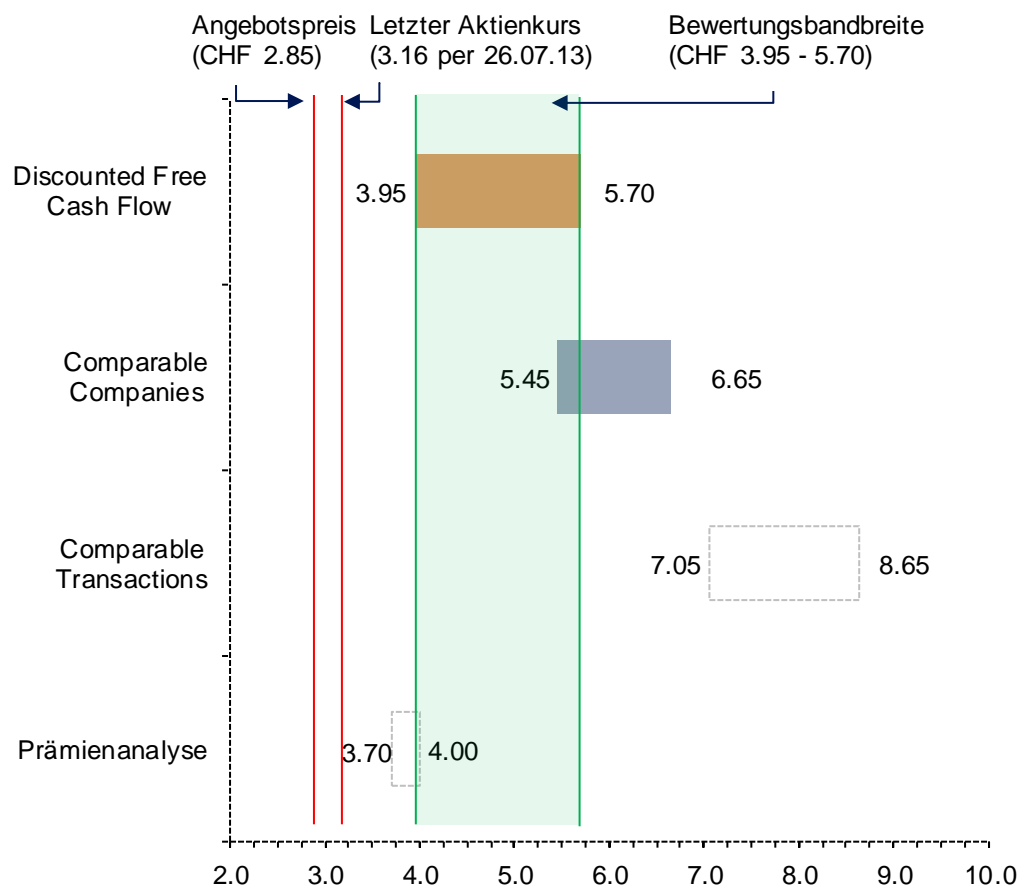
- Berücksichtigung von Transaktionen seit 1. Januar 2006
- Zielgesellschaft ist / war an der SIX Swiss Exchange kotiert
- Transaktionswert mindestens CHF 100 Mio.
- Keine Berücksichtigung von Banken, Versicherungen und Beteiligungsgesellschaften
- Reines Barangebot (Cash Offer) oder Entgelt zumindest mehrheitlich in bar
- Das Aktienkapital der Zielgesellschaft besteht aus nur einer Aktienklasse
- Die Anbieterin hielt vor Lancierung des Übernahmeangebots keine Mehrheitsbeteiligung von >50% an der Zielgesellschaft und
- Keine Berücksichtigung von Offerten mit Bieterwettbewerb und von Offerten, die im Verlauf des Angebots erhöht wurden

Ausgehend von einer durchschnittlich bezahlten Prämie in der Höhe von 35.3% und dem volumengewichteten Durchschnittskurs der S+B Namenaktien in den letzten 60 Tagen vor dem 1. Juli 2013 in Höhe von CHF 2.85 errechnet sich ein

Aktienpreis, basierend auf einer Bandbreite der Prämie von $\pm 5\%$ -Punkten, zwischen CHF 3.70 und CHF 4.00 pro Namenaktie. Die Ermittlung der im Schweizerischen Kapitalmarkt erzielten Prämien bei Barangeboten ist in Beilage 2 Prämienanalyse dargestellt.

