

Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates der Gétaz Romang Holding SA, Vevey

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der CRH plc, Irland, für alle sich im Publikum befindenden Aktien der Gétaz Romang Holding SA («Gétaz»), Vevey.

Genf, den 27. Februar 2007

Abkürzungsverzeichnis

CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
CRH	CRH plc und ihre Filialen
DCF	Discounted Cash Flow
DKK	Dänische Krone
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen)
EUR	Euro
GBP	Britische Pfund
Gétaz	Gétaz Romang Holding SA und ihre Filialen
M / Mio.	Million(en)
p.a.	per annum (pro Jahr)
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
SWX	Swiss Exchange
UW	Unternehmenswert
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewichtete Kapitalkosten)

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	4
1.1	Ausgangslage	4
1.2	Auftrag des Verwaltungsrats von Gétaz an PricewaterhouseCoopers AG	4
1.3	Beurteilungsvorgehen	4
1.4	Beurteilungsgrundlagen	5
2.	Die Gesellschaft im Überblick.....	6
2.1	Gétaz.....	6
2.2	Anmerkungen zur Finanzplanung von Gétaz	8
3.	Wertüberlegungen zu Gétaz	9
3.1	DCF-Methode	9
3.2	Anwendung der DCF-Methode	10
3.3	Marktbewertung	12
3.4	Anwendung der Marktbewertung.....	12
3.4.1	Vergleichbare kotierte Unternehmen	12
3.4.2	Vergleichbare Transaktionen	13
4.	Analyse der Aktienpreis- und Aktienvolumenentwicklung	14
5.	Schlussfolgerung	16
6.	Anhang	17
	Anhang 1: Beta- und Finanzierungsstrukturanalyse.....	17
	Anhang 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	18

1. Einleitung

1.1 Ausgangslage

Gétaz Romang Holding SA ("Gétaz" oder die "Gruppe") hat ihren Sitz in Vevey und ist als schweizerische Rechtsgesellschaft an der Schweizer Börse SWX kotiert. Das Aktienkapital von CHF 480'000 ist unterteilt in 480'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1. Die Gruppe ist spezialisiert auf den Vertrieb von Baumaterialien in der Schweiz, dabei insbesondere in der Westschweiz.

CRH plc ("CRH") ist eine internationale Gesellschaft mit Sitz in Irland, welche dem Zweck der Produktion von primären Baumaterialien und -produkten nachgeht. Das Unternehmen besitzt ausserdem ein bedeutendes Verteilnetz von Baumaterialien und Läden für das Bauhandwerk.

Der Verwaltungsrat der CRH unterbreitete dem Verwaltungsrat der Gétaz ein Angebot betreffend der Übernahme sämtlicher Aktien von Gétaz. Laut öffentlichem Kaufangebot der CRH über das gesamte Aktienkapital der Gétaz würde für jede Aktie der Gétaz CHF 1'125 gezahlt.

1.2 Auftrag des Verwaltungsrats von Gétaz an PricewaterhouseCoopers AG

Der Verwaltungsrat von Gétaz hat PricewaterhouseCoopers AG ("PwC") mit der Erstellung einer Fairness Opinion betreffend der finanziellen Angemessenheit des oben erwähnten öffentlichen Kaufangebots beauftragt.

Die Fairness Opinion soll als unabhängige Meinung dem Verwaltungsrat und den Aktionären von Gétaz die Zuversicht geben, dass der offerierte Preis von CHF 1'125 pro Aktie der Gétaz aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist. Dieses Dokument fasst die Ergebnisse unserer Analysen zusammen. Die Fairness Opinion darf der Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt werden.

Dieses Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Es enthält auch keine Beurteilung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebotes zur Folge haben kann.

1.3 Beurteilungsvorgehen

Für die Beurteilung des Kaufangebots führte PwC, basierend auf Gesprächen mit dem Management, eine Analyse der Finanzplanung von Gétaz sowie Wertüberlegungen der Gruppe durch. Die Bewertung von Gétaz basiert primär auf der Discounted Cash Flow ("DCF")-Methode und wurde mittels einer Marktbewertung, d.h. einer Multiplikatorenanalyse mit vergleichbaren kotierten Gesellschaften und Transaktionen, in denen ähnliche Gesellschaften involviert waren, ("Comparables") plausibilisiert.

Daraus ergab sich eine Wertbandbreite für die Gruppe. Die unteren und oberen Werte dieser Wertbandbreite wurden durch die Anzahl der sich im Umlauf befindenden Aktien geteilt und mit dem offerierten Preis verglichen.

1.4 Beurteilungsgrundlagen

Im Rahmen unserer Bewertung, haben wir folgende Informationen und Verfahren verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über Gétaz, welche für die Analyse als relevant betrachtet wurden, einschliesslich der Jahresberichte 2003 bis 2005 und des Halbjahresberichts 2006, Pressemitteilungen und Zeitungsberichte über die Gruppe;
- Absichtserklärung der CRH bezüglich des öffentlichen Kaufangebotes;
- Unternehmensinterne Finanzinformationen von Gétaz, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich den vorläufige Ergebnisse 2006, dem Budget 2007 sowie der Finanzplanung 2008 bis 2012;
- Unternehmensinterne Informationen zu Gétaz, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, wie die Berichte über Umsätze und Bruttomargen pro Sektor;
- Kapitalmarktanalysen von Pictet & Cie ("Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926-2006", aktualisiert per Januar 2007) und von Ibbotson Associates ("2006 Yearbook");
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten von kotierten Vergleichsunternehmen, vorwiegend aus Bloomberg;
- Daten von als vergleichbar erachteten Transaktionen, vorwiegend aus den Datenbanken "Dealogic M&A Global" sowie "Mergermarket";
- Historische Kurse und Analyse der Transaktionsvolumina der Gétaz-Aktie, wofür finanzielle Angaben von Bloomberg verwendet wurden;
- Besprechungen mit dem Management von Gétaz betreffend der Finanz- und Ertragslage von Gétaz, der Aussichten des Unternehmens und der Annahmen, die für die Erstellung der Planung verwendet worden sind.

