

Fairness Opinion
zuhanden des Verwaltungsrates der Saurer AG, Arbon

betreffend Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des

öffentlichen Kaufangebots

der

OC Oerlikon Corporation AG, Pfäffikon

für alle sich im Publikum befindenden

Namenaktien der Saurer AG, Arbon

zum Angebotspreis von CHF 135 netto je Namenaktie

Zürich, 3. November 2006

Inhaltsverzeichnis

KAPITEL 1	EINLEITUNG	3
1.1	AUSGANGSLAGE	3
1.2	AUFTRAG DES VERWALTUNGSRATES DER SAURER AG AN BDO VISURA	4
KAPITEL 2	BEURTEILUNGSGRUNDLAGEN	6
KAPITEL 3	SAURER AG.....	8
3.1	ENTWICKLUNG SEIT DEM GESCHÄFTSJAHR 2001	8
3.2	DIVISIONEN	8
KAPITEL 4	BEWERTUNGSVORGEHEN UND -ANALYSEN	10
4.1	BEWERTUNGSUMFANG.....	10
4.2	BEWERTUNGSMETHODEN	11
4.3	SYNERGIEN.....	11
4.4	BEWERTUNGSSTICHTAG	11
4.5	VERWENDETE PLANRECHNUNGEN	12
4.6	PLAUSIBILITÄT UND KONSISTENZ DER PLANRECHNUNGEN.....	12
4.7	WERTTREIBER	13
KAPITEL 5	BEWERTUNGSERGEBNISSE	14
5.1	DISCOUNTED CASH FLOW METHODE	14
5.2	VERGLEICH MIT ANDEREN BÖRSENKOTIERTEN UNTERNEHMEN (PEER-GRUPPEN).....	17
5.3	ENTWICKLUNG DES BÖRSENKURSES DER SAURER AG	18
5.4	ÜBERSICHT DER BEWERTUNGSERGEBNISSE.....	19
KAPITEL 6	GESAMTBEURTEILUNG	20
6.1	ZUSAMMENFASSUNG DER RESULTATE	20
6.2	EINSCHÄTZUNG	20

Anhang

- Anhang 1: Bewertungskennzahlen vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen
- Anhang 2: Analyse der Betas und der Kapitalstruktur vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen
- Anhang 3: Kursentwicklung der Namenaktie der Saurer AG
- Anhang 4: Sensitivitätsberechnungen

Abkürzungsverzeichnis

BDO	BDO Visura, Zürich
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
Beta	Relatives Eigenkapitalrisiko
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CH	Bezeichnung für Schweiz
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EK	Eigenkapital
EUR	Euro
EV	Enterprise Value
FCF	Free Cash Flow
FK	Fremdkapital
inkl.	inklusive
MCHF	Wertangabe in Millionen Schweizer Franken
MEUR	Wertangabe in Millionen Euro
Mia.	Milliarden
Mio.	Millionen
Oerlikon	OC Oerlikon Corporation AG, Pfäffikon SZ, Gem. Freienbach, Schweiz
Oerlikon-Gruppe	direkte und indirekte Tochtergesellschaften der OC Oerlikon Corp.
PE	Price Earnings Ratio
Saurer	Saurer AG, Arbon, Schweiz
TCHF	Tausend Schweizer Franken
UEK	Übernahmekommission
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z.Bsp.	zum Beispiel

Kapitel 1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Saurer AG, Arbon, (Saurer) ist eine schweizerische Aktiengesellschaft mit Sitz an der Textilstrasse 2 in 9320 Arbon, Schweiz. Saurer ist am Hauptsegment der schweizerischen Börse (SWX) kotiert. Die Gesellschaft ist ein führender Anlagenbauer und spezialisiert in den Bereichen Textilmaschinen und Antriebstechnologie.

OC Oerlikon Corporation AG, Pfäffikon, (Oerlikon) ist eine schweizerische Aktiengesellschaft mit Sitz in Pfäffikon SZ, Gemeinde Freienbach, Schweiz. Oerlikon ist am Hauptsegment der schweizerischen Börse (SWX) kotiert. Die Gesellschaft ist in den Bereichen Dünn-schicht-, Vakuum- und Präzisionstechnologie tätig. Basierend auf diesen Kernkompetenzen produziert Oerlikon Fertigungssysteme sowie Komponenten und erbringt Dienstleistungen für High-Tech-Produkte.

Am 6. September 2006 hat Oerlikon ein Barangebot für alle ausstehenden Aktien der Saurer mit einem Angebotspreis von CHF 93.42 vorangemeldet. In der Folge hat die Anbieterin den Angebotspreis in mehreren Schritten bis auf CHF 135 je ausstehende Aktie erhöht.

Am 16. Oktober 2006 wurde eine zwischen Oerlikon und Saurer abgeschlossene Transaktionsvereinbarung betreffend Erhöhung des Angebotspreises durch Oerlikon auf CHF 135 je Namenaktie sowie die Publikation einer Empfehlung an die Aktionäre zur Annahme des Angebotes durch den Verwaltungsrat von Saurer rechtswirksam.

Oerlikon hat den Aktionären der Saurer am 18. Oktober 2006 ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Saurer unterbreitet. Die Oerlikon offeriert einen Angebotspreis von CHF 135 netto je Namenaktie von jeweils CHF 7.70 Nennwert, abzüglich des Bruttobetrages allfälliger Verwässerungseffekte, die bis zum Vollzug des öffentlichen Kaufangebotes eintreten. Die angekündigte Angebotsfrist sollte vom 1. bis 28. November 2006 dauern. Auf Empfehlung der Übernahmekommission vom 31. Oktober 2006 wird Oerlikon am 6. November 2006 eine geänderte Version des Angebotsprospektes veröffentlichen, wobei die Änderungen den Angebotspreis nicht betreffen. Die Angebotsfrist beginnt neu am 6. November 2006 und endet am 1. Dezember 2006, wobei sich Oerlikon das Recht vorbehält, die Frist ein- oder mehrmals zu verlängern.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebots hielten Oerlikon und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen (ohne Saurer und deren Tochtergesellschaften) 6'500'636 Aktien, was 44.68% des Aktienkapitals und der Stimmrechte von Saurer entspricht.

Oerlikon beabsichtigt mit der geplanten Übernahme von Saurer ein bedeutendes Schweizer Industriekonglomerat zu entwickeln. Gemäss Aussage von Oerlikon passt Saurer als spezialisierter Anlagenbauer gut in das Portfolio der bestehenden Unternehmen der Oerlikon-Gruppe. Die geplante Übernahme der Saurer ermöglicht es der Oerlikon zudem, führende Marktpositionen in den Bereichen Antriebstechnik und Textilmaschinen zu erlangen. Nach erfolgreichem Abschluss des Angebots beabsichtigt Oerlikon, diese Segmente weiterzuentwickeln und durch die Umsetzung konzernweiter Initiativen und der Nutzung gemeinsamer Plattformen zu stärken.

