



*Schulthess Group AG  
KPMG AG  
18. April 2011*

**Schulthess Group AG**

**Fairness Opinion zuhanden des  
Verwaltungsrats der Schulthess Group AG**

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des  
öffentlichen Kaufangebots der NIBE Industrier AB,  
Markaryd, Schweden, für die Schulthess Group AG,  
Bubikon, Schweiz

## Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	5
1.1	Ausgangslage	5
1.2	Auftrag des Ausschusses unabhängiger Verwaltungsräte der Schulthess Group	6
1.3	Vorgehen	7
1.4	Grundlagen	7
2	Unternehmensprofil der Schulthess Group	8
2.1	Überblick	8
2.2	Geschäftsbereich Wärmetechnik/Kältetechnik	10
2.3	Geschäftsbereich Waschtechnik/Haustechnik	11
2.4	Strategie und Finanzplanung	11
3	Wertüberlegungen zur Schulthess Group	14
3.1	DCF-Methode	14
3.2	Marktbewertung	17
3.2.1	Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen	17
3.2.2	Marktbewertung mittels Vergleichstransaktionen	18
4	Schlussfolgerung der Fairness Opinion	20
	Anhang	22
Anhang I:	Ableitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten WACC	22
Anhang II:	DCF Sensitivitätsanalyse	23
Anhang III:	Übersicht Vergleichsunternehmen	24
Anhang IV:	Ableitung des Beta-Faktors	27
Anhang V:	Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	28
Anhang VI:	Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmenstransaktionen	29

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Aktuelle Struktur der Schulthess Group .....	8
Abbildung 2: Umsatz der Schulthess Group nach geographischen Märkten (2010) .....	9
Abbildung 3: Umsatzentwicklung der Schulthess Group nach Segmenten (2008 bis 2010)...	9
Abbildung 4: Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen .....	18
Abbildung 5: Übersicht Bewertungsergebnisse .....	20

## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Planungsannahmen.....	12
----------------------------------	----

## Definitionen

Angebot	Gegenwert von CHF 59.2 pro Namenaktien der Schulthess Group zum Zeitpunkt der Voranmeldung, bestehend aus: <ul style="list-style-type: none"><li>• einer Barkomponente von CHF 36.0 und</li><li>• einer Aktienkomponente bestehend aus 1.537418 nennwertlosen B-Aktien von NIBE. Basierend auf dem volumengewichteten Durchschnittskurs der 60 letzten Börsentage der NIBE B-Aktie vor der Voranmeldung (SEK 103.1) sowie dem SEK/CHF Umrechnungskurs am letzten Börsentag vor der Voranmeldung (0.146317) entspricht die Aktienkomponente einem Gegenwert von CHF 23.2</li></ul>
Ausschüttung aus den Kapital-	
Einlagereserven	CHF 1.2 pro Namenaktien der Schulthess Group. Entspricht einer Gesamtausschüttung von CHF 12.8 Mio.
Bewertungsstichtag	15. April 2011
Nettofinanzposition	Umfasst liquide Mittel abzüglich zinstragende Verbindlichkeiten zum 31. März 2011 in Höhe von CHF 30.0 Mio.
Unternehmenswert	Reflektiert den operativen Unternehmenswert
Übernahmeangebot	Öffentliches Übernahmeangebot von NIBE Industrier AB vom 20. April 2011 für alle sich im Publikum befindenden Namensaktien der Schulthess Group

## Abkürzungen

AG	Aktiengesellschaft
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
DE	Deutschland
DK	Dänemark
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern, Abschreibungen und Amortisationen)
EK	Eigenkapital
ERP	Enterprise Resource Planning
EV	Enterprise Value (Operativer Unternehmenswert)
FK	Fremdkapital
i.H.v.	in Höhe von
k.A.	keine Angabe
KPMG	KPMG AG, Schweiz
Mio.	Millionen
NIBE	NIBE Industrier AB, Markaryd, Schweden
OEM	Original Equipment Manufacturer (Erstausrüster / Originalhersteller)
p.a.	per annum
Schulthess Group	Schulthess Group AG, Bubikon, Schweiz
SEK	Schwedische Kronen
SIX	SIX Swiss Exchange
vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewichtete Kapitalkosten)

# 1 Einführung

## 1.1 Ausgangslage

Die Schulthess Group AG, Bubikon, Schweiz, („Schulthess Group“) ist in den Bereichen Wärmetechnik/ Kältetechnik und Waschtechnik/Haustechnik tätig. Der konsolidierte Umsatz der Gruppe betrug im Jahr 2010 CHF 301.8 Mio. Die Gruppe beschäftigt insgesamt rund 1'100 Mitarbeiter.

Die Namenaktien der Schulthess Group sind an der SIX Swiss Exchange kotiert. Das gezeichnete Aktienkapital der Gesellschaft betrug zum Bewertungsstichtag CHF 2'125'000, aufgeteilt in 10'625'000 Namenaktien zum Nominalwert von CHF 0.2. Die Aktien sind voll liberiert und besitzen je ein Stimmrecht.

Am 11. April 2011 hat NIBE Industrier AB, Markaryd, Schweden, („NIBE“) ein freiwilliges öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindlichen Namenaktien der Schulthess Group (das „Übernahmeangebot“) bekannt gegeben. Das Angebot beträgt CHF 59.2 pro Namenaktie zum Zeitpunkt der Voranmeldung (das „Angebot“).

Das Angebot setzt sich aus einer Barzahlung von CHF 36.0 pro Namenaktie und einem Umtausch in 1.537418 B-Aktien von NIBE zusammen. Das Umtauschverhältnis von 1.537418 NIBE Aktien pro Namenaktie der Schulthess Group entspricht einem Gegenwert von CHF 23.2 gemäss dem volumengewichteten Durchschnittskurs der 60 letzten Börsentage der NIBE B-Aktie vor der Voranmeldung (SEK 103.12) sowie dem SEK/CHF Umrechnungskurs am letzten Börsentag vor der Voranmeldung (0.146317) am 11 April 2011. Der Kurs der neu ausgegebenen NIBE Aktien der Kategorie B sowie auch der Wechselkurs (SEK/CHF) kann sich zwischen dem Zeitpunkt der Voranmeldung und dem tatsächlichen Umtausch gegen die Aktien der Schulthess Group ändern. Kursänderungen haben einen Einfluss auf den Wert der Aktienkomponente des Angebots und damit auf den Gesamtwert, welchen die Publikumsaktionäre letztendlich für Ihren Anteil an der Schulthess Group erhalten. Diese Fairness Opinion bezieht sich jedoch ausschliesslich auf den finanziellen Wert in Höhe von CHF 59.2 pro Aktie der Schulthess Group im Zeitpunkt der Voranmeldung.

Darüber hinaus ist an der Generalversammlung vom 14. April 2011 eine Ausschüttung aus den Reserven der Schulthess Group i.H.v. CHF 1.2 pro Aktie an die Aktionäre der Schulthess Group beschlossen worden (die „Ausschüttung“).

Das Angebot von CHF 59.2 im Zeitpunkt der Voranmeldung entspricht einer Prämie von 12.0% gegenüber dem Schlusskurs (CHF 52.9) vom 8. April 2011 und von 23.5% gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs der 60 letzten Börsentage (CHF 47.9) vor der Voranmeldung. Bei einer Anzahl von insgesamt 10'625'000 Namenaktien entspricht dieses Angebot einem Wert des Eigenkapitals von rund CHF 629.0 Mio. Wird zudem die durch NIBE übernommene Nettofinanzposition in der Höhe von CHF 30.0 Mio. berücksichtigt, entspricht das Angebot einem Unternehmenswert von CHF 599.0 Mio.

Zwischen NIBE und fünf Kernaktionären wurde am 10. April 2011 ein Share Purchase Agreement unterzeichnet. In diesem Rahmen haben die Kernaktionäre insgesamt 31.13% des Aktienkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft an NIBE verkauft. Überdies haben NIBE und Schulthess Group am 10. April 2011 ein Transaction Agreement abgeschlossen, das

die Bedingungen des Angebotes sowie die Pflichten von NIBE und Schulthess Group in Bezug auf das Angebot festlegt. Die Angebot kommt zustande, wenn NIBE einschliesslich des Erwerbs von den Kernaktionären erworbenen Aktien mindestens zwei Drittel aller Schulthess Group Aktien angedient werden.

## 1.2 Auftrag des Ausschusses unabhängiger Verwaltungsräte der Schulthess Group

Ein Ausschuss unabhängiger Verwaltungsräte der Schulthess Group bestehend aus Dr. Gero Büttiker (Vorsitz), Prof. Dr. Christian Belz und Dr. Peter R. Isler hat KPMG AG („KPMG“) beauftragt, im Rahmen einer Fairness Opinion die finanzielle Angemessenheit des Übernahmeangebots aus Sicht der Publikumsaktionäre der Schulthess Group zu beurteilen.