Wir haben keine Besuche oder physische Inspektionen der von Gétaz betriebenen Anlagen durchgeführt. Die in diesem Dokument enthaltenen Überlegungen beziehen sich auf Informationen, die zum Berichtszeitpunkt vorhanden waren und können Änderungen unterliegen. PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. PwC hat weder den Wahrheitsgehalt noch die Rechtmässigkeit der von Gétaz zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind.

2. Die Gesellschaft im Überblick

2.1 Gétaz

Gétaz wurde 1856 gegründet und ist auf den Vertrieb von Bau- und Industriematerialien spezialisiert. Die Gruppe zählt 43 Verteilzentren (davon 17 Ausstellungsräume), welche vorwiegend in der Westschweiz liegen. Gétaz vertreibt hauptsächlich folgende Produktgruppen: Baumaterialien, Holzprodukte, Badezimmereinrichtungen, Fliesen und Kücheneinrichtungen und eigene Tätigkeiten der Gruppe Miauton im Bereich Bautechnik (Wasserzuführung für Gebäude, Blechwarenherstellung), Stahl, Bauwesen und Arbeitsgeräte.

Die Gesellschaft beschafft die Handelswaren bei Produzenten (häufig grosse Konglomerate) und verkauft die Waren weiter an Bauunternehmen (in der Regel Bauleiter). Gétaz übernimmt zudem auch Transport und Logistik auf Rechnung der Kunden.

Die Gruppe unterscheidet ihre Aktivitäten zwischen Rohbau, inklusive den Sparten Materialien, Stahl und Holz, und Innenausbau, welcher die Sparten Sanitär, Fliesen, Küchen und die Tätigkeiten der Gruppe Miauton, ausser Stahl, umfasst. Es ist anzumerken, dass die Tätigkeiten der Gruppe Miauton, obwohl sie mit dem Vertrieb von Baumaterialien verwandt sind, auf unterschiedliche Art und Weise ausgeführt werden.

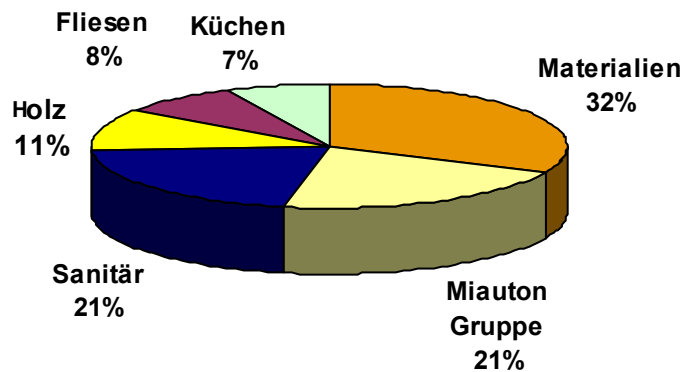
Die Sparte Materialien beinhaltet den Vertrieb von Ziegelsteinen, Mörtel, Zement und Materialien zur Isolation. Die Sparte Holz umfasst namentlich den Vertrieb von Parkett und von Balkenwerken. Betreffend des Segments Innenausbau verfügt Gétaz über eine grosse Auswahl an Sanitärprodukten, wie beispielsweise Armaturen und Zubehör. Die Sparte Küchen ist der einzige Bereich, deren Kundenstamm sich im Wesentlichen aus Privatpersonen zusammensetzt, im Gegensatz zu anderen Sparten, die hauptsächlich auf Bauunternehmungen ausgerichtet sind. Die Sparte Küchen bietet eine umfassende Auswahl an Küchenmodellen, Möbeln sowie Haushaltsgeräten.

Die Aktivitäten der Miauton-Gruppe erstrecken sich hauptsächlich auf den Vertrieb von Stahlprodukten, technischen Produkten für das Bauhandwerk, Ausstattungen für das Bauwesen sowie Arbeitsgeräte.

Die folgende Graphik stellt die Umsatzverteilung nach Geschäftszweigen für das Jahr 2005 dar.

Fairness Opinion GÉTAZ

1. Umsatz 2005 nach Geschäftszweigen



Quelle: Interne Analyse, die vom Management erstellt wurde

Gétaz erwirtschaftete 2005 einen Nettoumsatz von MCHF 793.7, was einer Steigerung von 7.1% im Vergleich zu 2004 entspricht (Vorjahr: +12.4%). Die Bruttomarge, die als Prozent des Umsatzes berechnet wird, blieb mit etwa 26% stabil. Der EBIT betrug im Geschäftsjahr 2005 MCHF 34.4, was gegenüber dem Vorjahr einer Erhöhung um 25% entspricht (2004: MCHF 27.5). Mit der Umsatzzunahme ging keine Steigerung des Personalbestandes einher. Die Mitarbeiteranzahl blieb zwischen Januar 2004 und Dezember 2006 praktisch konstant. Per 31. Dezember 2006 beschäftigte die Gruppe 1'437 Personen auf Vollzeitbasis. Gétaz hat von der günstigen Entwicklung der Baubranche profitiert. Für die letzten Jahre liegt das beobachtete Wachstum der Gruppe über dem historischen Durchschnitt.