1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Saurer AG an BDO Visura

Der Verwaltungsrat der Saurer AG hat BDO Visura, Zürich, (BDO) mit der Erstellung eines unabhängigen Gutachtens (Fairness Opinion) zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der Oerlikon für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Saurer beauftragt.

Die Fairness Opinion dient als Beurteilungsgrundlage für den Verwaltungsrat der Saurer und dessen Bericht im Sinne von Art. 29 BEHG im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot der Oerlikon.

Die Fairness Opinion ist für den Verwaltungsrat der Saurer bestimmt und stellt nicht eine Empfehlung gegenüber irgendeinem Publikumsaktionär dar, das Kaufangebot zu akzeptieren. Das Gutachten bezieht sich nicht auf die Empfehlung des Verwaltungsrates an die Publikumsaktionäre, das Kaufangebot anzunehmen, oder auf den relativen Nutzen von alternativen strategischen und finanziellen Optionen, welche von der Gesellschaft wahrgenommen werden könnten.

Die Fairness Opinion umfasst keine grundlegenden Untersuchungen der Vorteile dieser Transaktion für die Aktionäre der Saurer. Sie enthält auch keine Einschätzung über die Auswirkungen der vorgeschlagenen Transaktion und des Angebots auf Publikumsaktionäre, welche das Angebot nicht annehmen, oder über den künftigen Wert von nicht angedienten Aktien oder ob und zu welchen Preisen derartige Aktien nach Durchführung des Angebots gehandelt werden. Die Fairness Opinion stützt sich auf eine Evaluation 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, nahmen wir an, dass diese ordnungsgemäss erstellt worden sind.

Unser Gutachten richtet sich ausschliesslich an den Verwaltungsrat von Saurer. Es darf mit Ausnahme der Veröffentlichung im Zusammenhang mit dem Bericht des Verwaltungsrates der Saurer im Sinne von Art. 29 BEHG betreffend Empfehlung zum öffentlichen Kaufangebot der Oerlikon ohne unsere Erlaubnis für keinen anderen Zweck verwendet werden.

Kapitel 2 Beurteilungsgrundlagen

BDO hat für die Bewertungsüberlegungen und Analysen sowie die darauf abgestützte Beurteilung die folgenden Grundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über Saurer sowie deren Tochtergesellschaften, welche unseres Erachtens für die Bewertungsüberlegungen und die Beurteilung des Angebotspreises relevant sind. Dazu gehören Geschäfts- und Revisionsberichte der Jahre 2004 und 2005 sowie die jeweiligen Halbjahresberichte, Pressemitteilungen, Analystenberichte, Zeitungsberichte, etc.;
- Unternehmensinterne Zwischenabschlüsse und Hochrechnungen an verschiedenen Stichtagen für das Geschäftsjahr 2006;
- Budgets und Planrechnungen für die Geschäftsjahre 2006 bis 2011, die durch das Management der einzelnen Gesellschaften, beziehungsweise der beiden Divisionen Textile Solutions und Antriebstechnologie erstellt und auf Konzernstufe konsolidiert aufbereitet wurden;
- Besprechung mit Mitgliedern der Geschäftsleitung von Saurer bezüglich Finanz- und Ertragslage, Annahmen zur mittelfristigen Finanzplanung, Markt- und Wettbewerbsumfeld, Effekt der Integration von Neuakquisitionen sowie Werttreibern und Geschäftsaussichten;
- Bewertungs- bzw. Analyseunterlagen sowie die diesbezüglichen Grundlagen und Annahmen der 'Deutsche Bank', die im Auftrag von Saurer im Oktober 2006 eine Unternehmensbewertung mittels verschiedener Bewertungsmethoden, beziehungsweise Bewertungsmodellen erarbeitet hat;
- Besprechung mit Vertretern der Deutsche Bank bezüglich Vorgehen bei der durchgeführten Unternehmensbewertung und Interpretation der Ergebnisse;
- Angebotsprospekt des öffentlichen Kaufangebots von Oerlikon für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien, datiert vom 18. Oktober 2006;
- Empfehlungen der Übernahmekommission vom 13. und 31. Oktober 2006 betreffend das Kaufangebot der Oerlikon an die Publikumsaktionäre von Saurer;
- Historische Kurs- und Volumenanalyse der Saurer-Aktie;
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter kotierter Unternehmen (Peer-Gruppen), die im gleichen Markt wie die beiden Divisionen von Saurer tätig sind;

- Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung relevanter Parameter für die Bewertung.

BDO hat die operativen und finanziellen Informationen, einschliesslich der strategischen Pläne, finanziellen Budgets und Projektionen des Managements von Saurer auf Plausibilität überprüft und mit Vertretern des obersten Managements der Gesellschaft besprochen. Zusätzlich wurde mit Vertretern der Deutsche Bank über die im Auftrag von Saurer durchgeführten Bewertungsarbeiten diskutiert.

BDO hat im Rahmen der Erstellung der Fairness Opinion keine Besichtigung der Gebäude und Einrichtungen der Saurer durchgeführt. Im Weiteren hat BDO keine Schätzungen oder Bewertungen der Aktiven und Passiven vorgenommen oder erstellen lassen.

Die Beurteilung von BDO basiert auf aktuellen markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Bedingungen. Sie berücksichtigt die Kapitalmarktverhältnisse sowie weitere Bedingungen, welche zum Zeitpunkt der Beurteilung bestanden, erwartet wurden und ausgewertet werden konnten.

Bei der Erstellung des Gutachtens hat BDO die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen vorausgesetzt. BDO hat sich auf die Daten abgestützt, ohne diese detailliert zu prüfen. Dies betrifft insbesondere die mittelfristige Finanzplanung von Saurer, die konzernweit implementiert auf einem institutionalisierten Budgetierungsprozess basiert und von der Geschäftsleitung und vom Management anhand verschiedener Szenarien erarbeitet wurde.

Im Weiteren hat sich BDO mittels Einholung einer Vollständigkeitserklärung auf Zusicherungen des Verwaltungsrates und des Managements von Saurer gestützt, dass diese sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst sind, wonach die verwendeten Informationen zur Erstellung der Fairness Opinion ungenau, irreführend oder unvollständig wären.

Kapitel 3 Saurer AG

Saurer ist eines der traditionsreichsten Unternehmen in der Schweiz und hat sich im Lauf der Zeit als ein international tätiger Hersteller und Lieferant von Gesamtlösungskonzepten im Textilmaschinenbau (Textile Solutions) und führender Spezialitätenanbieter im Bau von Antriebssystemen (Antriebstechnologie) etabliert.