Die Fairness Opinion ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat der Schulthess Group als Teil seines Berichts an die Aktionäre bezüglich des Übernahmeangebots bestimmt. Die Fairness Opinion darf im Rahmen des Angebots als Ganzes öffentlich publiziert werden, interessierten Parteien überreicht sowie im Angebotsprospekt vom 20. April 2011 darauf verwiesen werden. Eine Verwendung für sonstige Zwecke ist nicht erlaubt.

Das zugrundeliegende Bewertungsobjekt der Fairness Opinion ist die Schulthess Group und ihre Tochtergesellschaften. Eine Beurteilung von NIBE oder der NIBE B-Aktien ist nicht Bestandteil der Fairness Opinion. Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre der Schulthess Group dar, das Angebot von NIBE anzunehmen oder abzulehnen. Des Weiteren enthält sie keine Beurteilung der folgenden Punkte:

- Abgeltungsmodalitäten und Bedingungen des Übernahmeangebots
- Rechtliche und steuerliche Beurteilung der Transaktionsstruktur
- Auswirkungen, welche der Entscheid einer Annahme oder Ablehnung für die Aktionäre ergeben kann
- Zukünftiger Wert der Schulthess Group Aktie
- Zukünftiger Wert der Aktien der Kategorie B der NIBE nach der Voranmeldung und damit auch keine Beurteilung der potentiellen Entwicklung der Aktienkomponente des Angebots nach der Voranmeldung

KPMG hat im Rahmen dieser Fairness Opinion weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat KPMG keine physische Inspektion jedweder Gebäude und Standorte der Gruppe durchgeführt.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat KPMG die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen betreffend Schulthess Group vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne die Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen. Unsere Verantwortung beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen.

KPMG stützt sich des Weiteren auf die schriftliche Zusicherung des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung der Schulthess Group, dass sie sich keiner Tatsachen und Umstände bewusst sind, wodurch die zur Verfügung gestellten Informationen unvollständig, unrichtig oder irreführend wären.

## 1.3 Vorgehen

Für die Beurteilung der Angemessenheit des Angebots führte KPMG umfassende Wertüberlegungen und Analysen zur Schulthess Group durch. Das zugrundeliegende Bewertungsobjekt ist die Schulthess Group und ihre Tochtergesellschaften auf konsolidierter Basis. Als Resultat unserer Tätigkeit ergibt sich eine Wertbandbreite für den operativen Unternehmenswert respektive Wert des Eigenkapitals der Schulthess Group. Die sich aus der Bandbreite des Werts des Eigenkapitals der Schulthess Group abgeleitete Wertbandbreite pro Namenaktie der Schulthess Group, stellt den Massstab dar, in welcher ein Kaufangebot als finanziell fair und angemessen erachtet wird.

Die Wertüberlegungen zur Schulthess Group basieren auf einer „stand-alone“ Betrachtung. Mögliche Synergien, die sich im Rahmen der Transaktion ergeben, und Integrationskosten wurden daher nicht berücksichtigt. Auch Effekte auf Ebene des einzelnen Aktionärs, wie beispielsweise steuerliche Auswirkungen, bleiben unberücksichtigt.

Die Wertbandbreite für die Schulthess Group als Ganzes respektive der daraus abgeleitete Wert pro Namenaktie wurde primär auf der Basis der Discounted Cash Flow-Methode (DCF-Methode) ermittelt. Des Weiteren wurden im Rahmen der DCF Methode Sensitivitätsanalysen mittels Änderung zentraler Werttreiber durchgeführt. Zusätzlich wurde zur Plausibilisierung der Resultate eine Marktbewertung durchgeführt.

## 1.4 Grundlagen

KPMG hat folgende Grundlagen zur Beurteilung verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen zur Schulthess Group die für die Analyse als relevant erachtet wurden. Dazu gehören die Geschäftsberichte 2008 bis 2010, Analystenberichte verschiedener Banken, Zeitungsberichte und Pressemitteilungen
- Ungeprüfte, vom Verwaltungsrat zur Kenntnis genommene Finanzdaten zum 31. März 2011
- Unternehmensinterne Informationen der Schulthess Group, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich der Mittelfristplanung 2011 bis 2013. Die Mittelfristplanung für die Schulthess Group wurde im August/September 2010 vom Management der Schulthess Group erstellt und vom Verwaltungsrat am 12. Dezember 2010 genehmigt (der „Business Plan“)
- Besprechungen mit dem Management sowie den Mitgliedern des Verwaltungsrates der Schulthess Group betreffend der Finanz- und Ertragslage, des aktuellen und zukünftigen Marktumfelds, Werttreiber und Annahmen in den Planungsunterlagen
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten der Schulthess Group sowie von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen (Quellen: Capital IQ, Bloomberg)
- Daten von als vergleichbar erachteten Unternehmenstransaktionen (Quellen: Capital IQ, mergermarket)

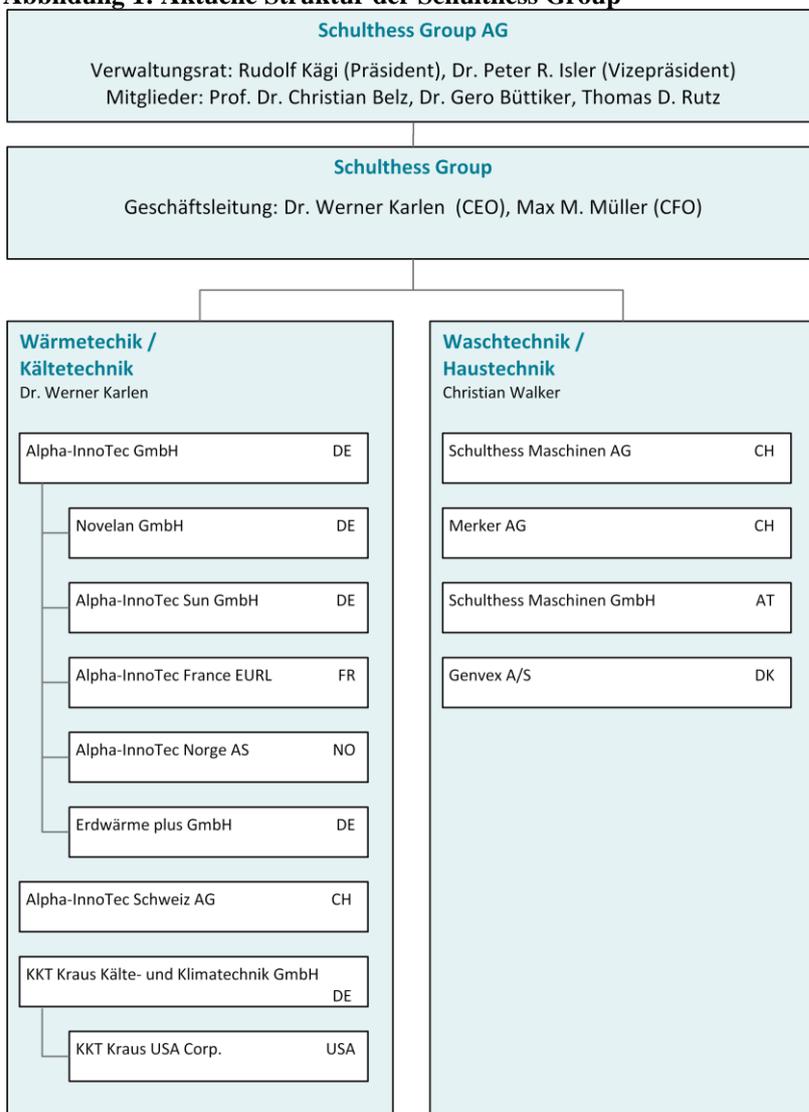
Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen.

## 2 Unternehmensprofil der Schulthess Group

### 2.1 Überblick

Die an der Schweizer Börse kotierte Schulthess Group mit Hauptsitz in Wolfhausen und statutarischem Sitz in Bubikon ist in den vier Bereichen Wärmetechnik, Kältetechnik, Waschtechnik und Haustechnik tätig. Organisatorisch wurden die beiden bisherigen Sparten Wärmetechnik und Kältetechnik im Geschäftsjahr 2010 zur Sparte „Wärmetechnik/Kältetechnik“ zusammengelegt. Gleichzeitig wurde der Bereich „Kontrollierte Wohnungsentlüftung“ aus der Wärmetechnik mit der bisherigen Sparte Waschtechnik in der neuen Sparte „Waschtechnik/Haustechnik“ zusammengelegt.

