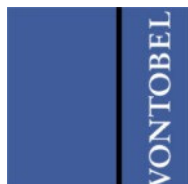


Bank Vontobel AG



**Öffentliches Übernahmeangebot
der AFB Investment SA, Luxemburg,
an die Aktionäre der Forbo Holding AG, Eglisau**

Fairness Opinion

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots zu Handen
des Verwaltungsrates der Forbo Holding AG

Zürich, 7. März 2005

Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag	3
2.	Grundlagen	4
3.	Ausgangslage	6
4.	Bewertungsansätze	9
5.	Zusammenfassung	15
6.	Anhang	16

1. Auftrag

Der Verwaltungsrat der Forbo Holding AG ("Forbo") hat beschlossen, den Aktionären der Forbo zu empfehlen, das öffentliche Übernahmeangebot der AFB Investment S.A. ("AFB Investment"), eine durch Beteiligungsfonds der CVC Gruppe gehaltene Gesellschaft, anzunehmen, sofern kein konkurrierendes Angebot eines anderen Anbieters mit höherem Angebotspreis publiziert wird.

Die AFB Investment ist eine Aktiengesellschaft luxemburgischen Rechts, die zum Zweck der Unterbreitung des öffentlichen Kaufangebotes gegründet wurde.

Anfangs November 2004 bekundete CVC gegenüber Forbo ihr Interesse an einer möglichen Übernahme. Aufgrund der anstehenden Kapitalerhöhung sah sich der Verwaltungsrat von Forbo am 11. November 2004 veranlasst, die Aktionäre über die Interessensbekundung von CVC zu informieren. In der Folge gewährte Forbo der CVC eine begrenzte Unternehmensprüfung (Due Diligence) unter gewissen Einschränkungen. Am 25. Februar 2005 haben AFB Investment und Forbo eine Vereinbarung (Transaction Agreement) im Hinblick auf das Kaufangebot abgeschlossen.

Gemäss dieser Vereinbarung wird der Angebotspreis des öffentlichen Kaufangebots CHF 260 je Forbo Aktie betragen.

Der Verwaltungsrat von Forbo hat die Bank Vontobel AG ("Bank Vontobel") beauftragt, das Angebot von AFB Investment auf seine finanzielle Angemessenheit zu prüfen und per 7. März 2005 eine entsprechende "Fairness Opinion" zu Handen des Verwaltungsrates von Forbo abzugeben.

Diese Fairness Opinion ist für den Verwaltungsrat von Forbo bestimmt und stellt keine Empfehlung gegenüber Publikumsaktionären dar, den Angebotspreis zu akzeptieren. Die Fairness Opinion bezieht sich in keiner Weise auf den relativen Nutzen von alternativen Transaktionen. 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 nicht eingelieferter Aktien oder ob und zu welchen Preisen derartige Aktien nach Durchführung des Angebots gehandelt werden.

2. Grundlagen

Die Bank Vontobel stützt sich bei ihrer Beurteilung namentlich auf folgende Grundlagen:

- Voranmeldung für das öffentliche Kaufangebot der AFB Investment für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 20 der Forbo Holding AG
- Öffentliches Kaufangebot der AFB Investment für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 20 der Forbo Holding AG
- Bericht des Verwaltungsrates der Forbo im Zusammenhang mit dem vorliegenden öffentlichen Kaufangebot der AFB Investment
- Öffentlich zugängliche Informationen hinsichtlich der Gesellschaft, welche unseres Erachtens für unsere Analyse relevant sind, insbesondere die Jahresberichte der Gesellschaft, der Halbjahresbericht 2004 sowie diverse Pressemitteilungen
- Prospekt zur Kapitalerhöhung vom 3. Dezember 2004
- Finanzinformationen und operative Informationen in Bezug auf die Geschäftstätigkeit und die geschäftlichen Aussichten der Gesellschaft, welche uns von Forbo zur Verfügung gestellt wurden, einschliesslich des konsolidierten Abschlusses per 30. Juni 2004 und des vorläufigen konsolidierten Abschlusses per 31. Dezember 2004 (ungeprüft)
- Konsolidiertes Budget 2005, Top-down Business Plan für 2006 und 2007, sowie die in Gesprächen mit dem Management erarbeiteten möglichen Entwicklungen der künftigen finanziellen Gegebenheiten der Gruppe
- Besprechungen mit der Geschäftsleitung von Forbo in Bezug auf das Geschäft der Gruppe, bzw. ihrer Divisionen, ihren Markt und ihr Wettbewerbsumfeld, ihre operativen Tätigkeiten, ihre Finanz- und Ertragslage und ihre Geschäftsaussichten
- Präsentationen der Geschäftsleitung und der Geschäftsbereiche im Rahmen der Vorbereitungen eines möglichen öffentlichen Übernahmeangebots
- Weitere Dokumente, Markt-, Strategiestudien und Präsentationen im Data Room für den möglichen Verkaufsprozess
- Aktienresearch-Studien
- Historische Kurs- und Volumenanalysen der Namenaktien Forbo
- Historische finanzielle Resultate, sowie Analystenschätzungen von anderen in- und ausländischen Unternehmen, welche wir als relevant erachten (vgl. Ziff. 4.3 hiernach), sowie die Finanzberichte dieser Unternehmen
- Finanzielle Konditionen bestimmter anderer Transaktionen, welche wir als relevant erachten (vgl. Ziff. 4.4 hiernach)
- Kapitalmarktanalysen der Bank Vontobel, insbesondere der Makro-Monitor 1. Quartal 2005 und der Swiss Stock Guide Januar 2005
- Kapitalmarktanalysen von Pictet & Cie: Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (Originalstudie und Aufdatierungen bis Januar 2005)

Zur Erarbeitung der Fairness Opinion hat die Bank Vontobel die Richtigkeit und Vollständigkeit der finanziellen und weiteren von ihr verwendeten Informationen angenommen und sich darauf verlassen, ohne eine Verantwortung für die unabhängige Überprüfung der Informationen zu übernehmen. Im weiteren hat sich die Bank Vontobel auf die Zusicherungen der Geschäftsleitung der Gesellschaft abgestützt, dass sie sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, wodurch die zur Verfügung stehenden Informationen ungenau oder irreführend werden würden.