Das Unternehmen erwirtschaftete im Jahr 2005 einen Umsatz von EUR 1.6 Mia. und einen EBIT von rund EUR 88 Mio.

3.1 Entwicklung seit dem Geschäftsjahr 2001

in EUR Mio.	2001	2002	2003	2004	2005
Umsatz	1'472	1'592	1'638	1'593	1'570
Umsatzwachstum		8.2%	2.9%	-2.8%	-1.5%
EBITDA (Betriebsergebnis vor Abschreibungen)	94	141	152	165	152
EBITDA-Marge	6.4%	8.9%	9.3%	10.4%	9.7%
Betriebsgewinn / -verlust	-28	73	85	92	88
EBIT-Marge	-1.9%	4.6%	5.2%	5.8%	5.6%
Konzerngewinn / -verlust (inkl. Minderheiten)	-50	35	49	67	55
Gewinnmarge	-3.4%	2.2%	3.0%	4.2%	3.5%

Quelle: Geschäftsbericht 2005 Saurer

Saurer hat sich in den letzten Jahren in einem zyklischen Geschäft, welches zunehmend von der Globalisierung geprägt ist, gut behauptet.

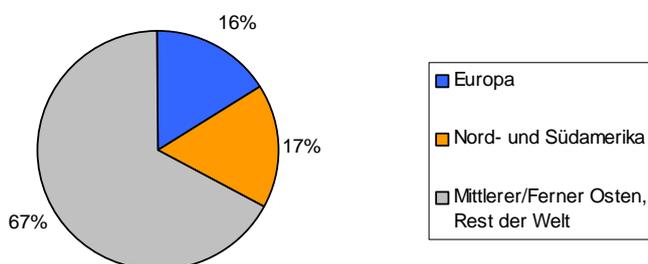
3.2 Divisionen

Die beiden Geschäftsbereiche (Divisionen) trugen im Geschäftsjahr 2005 wie folgt zum Umsatz bei:

- Textile Solutions: Maschinen und Anlagen zur Garnherstellung für Nonwovens und Stickerei, Anbieter von Gesamtlösungen 75%
- Antriebstechnologie: Antriebssysteme und Getriebe-Komponenten für Landwirtschaftsmaschinen, Baufahrzeuge, Automobilindustrie 25%

- Textile Solutions**

Textile Solutions Umsatz nach Regionen 2005

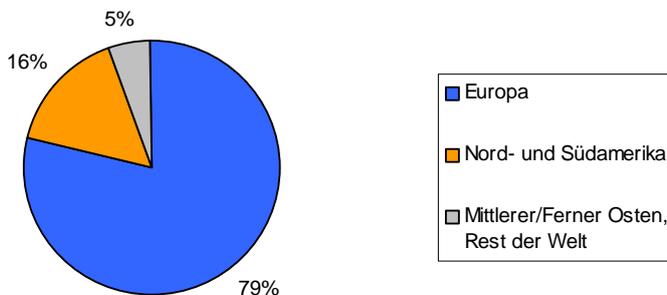


Quelle: Geschäftsbericht 2005 Saurer

In der Division Textile Solutions sind in den Geschäftsjahren 2005 und 2006 verschiedene Akquisitionen getätigt worden, um die Marktführerschaft von Saurer in diesem Geschäftsfeld, insbesondere in den Wachstumsbereichen Nonwoven und Komponenten, weiter auszubauen.

- Antriebstechnologie**

Antriebstechnologie Umsatz nach Regionen 2005



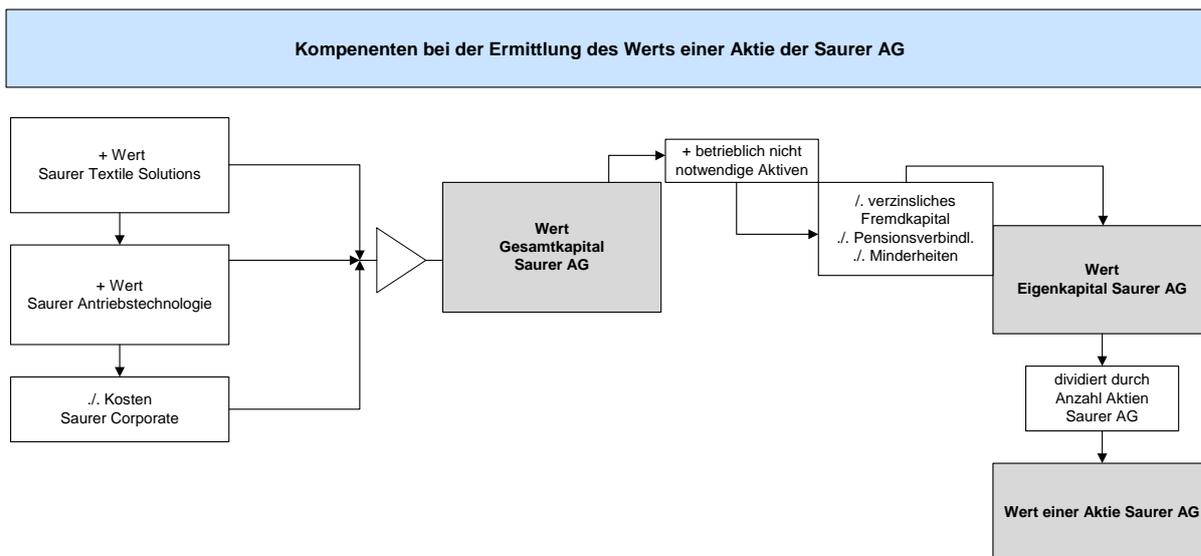
Quelle: Geschäftsbericht 2005 Saurer

Zur Stärkung und zum strategischen Ausbau der Division Antriebstechnologie hat Saurer Ende Januar 2006 den amerikanischen Hersteller Fairfield gekauft. Dadurch wird eine Ausweitung der Geschäftsaktivitäten in Nord- und Südamerika ermöglicht. Im Weiteren wurden Produktionskapazitäten in Indien, China und Tschechien geschaffen, beziehungsweise ausgebaut.

Kapitel 4 Bewertungsvorgehen und -analysen

4.1 Bewertungsumfang

Die folgende Darstellung zeigt die von BDO für die Bewertungsüberlegungen verwendete Systematik, beziehungsweise die zu berücksichtigenden einzelnen Wertkomponenten der Gesellschaft:



Der Wert der Saurer Aktien (Eigenkapitalwert) setzt sich aus den individuell ermittelten Werten der beiden Divisionen Antriebstechnologie und Textile Solutions zusammen. Davon werden die Aufwendungen für die Managementdienstleistungen ("Corporate") abgezogen. Diese drei Komponenten ergeben den Wert des Gesamtkapitals.