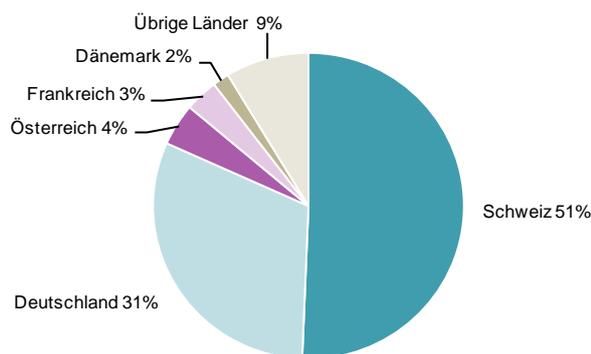
**Abbildung 1: Aktuelle Struktur der Schulthess Group**



Quelle: Schulthess Group

Die Schulthess Group erzielte im Geschäftsjahr 2010 einen konsolidierten Bruttoumsatz von CHF 301.8 Mio. und einen EBIT von CHF 26.2 Mio. Dies entspricht einem Umsatzrückgang von 11.1% und einem Rückgang des EBIT von 34.3% gegenüber 2009. Rund 82% des Bruttoumsatzes der Schulthess Group im Jahr 2010 wurden in der Schweiz und Deutschland erzielt.

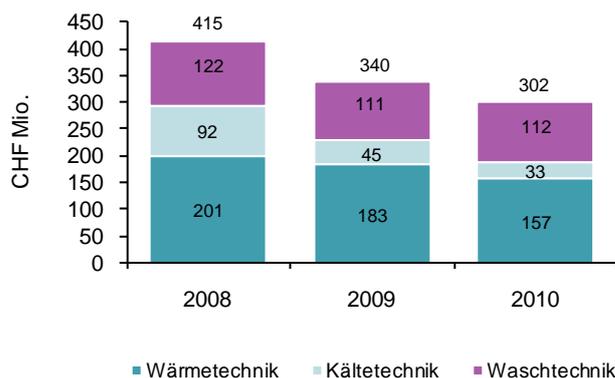
**Abbildung 2: Umsatz der Schulthess Group nach geographischen Märkten (2010)**



Quelle: Schulthess Group

Auf die Sparte Wärmetechnik/Kältetechnik entfielen im Jahr 2010 knapp 63% des Bruttoumsatzes, während die Sparte Waschtechnik die verbleibenden 37% erzielte.

**Abbildung 3: Umsatzentwicklung der Schulthess Group nach Segmenten (2008 bis 2010)**



Quelle: Schulthess Group

Hinweis: Der Bereich „Kontrollierte Wohnungsentlüftung“ ist in den oben dargestellten Umsatzzahlen im Bereich Wärmetechnik enthalten

Mit der Schliessung der Kältetechnik Produktionsstandorte in Lauf und Röthenbach und der Zusammenlegung mit dem Wärmepumpenwerk in Kasendorf sowie der Schliessung des Anlagenbaus im Kältetechnikbereich wurde im Jahr 2010 eine umfassende Neustrukturierung der Schulthess Group durchgeführt. Aus der Zusammenlegung der Werke resultierten im

Geschäftsjahr 2010 Restrukturierungskosten in Höhe von CHF 6.6 Mio. Das bereinigte EBIT der Schulthess Group vor Restrukturierungskosten betrug demnach CHF 32.8 Mio. was einer EBIT-Marge von 10.9% bzw. einem Rückgang der Marge um 0.8 Prozentpunkte im Vergleich zum Vorjahr entspricht.

## 2.2 Geschäftsbereich Wärmetechnik/Kältetechnik

Der Geschäftsbereich **Wärmetechnik/Kältetechnik** unterteilt sich in die beiden Segmente Wärmetechnik und Kältetechnik und befasst sich mit der Entwicklung, Produktion und dem internationalen Vertrieb von Wärmepumpen, sowie von Grossflächenkollektoren zur Nutzung von Solarthermie. Darüber hinaus werden Klima-, Kühl- und Lüftungsanlagen, z.B. für Anwendungen in High-Tech-Medizinalgeräten, entwickelt und produziert. Im Jahr 2010 wurde ein Bruttoumsatz von CHF 189.3 Mio. und ein EBIT von CHF 8.9 Mio. erzielt, was einer EBIT-Marge von 4.9% entspricht. Gegenüber dem Vorjahr sank der Bruttoumsatz um 17% und das EBIT, belastet um Restrukturierungskosten im Segment Kältetechnik in Höhe von CHF 6.6 Mio., um 64.8%. Der Bereich „kontrollierte Wohnungslüftung“ der per 1. Januar 2011 organisatorisch in den Geschäftsbereich Waschtechnik/Haustechnik umgegliedert wurde, ist bis 2010 noch in den Umsatzzahlen des Segments Wärmetechnik enthalten.

Das **Segment Wärmetechnik** ist der Hauptumsatzträger im Geschäftsbereich Wärmetechnik/Kältetechnik. Aufgrund relativ tiefer Erdölpreise, gestiegener Strompreise und reduzierten Fördermassnahmen für Wärmepumpen haben sich die Umsatzerlöse im Jahr 2010 um CHF 26.5 Mio. auf CHF 156.6 Mio. reduziert. Die hergestellten Wärmepumpen werden zur Wärme- und Warmwassererzeugung vor allem in Heizsystemen für Ein- und Mehrfamilienhäuser sowie für gewerbliche Bauten eingesetzt. Das Segment Wärmepumpen beinhaltet auch die Produktion von Grossflächenkollektoren für die Wärme- und Warmwasseraufbereitung. Das Produktportfolio umfasst Luft/Wasser-, Sole/Wasser- und Wasser/Wasser-Wärmepumpen. Zu den Kunden gehören Installateure, Wiederverkäufer und OEMs (Erstausrüster / Originalhersteller). Hauptabsatzmärkte sind die Schweiz, Deutschland und Frankreich. Das Produktionswerk der Wärmepumpen, die Alpha-Innotec GmbH, befindet sich in Kasendorf (DE). Die Produktion von Grossflächenkollektoren zur Nutzung der Solarthermie ist bei der Alpha-InnoTec Sun GmbH in Tholey-Theley (DE), einer Tochtergesellschaft der Alpha-InnoTec GmbH, Kasendorf, angesiedelt.

Das **Segment Kältetechnik** befasst sich mit Produkten, Systemen und Anlagen der Kälte- und Klimatechnik. In Ergänzung zur Serienfertigung von Kühlaggregaten wurden im Bereich Kältetechnik individuell konzipierte Anlagen produziert. Nach dem der Anlagenbau in 2009 einen dramatischen Einbruch erlitten hat, und die Bruttoumsatzerlöse in 2009 um über 50% gegenüber dem Vorjahr gesunken waren, ist in 2010 der Rückzug aus dem Anlagenbaugeschäft erfolgt. Der Umsatz des Segments sank aufgrund dessen um weitere 27% auf CHF 32.7 Mio. Hauptabsatzmarkt des Kältetechnik Bereichs ist Deutschland. Seit 2010 erfolgt die Entwicklung und Produktion von Kälte- und Klimaanlage durch die KKT-Kraus Kälte- und Klimatechnik GmbH im Wärmepumpenwerk in Kasendorf.

## 2.3 Geschäftsbereich Waschtechnik/Haustechnik

Der Geschäftsbereich **Waschtechnik/Haustechnik** gliedert sich in die beiden Unterbereiche Waschtechnik und kontrollierte Wohnungsentlüftung.

Der Bereich Waschtechnik erzielte im Jahr 2010 einen Bruttoumsatz von CHF 112.4 Mio. und einen EBIT von CHF 18.9 Mio. Im Vergleich zum Vorjahr stieg der Bruttoumsatz leicht um 0.9%. Die EBIT-Marge konnte im gleichen Zeitraum von 15.6% auf 16.8% verbessert werden. Die Umsätze des Bereichs kontrollierte Wohnungsentlüftung wurden bis 2010 noch im Bereich Wärmetechnik ausgewiesen.

Das **Segment Waschtechnik** ist im Bereich Waschautomaten und Wäschetrockner für Haushalte sowie gewerbliche Kunden hauptsächlich in der Schweiz aktiv. Im Jahr 2010 entfielen 36.0% der Umsatzerlöse auf das Servicegeschäft. Die Schulthess Maschinen AG entwickelt, produziert, vertreibt und wartet Waschmaschinen, Wäschetrockner und Geschirrspüler auf dem Schweizer Markt. Unter der Marke Schulthess, der ebenfalls zur Gruppe gehörenden Marke Merker oder unter Marken Dritter produziert sie Maschinen für private Haushalte und kommerzielle sowie industrielle Kunden. Die Fertigung der Waschmaschinen und Wäschetrockner erfolgt ausschliesslich am Standort des Hauptsitzes in Wolfhausen. Die Schulthess Maschinen GmbH mit Sitz in Österreich vertreibt die Schulthess Maschinen in Österreich. Die Merker AG ist seit 1991 Teil der Gruppe und vertreibt unter ihrer Marke Waschmaschinen von Schulthess an gewerbliche Kunden. Merker hat keine eigene Belegschaft, sondern wird von der Schulthess Maschinen AG betrieben.

