

FAIRNESS OPINION VON ROLL HOLDING AG

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots durch ALTANA AG für die ausstehenden Aktien der Von Roll Holding AG

22. August 2023

FAIRNESS OPINION VON ROLL HOLDING AG

Inhalt

1	Einleitung	Seite 3
2	Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse	Seite 8
3	Bewertung	Seite 21
4	Beurteilung	Seite 40
5	Anhang	Seite 43

FAIRNESS OPINION VON ROLL HOLDING AG

I Einleitung

- | | | |
|-----|---------------|---------|
| I.1 | Ausgangslage | Seite 3 |
| I.2 | Unser Auftrag | Seite 4 |
| I.3 | Vorgehen | Seite 5 |
| I.4 | Quellen | Seite 6 |

I Einleitung

I.1 Ausgangslage



Von Roll ist ein weltweit tätiger Industriekonzern, der an der SIX Swiss Exchange kotiert und primär im Bereich von Elektroisolationssystemen tätig ist

Die Von Roll Holding AG (nachfolgend auch «Von Roll», «Gruppe» oder «Zielgesellschaft» genannt) ist in der Entwicklung und Herstellung elektrischer und thermischer Isolationssysteme sowie hochentwickelter Verbundwerkstoffe für industrielle Anwendungen tätig. Von Roll ist in diesem Bereich Weltmarktführer.

Der Konzernhauptsitz befindet sich in Breitenbach (CH). Insgesamt beschäftigt die Gruppe rund 1'000 Mitarbeitende an weltweit 14 Standorten. Im Geschäftsjahr («GJ») 2022 erzielte die Gruppe einen Nettoerlös von CHF 227.7 Mio. und einen EBITDA von CHF 27.6 Mio.

Die operativen Aktivitäten der Von Roll gliedern sich in zwei Segmente. Das Segment «Insulation» ist auf die Entwicklung integrierter und massgeschneiderter Isoliersystemen für Hoch- bzw. Niederspannungsanwendungen spezialisiert. Im Segment «Composites» werden Verbundwerkstoffe mit einem optimalen Zusammenspiel mechanischer, thermischer und teilweise elektrischer Eigenschaften hergestellt und vertrieben.

Die Aktien der Von Roll sind seit 1987 an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert. Per 10. August 2023 lag die Marktkapitalisierung des Unternehmens bei CHF 279.5 Mio. Das Aktienkapital der Von Roll besteht aus 357'433'804 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.10.¹

Am 11. August 2023 schlossen Von Roll und ALTANA AG («die Anbieterin» oder «ALTANA») eine Transaktionsvereinbarung ab, wonach sich ALTANA bereit erklärte, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot («das Angebot») für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Von Roll zu unterbreiten. Das Angebot wurde am 11. August 2023 nach Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung und vor Eröffnung des Handels an der SIX von ALTANA vorangekündigt. Der Angebotspreis beträgt CHF 0.86 in bar pro Von Roll-Aktie («Angebotspreis»).

¹ Quelle: SIX Swiss Exchange.

1.2 Unser Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion umfasst eine unabhängige Bewertungsanalyse der Von Roll

IFBC ist eine unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und erhält keine Entschädigung in Abhängigkeit der Bewertungsergebnisse sowie des Transaktionserfolgs

Bewertungszeitpunkt ist der 10. August 2023

Die IFBC AG («IFBC») wurde am 20. März 2023 vom Verwaltungsrat («VR») der Von Roll mit der Erstellung einer unabhängigen Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises beauftragt. Dieser Bericht wurde ausschliesslich zum Zweck der Unterstützung des VR der Von Roll bei der Beurteilung des Angebots erstellt. Die Fairness Opinion darf lediglich für die finanzielle Beurteilung des Angebots durch den VR der Von Roll genutzt werden. Die Verwendung für einen anderen Zweck ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

IFBC erstellte diese Fairness Opinion als unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt und von der Anbieterin, der Zielgesellschaft sowie den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der vom Management der Von Roll zur Verfügung gestellten Informationen vorausgesetzt. Weiter wird davon ausgegangen, dass die erhaltenen Informationen fachgerecht und nach bestem Wissen aufbereitet wurden und damit der besten aktuell verfügbaren Einschätzung seitens des Managements der Von Roll entsprechen. Die Verantwortung von IFBC beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen und Berechnungen. IFBC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt.

Die Ergebnisse unserer unabhängigen Bewertungsanalysen wurden dem VR der Von Roll am 10. August 2023 vor der Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung und vor der Vorankündigung des Angebots am 11. August 2023 durch ALTANA zugestellt. Die Bewertung basiert auf dem aktuellen Budget GJ 2023, welches vom VR der Von Roll am 9. Dezember 2022 genehmigt wurde, auf dem aktuellen Businessplan (genehmigt vom VR der Von Roll am 10. März 2023), auf den aktuellen Angaben und Annahmen des Managements sowie auf dem Halbjahresabschluss der Von Roll per 30. Juni 2023. Das Management der Von Roll bestätigt zudem, dass bis zur Veröffentlichung dieses Bewertungsberichts keine wesentlichen Ereignisse und Transaktionen eingetreten sind, die nicht in der oben aufgeführten Informationsbasis berücksichtigt sind.