Zur Erarbeitung dieser Fairness Opinion hat die Bank Vontobel keine physische Besichtigung der Gebäude und Anlagen der Gesellschaft durchgeführt. Sodann hat sie keine Auswertungen oder Schätzungen der Werte der Aktiven oder Passiven der Gesellschaft vorgenommen. Die Fairness Opinion basiert notwendigerweise auf den Marktkonditionen, ökonomischen und weiteren Konditionen, wie sie zum Zeitpunkt dieses Schreibens bestehen und ausgewertet werden können.

3. Ausgangslage

3.1. Die Forbo-Gruppe¹

Forbo ist ein international tätiger Hersteller und Lieferant von Bodenbelägen, Klebstoffen und Kunststoffbändern. Die Gesellschaft erwirtschaftete im Jahr 2004 einen Umsatz von CHF 1.62 Mrd. (1. Halbjahr: CHF 827 Mio.) und einen EBIT von CHF -44 Mio. (CHF 29.6 Mio.). Der Hauptsitz der Forbo-Gruppe ist in Eglisau (Kanton Zürich). Die Gesellschaft ist an der SWX Swiss Exchange kotiert.

3.2. Geschäftsmodell und -strategie

Die drei Geschäftsbereiche trugen im Geschäftsjahr 2004 wie folgt zum Umsatz bei:

- | | | |
|--------------|---|-----|
| • Belting: | Kunststoffbänder für Anwendungen aus Transport, Prozessen und Antrieben | 19% |
| • Adhesives: | Klebstoffe, mehrheitlich für industrielle Anwendungen | 36% |
| • Flooring: | Bodenbeläge, insbesondere aus Linoleum und Vinyl | 45% |

Im vergangenen Jahr hat der Verwaltungsrat und das Management der Gruppe die Geschäftsstrategie auch mit Hilfe externer Spezialisten intensiv überprüft und ist zum Schluss gekommen, dass eine Weiterentwicklung der drei Geschäftsbereiche sowohl hinsichtlich strategischer Überlegungen, wie auch vorhandener finanzieller Mittel und Managementkapazitäten nur schwer zu realisieren ist. Zwar stehen mit dem erfolgreichen Abschluss der Kapitalerhöhung im Dezember 2004 Mittel zur weiteren Entwicklung zur Verfügung, hingegen bestehen in den einzelnen Geschäftsbereichen stellenweise strategische Lücken und Restrukturierungsnotwendigkeiten, welche in der bestehenden Gruppenstruktur kaum bereinigt werden können.

Der Verwaltungsrat ist deshalb zum Schluss gekommen, dass der Verkauf der Gruppe für die Aktionäre der Forbo Holding AG eine valable Alternative zur eigenständigen Weiterentwicklung der Geschäftsfelder sein kann. Er hat in der Folge im Dezember 2004 einigen interessierten Parteien einen limitierten Zugang zu Unternehmensinformationen gegeben.

¹ Vgl. Geschäftsbericht 2003, Halbjahresbericht 2004, Prospekt zur Kapitalerhöhung 2004 der Forbo Holding AG und ungeprüfter Jahresabschluss 2004

3.3. Das Marktumfeld²

Generell ist festzuhalten, dass das Umfeld für alle Teilmärkte von Forbo durch relativ grosse Sättigung und entsprechend hohe Wettbewerbsintensität geprägt ist. Zudem bringen die direkte Abhängigkeit von der allgemeinen Konjunkturentwicklung, insbesondere der Bau- und Ausrüstungsindustrie, die Währungsschwankungen und die Entwicklung der Rohstoffpreise eine relativ grosse Schwankungsbreite bezüglich der weltweiten Umsätze und Erträge mit sich.

3.3.1. Kunststoffbänder / Belting

Der globale Markt für Kunststoffbänder wird auf rund CHF 5.7 Mrd. geschätzt, davon sind knapp CHF 2 Mrd. für Forbo auf Grund der selbstgewählten Spezialisierung zugänglich. Die Gesellschaft geht von einem künftigen relevanten Marktwachstum von rund 2% p.a. aus.

Das internationale Wettbewerbsumfeld für Kunststoffbänder verschärft sich zunehmend, wobei drei Mitbewerber (darunter auch Forbo) rund 70% des relevanten Marktes beherrschen. Einige Marktbeobachter sind der Meinung, dass auf Grund der relativen Kleinheit des globalen Marktes eine weitere Konsolidierung notwendig sei. Ausserdem herrschen speziell im Bereich der synthetischen Bänder und der Kunststoff-Modulbänder besonders hohe Überkapazitäten beziehungsweise starker Wettbewerb. Diese Situation bewirkt einen Druck auf die Preise und damit direkt auf die erzielbaren Ertragsmargen der jeweiligen Wettbewerber.

3.3.2. Klebstoffe / Adhesives

Forbo ist mehrheitlich im Markt für industrielle Klebstoffe tätig und hat nur wenige (lokale) Aktivitäten in den Bereichen Bauchemie bzw. Do-it-yourself. Den relevanten Markt schätzt die Gesellschaft auf ein Volumen von ca. CHF 37.8 Mrd., wovon die überwiegende Mehrheit (CHF 22.8 Mrd.) mit industriellen Klebstoffen erzielt wird.³ Das durchschnittliche Wachstum der Industrie wird mit rund 3% angenommen. Das Marktwachstum war in der Vergangenheit jeweils leicht grösser als das durchschnittliche zugrundeliegende Industriewachstum, was mit der zunehmenden Anzahl von Anwendungen zusammenhängt, was voraussichtlich auch der Treiber für die kommenden Jahre sein wird.