Um den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln, werden zudem die betrieblich nicht notwendigen Aktiven, das verzinsliche Fremdkapital, die Pensionsverbindlichkeiten sowie die Minderheitsanteile zu Marktwerten am Bewertungsstichtag berücksichtigt.

Der berechnete Wert der einzelnen Aktie ergibt sich aus dem Wert des ermittelten Eigenkapitals, dividiert durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien am Bewertungsstichtag.

4.2 Bewertungsmethoden

Zur Ermittlung des Eigenkapitalwertes von Saurer, beziehungsweise zur Überprüfung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Oerlikon, wurden die folgenden Analyse- und Bewertungsmethoden verwendet:

- Discounted Cash Flow Methode (DCF-Methode);
- Marktbewertung (Vergleich mit anderen börsenkotierten Unternehmen in Bezug auf Bewertungskennzahlen);
- Analyse der Entwicklung des Börsenkurses der Saurer AG.

Der nach der DCF-Methode ermittelte Eigenkapitalwert steht im Zentrum der durchgeführten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen. Die Methode basiert auf dem theoretischen Ansatz, dass bei der Bestimmung des Unternehmenswertes die zu erwartenden Netto-Einnahmen des Investors aufgrund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden. In der Praxis wird von den zukünftig zu erwartenden freien Cash Flows ausgegangen, welche im Rahmen der DCF-Methode mittels des Kapitalkostensatzes auf den Gegenwartswert diskontiert werden.

4.3 Synergien

Bei den Bewertungsüberlegungen wurden künftig mögliche Synergien eines Zusammenschlusses der beiden Unternehmen Saurer und Oerlikon nicht berücksichtigt.

4.4 Bewertungsstichtag

Als Bewertungsstichtag wurde der 1. November 2006 festgelegt.

Dieser Zeitpunkt ist identisch mit dem Beginn der ursprünglich vorgesehenen Angebotsfrist des öffentlichen Kaufangebots der Oerlikon und liegt kurz vor der Veröffentlichung des Berichts des Verwaltungsrates im Sinne von Artikel 29 BEHG an die Publikumsaktionäre der Saurer.

4.5 Verwendete Planrechnungen

Der Wert von Saurer bestimmt sich aus dem Nutzen, den das Unternehmen aufgrund seiner zum Zeitpunkt der Bewertung vorhandenen Erfolgsfaktoren, einschliesslich der materiellen Substanz, Innovationskraft, Produkte und Stellung am Markt, der Firmenstruktur, Mitarbeiter und seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann. Basierend auf diesen Faktoren und verbunden mit seinen Markteinschätzungen und Marktkenntnissen erstellt das Management für die kommenden Jahre Planrechnungen der einzelnen "Business Units". Die Summen dieser Planrechnungen ergeben zusammengefasste Teilbudgets für jede Division, und daraus abgeleitet resultiert ein Gesamtbudget für die Saurer Gruppe. Bei der Planung wird davon ausgegangen, dass das Unternehmen künftig in der Lage sein wird, finanzielle Überschüsse zuhanden der Unternehmenseigner, d.h. der Aktionäre, zu erwirtschaften.

4.6 Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen

Saurer erstellt strategische Planrechnungen für die einzelnen Business Units für jeweils drei Jahre nach der Bottom-up-Methode. Die aktuelle Planrechnung, die für die Bewertungsüberlegungen als Grundlage diente, wurde im Jahr 2005 erstellt und reflektiert die Massnahmenpläne und Ziele der Business Units bis 2008. Basierend darauf werden die weiteren Planjahre bis 2011 aufgrund der Einschätzungen der Konzernleitung und des Managements der beiden Unternehmensbereiche weitergeführt. Die seit 2005 getätigten Akquisitionen werden zusätzlich in der Planrechnung berücksichtigt.

Im laufenden Geschäftsjahr 2006 werden nebst den ermittelten Finanzzahlen für den Viertel- und Halbjahresabschluss systematisch die voraussichtlichen Finanzzahlen für das Gesamtjahr neu hochgerechnet. Für die Bewertungsüberlegungen im Zusammenhang mit der Erstellung der Fairness Opinion lag uns eine aktuelle Projektion vom September 2006 vor.

Bei der Ermittlung der zukünftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse dienten BDO die Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2006 vom September 2006 und die Planrechnungen 2007 bis 2011 des Managements als Grundlage. Im Weiteren wurden der ordentliche Abschluss für das Geschäftsjahr 2005 und die Halbjahreszahlen 2006 gesichtet. Die aktuellste Hochrechnung 2006 wurde mit dem Management von Saurer besprochen und plausibilisiert.

4.7 Werttreiber

Der wesentliche Werttreiber von Saurer ist die EBITDA-Marge. Die Planrechnung für die Geschäftsjahre 2007 bis 2011 sieht für den Gesamtkonzern ein moderates Wachstum der EBITDA-Marge bei gleichzeitiger Umsatzsteigerung vor.

- **Textile Solutions:** Die Voraussetzung, dass Saurer in der Lage ist, mittelfristig im Bereich der Textilmaschinen ein Margen-Wachstum durchzusetzen, beruht einerseits auf der gut ausgebauten Stellung im Markt, unter anderem auch aufgrund der langjährigen Präsenz in China, andererseits auf den kontinuierlichen Effizienzsteigerungs- und Kostensenkungsprogrammen. Aufgrund der weiter fortschreitenden Globalisierung ist aber davon auszugehen, dass der Konsolidierungsprozess anhält und sich in diesem Markt tätige Unternehmen weiter zusammenschliessen. Der seit langem bestehende Druck auf die Margen wird deshalb anhalten.
- **Antriebstechnologie:** In der Planrechnung wird für 2007 und 2008 ein moderates Umsatzwachstum bei gleichzeitig verbesserter EBITDA-Marge prognostiziert. Für die Geschäftsjahre 2009 bis 2011 wird bei gleichbleibendem Umsatz ein leichtes Wachstum der Marge erwartet. Saurer sieht sich in dieser Division in einer vorteilhaften strategischen Ausgangslage, da das Unternehmen mit Graziano und der im Jahr 2006 neu akquirierten Fairfield über zwei Hersteller im Bereich Antriebstechnologie verfügt, die gemeinsam die Märkte in Europa, Asien und USA abdecken. Aufgrund ihrer Spezialisierung innerhalb der Antriebstechnologie sind sie nur zu einem relativ geringen Teil dem besonderen Kostendruck der Automobilzulieferindustrie ausgesetzt. Im Weiteren können dank dem Ausbau der Produktionskapazitäten in Indien, China und in Tschechien die Fertigungskosten tief gehalten werden. Basierend auf dieser Einschätzung erscheint ein leichtes Margenwachstum in den Jahren 2009 bis 2011 plausibel. Aufgrund der zunehmenden Globalisierung und der möglichen Unternehmenszusammenschlüsse in den kommenden Jahren muss aber auch im Bereich Antriebstechnologie davon ausgegangen werden, dass die Margen längerfristig unter Druck bleiben.