4.5. Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses

Abbildung 6 Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses



Quelle: BJSS

Das Bewertungsergebnis der DCF-Methode liegt unter dem Ergebnis der Analyse ähnlicher kotierter Unternehmungen (Comparable Companies). Beide Methoden liegen deutlich über dem Angebotspreis. Demgegenüber liegen die Resultate der Analyse ähnlicher Transaktionen (Comparable Transactions) deutlich höher. Dieser Multiple datiert jedoch aus einem Zeitraum (2011), als die Stahlindustrie in einem wesentlich besseren konjunkturellen Umfeld operierte. Entsprechend ist dieser

Wert im heutigen Zeitpunkt nur sehr beschränkt aussagekräftig und höchstens mittelfristig (over-the-cycle) erzielbar. Da dieser Wert nur auf einer einzigen Vergleichstransaktion basiert, ist die Aussagekraft stark eingeschränkt.

Gemäss Auffassung von J.Safra Sarasin ist die Prämienanalyse im vorliegenden Fall nicht aussagekräftig, da der aktuelle Börsenkurs von S+B die Basis für die Berechnung ist und dieser vermutlich aufgrund der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Refinanzierung der S+B in den letzten Monaten negativ beeinflusst wurde.

J.Safra Sarasin stellt im vorliegenden Fall auf das Ergebnis der DCF-Bewertung ab, da wir vertieften Einblick in die Gesellschaft hatten und unsere Erkenntnisse in der DCF-Bewertung am besten zum Ausdruck kommen. Auf der Grundlage des vorstehend erläuterten Vorgehens bei der Bewertung von S+B ergibt sich für S+B eine Bewertungsbandbreite von CHF 3.95 bis CHF 5.70 pro Namenaktie der S+B. Der von Venetos im Rahmen des Kaufangebots angebotene Preis von CHF 2.85 liegt damit klar unterhalb dieser Bewertungsbandbreite.



Kapitel 5 – Ergebnis des Gutachtens

Basierend auf den diesem Gutachten zugrunde liegenden Bewertungsanalysen und Überlegungen sollte der Angebotspreis im Sinne der finanziellen Angemessenheit in der ermittelten Bewertungsbandbreite in Höhe von CHF 3.95 bis CHF 5.70 pro Namenaktie S+B liegen. Diese Aussage stützt sich auf das Resultat der DCF-Bewertung. Damit erachten wir den von Venetos im Rahmen des Kaufangebotes angebotenen Preis von CHF 2.85 als finanziell nicht angemessen. Die Analyse von ähnlichen kotierten Unternehmungen stützt dieses Ergebnis zusätzlich.

Hinweis zur Sensitivität des Unternehmenswertes

Die erhebliche Verschuldung von S+B (financial leverage) und die hohen Fixkosten der Stahlproduktion (operating leverage) in Kombination mit der Volatilität des Umsatzes führen zu einer signifikanten Sensitivität des Bewertungsergebnisses auf die geschäftliche Entwicklung. Dies trifft sowohl für einen unerwartet positiven wie auch auf einen unerwartet negativen Geschäftsgang zu. Die im Rahmen dieses Gutachtens verwendeten Planrechnungen bilden einen aus heutiger Sicht des Managements realistischen Geschäftsgang ab.

Annahmen zur von S+B beabsichtigten Kapitalerhöhung

Die Bewertung basiert auf der Annahme, dass S+B die für die Rückzahlung gewisser Gläubiger und Finanzierung des operativen Geschäfts notwendige Liquidität im Rahmen einer Kapitalerhöhung rechtzeitig beschaffen kann. Ebenfalls wird angenommen, dass die Aktionäre von S+B im Rahmen dieser Kapitalerhöhung eine Verwässerung mittels Ausübung der Bezugsrechte vermeiden können.