Das **Segment kontrollierte Wohnungslüftung** wird mit dem Geschäftsjahr 2011 organisatorisch dem Geschäftsbereich Waschtechnik/Haustechnik zugeordnet. Es produziert Wohnungslüftungssysteme, die eine starke Wärmerückgewinnung gewährleisten. Zielgruppe dieser Geräte sind sowohl Privathaushalte, Mehrfamilienhäuser als auch gewerbliche Nutzer. Zu den Kunden zählen Installateure, Distributoren und OEMs. Die Entwicklung und Produktion erfolgt durch die Genvex A/S in Haderslev (DK).

## 2.4 Strategie und Finanzplanung

Die Bewertung der Schulthess Group wurde basierend auf dem vom Management der Schulthess Group im August/September 2010 aufgestellten Business Plan erstellt. Der Business Plan sowie die getroffenen Annahmen wurden mit dem Management der Schulthess Group besprochen und auf ihre Plausibilität hin überprüft. Eine Notwendigkeit zur Anpassung des Business Plans aufgrund der Gespräche mit dem Management sowie der Plausibilisierung hat sich nicht ergeben. Nach der Rezession im Jahr 2009 und der drauf folgenden Umstrukturierung im Geschäftsjahr 2010 sowie mit der Umsetzung verschiedener Effizienzsteigerungsprogramme wurden die notwendigen Voraussetzungen getroffen, um in den kommenden Geschäftsjahren wieder ein organisches Wachstum und sowie eine Steigerung der Profitabilität zu erreichen.

Die wesentlichen Annahmen der Detailplanungsperiode von 2011 bis 2013 werden nachfolgend kurz dargestellt:

**Tabelle 1: Planungsannahmen**

Darstellung der historischen Entwicklung und der Planungsannahmen					
in CHF '000	2008	2009	2010	Durchschnitt 2008-2010	Durchschnitt 2011-2013
Bruttoerlöse	414,597	339,525	301,791		
Umsatzwachstum	15.0%	-18.1%	-11.1%	-4.8%	4.0%
EBITDA	68,932	52,127	38,922		
EBITDA Marge	16.6%	15.4%	12.9%	15.0%	20.1%
EBIT (bereinigt)	57,532	39,871	26,177		
EBIT Marge	13.9%	11.7%	8.7%	11.4%	16.3%
Investitionen	5,269	13,071	7,855		
Investitionen in % des Umsatzes	1.3%	3.8%	2.6%	2.6%	3.1%

## Strategie

Es wird davon ausgegangen, dass der in den vergangenen Jahren eingeleitete Trend zu erneuerbaren Energien durch die Ressourcenverknappung von fossilen Brennstoffen und durch die Energiepolitik der Europäischen Union, die beispielsweise eine Reduktion des CO<sub>2</sub> Ausstosses von 1990 bis 2020 um 20% vorsieht, anhalten wird.

Schulthess Group strebt mit seinen Produkten weiterhin eine Fokussierung auf energieeffiziente Produkte an, um von diesem „Clean-Tech“ Trend zu profitieren.

Das Produktportfolio im Wärmepumpenbereich soll durch ein Produkt im unteren Leistungsspektrum ergänzt werden, das sich insbesondere für den Einsatz in gut isolierten Gebäuden eignet. Durch die Einführung eines neuen ERP Systems sollen die Lieferzeiten im Wärmepumpenbereich verkürzt werden.

Im Kältetechnikbereich sollen durch die Zusammenlegung der Produktion mit der Wärmetechnik am Standort Kasendorf Synergien in den Bereichen Forschung und Entwicklung, Produktion, Einkauf, Vertrieb und Service realisiert werden.

## Umsatzentwicklung

Basierend auf den aktuellen Zahlen zum 31. März 2011 und dem aktuellen Budget erwartet das Management für das Jahr 2011 eine Stabilisierung der Umsatzerlöse auf Vorjahresniveau. Dabei soll ein weiterer Rückgang der Umsatzerlöse im Kältetechnikbereich durch ein moderates Wachstum im Wärmetechnik und Waschtechnikbereich kompensiert werden. Der Wärmepumpenbereich profitiert dabei auch von der Gewinnung eines grossen europäischen Heizkonzerns Ende des Geschäftsjahres 2010 als Neukunden.

Insgesamt geht das Management für den Detailplanungszeitraum von einer Erholung der Märkte und einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von 4.0% aus.

## **Margenentwicklung**

Während der Detailplanungsperiode wird eine deutliche Erhöhung der EBITDA-Marge erwartet. Das Management erwartet für die Jahre 2011 bis 2013 eine durchschnittliche EBITDA-Marge von 20.1%. Gegenüber der durchschnittlichen EBITDA-Marge von 2008 bis 2010 von 15.0% entspricht dies einem Anstieg von 5.1 Prozentpunkten. Die Erhöhung der Marge soll dabei zum einen durch die Rückführung des Kältetechnikbereichs in die Gewinnzone aber auch durch ein effizientes Kostenmanagement in den Bereiche Wärmetechnik und Waschtechnik erreicht werden.

## **Investitionen**

Nach dem Bau neuer Fabrikationshallen in Kasendorf und in Tholey-Theley in den vergangenen Jahren und der Entwicklung einer neuen Wärmepumpengeneration wird für die nächsten Jahre mit einem stabilen Investitionsvolumen gerechnet, da die Kapazitäten der bestehenden Werke zur Erreichung der im Business Plan prognostizierten Umsatzvolumen als ausreichend erachtet werden.

### 3 Wertüberlegungen zur Schulthess Group

Die finanzielle Angemessenheit des Übernahmeangebots für die Schulthess Group wurde primär auf der Basis der DCF-Methode durchgeführt. Im Weiteren wurde zur Plausibilisierung der Resultate eine Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie eine Analyse vergleichbarer Transaktionen durchgeführt.

#### 3.1 DCF-Methode

Der Wert eines Unternehmens entspricht den zu erwartenden Nettozuflüssen des Investors (Fremd- und Eigenkapitalgeber). Im vorliegenden Fall wurde der Wert des Eigenkapitals basierend auf der international anerkannten DCF-Methode ermittelt.

Eine Anwendungsmöglichkeit der DCF-Methode stellt der WACC-Ansatz dar. Im Rahmen des WACC-Ansatzes wird zunächst der Marktwert des Gesamtunternehmens abgeleitet, in dem die zukünftigen Zahlungsströme („Free Cash Flows“), die das Unternehmen generieren kann, mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital – „WACC“) auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden („DCF-Wert“). Diese künftigen Free Cash Flows sind jene finanziellen Überschüsse, die allen Kapitalgebern (Eigen- und Fremdkapitalgeber) des Unternehmens zur Verfügung stehen. Durch Abzug des Marktwerts des Fremdkapitals (Nettofinanzposition) ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals.

Die Free Cash Flows ergeben sich wie folgt:

$$\begin{aligned} &= \text{EBIT} \\ &- \text{adjustierte Steuern} \\ &+ \text{Abschreibungen} \\ &- / + \text{Investitionen/ Desinvestitionen ins Anlagevermögen} \\ &- / + \text{Investitionen/ Desinvestitionen ins Nettoumlaufvermögen} \\ &+ / - \text{Erhöhung/ Verringerung der Rückstellungen} \\ &+ / - \text{Erhöhung/Verringerung der sonstigen Aktiva und Passiva} \\ &= \text{Free Cash Flows} \end{aligned}$$

Das EBIT für Bewertungszwecke wird somit mit den ertragsabhängigen Steuern belastet, die ein Unternehmen zahlen würde, wenn es nur mit Eigenkapital finanziert wäre.

Der operative Unternehmenswert entspricht der Summe aus den diskontierten zukünftigen Free Cash Flows der expliziten Planungsphase und dem Endwert. Die Berücksichtigung des Endwertes basiert auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit und der Kapitalisierung des nachhaltigen ewigen Free Cash Flows mit dem WACC unter Berücksichtigung einer langfristig angenommenen Wachstumsrate.

Die DCF-Bewertung der Schulthess Group wurde auf Basis der aus dem konsolidierten Business Plan abgeleiteten Free Cash Flows durchgeführt.

Im Endwert wurde der nachhaltige Free Cash Flow mit dem WACC unter Berücksichtigung einer nachhaltigen Wachstumsrate von 2.0% p.a. gemäss dem Gordon-Growth-Modell in die Ewigkeit fortgeschrieben. Der nachhaltige Free Cash Flow zur Berechnung des Endwertes wurde unter anderem basierend auf dem Umsatz des letzten prognostizierten Jahres (2014) sowie der langfristigen Wachstumsrate von 2.0% ermittelt. Darüber hinaus wurde unter Berücksichtigung der historischen als auch der im Business Plan prognostizierten EBITDA-Marge eine nachhaltige Marge von 19.0% unterstellt. Dies entspricht einer leichten Reduzierung der EBITDA-Marge im Vergleich zum Detailplanungszeitraum, da das Management langfristig mit einem höheren Wettbewerbsdruck rechnet.