Der Markt ist durch intensiven Wettbewerb geprägt, wobei nur einige grosse globale Anbieter (z.B. Henkel, H.B. Fuller) bedeutende Marktpositionen besitzen. Daneben existiert eine Vielzahl kleinerer, teilweise internationaler Mitbewerber (inkl. Forbo). Der Markt ist zweigeteilt, die 10 grössten Anbieter vereinigen rund 50% des globalen Marktvolumens, der Rest ist stark fragmentiert.

² Quelle: Marktstudien der Gesellschaft und „Strategy Development Support“ von Arthur D. Little zu Händen des Forbo Verwaltungsrats, datiert Juli 2004

³ Auf Basis des „Report of the Adhesives & Sealants Council 2002-2004“; USD-CHF Wechselkurs: 1.30

3.3.3. Bodenbeläge / Flooring

Das Gesamtmarkt-Volumen „Bodenbelag“ wird auf rund CHF 45 Mrd. geschätzt, wobei die für Forbo relevanten Teilmärkte (elastische Bodenbeläge und Parkett) knapp CHF 7.5 Mrd. ausmachen. Diese Märkte sind im wesentlichen durch relativ geringes Wachstumspotential und grosse Überkapazitäten geprägt. Das adressierbare Marktvolumen wird zudem auf Grund wachsender Substitutionskonkurrenz durch andere Materialien, sei es durch bessere Langlebigkeit (industrieller Einsatz) oder Design/Zeitgeist (private Nutzung), eingeschränkt. Diese Ausgangslage wird die Konsolidierung im Markt voraussichtlich fortsetzen. Im kleinen Teilmarkt Linoleum (<10% des Zielmarktes) ist Forbo weltweit in führender Position mit einem Marktanteil von rund 60%.

3.4. Das öffentliche Angebot von AFB Investment

Am 25. Februar 2005 haben AFB Investment und Forbo eine Vereinbarung (Transaction Agreement) im Hinblick auf das vorliegende Kaufangebot abgeschlossen.

3.4.1. Angebotspreis

Der Angebotspreis beträgt CHF 260 netto je Forbo-Namenaktie mit einem Nennwert von CHF 20. Er beinhaltet eine Prämie von 5.2% zum durchschnittlichen Eröffnungskurs der Forbo-Aktien an der SWX Swiss Exchange während den letzten 30 Börsentage vor dem Kaufangebot, welcher pro Forbo-Aktie CHF 246.40 betrug.

3.4.2. Bedingungen

Das Kaufangebot der AFB Investment unterliegt den in Ziff A.6. des Angebotsprospekts aufgeführten Bedingungen.

4. Bewertungsansätze

4.1. Überblick

Die finanzielle Angemessenheit des Angebots von AFB Investment wurde mit folgenden Bewertungsmethoden überprüft:

- Verlauf und Ergebnis des Verkaufsprozesses
- Vergleich mit anderen börsenkotierten Unternehmen in Bezug auf Bewertungskennzahlen („comparable quoted companies analysis“)
- Vergleich mit den finanziellen Konditionen vergleichbarer Transaktionen („comparable transactions analysis“)
- Barwert der erwarteten künftigen Free Cash Flows (DCF-Methode)
- Entwicklung der Börsenbewertung der Forbo-Aktie

Die Gesamtbetrachtung der Bank Vontobel über die finanzielle Angemessenheit des Angebots basiert auf diesen fünf Bewertungsansätzen.

Bank Vontobel ist bei den Analysen jeweils von einer Gruppenbetrachtung der Forbo ausgegangen. Das bedeutet, dass als Basis die kombinierte Fortführung des Geschäfts vorausgesetzt wurde, unter der Annahme, dass die geplanten Restrukturierungen realisiert und gegebenenfalls Portfolioarrondierungen getätigt werden.

4.2. Verlauf und Ergebnis des vom Verwaltungsrat von Forbo im 4. Quartal 2004 eingeleiteten Verkaufsprozesses

4.2.1. Hintergrund des Verkaufsprozesses

Forbo kam anfangs 2004 zum Schluss, dass der Forbo-Gruppe in ihrer bestehenden Form kurz- und mittelfristig für den Aktionär wenig attraktive Entwicklungsmöglichkeiten offen standen. Die Gründe für diese Einschätzung waren im wesentlichen folgende:

- Die drei Geschäftsbereiche sind voneinander nahezu unabhängig und bieten kaum gegenseitige Synergien
- Die Geschäftsbereiche stehen in mehr oder weniger intensiven Restrukturierungsphasen. Diese umfassen neben Massnahmen zur operativen Verbesserung des Geschäfts auch Anstrengungen der strategischen Repositionierung, besonders im Blick auf Produkt/Markt-Kombinationen
- Die begrenzten Managementkapazitäten und finanziellen Gegebenheiten (inzwischen teilweise durch die Kapitalerhöhung ausgeglichen) schienen kaum eine erfolgreiche Fortführung aller Geschäftsbereiche zu erlauben
- Eine Analyse der strategischen Optionen durch eine externe Management Consulting Firma kam zum Schluss, dass für die Aktionäre die Restrukturierung und der anschliessende Verkauf der einzelnen Geschäftsbereiche (und damit auch der Gruppe) die attraktivste Variante darstellt

Aufgrund dieser Einschätzung prüfte Forbo über einen längeren Zeitraum hinweg

verschiedene strategische Optionen und kam schliesslich im Oktober 2004 zum Schluss, dass die eigenständige Entwicklung unter Fortsetzung der Restrukturierung der einzelnen Divisionen im Verbund des Forbo Konzerns die Zukunftsvariante sei, die sich für den Aktionär am wertvermehrendsten entwickeln würde. Die durchgeführte Kapitalerhöhung schafft den finanziellen Freiraum für diese Strategie.