Kapitel 5 Bewertungsergebnisse

5.1 Discounted Cash Flow Methode

Die Bewertungsergebnisse der DCF-Methode basieren einerseits auf den geschätzten zukünftigen Cash Flows (vor Finanzierungstransaktionen), andererseits auf dem Gesamtkapitalkostensatz (WACC – Weighted Average Cost of Capital), mit welchem die freien Cash Flows auf ihren Barwert zum Bewertungsstichtag diskontiert werden.

Der WACC berücksichtigt die angemessene Eigenkapitalrendite sowie die künftig zu erwartenden Fremdkapitalkosten, jeweils gewichtet nach der langfristigen Zielkapitalstruktur des Unternehmens. Die Eigenkapitalrendite wird mit dem CAPM-Modell (Capital Asset Pricing Model) berechnet.

BDO hat für die beiden Divisionen Textile Solutions und Antriebstechnologie jeweils einen individuellen Wert des WACC ermittelt, da die beiden Divisionen in unterschiedlichen Branchen und Märkten tätig sind. Dabei wurde das Beta für die beiden Divisionen jeweils aufgrund von Vergleichen mit anderen börsenkotierten, branchenähnlichen Unternehmen (Peer-Gruppen) individuell berechnet. Die weiteren berücksichtigten Komponenten des WACC sind für beide Divisionen identisch. Die Kosten für die Managementdienstleistungen ("Corporate") werden mit dem durchschnittlichen WACC der beiden Divisionen diskontiert.

Nachstehend sind die im Rahmen der Wertüberlegungen berücksichtigten Parameter zur Bestimmung des WACC beschrieben:

- a) **Beta:** 0.94 für Antriebstechnologie / 1.25 für Textile Solutions;

Das (levered) Beta der beiden Divisionen basiert auf dem durchschnittlichen unlevered Beta von vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen der Peer-Gruppen (gemäss Anhang 2), angepasst an die langfristige Zielkapitalstruktur und den Ertragssteuersatz des Gesamtkonzerns.

- b) **Risikoloser Zinssatz:** 2.62%

Der für die Bewertungsarbeiten zugrundegelegte risikolose Zinssatz entspricht der aktuellen Rendite auf Verfall der 30-jährigen Schweizerischen Bundesobligationen.

c) **Marktrisikoprämie:** 5.11%

Die geschätzte Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des Schweizerischen Aktienmarktes gemäss der Pictet-Studie¹ und der risikolosen Rendite von Bundesobligationen mit 30-jähriger Laufzeit.

d) **Prämie für Grösse:** 1.81%

Die Prämie für die Unternehmensgrösse reflektiert die erhöhte Risiko- / Renditeerwartung, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmen, bezogen auf die Börsenkapitalisierung, verbunden sind. Sie berechnet sich als Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite kleinkapitalisierter Unternehmen und der für diese Unternehmen mittels CAPM geschätzten Rendite. Die verwendete Prämie von 1.81% basiert auf der jährlichen Studie von Ibbotson Associates². Die Grundlage für die empirische Analyse bildet der amerikanische Kapitalmarkt.

e) **Fremdkapitalkosten:** 4.46%

Die Fremdkapitalkosten von Saurer vor Steuereffekten entsprechen im Durchschnitt dem effektiven Zinsendienst, den Saurer als Gesamtkonzern aufgrund der aktuellen Fremd- bzw. Eigenkapitalstruktur leistet.

f) **Ertragssteuersatz:** 31%

Der verwendete Ertragssteuersatz entspricht dem durch das Management geschätzten, durchschnittlichen zukünftigen Steuersatz der gesamten Gruppe, unter Berücksichtigung von Verlustvorträgen.

g) **Zielkapitalstruktur:** FK:33%/EK 67%

Das der Wertermittlung zugrunde gelegte ideale langfristige Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital basiert einerseits auf der geschätzten langfristigen Verschuldungskapazität und andererseits auf der angestrebten Finanzierungsstruktur des Unternehmens, unter Berücksichtigung der zukünftigen Wachstumsstrategie durch Akquisitionen. Die Pensionsverbindlichkeiten sind im Fremdkapital berücksichtigt.

¹ Pictet & Cie; Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz, Januar 2006

² Vergleiche Ibbotson Associates, 2006 Yearbook

h) Wachstum

Im Residualwert wurde ein ewiges Wachstum des Freien Cash Flows (FCF) von 1% angenommen (siehe dazu auch die Sensitivitätsberechnungen in Anhang 4).

In der nachfolgenden Tabelle sind die aus den vorstehend beschriebenen Parametern (ohne h) ermittelten Diskontierungssätze (WACC) für die beiden Divisionen Textile Solutions und Antriebstechnologie dargestellt:

Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)			
Komponenten	Antriebs- technologie	Textile Solutions	Quelle / Basis der Berechnung
Beta-Faktor	0.94	1.25	Basis von Beta Peergruppenanalyse gemäss Bloomberg / Relevered mit Zielkapitalstruktur und Steuersatz Firma
Rendite risikoloser Zinssatz	2.62%	2.62%	Rendite 30 jährige Bundesobligation Eidgenossenschaft
Marktrisiko-Prämie	5.11%	5.11%	Rendite Schweizer Aktienmarkt gemäss Pictet-Studie Januar 2006 abzüglich risikoloser Zinssatz
Grössenzuschlag	1.81%	1.81%	Studie gemäss Ibbotson associates
Eigenkapitalkostensatz (CAPM)	9.23%	10.82%	
Zinssatz Fremdkapital	4.46%	4.46%	Durchschnitt Zinszahlungen Saurer AG
Zinssatz Fremdkapital (nach Steuern)	3.08%	3.08%	
Eigenkapital (Zielkapitalstruktur)	66.67%	66.67%	gemäss Management
Fremdkapital (Zielkapitalstruktur)	33.33%	33.33%	gemäss Management
Gewinnsteuerrate	31.00%	31.00%	Gesamtkonzern gemäss Management
WACC (nach Steuern)	7.18%	8.24%	

Die zukünftigen Cash Flows ergeben sich aus der Planrechnung. Diese wurde basierend auf den wirtschaftlichen und finanziellen Erwartungen durch die Verantwortlichen der beiden Divisionen und des Gesamtkonzerns nach bestem Wissen und nach den aktuellen Einschätzungen ermittelt.