Der WACC, mit welchem die Free Cashflows diskontiert werden, basiert auf den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten nach Steuern sowie der angenommenen Finanzierungsstruktur. Für die Schulthess Group wurde zum Bewertungsstichtag ein WACC von 8.6% ermittelt, welcher auf geschätzten Eigenkapitalkosten von 9.2% und Fremdkapitalkosten nach Steuern von 3.4% basiert.

Nachfolgend werden die einzelnen verwendeten Parameter zur Herleitung des WACC dargestellt und erläutert (Die Ableitung des WACC ist darüber hinaus im Anhang I dargestellt):

#### **Risikoloser Zinssatz**

Der risikolose Zinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes kann von der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen ausgegangen werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Zur objektivierten Schätzung kann als Datenbasis auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der jeweiligen Notenbank zurückgegriffen werden, aus denen eine auf den empirischen Zinsstrukturdaten basierende Zinsstrukturkurve für den jeweiligen Währungsraum abgeleitet werden kann.

Der Business Plan der Schulthess Group AG wurde auf Basis der lokalen Währungen erstellt und im Anschluss unter Verwendung von sog. Spot-Rates in CHF umgerechnet. Um das spezifische Inflationsrisiko entsprechend zu berücksichtigen, wurde auf Zinsstrukturdaten der Europäischen Zentralbank, der Deutschen Bundesbank und der Schweizer Nationalbank, sowie Schätzungen zur Inflationsdifferenz von Economist Intelligence Unit (Dänemark: 0.5%) zurückgegriffen. Diese wurden entsprechend auf Basis der Umsatzerlöse gewichtet.

Auf dieser Grundlage wurde ein einheitlicher risikoloser Zinssatz von 2.9% zum Bewertungsstichtag ermittelt.

#### **Marktrisikoprämie**

Zur Berechnung des WACC wird eine Marktrisikoprämie von 5.0% verwendet. Die Marktrisikoprämie basiert auf verschiedenen nationalen und internationalen Untersuchungen, die die Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite entwickelter Aktienmärkte und der durchschnittlichen Rendite der jeweiligen Staatsanleihe über mehrere Jahrzehnte untersuchen.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Siehe z.B. Pictet & Cie. (2011): „Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926-2010“

## Beta

Das unverschuldete („unlevered“) Beta wurde auf der Basis vergleichbarer kotierter Unternehmen, sowie anhand von Industrie-Vergleichswerten hergeleitet. Das für den Geschäftsbereich von Schulthess Group hergeleitete unlevered Beta beträgt 0.80. Angaben zum Beta-Faktor der identifizierten vergleichbaren Unternehmen sind in Anhang IV dargestellt. Das verschuldete Beta wurde anhand der Kapitalstruktur der Schulthess Group aus dem unlevered Beta abgeleitet („re-levered“) und beträgt 0.86<sup>2</sup>.

## Prämie für Kleinunternehmen

Bei der Berechnung der Eigenkapitalkosten wird dem Umstand Rechnung getragen, dass niedriger kapitalisierte Unternehmen ein erhöhtes Risiko aufweisen und daher eine höhere Renditeerwartung zu erfüllen haben. Diesem Umstand wurde mittels einer Prämie von 2.0% bei den Eigenkapitalkosten Rechnung getragen.<sup>3</sup>

## Kapitalstruktur

Die langfristige durchschnittliche Kapitalstruktur mit einer Fremdkapitalquote von 10.0% wurde basierend auf den historischen Finanzierungsverhältnissen sowie der Zielkapitalstruktur der Schulthess Group ermittelt.

## Fremdkapitalkosten

Gemäss Analysen der Ratings, Interest Coverage Ratios von Vergleichsunternehmen und den Angaben des Managements werden für die Schulthess Group Fremdkapitalkosten (vor Steuern) in Höhe von ca. 4.4% erwartet, was einem Aufschlag von 1.5% auf den verwendeten risikolosen Zinssatz entspricht.

## Steuersatz

Basierend auf Gesprächen mit dem Management der Schulthess Group wurde ein Durchschnittssteuersatz von 23.0% verwendet.

Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der mit der DCF-Methode ermittelten Wertbandbreiten, hat KPMG verschiedene Sensitivitäten mittels Änderung einzelner Werttreiber durchgeführt. Dabei wurden folgende Werttreiber angepasst:

- WACC
- Nachhaltige Wachstumsrate im Endwert

Die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse sind im Anhang II dargestellt.

Auf Basis der DCF-Bewertung und der durchgeführten Sensitivitätsanalysen ergibt sich für den Unternehmenswert der Schulthess Group ein Wertebereich von CHF 564.6 Mio. bis CHF 670.8 Mio. Nach Berücksichtigung der Nettofinanzposition der Schulthess Group in Höhe von CHF 30 Mio. sowie der beschlossenen Ausschüttung i.H.v. CHF 12.8 Mio. beläuft sich die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals auf CHF 581.8 Mio. bis CHF 688.1 Mio., respektive CHF 54.8 bis CHF 64.8 pro Namenaktie.

---

<sup>2</sup> Quelle: CapitalIQ

<sup>3</sup> In Anlehnung an die Studie Morningstar/Ibbotson (2011): „2011 Classic Yearbook – Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation“.

## 3.2 Marktbewertung

Bei der Marktbewertung wird der Unternehmenswert auf der Basis der Marktkapitalisierung vergleichbarer an einer Börse kotierter Unternehmen oder aufgrund von Preisen, die für vergleichbare Unternehmen in Transaktionen bezahlt wurden, geschätzt.

### 3.2.1 Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen

Bei der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen wurde der Marktwert des kotierten Unternehmens basierend auf dem Marktwert des Eigenkapitals sowie der aktuellen Nettofinanzposition zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen ins Verhältnis gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren wurden auf die entsprechenden Finanzkennzahlen der Schulthess Group angewendet, um den hypothetischen Marktwert zu berechnen.

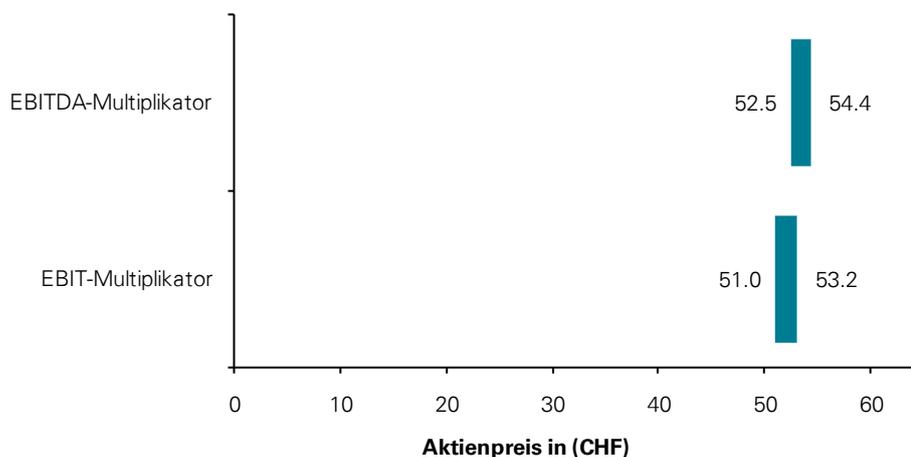
Als Vergleichsunternehmen wurden international kотиerte Firmen aus der Wärmetechnik und Kältetechnik, sowie Produzenten von Waschmaschinen herangezogen. Neben der Branchenzugehörigkeit dienten auch die Aktivitäten entlang der Wertschöpfungskette sowie die Verfügbarkeit von Analystenschätzungen als Auswahlkriterien für die Vergleichsunternehmen. Die vergleichbaren Unternehmen sowie die Multiplikatoren sind im Anhang III und V dargestellt.

Der Umsatz-Multiplikator wird bei der Bewertung der Schulthess Group als nicht geeignet erachtet, da die Margen der Schulthess Group grösstenteils nicht mit den Margen der Vergleichsunternehmen korrespondieren und die Bewertung anhand von Umsatz-Multiplikatoren somit nicht zu aussagekräftigen Ergebnissen geführt hätte.

Für die Bewertung der Schulthess Group wurde der Median und das arithmetische Mittel der EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren auf die entsprechenden Finanzkennzahlen der Schulthess Group angewendet. Da das Geschäftsjahr 2010 der Schulthess Group durch die Umstrukturierung der Geschäftsbereiche und in dieser Hinsicht insbesondere durch die Neuausrichtung des Kältebereiches verzerrt war, haben wurden die Finanzkennzahlen der kotierten Vergleichsunternehmen für die Jahre 2011 bis 2013 basierend auf den durchschnittlichen Analysteneinschätzungen herangezogen.

Die resultierenden Bandbreiten pro Namenaktie sind in der nachfolgenden Abbildung dargestellt.