Im Dezember 2004 beschloss der Verwaltungsrat von Forbo auf Grund einer im November erhaltenen Interessensbekundung einen strukturierten Verkaufsprozess einzuleiten. Im Rahmen dieses Verkaufsprozesses wurden gezielt ausgewählte mögliche Übernahmeinteressenten angesprochen. Von diesen haben vier eine sorgfältige Prüfung einer Übernahme des Forbo-Konzerns vorgenommen.

4.2.2. Einschätzung

Der Angebotspreis von CHF 260 je Forbo-Aktie ist das Ergebnis einer längeren Prüfung strategischer Optionen und eines anschliessenden strukturierten Verkaufsprozesses in welchem bis heute von den vier Übernahmeinteressenten nur das vorliegende Angebot eingereicht wurde. Vor diesem Hintergrund dürfte der Angebotspreis dem aktuellen Transaktionswert von Forbo weitgehend entsprechen.

4.3. Bewertungskennzahlen – Vergleich mit anderen börsenkotierten Unternehmen

4.3.1. Vergleich

In der Kombination Bodenbeläge-Klebstoffe-Bänder existiert unseres Erachtens keine andere kotierte Unternehmensgruppe. Forbo wird vom Kapitalmarkt als Bauzulieferer wahrgenommen. Daher haben wir einen Vergleich mit einer derartigen Peer-Group als Benchmark durchgeführt.

Die Tabellen im Anhang 1 zeigen einen Vergleich der gängigsten Aktienbewertungskennzahlen – EV/EBITDA, EV/EBIT, PE – vergleichbarer börsenkotierten Unternehmen. Dieser Vergleich umfasst zwei verschiedene Gruppen von Unternehmen:

- Vergleich mit den schweizerischen Bauzulieferern
- Vergleich mit einer Auswahl von europäischen Bauzulieferern

Die zugrundeliegenden Zahlen beruhen auf den Konsens-Schätzungen⁴ von Aktienanalysten für 2004, 2005 und 2006. Bei den einzelnen Gesellschaften wurde jeweils der Schlusskurs vom 4. März 2005 als Bezugsgrösse gewählt; bei Forbo wurde der Angebotspreis von CHF 260 eingesetzt. Angesichts der relativ bescheidenen Erträge der Forbo Geschäftsfelder aufgrund der Turnaround Situation in den Jahren 2004 und 2005 wurden als Vergleichsgrössen die Multiples und die erwarteten Forbo-Ergebnisse für das Jahr 2006 verwendet.

Der Vergleich zeigt im wesentlichen folgendes Ergebnis:

Auf Basis des angebotenen Übernahmekurses von CHF 260 weist Forbo eine deutliche Prämie von rund 115-150% im Vergleich von EBITDA und EBIT zu den Peer-Groups

⁴ Quelle: JCF

auf. Mit anderen Worten: die Gegenüberstellung der erwarteten Erträge (EBITDA und EBIT) im Jahr 2006 erklärt einen tieferen Enterprise Value von Forbo.

4.3.2. Einschätzung

Unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung ergeben sich folgende Wertbandbreiten:

- Auf Basis vergleichbarer schweizerischer Bauzulieferer einen Wert von rund CHF 140 bis 215 pro Forbo-Aktie.
- Auf Basis vergleichbarer europäischer Bauzulieferer einen Wert von rund CHF 150 bis 210 pro Forbo-Aktie.

4.4. Bewertungskennzahlen – Vergleich mit den finanziellen Konditionen vergleichbarer Transaktionen

4.4.1. Überblick

Vorbemerkungen:

- Da Forbo in seiner geschäftlichen Zusammensetzung einzigartig ist, sind Bank Vontobel keine direkt vergleichbaren Transaktionen bekannt.
- Eine Annäherung an den Transaktionswert von Forbo kann durch den Vergleich mit Übernahmen von Unternehmen innerhalb des oben genannten Peer-Universums (vgl. Kap. 4.3) gewonnen werden.
- Bank Vontobel hat aus diesem Universum die folgenden fünf in den vergangenen zwei Jahren erfolgten Akquisitionen zum Vergleich herbeigezogen: Arbonia-Forster (EgoKiefer), GranitiFiandre (Savoia Canada), Geberit (Mapress), Deceuninck (Thyssen Polymer) und Uralita (Pfleiderer Dämmstoffe).
- Diese Transaktionen weisen eine hohe Schwankungsbreite in der Bewertung auf, was vielfach durch die spezifische Marktstellung (strategische Akquisition) bzw. Margensituation der Zielgesellschaften begründet ist.
- Von den übrigen erfolgten Transaktionen im vergleichbaren Kontext sind öffentlich keine ausreichenden finanziellen Details bekannt.

Die Analyse der im Anhang 2 aufgezeigten Transaktionen zeigt folgendes Ergebnis: Im Vergleich zu vergangenen Transaktionen von, bzw. mit schweizerischen und europäischen Bauzulieferern (aus der Gruppe der vergleichbaren börsennotierten Unternehmen) weist das Angebot für Forbo auf der Basis EBITDA und EBIT eine Prämie von rund 20%, bzw. 40% auf.

4.4.2. Einschätzung

Unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung ergibt sich auf Basis vergleichbarer Transaktionen folgende Wertbandbreite für die Forbo-Aktie: Rund CHF 183 bis 213.

4.5. Discounted Cash Flow (DCF) Methode

Die DCF-Methode errechnet den Unternehmenswert aus der Summe der künftigen freien Cash Flows, die auf ihren gegenwärtigen Barwert diskontiert werden. Die Unternehmensbewertung basiert demnach auf einer Schätzung der freien Cash Flows und dem zur Diskontierung herangezogenen gewichteten Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital, WACC).

Der WACC berücksichtigt einerseits die angemessene Eigenkapitalrendite, sowie die künftig zu erwartenden Fremdkapitalkosten, jeweils gewichtet gemäss der langfristigen Zielkapitalstruktur des Unternehmens⁵.