Die Freien Cash Flows (FCF) des Planungszeitraumes 2006 bis 2011 wurden in einem detaillierten Berechnungsverfahren anhand der Hochrechnung 2006, den Planrechnungen 2007 bis 2011 und den Aussagen des Managements von Saurer für jede der beiden Divisionen Textile Solutions und Antriebstechnologie prognostiziert und für die Gesamtanalyse von Saurer addiert. Im Rahmen der Bewertungsarbeiten wurden die so ermittelten zukünftigen freien Cash Flows sowie auch der Residualwert mit den hergeleiteten individuellen Werten des WACC auf den Stichtag diskontiert.

Aufgrund der erwarteten Marktentwicklung wurde für den Residualwert ab dem Geschäftsjahr 2012 bei beiden Divisionen eine EBITDA-Marge prognostiziert, die dem Durchschnitt aus der Hochrechnung 2006 sowie den Planjahren 2007 bis 2011 entspricht.

Die DCF-Analysen der beiden Divisionen wurden anschliessend mit unterschiedlichen Risiko- und Entwicklungsszenarien auf ihre Sensitivität überprüft.

Der Gesamtwert der beiden Divisionen ergibt den Wert des Gesamtkapitals (Enterprise Value) von Saurer. Der so ermittelte Unternehmenswert wurde anschliessend um die Nettverbindlichkeiten korrigiert, um den Wert des Eigenkapitals zu erhalten.

5.1.1 Einschätzung

Basierend auf der DCF-Methode, beziehungsweise dem vorstehend beschriebenen Bewertungsvorgehen und unter Berücksichtigung der Nettoverschuldungen per 1. November 2006, haben wir eine Wertbandbreite von CHF 120 bis CHF 130 pro Namenaktie der Saurer ermittelt.

Die Sensitivitätsberechnungen auf Stufe des Gesamtunternehmens sind in Anhang 4 dargestellt.

5.2 Vergleich mit anderen börsenkotierten Unternehmen (Peer-Gruppen)

Wie im vorstehenden Kapitel beschrieben, wird das Unternehmen für die Wertüberlegungen und Bewertungsanalysen als kombinierter Hersteller und Lieferant von Textilmaschinen und von Antriebstechnologie betrachtet. Daher wurden für die Analyse mit vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen zwei Peer-Gruppen als Benchmark gebildet.

Die Darstellung in Anhang 1 zeigt eine Übersicht der gängigen Aktienbewertungskennzahlen (EV/EBITA, EV/EBIT, EV/Sales, PE) vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen. Die Kennzahlen beruhen auf Schätzungen³ von Bankanalysten für die Jahre 2006, 2007 und 2008.

Die Analyse fokussiert auf die Kennzahlen für das Jahr 2007 und die diesbezüglichen Vergleichsgrössen der Peer-Gruppen, da Saurer das erstmals konsolidierte Unternehmen Fairfield in 2006 akquiriert hat und somit die daraus resultierenden Effekte nicht vollständig in den Finanzzahlen für das laufende Geschäftsjahr 2006 enthalten sind. Zur Überprüfung der Plausibilität der Ergebnisse haben wir uns auf umfassende Multiples-Analysen der Deutsche Bank vom Oktober 2006 abgestützt.

³ Quelle: Bloomberg, Datastream

5.2.1 Einschätzung

Unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung ergeben die Analysen und Vergleiche mit Unternehmen der Peer-Gruppen auf Stufe EBITDA eine Wertbandbreite von CHF 99 bis CHF 114 je Namenaktie der Saurer.

5.3 Entwicklung des Börsenkurses der Saurer AG

In Anhang 3 ist die Kursentwicklung der Namenaktie von Saurer seit Januar 2003 dargestellt. Als Vergleichswert wurde die Entwicklung des SPI (Swiss Performance Index) aufgeführt.

Die Analyse des Kursverlaufs zeigt, dass die Aktie von Saurer seit 2003, mit kurzen Unterbrechungen, an Wert zugenommen hat. Von Mitte 2005 bis März 2006 stagnierte der Kurs im Bereich von CHF 85 bis CHF 90. Danach folgte in der Periode April bis Mai 2006 eine kurzfristige Steigerung auf CHF 105, worauf der Kurs wieder auf CHF 85 zurückging und sich von Juli bis Anfang September 2006 im Bereich von CHF 90 bis CHF 95 stabilisierte. Auf diese Periode bezog sich das erste Barangebot von Oerlikon vom 6. September 2006 in der Höhe von CHF 93.42 pro Namenaktie.

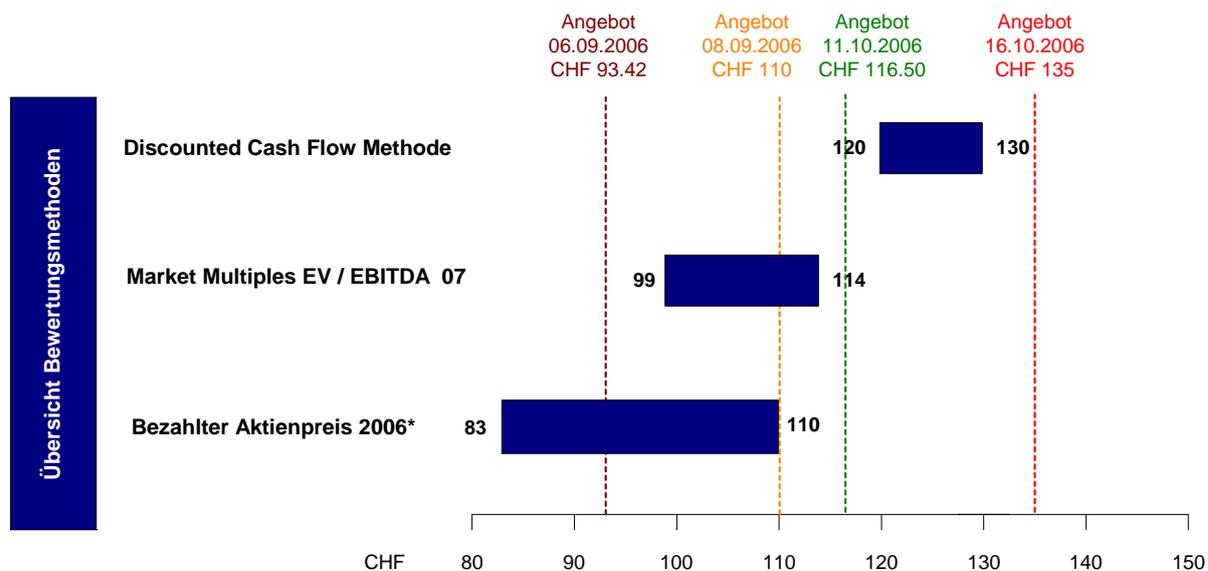
Nach Bekanntgabe des zweiten verbesserten Angebots von CHF 110 vom 8. September 2006 zog der Aktienkurs sofort mit, genauso wie am 11. Oktober 2006, als Oerlikon ein drittes verbessertes Angebot in der Höhe von CHF 116.50 vorlegte. Seit Bekanntgabe des aktuellen Angebots von CHF 135 pro Namenaktie am 16. Oktober 2006 hat sich der Aktienkurs dem Preisniveau des Angebots genähert (CHF 134.70 am 3. November 2006).