**Abbildung 4: Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen**



Basierend auf der Bewertung mittels der EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen lässt sich für den Unternehmenswert der Schulthess Group ein Wertebereich von CHF 524.9 Mio. bis CHF 561.2 Mio. ableiten. Nach Berücksichtigung der Nettofinanzposition der Schulthess Group in Höhe von CHF 30 Mio. sowie der beschlossenen Ausschüttung i.H.v. CHF 12.8 Mio. beläuft sich die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals auf CHF 542.1 Mio. bis CHF 578.5 Mio., respektive CHF 51.0 bis CHF 54.4 pro Namenaktie.

Der Wertebereich liegt tiefer als der Wertebereich, welcher bei der Anwendung der DCF-Methode ermittelt wurde. Dies lässt sich unter anderem dadurch erklären, dass diese Bewertungsmethode Kontroll- bzw. Transaktionsprämien, welche ein typischer Käufer bei einer Übernahme einer Mehrheit von Aktien, welche ihm die Kontrolle über das Unternehmen sichert, zu bezahlen bereit ist, nicht berücksichtigt.

### 3.2.2 Marktbewertung mittels Vergleichstransaktionen

Ergänzend zur Bewertungsanalyse mittels Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen wurde eine Analyse vergleichbarer Unternehmenstransaktionen in den Bereichen der Wärmetechnik und Kältetechnik, sowie Waschmaschinenproduktion durchgeführt.

Bei der Marktbewertung mittels Vergleichstransaktionen ist zu beachten, dass die Transaktions-Multiplikatoren durch transaktionsspezifische Merkmale verzerrt sein können. Aus diesem Grund kann die Aussagekraft von Transaktions-Multiplikatoren eingeschränkt sein.

Die Wesentlichen Selektionskriterien für die Identifizierung der vergleichbaren Transaktionen umfassen die folgenden Punkte:

- Das Zielunternehmen ist in der gleichen Industrie wie die Schulthess Group tätig
- Bei der Transaktion fand ein Kontrollwechsel statt
- Transaktion liegt im Zeitraum von 2006 bis zum Bewertungsstichtag
- Transaktionspreis und wesentliche Finanzkennzahlen des Zielunternehmens zum Transaktionszeitpunkt sind bekannt

Die Transaktionsdetails sowie die Multiplikatoren sind im Anhang VI dargestellt.

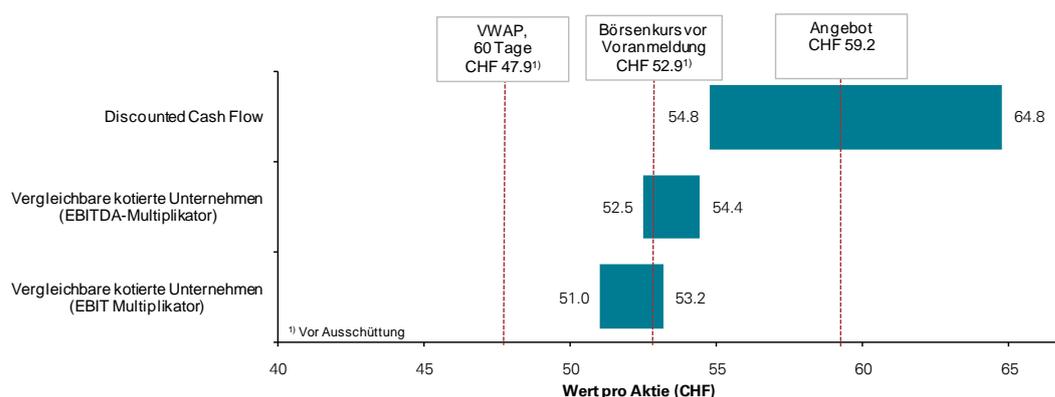
Basierend auf der Bewertung mittels der EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen lässt sich für den Unternehmenswert der Schulthess Group ein Wertebereich von CHF 343.9 Mio. bis CHF 427.0 Mio. ableiten. Nach Berücksichtigung der Nettofinanzposition der Schulthess Group in Höhe von CHF 30 Mio. sowie der beschlossenen Ausschüttung i.H.v. CHF 12.8 Mio. beläuft sich die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals auf CHF 361.2 Mio. bis CHF 444.2 Mio., respektive CHF 34.0 bis CHF 41.8 pro Namenaktie.

Die Finanzkennzahlen der Schulthess Group in 2010 sind, wie bereits im vorhergehenden Kapitel erwähnt, durch die Umstrukturierung der Geschäftsbereiche verzerrt, was die niedrigere Wertbandbreite im Vergleich zu der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen, bei welcher EBIT und EBITDA von 2011 bis 2013 zur Anwendung kamen, erklären könnte. Darüber hinaus stammen die beobachteten Transaktionen teilweise von Unternehmen, welche ein breiteres oder abweichendes Produktportfolio aufweisen. Mangels Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle und der damit einhergehenden Ertragsdynamik, sowie der Tatsache, dass die historisch beobachteten Werte nur unvollständig die aktuellen Markterwartungen abbilden, wurden die Ergebnisse der Bewertung mittels Vergleichstransaktionen nicht zur Gesamtbeurteilung herangezogen.

## 4 Schlussfolgerung der Fairness Opinion

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse ist in der unten stehenden Grafik dargestellt.

Abbildung 5: Übersicht Bewertungsergebnisse



Basierend auf den oben aufgeführten Analysen und Bewertungsüberlegungen ergeben sich folgende Bewertungsergebnisse:

- Auf einer „stand-alone“ Basis ergibt sich ein Unternehmenswert in der Bandbreite von CHF 564.6 Mio. bis CHF 670.8 Mio. für die Schulthess Group
- Nach Berücksichtigung der Nettofinanzposition (Liquide Mittel abzüglich zinstragende Verbindlichkeiten zum 31. März 2011) der Schulthess Group in Höhe von CHF 30 Mio. sowie der beschlossenen Ausschüttung i.H.v. CHF 12.8 Mio. beläuft sich die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals der Schulthess Group auf „stand-alone“ Basis auf CHF 581.8 Mio. bis CHF 688.1 Mio.
- Bei einer Anzahl von 10'625'000 Namenaktien der Schulthess Group entspricht dies einem Wert von CHF 54.8 bis CHF 64.8 pro Namenaktie

Die Bandbreiten basieren insbesondere auf der aus der DCF-Analyse abgeleiteten Bewertungsspanne und wurden durch die Analyse der vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen plausibilisiert.

Gestützt darauf beurteilen wir das im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots von NIBE offerierte Angebot pro Namenaktie von CHF 59.2, bestehend aus einer Barzahlung von CHF 36.0 pro Namenaktie und einem Umtausch in 1.537418 B-Aktien von NIBE mit einem Gegenwert von CHF 23.2 zum Zeitpunkt der Voranmeldung aus finanzieller Sicht als fair und angemessen. Diese Beurteilung beruht auf der Annahme, dass die Aktienkomponente des Angebots einem Gegenwert von CHF 23.2 entspricht. Mögliche Veränderungen des Gegenwerts der Aktienkomponente durch Kursänderungen der NIBE B-Aktien oder durch Wechselkursänderungen nach der Voranmeldung wurden in dieser Stellungnahme nicht berücksichtigt.

Die Fairness Opinion wurde am 18. April 2011 fertiggestellt.

KPMG AG



Rolf Langenegger

Director



Christian Koppenhöfer

Manager

## 5 Anhang

### Anhang I: Ableitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten WACC

#### Eigenkapitalkosten

Risikoloser Zinssatz <sup>(1)</sup>	+	Re-levered Beta <sup>(2)</sup>	x	Marktrisikoprämie <sup>(3)</sup>	+	Alpha factor Prämie für Kleinunternehmen <sup>(4)</sup>	=	Eigenkapitalkosten
2.9%		0.86		5.0%		2.0%		9.2%

#### Fremdkapitalkosten (nach Steuern)

( Risikoloser Zinssatz <sup>(1)</sup>	+	Fremdkapitalprämie <sup>(5)</sup>	x	(1 - Steuersatz) <sup>(6)</sup>	=	Fremdkapitalkosten (nach Steuern)
2.9%		1.50%		77.0%		3.4%

#### Durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)

	Kapitalstruktur <sup>(7)</sup>	Kapitalkosten	
<b>Eigenkapital</b>	90.0%	9.2%	8.3%
<b>Fremdkapital (Net debt)</b>	10.0%	3.4%	0.3%
<b>WACC =</b>			<b>8.6%</b>

#### Anmerkungen:

- (1) Risikofreie und fristadäquate Alternativanlage basierend auf der Zinsstrukturkurve der Schweiz, Deutschland und EU(AAA) zum 31 März 2011.
- (2) Beta basiert auf 2-jahres Beta von vergleichbaren kotierten Unternehmen (source: Capital IQ). Das verschuldete Beta wurde anhand der Kapitalstruktur der Schulthess Group aus dem unlevered Beta abgeleitet („re-levered“) (mittels Harris-Pringle Formel).
- (3) Marktrisikoprämie basiert auf verschiedenen nationalen und internationalen Untersuchungen, die die Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite entwickelter Aktienmärkte und der durchschnittlichen Rendite der jeweiligen Staatsanleihe über mehrere Jahrzehnte untersuchen.
- (4) Mittels Prämie für Kleinunternehmen wird dem Umstand Rechnung getragen, dass niedriger kapitalisierte Unternehmen ein erhöhtes Risiko aufweisen und daher eine höhere Renditeerwartung zu erfüllen haben. Quelle: Ibbotson in Stock, Bonds, Bills & Inflation (Valuation Edition) 2011 Yearbook.
- (5) Die Fremdkapitalprämie wurde basierend auf Analysen der Ratings, Interest Coverage Ratios von Vergleichsunternehmen und den Angaben des Managements ermittelt.
- (6) Basierend auf Gesprächen mit dem Management der Schulthess Group.
- (7) Die langfristige durchschnittliche Kapitalstruktur wurde basierend auf den historischen Finanzierungsverhältnissen sowie der Zielkapitalstruktur der Schulthess Group ermittelt.