Im vorliegenden Fall beträgt der gewichtete Gesamtkapitalkostensatz 4.5% (Eigenkapitalkostensatz: 3.0%, Fremdkapitalkostensatz nach Steuern: 1.5%).

Die Bestandteile des WACC leiten sich wie folgt ab:

- a) Beta: 0.8
Das (levered) Beta von Forbo basiert auf dem durchschnittlichen unlevered Beta vergleichbarer Unternehmen, angepasst an die langfristige Zielkapitalstruktur der Forbo-Gruppe. Das unlevered Beta wurde auf Grund der in Anhang 3 angefügten Tabelle errechnet.
- b) Marktrisikoprämie: 3.9%
Die geschätzte Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des schweizerischen Aktienmarktes und der risikolosen Rendite von Bundesobligationen. Diese Prämie wurde einerseits auf Basis der Pictet-Studie⁶ über die vergangenen 70 Jahre wie auch Vontobel-Marktschätzungen⁷ errechnet.
- c) risikoloser Zinssatz: 2.9%
Der risikolose Zinssatz entspricht der aktuellen Rendite auf Verfall der 30-jährigen schweizerischen Bundesobligation.
- d) Fremdkapitalkosten: 4.5%
Die geschätzten Fremdkapitalkosten der Forbo-Gruppe vor Steuereffekten weisen eine Risikoprämie von 175 Basispunkten auf den oben erwähnten risikolosen Zinssatz aus. Diese Annahme basiert auf den erwarteten Finanzierungskosten über die Laufzeit des Business Plans und liegt in der Bandbreite der Spreads vergleichbarer Schuldner.
- e) Ertragssteuersatz: 32%
Der verwendete Ertragssteuersatz entspricht dem durch das Management geschätzten durchschnittlichen künftigen Satz der gesamten Forbo-Gruppe.

⁵ vgl. beispielsweise die Ausführungen bei Brealey/Myers, Principles of Corporate Finance, Mc Graw Hill, 1991

⁶ vgl. Pictet & Cie: Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz, Januar 2005

⁷ aktuell erwartete Rendite (in %) der schweizerischen SPI-Titel abzüglich Rendite der langfristigen (10 Jahre) Bundesobligationen

f) Zielkapitalstruktur: 50/50

Das langfristige ideale Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital der Forbo-Gruppe berücksichtigt einerseits die geschätzte langfristige Verschuldungskapazität der Unternehmung und andererseits wiederum die angestrebte Finanzierungsstruktur des Unternehmens.

Die freien Cash Flows des Planungszeitraumes 2005 – 2014 wurden in einem detaillierten Berechnungsverfahren anhand des Budgets 2005, den Planungen 2006-2007, den Aussagen des Forbo-Managements, eigener Plausibilitätsüberlegungen und Marktschätzungen (u.a. in der vom Management in Auftrag gegebene Marktstudie) prognostiziert. Diese künftigen freien Cash Flows, wie auch der Endwert wurden mit dem erwähnten Kapitalkostensatz auf den Gegenwartswert abgezinst. Für den Endwert sind wir von einer Marktbewertung im Jahre 2015 ausgegangen und haben diese gemäss den EBITDA und EBIT-Multiples der Peer-Gruppe (vgl. Kap. 4.3.1) geschätzt. Die bis Ende des Planungszeitraumes normalisierte Margensituation wird unseres Erachtens in diesem Verfahren zweckmässig widerspiegelt.

Das Modell wurde anschliessend mit unterschiedlichen Risiko- und Entwicklungsszenarien auf ihre Sensitivität überprüft. Die somit erhaltenen Unternehmenswerte (Enterprise Value) wurden anschliessend um die Nettoverbindlichkeiten korrigiert, um den jeweiligen Wert des Eigenkapitals zu erhalten. Auf Grund dieser Berechnungen kommt die Bank Vontobel zum Schluss, dass der Angebotspreis von CHF 260 innerhalb der errechneten Spannbreite des DCF-Modells von CHF 235 – 310 pro Aktie liegt.

4.6. Entwicklung der Börsenbewertung der Forbo-Aktie

Im Anhang 4 Graphik A4.1. ist die Aktienkursentwicklung der Forbo Aktie seit Januar 2003 dargestellt. Als Vergleich wurde die Entwicklung der Kursentwicklung der kombinierten Peer-Group (vgl. Kapitel 4.3) und die Performance des SPI beigezogen.

Diese Analyse zeigt, dass nach einer anfänglich parallelen Entwicklung, die Forbo-Aktie vergleichsweise stark an Wert verloren hat und sich seit dem 3. Quartal 2003 bis zu den verschiedenen Ankündigungen (Managementwechsel, Verkauf Flooring, Weiterführen aller Geschäftsbereiche, Kapitalerhöhung) im Sommer und Herbst 2004 negativ entwickelt hat. Erst durch das Bekanntwerden des CVC Interesses (11.11.2004: 1. Angebot bei CHF 236.53 (Kurs vor Kapitalerhöhung CHF 330), 18.11.2004: 2. verbessertes Angebot bei CHF 246.53 – 256.53 (Kurs vor Kapitalerhöhung CHF 350-370)) und dem darauf folgenden Verkaufsprozess vermochte sich der Kurs wieder auf einer Bandbreite von CHF 240 – 260 einfinden.