Wichtig für die Privataktionäre

Das Ergebnis dieses Gutachtens berücksichtigt die potentiellen Steuerfolgen einzelner Aktionäre nicht. Diesbezügliche Angaben finden sich im Angebotsprospekt von Venetos.

Zürich, 31. Juli 2013

Bank J. Safra Sarasin AG

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

Anhang

Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher Unternehmen (Compco)

Gesellschaft	Land	Währung	Marktkap. (in Mio. Lokalwährung)	Umsatz		EBITDA		EBIT	
				CY 2013E	CY 2014E	CY 2013E	CY 2014E	CY 2013E	CY 2014E
Voestalpine	Österreich	EUR	4'979	0.8x	0.7x	5.9x	5.6x	10.0x	9.1x
Allegheny	USA	USD	3'016	1.1x	1.0x	14.5x	8.9x	31.5x	13.2x
Daido Steel	Japan	JPY	235'525	0.9x	0.8x	9.6x	8.0x	17.8x	13.2x
Carpenter	USA	USD	2'599	1.4x	1.3x	8.6x	7.0x	12.2x	9.6x
SSAB	Schweden	SEK	13'680	0.9x	0.8x	12.4x	8.1x	N/M	22.2x
Gerdau	Brazilien	BRL	24'670	1.0x	0.9x	8.6x	7.0x	15.8x	11.7x
Acerinox	Spanien	EUR	1'894	0.6x	0.5x	10.8x	7.2x	27.9x	12.9x
Aperam	Luxemburg	EUR	728	0.3x	0.2x	5.1x	3.9x	N/M	20.8x
Durchschnitt (alle Gesellschaften)				0.9x	0.8x	9.4x	7.0x	19.2x	14.1x
Durchschnitt (ohne Min & Max)				0.9x	0.8x	9.3x	7.2x	18.4x	13.6x

Quellen: Geschäftsberichte, Bloomberg

Beilage 2: Prämienanalyse

Zielgesellschaft	Übernehmende Gesellschaft	Datum der Ankündigung ¹⁾	Total Transaktionswert (Eigenkapital in CHFmn)	Beteiligung Zielgesellschaft bei Ankündigung	Beteiligung Zielgesellschaft erreicht	Minimales Akzeptanzniveau	Prämie basierend auf VWAP ²⁾
Lecianché Switzerland	EnergyGroup Holding	21.02.2006	25	51%	79%	-	8%
Energie Electrique du Simplon	Energie Ouest Suisse	28.06.2006	101	90%	91%	-	14%
Agie Charmilles	Georg Fischer	22.08.2006	733	80%	93%	90%	14%
Saurer	Unaxis (today's OC Oerlikon)	06.09.2006	1'964	45%	99%	50% + 1 share	36%
SIG ³⁾	Rank Group	25.09.2006	2'739	0%	75%	67%	52%
Bank Linth ³⁾	LLB	03.11.2006	435	1%	72%	67%	31%
Gétaz Romang Holding	CRH Europe Holding	05.03.2007	537	33%	99%	67%	25%
Henniez	Nestlé	04.09.2007	212	62%	100%	-	-5%
Implexia ⁴⁾	LIL Investments (Laxey Partners)	01.11.2007	614	34%	-	-	6%
SEZ	LAM	11.12.2007	639	7%	95%	67%	54%
Von Roll ⁴⁾	Aktionärsgruppe von Fink	12.12.2007	1'567	44%	63%	-	0%
Baumgartner	Behr Bircher Cellpack	29.02.2008	54	26%	91%	67%	0%
Eichhof Getränke Holding AG ⁵⁾	Heineken International B.V.	10.04.2008	N/A	N/A	-	N/A	N/A
Speedel	Novartis	10.07.2008	1'016	61%	100%	-	80%
sia Abrasives ³⁾	Bosch	26.08.2008	316	48%	100%	N/A	17%
Ciba	BASF	15.09.2008	3'346	1%	95%	67%	64%
Quadrant	Aquamit BV	05.04.2009	237	33% ⁶⁾	95%	67%	58%
Metraux Services Holding AG	Swiss Automotive Group AG	13.05.2009	68	54%	99%	-	51%
Day Software Holding AG	Adobe Systems Benelux B.V.	28.07.2010	219	11%	99%	67%	59%
Winterthur Technologie AG	3 M (Schweiz)	06.12.2010	363	14%	85%	67%	23%
Datacolor ⁷⁾	Werner Dubach	16.12.2010	71	33%	77%	-	25%
Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen III AG	17.01.2011	267	33%	81%	50%	7%
Medical Research, Services & Investments	Genolier Swiss Medical Network SA	20.01.2011	116	55%	84%	-	8%
Schulthess Group AG	Nibe Industrier AB	11.04.2011	638	31%	97%	67%	26%
Absolute Private Equity AG	HarbourVest Acquisition GmbH	26.04.2011	806	0%	97%	50% + 1 share	14%
Lamunière SA ⁸⁾	Edipresse SA	17.05.2011	2'378	78%	92%	-	N/A
EGL AG	AXPO Holding AG	20.06.2011	2'244	91%	100%	-	21%
Escor Casinos & Entertainment AG ⁷⁾	Highlight Communications AG	16.09.2011	22	30%	58%	50%	0.4%
Uster Technologies AG ⁹⁾	Toyota Industries Corporation	08.11.2011	393	28%	99%	67%	48%
Newave Energy Holding AG	ABB Schweiz AG	12.12.2011	169	0%	99%	67%	36%
Bank Sarasin & Cie AG ¹⁰⁾	JSH S.A.	31.07.2012	1'391	46%	99%	-	3%