Das erste Semester 2006 hat die günstige Umsatzentwicklung sowie die Margenverbesserung bestätigt. In der Tat nahm der Nettoumsatz gegenüber dem ersten Semester 2005 um 8.3% zu, während sich die Bruttomarge um 12.4% verbesserte. Auf jährlicher Basis stieg der konsolidierte Bruttoumsatz 2006 gegenüber dem Vorjahr um 8.7% auf MCHF 875. Diese bedeutende Zunahme wurde vom Management bei der Erstellung der Planung für 2007-2012 ebenso berücksichtigt wie eine mögliche zukünftige Umsatzkorrektur. Die provisorischen Ergebnisse für 2006 weisen eine Verbesserung der EBIT-Marge um 51% im Vergleich zu 2005 auf. Diese starke Verbesserung wurde durch eine Kosteneindämmung und durch die Verstärkung des günstigen Wirtschaftszyklus im Anschluss an einen milden Winter, wovon der Bereich des Vertriebs von Baumaterialien profitiert, verursacht.

2.2 Anmerkungen zur Finanzplanung von Gétaz

Für die Bewertung von Gétaz gemäss der DCF-Methode wurden die zukünftigen Freien Cash Flows auf Basis des Budgets 2007 sowie des Businessplans für die Jahre 2008-2012, der vom Management erstellt wurde, geschätzt. Dieser Businessplan trägt sowohl dem zyklischen Charakter der Bauindustrie als auch dem starken Wachstum des Renovierungsmarktes Rechnung. Nachfolgend werden die wesentlichen Annahmen, welchen den Planrechnungen 2007-2012 zugrunde liegen, kurz erläutert:

- Umsatz: Der prognostizierte Umsatz wächst während der Planjahre, das heisst von 2007-2012, mit einer der Inflationsrate ähnlichen Rate.
- Bruttomargen: Einstandskosten schwanken während des gesamten Beobachtungszeitraums in ähnlichem Masse wie der Umsatz. Die Bruttomargen bleiben in Abhängigkeit der Umsätze stabil.
- Betriebliche Aufwendungen: Ihre Entwicklung folgt derjenigen des Umsatzes, wobei eine Anpassung der Kostenstruktur berücksichtigt wird, indem die Kapazität in Abhängigkeit von der Geschäftsgangsentwicklung geändert wird.
- Investitionen in Immobilien: Das Investitionsbudget 2007 bis 2008 sieht namentlich den Einsatz von zusätzlichen Ausstellungsflächen vor. Für 2009 und die nachfolgenden Jahre wurde das Budget auf der Höhe der Ersatzinvestitionen belassen.

Die Planzahlen sowie deren zugrunde liegenden Annahmen wurden mit dem Management von Gétaz diskutiert. Wir haben festgestellt, dass sich diese auf historische Daten, auf die Erfahrungen und Kenntnisse des Managements im Bereich des Vertriebs von Baumaterialien sowie auf Marktinformationen und -prognosen abstützen.

3. Wertüberlegungen zu Gétaz

Die Ermittlung des Eigenkapitalwerts von Gétaz beruht auf folgenden Methoden:

- Discounted Cash Flow-Methode (“DCF”);
- Marktbewertung.

Die nach der DCF-Methode abgeleitete Wertbandbreite für das Eigenkapital der Gétaz bildet die Basis für unsere Wertüberlegungen. Zur Plausibilisierung dieser Wertbandbreite wurden die mittels Marktbewertung hergeleiteten Vergleichsgrößen verwendet.

3.1 DCF-Methode

Der Unternehmenswert entspricht den zu erwartenden Netto-Geldflüssen an den Investor, welche mit einem Prozentsatz, der Risiken und den Zeitwert des Geldes berücksichtigt, diskontiert werden müssen.

In der Praxis wird der Unternehmenswert basierend auf zukünftig zu erwartenden Freien Cash Flows, welche im Rahmen der DCF-Methode mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten (Eigenkapital und Fremdkapital) auf den Gegenwartswert diskontiert werden, abgeleitet. Dabei wird unter Freien Cash Flows die sogenannten operativen Netto Cash Flows abzüglich Investitionen in das Anlage- und das Umlaufvermögen verstanden.

Um den operativen Unternehmenswert zu erhalten, wird die Summe aus den diskontierten zukünftigen Freien Cash Flows der expliziten Planungsjahre gebildet und der Endwert hinzugefügt.

In der Endwertberechnung¹ wurde der nachhaltige Freie Cash Flow mit dem Kapitalkostensatz kapitalisiert. Sie beruht auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit und berücksichtigt ein nachhaltiges Wachstum, das dem erwarteten, langfristigen Wachstum entspricht.

Der Diskontierungssatz, mit welchem die Freien Cash Flows abgezinst werden, entspricht dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital – “WACC”). Dieser besteht aus den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten nach Steuern.

Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus zwei Komponenten zusammen: dem risikolosen Zinssatz und der Eigenkapitalrisikoprämie. Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt das CAPM zugrunde, wonach die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des “levered” Betas mit der Marktrisikoprämie entspricht. Dabei ist das “levered” Beta ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Vergleich zum Markt und hängt unter anderem von der Finanzierungsstruktur ab.