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse, Daten zum Bewertungsstichtag

## Anhang II: DCF Sensitivitätsanalyse

Sensitivitätstabelle - Wert pro Aktie						
		Langfristige Wachstumsrate				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	7.1%	65.6	70.2	75.7	82.3	90.6
	7.6%	60.9	<b>64.8</b>	69.3	74.6	81.2
	8.1%	56.9	60.1	63.9	68.3	73.6
	8.6%	53.4	56.2	<b>59.4</b>	63.1	67.4
	9.1%	50.4	52.7	55.5	58.6	62.3
	9.6%	47.6	49.7	52.1	<b>54.8</b>	57.8
	10.1%	45.2	47.1	49.1	51.4	54.1

## Anhang III: Übersicht Vergleichsunternehmen (1/3)

Vergleichsunternehmen	
Name	Beschreibung
NIBE Industrier AB	NIBE Industrier AB operates as a heating technology company in Europe, North America, and Asia. The company operates in three divisions: NIBE Element, NIBE Heating, and NIBE Stoves. The NIBE Element division manufactures components and systems for resistors and electric heating applications, including tubular elements, aluminum elements, foil elements, thick-film elements, PTC elements, high-energy elements, heating cables, and ceramic elements. The NIBE Heating division manufactures energy products for private homes and apartments, including heat pumps, domestic boilers, pellet burners, district-heating products, solar panels, water-heaters, and subcontracted production of pressure vessels with corrosion protection. This division offers its products for heating, ventilation, cooling, and heat recovery applications in the renovation, maintenance, and improvement, as well as the new housing markets. The NIBE Stoves division provides wood-burning inserts, chimney systems, and wood-stove accessories, as well as masonry, cast-iron, tiled, and wood-burning stoves to private homeowners in the new and existing housing market, as well as in the holiday homes sector. The company was formerly known as NIBE-Verken and changed its name to NIBE Industrier AB in 1989 following acquisition of Backer. NIBE Industrier AB was founded in 1952 and is based in Markaryd, Sweden.
Metall Zug AG	METALL ZUG AG, through its subsidiaries, engages in household appliances, infection control, wire processing, and real estate businesses. It develops, produces, and distributes kitchen and laundry appliances, including cooling, cooking, baking, rinsing, washing, and drying appliances for private and commercial use, as well as offers dishwashers and thermal appliances for hotels and restaurants. The company also designs, produces, and sells machinery and complete systems used for cleaning, disinfection, and sterilization centers of medical, laboratory, and pharmaceutical installations. In addition, it manufactures machines for high-precision wire processing, including stripping, cutting, crimping, and marking various wires. Further, the company owns and manages rental properties, including a shopping mall; manages properties on behalf of third parties; and operates hotels. METALL ZUG AG was founded in 1887 and is based in Zug, Switzerland.
Lennox International, Inc.	Lennox International Inc., through its subsidiaries, engages in the design, manufacture, and marketing of a range of products for heating, ventilation, air conditioning, and refrigeration markets in the United States, Canada, and internationally. It operates in four segments: Residential Heating & Cooling, Commercial Heating & Cooling, Service Experts, and Refrigeration. The Residential Heating & Cooling segment manufactures and markets furnaces, air conditioners, heat pumps, packaged heating and cooling systems, indoor air quality equipment, prefabricated fireplaces, and freestanding stoves for residential replacement and new construction markets; and hearth products, such as factory-built gas, wood-burning, and electric fireplaces; free standing wood-burning, pellet and gas stoves, and fireplace inserts; and gas logs, venting products, and accessories. The Commercial Heating & Cooling segment offers unitary heating and cooling equipment used in light commercial applications, such as low-rise office buildings, restaurants, retail centers, churches, and schools. The Service Experts segment provides installation, preventive maintenance, emergency repair, and replacement of heating and cooling systems to residential and light commercial customers through its wholly owned service experts dealer service centers; and sells a range of equipment, parts and supplies, and third-party branded products. The Refrigeration segment manufactures and markets condensing units, unit coolers, fluid coolers, air cooled condensers, compressor racks, process chillers, and air handlers. The company offers its products and services through distributors, independent and company-owned dealer service centers, other installing contractors, wholesalers, manufacturers' representatives, original equipment manufacturers, and to national accounts. Lennox International was founded in 1895 and is headquartered in Richardson, Texas.
Wuxi Little Swan Co. Ltd.	Wuxi Little Swan Company Limited, together with its subsidiaries, manufactures and sells household appliances and accessories, fittings, and industrial ceramic in People's Republic of China. It offers computer control components for washing machines; electric engines for household appliances and digital engines; commercial washing machines, dryers, and spare parts; refrigerators; electrical appliances; electric machine products; and air conditioners. The company also involves in the import and export of raw and accessory materials, mechanical equipment, and technologies. In addition, it provides technical services for household appliances; and involves in contracting foreign engineering in mechanical industry and domestic engineering in international bidding. The company was founded in 1958 and is headquartered in Wuxi, People's Republic of China.

## Übersicht Vergleichsunternehmen (2/3)

Vergleichsunternehmen	
Name	Beschreibung
Belimo Holding AG	BELIMO Holding AG, through its subsidiaries, engages in the development, manufacture, and distribution of electric actuators for air dampers, and valve technology for heating, ventilation, and air conditioning (HVAC) systems primarily in the Americas, the Asia Pacific, and Europe. It offers standard actuators and spring-return actuators for air control dampers in HVAC systems; safety actuators for motorizing fire and smoke control dampers; VAV systems for individual room air control; control valves for open and closed HVAC water circuits; shut-off and change-over valves for open and closed HVAC water circuits; linear and rotary actuators for the motorization of valves, mixing valves, and butterfly valves; and parameterizing devices, tools, and accessories for bus and communication systems. The company was founded in 1975 and is based in Hinwil, Switzerland.
Zehnder Group AG	Zehnder Group Ltd, through its subsidiaries, principally manufactures radiators, and radiant heat and cooling systems in Europe, the United States, Canada, and Asia. It offers electric, custom-tailored steel, and designer and bathroom radiators; and overhead radiant panel strips for residential buildings, public buildings and hospitals, and industrial and office buildings. Zehnder Group also provides ventilation systems and components for residential buildings, as well as smaller commercial, industrial, or public buildings. In addition, the company provides overhead radiant panel strips for heating larger structures, such as production and warehousing facilities, sports centers, showrooms, and covered markets; overhead cooling and heating systems for offices and work areas; and cooling ducts for commercial premises comprising offices, surgeries, and hotel rooms, as well as for the private sector. Zehnder Group markets and sells its products under ACOVA, rvtal, zehnder, J.E. StorkAir, and comfosystems brand names. The company was founded in 1895 and is headquartered in Granichen, Switzerland.
CENTROTEC Sustainable AG	Centrotec Sustainable AG, together with its subsidiaries, offers products and integrated systems in the areas of climate control, heating, and ventilation worldwide. The company operates through three segments: Gas Flue Systems, Climate Systems, and Medical Technology and Engineering Plastics. The Gas Flue Systems segment offers gas flue systems for various types of heating. It provides plastic gas flue systems for condensing boiler technology; metal and plastic gas flue systems for oil, conventional gas, and solid-fuel heating systems; technical products and components for the roof; and super-lightweight, high-strength advanced composites for automotive and hi-fi components. The Climate Systems segment provides solutions involving heating, ventilation, and climate control technology. It offers ventilation systems with ultra-efficient heat recovery; living-space air heaters and combined ventilation, heating, and cooling systems; heating systems running on gas or oil for wall or floor installation; heating systems based on renewable energies, such as solar, heat pumps, and biomass; and climate systems with air capacities of up to 100,000 m <sup>3</sup> /h for commercial properties. The Medical Technology and Engineering Plastics segment develops, manufactures, and sells medical technology products and engineering plastics. It also offers original equipment manufacturer products and components for diagnostics and medical technology; spinal implants; and semi-finished products, prefabricated parts, and assemblies made from engineering plastics for medical technology and plant engineering. The company, through its 26.16% interest in CENTROSOLAR Group AG, offers photovoltaic systems and solar modules, mounting systems, and components for solar power systems for private houses and industrial properties. Centrotec Sustainable AG is based in Brilon, Germany.