Durchschnittliche Prämie (blau unterlegte Transaktionen)

35.3%

5% Bandbreite ausgehend von der durchschnittlichen Prämie

30.3% - 40.3%

¹⁾ Ankündigungsdatum der ersten Offerte²⁾ Volumengewichteter Durchschnittspreis (VWAP) der 60 Handelstage vor Ankündigung³⁾ Bieterwettbewerb⁴⁾ Keine Intention der Anbieterin, zusätzliche Aktien zu erwerben (d.h. Minimum Price Rule angewandt; floss nicht in Durchschnittsberechnung ein)⁵⁾ Kein Marktpreis verfügbar, da Getränkdivision nicht separat gelistet⁶⁾ Zusätzlich 4.1% via Optionen⁷⁾ illiquider Titel (Mindestpreis)⁸⁾ freiwilliges Angebot unterliegt nicht dem 60 Tage VWAP⁹⁾ Angebot wurde von CHF 38 pro Aktie auf CHF 46.5 pro Aktie (inkl. Dividenden) von der Anbieterin erhöht¹⁰⁾ Die ca. 46% entsprachen ca. 69% der Stimmrechte

Beilage 3: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften

Vergleichsunternehmen	Beta ¹⁾	Nettoverschuldung/ Marktkapitalisierung	Grenzsteuersatz	"Unlevering" Faktor ²⁾	Verschuldungs- bereinigtes Beta ³⁾
Voestalpine	1.21	74%	25.0%	0.64	0.78
Allegheny	1.77	75%	35.0%	0.67	1.19
Daido Steel	1.38	68%	41.0%	0.71	0.98
Carpenter	1.54	31%	35.0%	0.83	1.28
SSAB	1.49	128%	26.0%	0.51	0.76
Gerdau	1.05	62%	34.0%	0.71	0.75
Acerinox	0.84	36%	30.0%	0.80	0.67
Aperam	1.54	45%	28.8%	0.76	1.17
Durchschnitt	1.35	65%	31.9%	0.70	0.95

1) Quelle: Bloomberg

2) "Unlevering" Faktor = $1/(1+(1-\text{Grenzsteuersatz}) \cdot (\text{Nettoverschuldung} / \text{Marktkapitalisierung}))$

3) Verschuldungsbereinigtes Beta = Beta * "Unlevering" Faktor

Kontakt­daten

Kontaktpersonen

Bank J. Safra Sarasin Ltd

Loewenstrasse 11
CH-8022 Zurich

Alexander Cassani

Corporate Finance
Managing Director
+41 58 317 36 73
alexander.cassani@jsafrasarasin.com

Matthias Spiess

Corporate Finance
Managing Director
+41 58 317 36 80
matthias.spiess@jsafrasarasin.com