Im Vergleich mit den durchschnittlichen volumengewichteten Preisen der vergangenen 30 Handelstage, bzw. 12 Monate liegt das Angebot der AFB Investment rund 5% bzw. 8% darüber. (Siehe Graphik A4.2)

5. Zusammenfassung

Das **Angebot von AFB Investment erscheint** unter Berücksichtigung

- des Verlaufs und Ergebnis des Verkaufsprozesses,
- des Vergleichs mit anderen börsenkotierten Unternehmen in Bezug auf Bewertungskennzahlen,
- des Vergleichs mit den finanziellen Konditionen vergleichbarer Transaktionen,
- des Barwerts der erwarteten künftigen Free Cash Flows (DCF-Methode) und
- der Entwicklung der Börsenbewertung der Forbo-Aktie

in Bezug **auf alle relevanten Aspekte als finanziell angemessen.**

Zürich, 7. März 2005

Bank Vontobel AG

Dr. Thomas von Planta

Dr. Eduard Straub

6. Anhang

Anhang 1 Bewertungskennzahlen vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen

A1.1. Schweizerische Bauzulieferer

Company	Market Value ¹⁾	Enterprise Value	EV/EBITDA 04	EV/EBITDA 05	EV/EBITDA 06	EV/EBIT 04	EV/EBIT 05	EV/EBIT 06	P/E 04	P/E 05	P/E 06
Afg Arbonia Forster Hldg	489.9	748.8	6.2 x	5.3 x	5.0 x	12.4 x	10.1 x	9.3 x	14.6 x	11.8 x	10.4 x
Geberit	3'735.6	4'358.7	9.5 x	9.2 x	8.8 x	13.8 x	11.8 x	10.8 x	18.7 x	14.4 x	13.3 x
Metallwaren Holding	713.7	501.3	5.2 x	5.0 x	4.8 x	7.7 x	7.4 x	7.1 x	13.0 x	12.1 x	11.3 x
Sarna Kunststoff Holding	333.6	495.5	n.m.	7.7 x	7.0 x	n.m.	9.7 x	8.6 x	n.m.	12.1 x	11.2 x
Schulthess group	204.5	194.7	8.1 x	7.5 x	7.0 x	10.2 x	9.7 x	8.8 x	14.6 x	13.6 x	12.0 x
Sia Abrasives	192.8	284.6	7.6 x	7.0 x	6.3 x	11.5 x	10.0 x	9.0 x	12.5 x	10.1 x	9.1 x
Sika Ag	2'107.3	2'239.3	6.9 x	6.6 x	6.0 x	10.2 x	9.1 x	8.2 x	16.1 x	14.1 x	12.5 x
Zehnder	474.1	423.8	4.9 x	4.8 x	4.5 x	7.3 x	7.0 x	6.5 x	12.9 x	13.1 x	12.1 x
hi			9.5 x	9.2 x	8.8 x	13.8 x	11.8 x	10.8 x	18.7 x	14.4 x	13.3 x
average			6.9 x	6.6 x	6.2 x	10.4 x	9.4 x	8.5 x	14.6 x	12.7 x	11.5 x
median			6.9 x	6.8 x	6.2 x	10.2 x	9.7 x	8.7 x	14.6 x	12.6 x	11.7 x
lo			4.9 x	4.8 x	4.5 x	7.3 x	7.0 x	6.5 x	12.5 x	10.1 x	9.1 x

Anmerkungen:

- 1) In Mio. CHF, auf Basis Schlusskurs vom 4. März 2005
- 2) Auf Grund der tiefen Resultate von Sarna für 2004 ergeben die entsprechenden Multiples keine sinnvollen Aussagen

Quellen: JCF, Gesellschaften, Bank Vontobel Equity Research

A1.2. Europäische Bauzulieferer

Company	Country	Market Value ¹⁾	Enterprise Value	EV/EBITDA 04	EV/EBITDA 05	EV/EBITDA 06	EV/EBIT 04	EV/EBIT 05	EV/EBIT 06	P/E 04	P/E 05	P/E 06
Ballingslov International AB	SE	1'383.7	1'407.5	8.0 x	6.8 x	6.5 x	11.2 x	9.2 x	8.8 x	19.0 x	15.6 x	13.9 x
Brdr A & O Johansen	DK	469.9	531.0	4.6 x	4.4 x	4.4 x	8.6 x	8.0 x	8.6 x	10.8 x	10.0 x	9.5 x
Deceuninck	BE	531.1	693.5	9.3 x	7.1 x	6.1 x	23.1 x	13.8 x	11.6 x	50.5 x	20.5 x	14.8 x
Flugger	DK	1'346.5	1'328.5	8.6 x	7.9 x	7.3 x	14.1 x	13.0 x	14.4 x	14.6 x	13.2 x	11.8 x
Granitifiandre	IT	290.1	300.8	10.7 x	7.2 x	5.4 x	18.5 x	11.9 x	8.1 x	31.3 x	19.8 x	13.4 x
Imerys	FR	3'918.0	4'869.6	8.3 x	7.4 x	7.1 x	11.7 x	10.4 x	9.9 x	16.9 x	14.5 x	13.5 x
Rockwool International	DK	8'385.1	8'451.0	6.5 x	6.0 x	5.3 x	13.3 x	10.7 x	8.6 x	22.9 x	17.5 x	13.5 x
Uponor	FI	1'247.2	1'320.8	8.4 x	8.3 x	7.9 x	13.4 x	12.1 x	11.1 x	19.8 x	17.4 x	15.3 x
Uralita	ES	853.2	1'229.2	6.3 x	6.0 x	5.5 x	11.7 x	10.4 x	9.4 x	16.3 x	16.7 x	16.2 x
hi				10.7 x	8.3 x	7.9 x	23.1 x	13.8 x	14.4 x	50.5 x	20.5 x	16.2 x
average				7.9 x	6.8 x	6.2 x	14.0 x	11.1 x	10.1 x	22.5 x	16.2 x	13.5 x
median				8.3 x	7.1 x	6.1 x	13.3 x	10.7 x	9.4 x	19.0 x	16.7 x	13.5 x
lo				4.6 x	4.4 x	4.4 x	8.6 x	8.0 x	8.1 x	10.8 x	10.0 x	9.5 x

Anmerkungen:

1) In Mio. lokaler Währung auf Basis Schlusskurs vom 4. März 2005

Quellen: JCF, Gesellschaften, Bank Vontobel Equity Research

Anhang 2 Bewertungskennzahlen vergleichbarer Transaktionen

Target	Acquiror	Date	Curr.	Transaction Value ¹⁾	EV/Sales ²⁾	EV/EBITDA ²⁾	EV/EBIT ²⁾
EgoKiefer	Arbonia-Forster	4.2004	CHF	123.40	0.6 x	5.4 x	7.9 x
Savoia Canada	GranitiFiandre	1.2004	CAD	9.60	0.8 x	9.5 x	n.a.
Mapress	Geberit	12.2003	EUR	372.50	1.6 x	6.9 x	11.8 x
Thyssen Polymer	Deceuninck	6.2003	EUR	118.00	0.6 x	4.7 x	9.1 x
Pfleiderer Dämmstofftechnik	Uralita SA	4.2002	EUR	203.00	1.0 x	n.a.	12.7 x
				hi	1.6 x	9.5 x	12.7 x
				average	0.9 x	6.6 x	10.4 x
				median	0.8 x	6.1 x	10.4 x
				lo	0.6 x	4.7 x	7.9 x

Anmerkungen:

- 1) In Mio. lokaler Währung
- 2) Bezogen auf das letzte Geschäftsjahr vor der Transaktion

Quellen: Gesellschaften, Zephyr, Bloomberg

Anhang 3 Beta- und Kapitalstrukturanalyse vergleichbarer kotierter Unternehmen

Company	Market Value ¹⁾	Net Debt ²⁾	Enterprise Value	Capital Structure ³⁾	Marg. Tax Rate	levered Beta	unlevered Beta ⁴⁾
Afg Arbonia Forster Hldg	489.9	258.8	748.8	0.53	28.8%	0.75	0.54
Geberit	3'735.6	623.1	4'358.7	0.17	33.7%	0.37	0.34
Metallwaren Holding	713.7	-212.4	501.3	-0.30	22.5%	0.30	0.39
Sarna Kunststoff Holding	333.6	161.9	495.5	0.49	31.0%	0.44	0.33
Schulthess group	204.5	-9.8	194.7	-0.05	26.3%	0.51	0.53
Sia Abrasives	192.8	91.8	284.6	0.48	27.9%	0.18	0.14
Sika Ag	2'107.3	132.0	2'239.3	0.06	37.0%	0.67	0.64
Zehnder	474.1	-50.3	423.8	-0.11	43.7%	0.36	0.38
Ballingslov International AB	1'383.7	23.9	1'407.5	0.02	34.5%	0.70	0.69
Brdr A & O Johansen	469.9	61.0	531.0	0.13	34.5%	0.27	0.25
Deceuninck	531.1	162.4	693.5	0.31	40.1%	0.66	0.56
Flugger	1'346.5	-18.0	1'328.5	-0.01	30.3%	0.19	0.19
Granitifiandre	290.1	10.6	300.8	0.04	42.8%	0.41	0.40
Imerys	3'918.0	951.5	4'869.6	0.24	36.4%	0.50	0.43
Rockwool International	8'385.1	65.9	8'451.0	0.01	37.1%	0.52	0.52
Uponor	1'247.2	73.5	1'320.8	0.06	32.2%	0.45	0.44
Uralita	853.2	376.0	1'229.2	0.44	32.2%	0.47	0.37
hi				0.53	43.7%	0.75	0.69
average				0.15	33.6%	0.46	0.50
median				0.06	33.7%	0.45	0.40
lo				-0.30	22.5%	0.18	0.14

1) In lokaler Währung auf Basis Schlusskurs vom 4. März 2005

2) Net Debt = Interest bearing debt - cash and cash equivalents

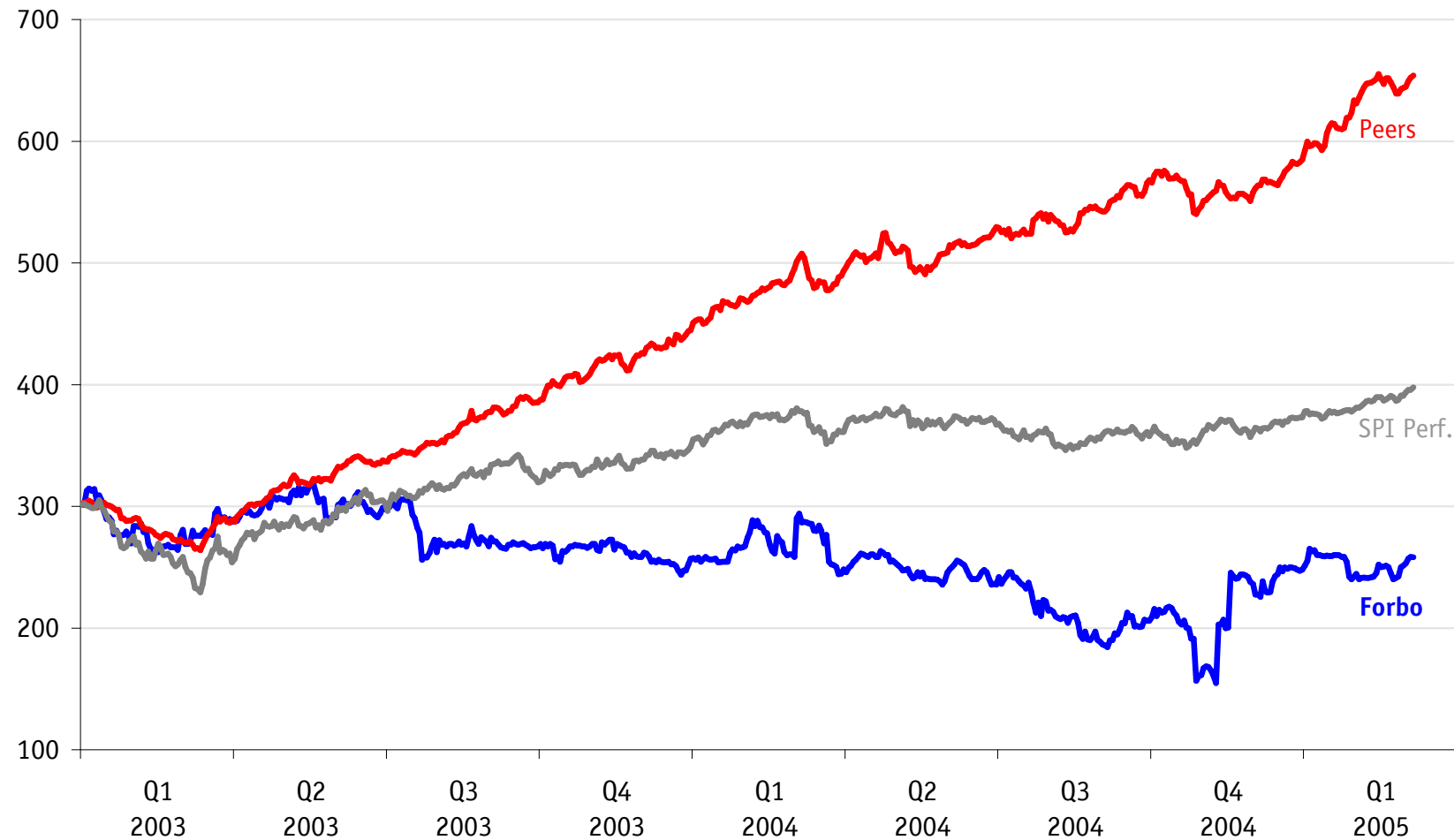
3) Capital Structure = Net Debt / Market Cap