Die Fremdkapitalkosten setzen sich aus dem risikolosen Zinssatz und der Fremdkapitalprämie zusammen. Durch Einbezug einer Fremdkapitalprämie wird berücksichtigt, dass ein Unternehmen nicht zum risikolosen Zinssatz Fremdkapital aufnehmen kann, sondern aufgrund des inhärenten Unternehmensrisikos den Fremdkapitalgebern einen Zinsaufschlag bezahlen muss.

Durch Addition des nicht betrieblich notwendigen Vermögens, worin die nicht operativen flüssigen Mittel enthalten sind, zum operativen Unternehmenswert und nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals ergibt sich der Eigenkapitalwert aus einer kapitalmarktorientierten Perspektive.

¹ Endwert = Nachhaltiger Freier Cash Flow / (WACC - nachhaltige Wachstumsrate).

3.2 Anwendung der DCF-Methode

Für die DCF-Bewertung von Gétaz wurden die zukünftigen Freien Cash Flows für den expliziten Planungshorizont (2007 bis 2012) basierend auf den Planzahlen und den unter Abschnitt 2.2 beschriebenen Annahmen hergeleitet.

Der Endwert wurde aufgrund folgender wesentlicher Annahmen festgelegt:

Eine nachhaltige Wachstumsrate von 1.5% wurde angenommen, welche leicht höher ist als die langfristig erwartete Inflationsrate und die langfristige Entwicklung der Baubranche widerspiegelt;

Es wurde eine EBIT-Marge von 5.5% verwendet. Diese beruht auf dem Durchschnitt der Jahre 2005 bis 2012, um den zyklischen Geschäftsgang von Gétaz zu reflektieren und wurde angepasst, um der Ertragskraft von Gétaz, die derer vergleichbarer Vertriebsgesellschaften von Baumaterialien gleicht, Rechnung zu tragen.

Wir haben die Annahme getroffen, dass im Endwert die Abschreibungen den Investitionen entsprechen.

Der WACC für Gétaz wurde auf 7.4% geschätzt und beruht auf einem Eigenkapitalkostensatz von 8.6% und einem Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 3.5%.

Nachfolgend werden die verschiedenen Parameter für die WACC-Herleitung kurz beschrieben.

Risikoloser Zinssatz

Zur Herleitung des risikolosen Zinssatzes haben wir die Rendite von risikofreien CHF-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 15 Jahren herangezogen. Auf dieser Basis ergab sich ein risikoloser Zinssatz von 2.6%.

Marktrisikoprämie

Der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten liegt eine Marktrisikoprämie von 5.0% zu Grunde. Diese basiert auf der Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite des Aktienmarktes und derjenigen des schweizerischen Obligationenmarktes seit 1926.²

Beta

Zur Ermittlung des "unlevered" Betas³ wurde auf die "unlevered" Betas ähnlicher kotierter Unternehmen, die in der Distribution von Baumaterialien tätig sind, zurückgegriffen. Das verwendete "unlevered" Beta in der Höhe von 0.57 basiert dabei auf den 3-jahres Betas der europäischen Vergleichsunternehmen. Details zu den Betas der Vergleichsunternehmen sind im Anhang 1 dargestellt. Bricorama, Hornbach Holding und WM Matériaux wurden von der Berechnung des Betas ausgenommen, weil deren Betas stark von denjenigen anderer Vergleichsunternehmen abweichen. Das "levered" Beta entspricht dem um die spezifische Kapitalstruktur von Gétaz bereinigten "unlevered" Beta der Vergleichsunternehmen.

² Quelle: Pictet & Cie.: "Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2006)", 2007.

³
$$\text{Unlevered Beta} = \text{Levered Beta} / (1 + (\text{Fremdkapital} / \text{Eigenkapital}))$$
. Dabei entspricht das Fremdkapital dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich der nicht operativen flüssigen Mittel (Annahme: operative flüssige Mittel = 3% des Umsatzes). Quelle der Betas der Vergleichsunternehmen: Bloomberg, 27.02.2007.

Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen

Die Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen reflektiert die zusätzlichen Risiko- und Renditeerwartungen des Kapitalmarktes, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmungen verbunden sind. Sie berechnet sich als Differenz zwischen der langfristig beobachteten Rendite tiefer kapitalisierter Unternehmen und der für diese Firmen mittels CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelten empirischen Rendite. Die in unserer Analyse angewandte Prämie von 2.3% hat ihren Ursprung in einer jährlichen Studie von Ibbotson Associates⁴, die auf dem amerikanischen Kapitalmarkt basiert.

Finanzierungsstruktur

Basierend auf der Finanzierungsstruktur der kotierten Vergleichsunternehmen sowie auf Gesprächen mit dem Management wurde eine langfristige Kapitalstruktur mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 28% angenommen. Zusätzliche Informationen zu den Finanzungsverhältnissen der kotierten Vergleichsunternehmen sind ebenfalls im Anhang 1 dargestellt.

Fremdkapitalrisikoprämie

Die Fremdkapitalrisikoprämie wird auf Basis der durch Gétaz bezahlten Zinssätze gemäss Kreditlinien geschätzt. Für Gétaz ist gemäss den Kreditlinien ein Libor-Satz zuzüglich 100-120 Basispunkte massgebend. Langfristig muss man dennoch mit höheren Kosten der Finanzverbindlichkeiten rechnen. Eine langfristige Fremdkapitalrisikoprämie von 200 Basispunkten wird infolgedessen als vernünftig beurteilt.