5.3.1 Einschätzung

Im Vergleich mit den durchschnittlichen Börsenkursen der 30 Handelstage, beziehungsweise 12 Monate vor der Publikation der Voranmeldung des ersten Angebots von Oerlikon, liegt der Angebotspreis von CHF 135 je Namenaktie um rund 45%, beziehungsweise 50% über den jeweiligen Durchschnittswerten.

5.4 Übersicht der Bewertungsergebnisse

Die folgende grafische Übersicht rekapituliert die aufgrund der angewandten Bewertungsmethoden ermittelten Wertbandbreiten der Namenaktie.



* Vor Bekanntgabe Angebot von Oerlikon

Kapitel 6 Gesamtbeurteilung

6.1 Zusammenfassung der Resultate

Im Vordergrund der Bewertungsüberlegungen zur Beurteilung der Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebotes an die Publikumsaktionäre steht die Bewertung basierend auf der Discounted Cash Flow Methode. Gemäss unseren Bewertungsüberlegungen ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 120 bis CHF 130 je Namenaktie der Saurer AG. Demzufolge beinhaltet das Kaufangebot der Oerlikon von CHF 135 eine Prämie von rund 4% bis 12% im Vergleich zu der von uns ermittelten Wertbandbreite.

Die weiteren mittels zusätzlicher Bewertungsmethoden durchgeführten Analysen haben ergeben, dass das Kaufangebot von Oerlikon über den jeweiligen ermittelten Vergleichsgrössen liegt.

Das Kaufangebot von Oerlikon ist rund 18% bis 36% höher als die analysierten Durchschnittswerte auf Stufe EBITDA für die ausgewählte Peer-Gruppe.

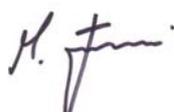
Der Angebotspreis von CHF 135 je Namenaktie liegt um 45% über den durchschnittlichen Börsenkursen der 30 Handelstage vor der Publikation der Voranmeldung des ersten Angebots von Oerlikon, beziehungsweise 50% über den durchschnittlichen Börsenkursen der 12 Monate vor der Publikation der Voranmeldung.

6.2 Einschätzung

Basierend auf den durchgeführten Analysen und unseren Bewertungsüberlegungen kommen wir zum Schluss, dass das Kaufangebot der OC Oerlikon von CHF 135 für die sich im Publikum befindenden Namenaktien der Saurer AG aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.

Zürich, 3. November 2006

BDO Visura



Markus Egli



Marcel Jans

ANHANG

- Anhang 1: Bewertungskennzahlen vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen**
- Anhang 2: Analyse der Betas und der Kapitalstruktur vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen**
- Anhang 3: Kursentwicklung der Namenaktie der Saurer AG**
- Anhang 4: Sensitivitätsberechnungen**

Anhang 1 Bewertungskennzahlen vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen

Division Textile Solutions

Name	Sales in MEUR			EV / Sales			EV / EBIT			EV / EBITDA			PE		
	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e
Bucher Industries	1'010	1'063	1'258	0.48	0.47	0.46	7.86	6.63	6.11	5.62	4.92	4.60	14.10	13.00	11.90
Gildemeister	978	1'052	1'126	0.44	0.42	0.42	7.73	6.81	6.10	5.31	4.85	4.50	15.90	11.60	9.90
Rieter	1'872	1'919	1'914	0.77	0.74	na	11.23	10.00	na	7.01	6.56	na	15.20	13.80	13.00
Schweiter	163	185	207	1.16	1.14	na	11.22	10.56	na	9.93	9.39	na	13.60	13.10	12.80
Sulzer	1'147	1'298	1'568	1.26	1.12	na	13.14	10.94	na	9.92	8.58	na	18.70	16.30	13.80

lo	0.44	0.42	0.42	7.73	6.63	6.10	5.31	4.85	4.50	13.60	11.60	9.90
average	0.82	0.78	0.44	10.24	8.99	6.11	7.56	6.86	4.55	15.50	13.56	12.28
median	0.77	0.74	0.44	11.22	10.00	6.11	7.01	6.56	4.55	15.20	13.10	12.80
hi	1.26	1.14	0.46	13.14	10.94	6.11	9.93	9.39	4.60	18.70	16.30	13.80

Division Antriebstechnologie

Name	Sales in MEUR			EV / Sales			EV / EBIT			EV / EBITDA			PE		
	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e
Brembo	634	693	721	0.80	0.74	0.70	7.76	6.79	5.99	5.00	4.46	4.08	13.00	11.10	9.9
Carraro	390	509	617	0.36	0.33	0.32	8.62	7.30	6.21	3.49	3.10	2.87	13.8	11.3	8.9
GKN	4'819	5'130	5'335	0.58	0.55	0.53	9.10	7.63	6.75	5.41	4.76	4.33	13.10	9.80	8.7
Haldex	662	741	807	0.55	0.53	0.51	10.08	8.57	7.89	6.14	5.44	5.02	12.3	9.8	8.7
Regal Beloit	489	599	1'130	1.13	1.06	na	9.66	8.77	na	8.05	7.33	na	13.00	11.50	9.3

lo	0.36	0.33	0.32	7.76	6.79	5.99	3.49	3.10	2.87	12.30	9.80	8.70
average	0.68	0.64	0.51	9.04	7.81	6.71	5.62	5.02	4.08	13.04	10.70	9.10
median	0.58	0.55	0.52	9.10	7.63	6.48	5.41	4.76	4.21	13.00	11.10	8.90
hi	1.13	1.06	0.70	10.08	8.77	7.89	8.05	7.33	5.02	13.80	11.50	9.90

Quelle: Bloomberg, Datastream

Anhang 2 Analyse der Betas und der Kapitalstruktur vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen

Division Textile Solutions

Name	Steuersatz	Kapitalstruktur FK/EK	levered Beta	unlevered Beta *
Bucher Industries	36.5%	-6.23%	0.75	0.78
Gildemeister	15.2%	113.04%	0.88	0.45
Rieter	32.3%	-7.66%	0.60	0.63
Schweiter	10.2%	-27.75%	1.00	1.33
Sulzer	29.5%	-20.30%	0.94	1.10