## Übersicht Vergleichsunternehmen (3/3)

Vergleichsunternehmen	
Name	Beschreibung
Walter Meier AG	Walter Meier Ltd. operates in the fields of climate and manufacturing technologies. Its Climate division offers consulting, products, and services for heating, ventilation, cooling, humidification, and dehumidification. This division offers its products under the Condair and Nortec brands, as well as distributes third-party products to residential, commercial, and industrial users. The company's Manufacturing Technology division offers tool and machinery products in the areas of metalworking, woodworking, and repair-shop equipment, as well as machining solutions for automated metalworking, such as servicing. This division's products are used principally by industry, craftsmen, and construction workers. The company primarily offers its products and services in Switzerland, Germany, Austria, France, Europe, and the United States. Walter Meier Ltd. was founded in 1937 and is headquartered in Schwerzenbach, Switzerland.
Gorenje DD	Gorenje, d.d. engages in the manufacture, sale, maintenance, and repair of electric and non-electric domestic appliances and electro-thermic appliances in Slovenia and internationally. The company operates in three divisions: Household Appliances; Home Interior; and Ecology, Energy, and Services. The Home Appliances division focuses on the manufacture and sale of refrigerators and freezers, cooking appliances, washers, and dryers. It also offers consumer electronics and small household appliances, heating-thermic appliances, and industrial equipment and mechanical components, as well as involves in tool making primarily in Eastern and Western Europe. The Home Interior Division engages in the manufacture and sale of kitchen and bathroom furnishings, sanitary equipment, and ceramic tiles in Southeastern Europe. The Ecology, Energy, and Services division provides trade services, engineering services, agency services, restaurant and catering services, tourism services, and real estate management services, as well as environmental protection services. The company offers its home appliances under the brand names of Gorenje, Atag, Mora, Pelgrim, Etna, Körting, and Sidex. Gorenje, d.d. is based in Velenje, Slovenia.

Quelle: CapitalIQ

## Anhang IV: Ableitung des Beta-Faktors

Vergleichsunternehmen	Land	Levered Beta	Fremdkapital / Gesamtkapital	Fremdkapital / Eigenkapital	Fremdkapitalkosten-Spread	Debt beta	Unlevered Beta
Name		2-jahres Zeitraum (wöchentlich)	Jahresendwerte	Jahresendwerte	Gemäss separater Analyse	FK-Spread / Marktrisiko­prämie	2-jahres Zeitraum (wöchentlich)
NIBE Industrier AB	Sweden	1.03	6.9%	7.4%	0.5%	0.10	0.96
Metall Zug AG	Switzerland	0.68	0.0%	0.0%	n/a	n/a	0.68
Lennox International, Inc.	United States	1.20	8.7%	9.5%	2.0%	0.40	1.13
Wuxi Little Swan Co. Ltd.	China	0.74	0.0%	0.0%	n/a	n/a	0.74
Belimo Holding AG	Switzerland	0.88	0.0%	0.0%	n/a	n/a	0.88
Zehnder Group AG	Switzerland	0.74	0.0%	0.0%	n/a	n/a	0.74
CENTROTEC Sustainable AG	Germany	0.62	19.2%	23.7%	1.0%	0.19	0.54
Walter Meier AG	Switzerland	0.85	0.0%	0.0%	n/a	n/a	0.85
Median		0.79	0.0%	0.0%	1.0%	0.19	0.79
Durchschnitt		0.84	4.3%	5.1%	1.2%	0.23	0.81
Verwendet (gerundet)			10.0%	11.1%	1.5%		<b>0.80</b>

Unlevered Beta	x	(1+ (Fremdkapital / Eigenkapital))	-	(Debt beta <sup>1</sup>	x	(Fremdkapital / Eigenkapital)	=	Re-levered beta
0.80		1.11		0.30		11.1%		<b>0.86</b>

### Anmerkungen:

(1) Debt Beta = Fremdkapitalkosten-Spread / Marktrisiko­prämie

Quelle: Bloomberg, CapitalIQ, Daten zum Bewertungsstichtag

Hinweis: Die für die Ableitung des Beta-Faktors herangezogenen Vergleichsunternehmen umfassen nicht alle in Anhang III dargestellte Vergleichsunternehmen, da nur Unternehmen herangezogen worden sind, welche eine ausreichende statistische Signifikanz des Beta Faktors aufwiesen.

## Anhang V: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen												
Vergleichsunternehmen	Währung	Markt- kapitalisierung	Business Enterprise Value	Business Enterprise Value als Multiplikator von								
				EBITDA				EBIT				
				ACT 2010	EST 2011	EST 2012	EST 2013	ACT 2010	EST 2011	EST 2012	EST 2013	
NIBE Industrier AB	SEK	9,815	10,547	10.4 x	9.2 x	8.4 x	7.9 x	13.2 x	11.6 x	10.4 x	9.6 x	
Metall Zug AG	CHF	1,776	1,776	13.4 x	10.7 x	10.1 x	9.4 x	20.6 x	15.0 x	14.1 x	12.9 x	
Lennox International, Inc.	USD	2,801	3,068	10.7 x	9.6 x	7.8 x	7.5 x	13.2 x	11.7 x	9.3 x	8.2 x	
Wuxi Little Swan Co. Ltd.	HKD	11,421	10,466	13.4 x	12.1 x	9.4 x	n/a	14.9 x	12.4 x	9.7 x	6.7 x	
Belimo Holding AG	CHF	1,188	1,141	11.8 x	11.1 x	10.1 x	9.3 x	13.7 x	12.8 x	11.5 x	10.6 x	
Zehnder Group AG	CHF	824	801	11.8 x	10.2 x	9.3 x	8.4 x	15.9 x	13.8 x	12.2 x	11.1 x	
CENTROTEC Sustainable AG	EUR	376	465	9.8 x	7.7 x	7.0 x	6.5 x	13.6 x	11.2 x	10.0 x	9.3 x	
Walter Meier AG	CHF	516	478	7.3 x	7.3 x	6.8 x	6.4 x	8.5 x	8.8 x	8.0 x	7.6 x	
Gorenje DD	EUR	189	544	5.0 x	5.2 x	4.9 x	4.6 x	9.6 x	10.4 x	9.1 x	8.2 x	
<b>Arithmetisches Mittel</b>				<b>10.4 x</b>	<b>9.2 x</b>	<b>8.2 x</b>	<b>7.5 x</b>	<b>13.7 x</b>	<b>12.0 x</b>	<b>10.5 x</b>	<b>9.4 x</b>	
<b>Median</b>				<b>10.7 x</b>	<b>9.6 x</b>	<b>8.4 x</b>	<b>7.7 x</b>	<b>13.6 x</b>	<b>11.7 x</b>	<b>10.0 x</b>	<b>9.3 x</b>	
Schulthess Group AG	CHF	613	589	16.2 x	11.0 x	10.2 x	9.7 x	22.5 x	14.1 x	12.7 x	12.0 x	

Quelle: CapitalIQ, Daten zum Bewertungsstichtag

## Anhang VI: Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmenstransaktionen

Datum (Closing)	Zielunternehmen	Käufer	Business Enterprise Value	Multiplikatoren	
				TTM EBITDA	TTM EBIT
04.04.2006	GSW Inc.	AO Smith Corp., Prior to Reverse Merger with Smith Investment Company	314	7.9x	9.5x
14.07.2006	Laundry Systems Group N.V., Commercial Laundry Division	Alliance Laundry Holdings LLC	76	n/a	8.3x
30.11.2006	CCL Veloduct Ltd	Lindab Sverige AB	44,022	9.9x	11.5x
29.04.2007	Nu-Aire Limited	Electra Partners LLP	117,079	14.8x	15.6x
25.09.2007	GDA Applied Energy Holding Ltd	Glen Electric Ltd	13,288	3.4x	4.3x
01.10.2007	Aervent Group	Lindab AB	7,360	n/a	8.2x
05.10.2007	Turk Demir Dokum Fabrikalari A.S. (78.24% stake)	Vaillant Group (formerly Vaillant Hepworth Group)	372,930	7.7x	8.8x
05.06.2008	Trane Inc. (formerly American Standard Companies Inc)	Ingersoll-Rand plc	7,747	8.9x	11.8x
01.10.2008	ROTEX Heating Systems GmbH	Daikin Europe NV	64	12.4x	13.1x
12.02.2008	Goodman Global, Inc.	Hellman & Friedman LLC	2,532	9.9x	11.5x
<b>Arithmetisches Mittel</b>				<b>9.3x</b>	<b>10.3x</b>
<b>Median</b>				<b>9.4x</b>	<b>10.5x</b>

Quelle: Capital IQ, Mergermarket