Steuersatz

Basierend auf Gesprächen mit dem Management von Gétaz sowie vorliegenden Analysen zur zukünftigen Steuerbelastung wurde der Berechnung des WACC ein mittelfristig zu erwartender effektiver Steuersatz von 24.5% zugrunde gelegt.

Um den Eigenkapitalwert von Gétaz zu erhalten, wurde der mittels DCF-Bewertung resultierende operative Unternehmenswert um sämtliche nicht betrieblich notwendigen Vermögenswerte, wie zum Beispiel nicht im Rahmen der Betriebstätigkeit genutztes Land oder genutzte Gebäude, erhöht und anschliessend um die Finanzschulden reduziert.

⁴ Quelle: Ibbotson Associates, 2006 Yearbook.

Für die Plausibilisierung des DCF-Wertes hat PwC Sensitivitätsrechnungen mittels Variation diverser Parameter durchgeführt (bspw. Kapitalkosten, EBIT-Marge und Wachstumsrate im Endwert). Für die Perioden 2007-2012 wurden Szenarien entwickelt, welche sich durch die vom Management bereitgestellten Prognosen leicht unterscheiden. Sie werden zur Analyse des Werteinflusses der Veränderung gewisser Annahmen verwendet. Im Folgenden sind die wichtigsten Erkenntnisse aus dieser Berechnung illustriert:

Sensitivitätsanalyse					
Veränderung der nachhaltigen Wachstumsrate	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
Einfluss auf den Aktienwert	-8%	-5%	0%	5%	12%
Veränderung der Kapitalkosten	6.90%	7.15%	7.40%	7.65%	7.90%
Einfluss auf den Aktienwert	10%	5%	0%	-4%	-8%
Veränderung der nachhaltigen EBIT-Marge	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
Einfluss auf den Aktienwert	-15%	-7%	0%	7%	15%

Basierend auf der DCF-Bewertung sowie den Sensitivitätsanalysen ergibt sich für das Eigenkapital von Gétaz eine Wertbandbreite von CHF 1'010 bis CHF 1'220 pro Namenaktie von Gétaz.

3.3 Marktbewertung

Parallel zur DCF-Methode wurde eine Marktbewertung zur Plausibilisierung der erhaltenen DCF-Wertbandbreite herangezogen. Jene beruht auf einem Vergleich mit ähnlichen kotierten Gesellschaften. Im Rahmen dieser Methode wird der Börsenwert kotierter Vergleichsunternehmen, der auf Basis von aktuellen Börsenkursen geschätzt wird, zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen jeder kotierten Gesellschaft ins Verhältnis gesetzt. Andererseits wird der bezahlte Preis für vergleichbare Transaktionen zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen der Gesellschaften, die das Kaufobjekt darstellen, in Beziehung gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren wurden dann auf die Finanzkennzahlen des zu bewertenden Unternehmens angewandt, um dessen Marktwert abzuleiten.

3.4 Anwendung der Marktbewertung

3.4.1 Vergleichbare kotierte Unternehmen

Als Vergleichsunternehmen wurden an schweizerischen sowie europäischen Börsen kotierte Firmen herangezogen, welche mit Gétaz vergleichbar sind. Als Kriterien der Vergleichbarkeit dienten in erster Linie die Branchenzugehörigkeit, die Aktivitäten entlang der Wertschöpfungskette sowie die geographische Ausprägung der Geschäftstätigkeit. Die Auswahl an Gesellschaften, die für unsere Analyse in Betracht gezogen wurden, besteht aus Unternehmen, welche in der Produktion oder im Verkauf von Baumaterialien tätig sind. Dennoch wurden lediglich die Multiplikatoren der Vertriebsgesellschaften von Baumaterialien verwendet. Produzenten von Baumaterialien finden in unserer Analyse keinen Eingang, da deren Umsatz- und Rentabilitätsmodell sehr unterschiedlich ist.

Für die Marktbewertung von Gétaz wurden die aktuellen Unternehmenswerte und/oder Eigenkapitalwerte (per 27. Februar 2007) der vergleichbaren kotierten Unternehmen ins Verhältnis zu deren aktuellen und erwarteten Kennzahlen Umsatz, EBITDA und EBIT für 2005, 2006 und 2007 gesetzt. Der Durchschnitt der resultierenden Multiplikatoren wurde dann mit den aktuellen, respektive den erwarteten Kennzahlen Umsatz, EBITDA sowie EBIT von Gétaz multipliziert. Dabei wurden für 2007 die mit dem Management von Gétaz diskutierten Businessplan-Zahlen herangezogen.

Die Multiplikatoren der vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen befinden sich in Anhang 2.

Die Marktbewertung basierend auf den Multiplikatoren der kotierten Gesellschaften bestätigt die durch die DCF-Methode erhaltenen Resultate.

3.4.2 Vergleichbare Transaktionen

In Ergänzung zur Analyse der Börsenmultiplikatoren wurde eine Recherche zur Identifikation von Transaktionen von Vergleichsunternehmen durchgeführt, welche in den letzten drei Jahren stattgefunden haben. Es ist anzumerken, dass lediglich Multiplikatoren von Vergleichsunternehmen, welche hauptsächlich im Vertrieb von Baumaterialien tätig sind, in unserer Analyse berücksichtigt wurden. Multiplikatoren von Produktionsgesellschaften von Baumaterialien fanden aufgrund ihrer stärkeren vertikalen Integration als jene von Gétaz sowie aufgrund ihrer vorgelagerten Stellung innerhalb der Wertschöpfungskette keinen Eingang.