4) unlevered Beta = levered Beta / (1 + Capital Structure x (1 - Marginal Tax Rate))

Quellen: JCF, Bloomberg, Gesellschaften, Bank Vontobel Equity Research

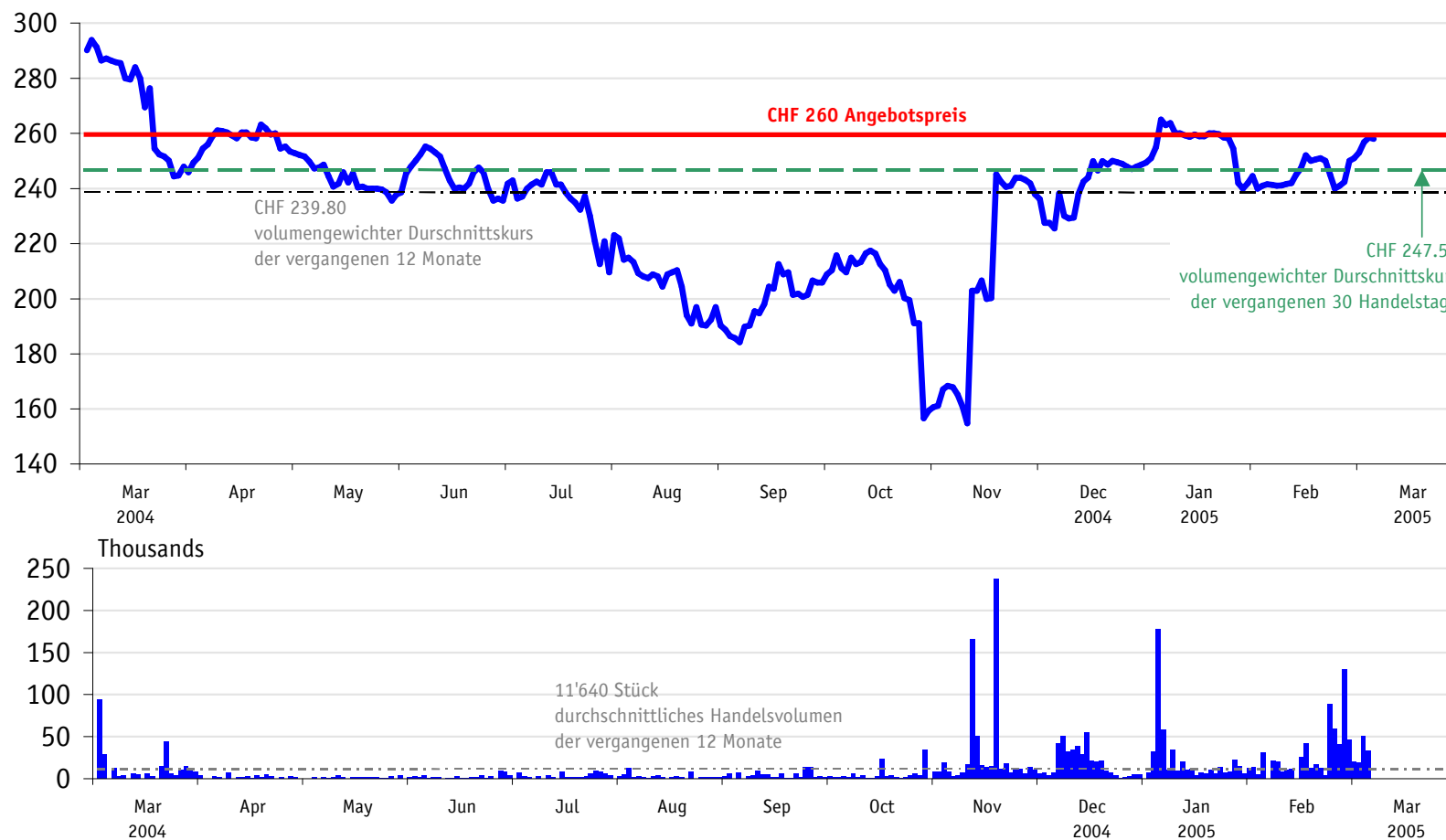
Anhang 4 Aktienkursentwicklung

A4.1. Vergleich der Performance der Forbo-Aktie mit dem SPI und der Peer-Group (an den Börsenkurs der Forbo-Aktie angeglichen)



Quelle: JCF, 4. März 2005

A4.2 Kurs- Volumengraphik der vergangenen 12 Monate (an Kapitalerhöhung angepasst)



Quelle: JCF, 4. März 2005