Division Antriebstechnologie

Name	Steuersatz	Kapitalstruktur FK/EK	levered Beta	unlevered Beta*
Brembo	39.0%	42.79%	0.81	0.64
Carraro	36.1%	59.60%	1.02	0.74
GKN	26.3%	2.68%	0.99	0.97
Haldex	32.4%	26.48%	0.80	0.68
Regal Beloit	35.7%	57.55%	0.89	0.65

Quelle: Bloomberg

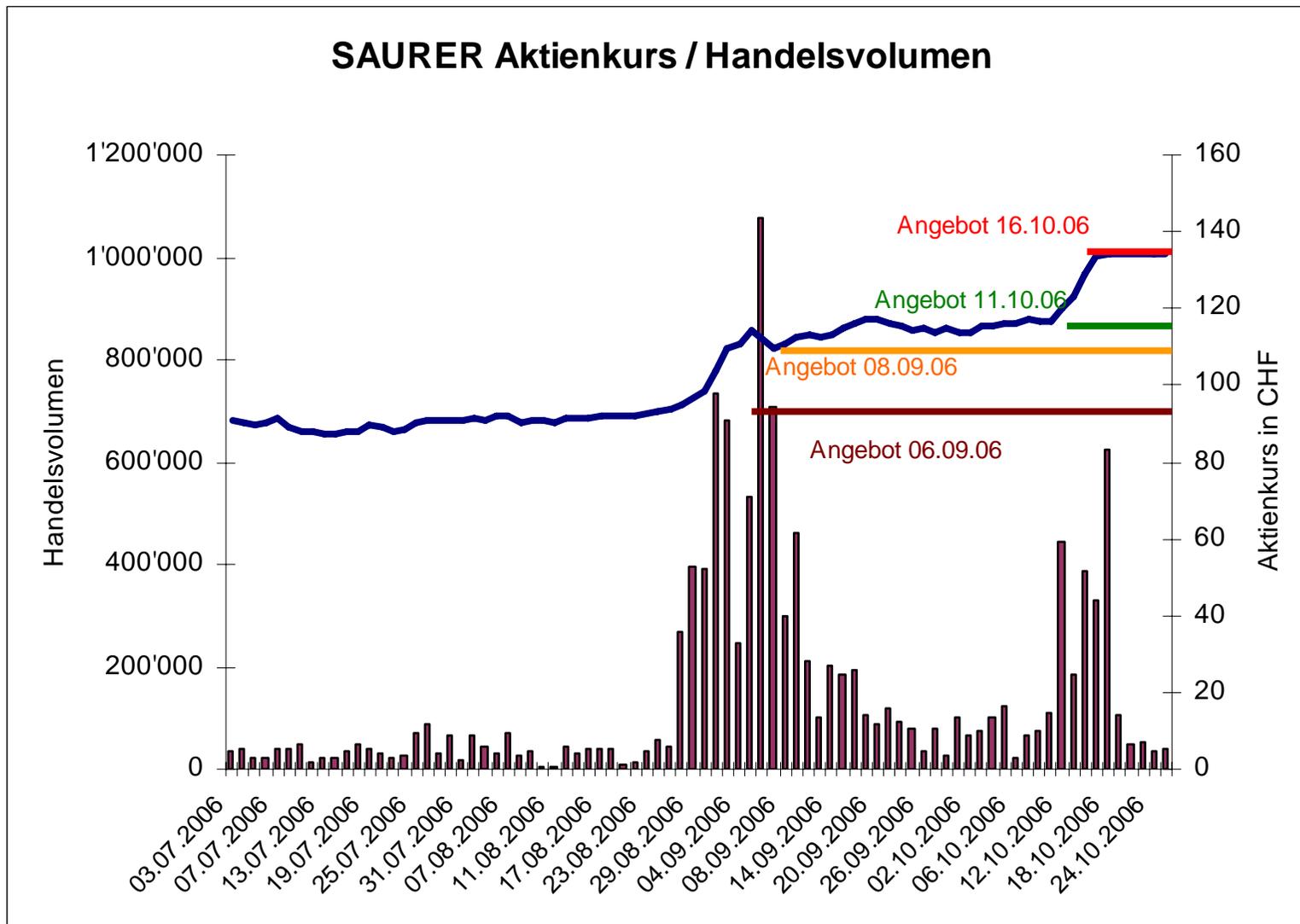
* unlevered Beta = levered Beta / (1+Kapitalstruktur x (1- Steuersatz))

Anhang 3 Kursentwicklung der Namenaktie der Saurer AG

Anhang 3.1 Entwicklung des Aktienkurses von 2003 bis 27. Oktober 2006 im Vergleich zum SPI



Anhang 3.2 Entwicklung des Aktienkurses vom 3. Juli bis 27. Oktober 2006



Quelle: SWX

Anhang 4 Sensitivitätsberechnungen

Wert pro Aktie unter Berücksichtigung der Sensitivitäten für WACC und für prognostiziertes ewiges Wachstum des FCF

Veränderung ewiges Wachstum des FCF nach Detailplanung

in CHF

		WACC/FCF	-0.30%	-0.20%	-0.10%	0.00%	0.10%	0.20%	0.30%
Veränderung WACC - nach Steuern	0.3%		112.50	114.21	115.96	117.77	119.63	121.54	123.50
	0.2%		114.73	116.49	118.30	120.16	122.08	124.06	126.09
	0.1%		117.01	118.83	120.70	122.63	124.61	126.66	128.76
	0.0%		119.37	121.24	123.18	125.17	127.22	129.33	131.51
	-0.1%		121.79	123.73	125.73	127.78	129.91	132.10	134.35
	-0.2%		124.28	126.28	128.35	130.48	132.68	134.94	137.29
	-0.3%		126.84	128.92	131.05	133.26	135.54	137.89	140.31

Wert pro Aktie unter Berücksichtigung der Sensitivitäten für EBITDA und für prognostiziertes ewiges Wachstum des FCF

Veränderung ewiges Wachstum des FCF nach Detailplanung

in CHF

		EBITDA/FCF	-0.30%	-0.20%	-0.10%	0.00%	0.10%	0.20%	0.30%
Veränderung EBITDA-Marge	0.3%		124.13	126.08	128.09	130.15	132.29	134.48	136.75
	0.2%		122.54	124.47	126.45	128.49	130.60	132.77	135.00
	0.1%		120.95	122.86	124.81	126.83	128.91	131.05	133.26
	0.0%		119.37	121.24	123.18	125.17	127.22	129.33	131.51
	-0.1%		117.78	119.63	121.54	123.51	125.53	127.62	129.77
	-0.2%		116.19	118.02	119.91	121.84	123.84	125.90	128.03
	-0.3%		114.60	116.41	118.27	120.18	122.16	124.19	126.28