Wir haben fünf Transaktionen, die Vertriebsgesellschaften von Baumaterialien involvieren, untersucht. Jedoch haben sich diese Transaktionen aufgrund folgender Gründe als wenig repräsentativ erwiesen:

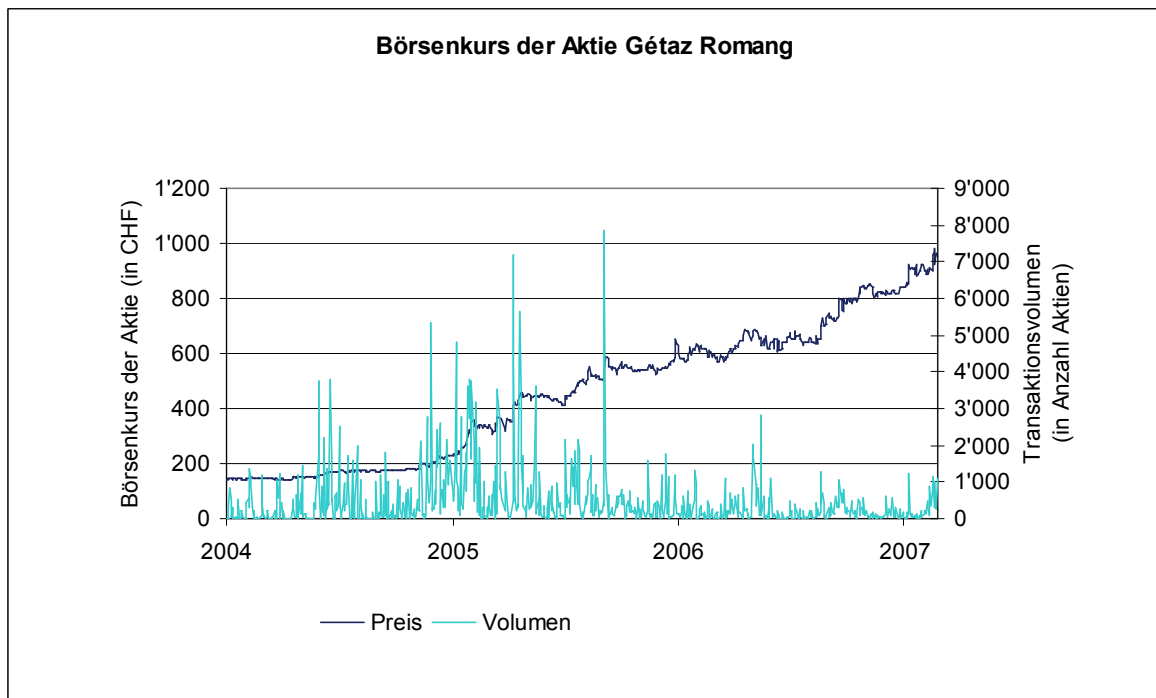
Vier der fünf Transaktionen betrafen Akquisitionen, die ihren Sitz in Grossbritannien haben.

Drei Transaktionen wurden von demselben Käufer getätigt.

Aufgrund der geringen Repräsentativität der vergleichbaren Transaktionen sehen wir davon ab, die Resultate dieser Methode in unserer Analyse für den Aktienwert von Gétaz zu verwenden.

4. Analyse der Aktienpreis- und Aktienvolumenentwicklung

Der offerierte Preis von CHF 1'125 pro Namenaktie von Gétaz beinhaltet eine Prämie von rund 23% gegenüber dem durchschnittlichen Schlusskurs von CHF 916 pro Aktie der letzten 30 Handelstage vor dem Berichtsdatum. In der folgenden Graphik sind die Kursentwicklung der Gétaz-Aktie und die gehandelten Volumina über die letzten drei Jahre dargestellt.



Quelle: historische Serie von SWX

Der Aktienkurs von Gétaz ist seit Anfang 2006 um 47% angestiegen. Seit 2004 hat sich der Aktienkurs von Gétaz stark erhöht, so dass startend mit einem Aktienkurs von CHF 142 am 1. Januar 2004 am 31. Dezember 2004 ein Aktienkurs von CHF 230 (+62%) und am 31. Dezember 2005 gar ein Aktienkurs von CHF 650 (+183%) resultierte. Diese Erhöhung kann hauptsächlich auf folgende Ereignisse zurückgeführt werden:

- auf den Entscheid des Verwaltungsrates vom 27. November 2002, die Aktionärsstruktur zu vereinfachen und eine neue Dachgesellschaft, die Gétaz Romang Holding SA, zu gründen. Den ehemaligen Gétaz Romang-Aktionären und Partizipationsschein-Besitzern wurde ein öffentliches Tauschangebot unterbreitet, welches am 6. März 2003 zu Stande kam;
- auf die Einsetzung eines Restrukturierungsplans, der 2003 begann und Massnahmen wie die Einsetzung eines neuen Managements, eine Bilanzsanierung, die Schaffung einer Marketing-Abteilung, den Einsatz einer Entlohnungspolitik basierend auf den Ergebnissen, Kündigungen in Neuchâtel, Performancesteigerungen durch Prozessveränderungen im Vertrieb und die Zulieferung der Logistik beinhaltet;

Fairness Opinion GÉTAZ

- auf den Zugang neuer Minderheitsaktionäre im Aktienkapital seit 2004 und auf die Tatsache, dass Financière de l'Echiquier (F) im Juni 2005 sowie Threadneedle Asset Management Holding (UK) im Mai 2006 und Adelphi European Small Cap Fund (KY) im Februar 2007 die Schwelle eines Aktienbesitzes von 5% überschritten haben;
- auf die Tatsache, dass die Aktie von Gétaz seit April 2005 von einem Finanzanalysten der Bank Berenberg abgedeckt wird.

Die Anstiege der Volumina im Juni und November 2004 sowie im April 2005 sind einerseits auf die Bekanntgabe der die Erwartungen übertreffenden Resultate und auf das erwartete starke Wachstum in 2006 zurückzuführen. Andererseits beruhen sie auf Spekulationsbewegungen von Investoren als Folge der nacheinander erfolgten Übernahmen von schweizerischen Gesellschaften, welche im Bereich Baumaterialien tätig sind, durch grosse europäische Gruppen; wie beispielsweise die Übernahme von Sanitas Troesch AG durch Compagnie de Saint-Gobain im März 2005.

Rund 242 Gétaz-Aktien (0.05%) wurden zwischen dem 27. Februar 2006 und dem 27. Februar 2007 durchschnittlich pro Tag gehandelt.

5. Schlussfolgerung

Die Bewertung des Eigenkapitals von Gétaz beruht im Wesentlichen auf der DCF-Methode. Um eine Wertbandbreite zu bestimmen, haben wir verschiedene Szenarien analysiert, welche auf Schätzungen des Managements sowie auf unseren Marktkenntnissen beruhen. Diese Wertbandbreite wurde mit der Marktbewertung plausibilisiert. Zudem wurde die Börsenkursentwicklung der Gétaz-Aktie mit dem angebotenen Preis verglichen.

Basierend auf unseren Analysen und Überlegungen zur Bewertung von Gétaz ergibt sich für den Wert einer Aktie von Gétaz eine Bandbreite von CHF 1'010 bis CHF 1'220.

Gestützt darauf beurteilen wir den Preis von CHF 1'125, der pro Namenaktie von Gétaz mit einem Nennwert von je CHF 1 geboten wird, aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Diese Fairness Opinion stützt sich auf die im Verlauf von unserem Auftrag, welcher am 27. Februar 2007 beendet wurde, durchgeführten Analysearbeiten.

Freundliche Grüsse

PricewaterhouseCoopers AG



Jean-François Lagassé
Partner



Felix Roth
Partner

Anhang :

- Anhang 1 : Beta- und Finanzierungsstrukturanalyse
- Anhang 2 : Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

6. Anhang

Anhang 1: Beta- und Finanzierungsstrukturanalyse

Kotierte Vergleichsunternehmen			Marktinformationen				Kapitalstruktur		Beta		
Nr.	Vertriebsgesellschaften von Baumaterialien (Zahlen in Mio.)	Währung	Marktkapitalisierung (1)	Minderheiten (2)	Finanzverbindlichkeiten (3)	Überschüssige flüssige Mittel (4)	Netto-FK / Marktkapitalisierung	Netto-FK / UW	Levered Beta	Beta angepasst (5)	Unlevered beta (6)
1	Bricorama	EUR	245	0	156	31	51.2%	33.9%	0.00	0.33	0.22
2	BSS Group	GBP	535	0	128	0	23.8%	19.3%	0.64	0.76	0.61
3	Gibbs & Dandy	GBP	40	0	3	0	8.4%	7.7%	0.42	0.61	0.57
4	Hornbach Holding	EUR	687	0	835	216	90.0%	47.4%	0.10	0.40	0.21
5	Kingfisher	GBP	5'991	7	1'970	346	27.1%	21.3%	1.00	1.00	0.79
6	Samse	EUR	321	21	157	34	38.2%	26.4%	0.43	0.62	0.45
7	Sanistal	DKK	1'924	0	541	0	28.1%	22.0%	0.51	0.67	0.53
8	Travis Perkins	GBP	2'435	0	1'119	52	43.8%	30.5%	0.71	0.81	0.56
9	VM Matériaux	EUR	217	3	47	0	21.9%	17.7%	-0.03	0.31	0.26
10	Wolseley	GBP	8'689	0	2'853	308	29.3%	22.7%	1.07	1.05	0.81
Durchschnitt							28.4%	21.4%	0.68	0.79	0.62
Median							28.1%	22.0%	0.64	0.76	0.57

Kotierte Vergleichsunternehmen			Marktinformationen				Kapitalstruktur		Beta		
Nr.	Produktionsgesellschaften von Baumaterialien (Zahlen in Mio.)	Währung	Marktkapitalisierung (1)	Minderheiten (2)	Finanzverbindlichkeiten (3)	Überschüssige flüssige Mittel (4)	Netto-FK / Marktkapitalisierung	Netto-FK / UW	Levered Beta	Beta angepasst (5)	Unlevered beta (6)
1	Arbonia-Forster	CHF	1'058	0	384	76	29.1%	22.5%	0.90	0.93	0.72
2	Compagnie de Saint-Gobain	EUR	26'327	0	18'021	201	67.7%	40.4%	1.09	1.06	0.63
3	CRH	EUR	17'505	39	5'917	46	33.5%	25.1%	1.05	1.03	0.77
4	Grafton	EUR	2'897	0	843	176	23.0%	18.7%	0.99	0.99	0.81
Durchschnitt							38.3%	26.7%	1.01	1.01	0.73
Median							31.3%	23.8%	1.02	1.01	0.75

(1) Marktkapitalisierung am 27.02.2007 (Quelle: Bloomberg)

(2) Minderheiten gemäss zuletzt veröffentlichtem Jahresabschluss (Quelle: Bloomberg)

(3) Finanzverbindlichkeiten gemäss zuletzt veröffentlichtem Jahresabschluss (Quelle: Bloomberg)

(4) Überschüssige liquide Mittel = nicht betriebsnotwendige flüssige Mittel

(5) Quelle: Bloomberg 27.02.2007. Das angepasste Beta ist eine Schätzung des zukünftigen Betas. Es wird auf Basis der historischen Werte geschätzt und gemäss der Hypothese, dass das Beta gegen den Durchschnitt tendiert (Beta = 1), angepasst

(6) Unlevered Beta = Levered / (1+(Netto-FK/Marktkapitalisierung)) gemäss Harris-Pringle-Formel

Ausgenommene Gesellschaften, da ihre Betas stark von denjenigen anderer Vergleichsunternehmen abweichen

Fairness Opinion GÉTAZ

Anhang 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Kotierte Vergleichsunternehmen			Marktinformationen					Multiplikatoren								
Nr.	Vertriebsgesellschaften von Baumaterialien (Zahlen in Mio.)	Währung	Marktkapitalisierung (1)	Minderheiten (2)	Finanzverbindlichkeiten (3)	Flüssige Mittel	Überschüssige flüssige Mittel (4)	UW / Umsatz (5)			UW / EBITDA (5)			UW / EBIT (5)		
								2005	2006 F	2007 F	2005	2006 F	2007 F	2005	2006 F	2007 F
1	Bricorama	EUR	245	0	156	50	31	0.6x	0.6x	0.5x	8.1x	8.5x	7.8x	10.8x	11.0x	10.3x
2	BSS Group	GBP	535	0	128	4	0	0.8x	0.7x	0.6x	12.9x	12.2x	11.3x	14.1x	13.5x	12.6x
3	Gibbs & Dandy	GBP	40	0	3	2	0	0.8x	0.7x	0.7x	8.5x	8.9x	8.9x	9.9x	10.6x	10.6x
4	Hornbach Holding	EUR	687	0	835	288	216	0.6x	0.5x	0.5x	7.2x	6.7x	6.1x	14.2x	11.9x	9.8x
5	Kingfisher	GBP	5'991	7	1'970	587	346	1.0x	0.9x	0.8x	10.8x	11.2x	10.5x	14.6x	15.6x	15.1x
6	Samse	EUR	321	21	157	58	34	0.6x	0.5x	0.5x	7.9x	6.9x	6.1x	11.9x	10.5x	9.8x
7	Sanistal	DKK	1'924	0	541	14	0	0.6x	0.6x	0.5x	11.2x	10.3x	8.7x	14.5x	13.7x	11.7x
8	Travis Perkins	GBP	2'435	0	1'119	131	52	1.3x	1.3x	1.2x	10.9x	10.5x	10.0x	13.1x	13.0x	12.2x
9	VM Matériaux	EUR	217	3	47	3	0	0.6x	0.5x	0.5x	7.5x	7.4x	6.7x	10.7x	10.0x	9.2x
10	Wolseley	GBP	8'689	0	2'853	733	308	1.0x	0.8x	0.7x	13.8x	11.2x	10.1x	16.3x	13.7x	12.1x
Durchschnitt								0.8x	0.7x	0.7x	9.9x	9.4x	8.6x	13.0x	12.4x	11.3x
Median								0.7x	0.6x	0.6x	9.7x	9.6x	8.8x	13.6x	12.5x	11.2x

Kotierte Vergleichsunternehmen			Marktinformationen					Multiplikatoren								
Nr.	Produktionsgesellschaften von Baumaterialien (Zahlen in Mio.)	Währung	Marktkapitalisierung (1)	Minderheiten (2)	Finanzverbindlichkeiten (3)	Flüssige Mittel	Überschüssige flüssige Mittel (4)	UW / Umsatz (5)			UW / EBITDA (5)			UW / EBIT (5)		
								2005	2006 F	2007 F	2005	2006 F	2007 F	2005	2006 F	2007 F
1	Arbonia-Forster	CHF	1'058	0	384	110	76	1.2x	1.1x	1.0x	11.6x	10.4x	8.5x	18.8x	15.0x	12.5x
2	Compagnie de Saint-Gobain	EUR	26'327	0	18'021	1'254	201	1.3x	1.1x	1.0x	11.2x	8.4x	8.1x	17.3x	12.8x	12.3x
3	CRH	EUR	17'505	39	5'917	1'100	46	1.6x	1.3x	1.2x	12.0x	9.9x	9.0x	16.8x	13.4x	12.1x
4	Grafton	EUR	2'897	0	843	255	176	1.4x	1.2x	1.2x	13.5x	12.2x	11.3x	16.7x	14.2x	13.4x
Durchschnitt								1.4x	1.2x	1.1x	12.1x	10.3x	9.3x	17.4x	13.8x	12.6x
Median								1.3x	1.2x	1.1x	11.8x	10.2x	8.8x	17.1x	13.8x	12.4x
Preis pro Aktie								1'247	1'238	1'200	894	1'277	1'094	897	1'416	1'164

- (1) Marktkapitalisierung am 27.02.2007 (Quelle: Bloomberg)
 (2) Minderheiten gemäss zuletzt veröffentlichtem Jahresabschluss (Quelle: Bloomberg)
 (3) Finanzverbindlichkeiten gemäss zuletzt veröffentlichtem Jahresabschluss (Quelle: Bloomberg)
 (4) Überschüssige liquide Mittel = nicht betriebsnotwendige flüssige Mittel
 (5) Quelle: Bloomberg, Berichte von Finanzanalysten, Jahresabschlüsse