1.3 Vorgehen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch ALTANA zuhanden der Aktionäre der Von Roll basiert auf Bewertungsüberlegungen von IFBC. Diese stützen sich auf die folgenden Analysen, die in diesem Bericht ausführlich beschrieben werden:

- Analyse des Geschäftsmodells des Unternehmens sowie des aktuellen Marktumfelds
- Analyse der historischen Finanzkennzahlen
- Beurteilung des vom VR der Von Roll genehmigten Budget für das GJ 2023 und des Businessplans für die GJ 2024 bis 2027
- Bewertung des Unternehmens und Berechnung des Werts je Aktie basierend auf den folgenden Bewertungsansätzen:
 - Discounted-Cashflow-Methode
 - Trading-Multiples-Ansatz
 - Transaction-Multiples-Ansatz
- Aktienkursanalyse

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von ALTANA zuhanden der Aktionäre der Von Roll erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen, rechtlichen oder anderen spezifischen Situation der einzelnen Investoren. Dementsprechend sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen aus Sicht aller Publikumsaktionäre zur finanziellen Angemessenheit des Angebots möglich.

I.4 Quellen

Unsere Beurteilung basiert unter anderem auf der Analyse folgender Informationen:

- Testierte Geschäftsberichte der Von Roll (konsolidiert) für die GJ 2020 bis 2022
- Halbjahresabschluss der Von Roll (konsolidiert) per 30. Juni 2023 (nicht geprüft)
- Vom VR der Von Roll am 9. Dezember 2022 genehmigtes Budget für das GJ 2023
- Vom VR der Von Roll am 10. März 2023 genehmigter Businessplan für die GJ 2024 bis 2027
- Aktuelle Angaben und Annahmen aus Gesprächen mit dem Management der Von Roll
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Daten ausgewählter Transaktionen basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen

FAIRNESS OPINION VON ROLL HOLDING AG

2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

- | | | |
|------------|---|----------|
| 2.1 | Überblick zu Von Roll | Seite 8 |
| 2.2 | Geschäftsmodell der Von Roll | Seite 9 |
| 2.3 | Historische Finanzkennzahlen der Von Roll | Seite 15 |
| 2.4 | Marktanalyse | Seite 18 |

2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

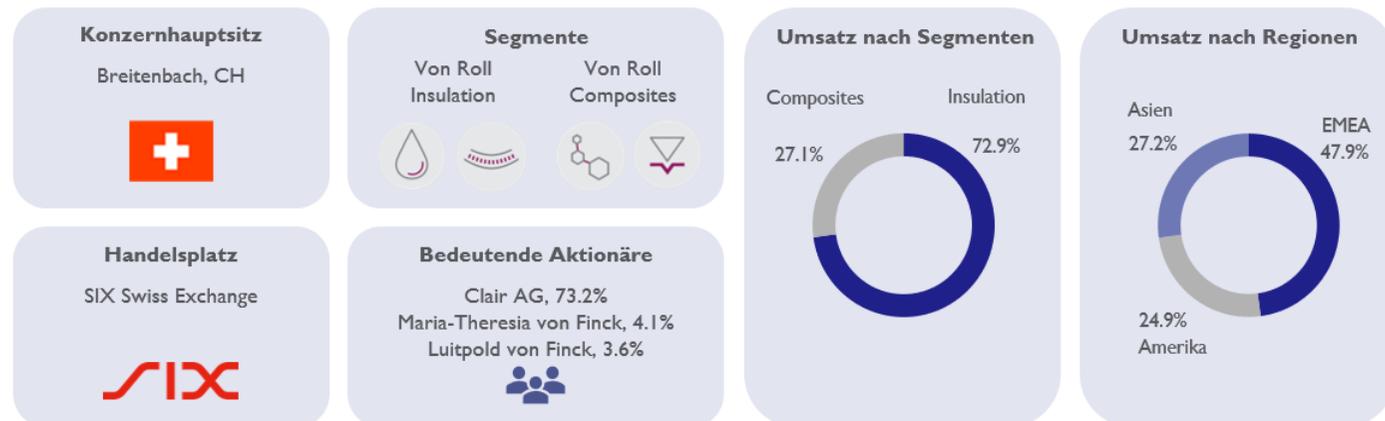
2.1 Überblick zu Von Roll

Von Roll ist ein internationaler Konzern, welcher sich auf die Produktion von Elektroisolationssystemen konzentriert

Von Roll ist ein in Breitenbach (CH) ansässiges Unternehmen, das sich auf das Geschäft mit Elektroisolationssystemen konzentriert. Die Gruppe beschäftigt rund 1'000 Mitarbeitende an weltweit 14 Standorten.

Von Roll bietet Produkte und Dienstleistungen zur Energieerzeugung, -übertragung, -speicherung sowie für industrielle Anwendungen an. Die beiden Bereiche High Voltage Insulation und Low Voltage Insulation des Segments Insulation haben im GJ 2022 rund 73% zum Nettoerlös der Von Roll beigetragen. Die restlichen rund 27% des Gruppenumsatzes stammen aus dem Segment Composites.

Das Vertriebsnetz der Von Roll erstreckt sich über 80 Länder weltweit. Rund 48% der Nettoerlöse wurden im GJ 2022 in der Region EMEA², ca. 27% in Asien und ca. 25% in Amerika erzielt. Grösster Aktionär ist die Clair AG³, die per 10. August 2023 über einen Anteil von 73.2% verfügte. Weitere bedeutende Aktionäre sind Maria-Theresia von Finck mit einem Anteil von 4.1% und Luitpold von Finck mit 3.6%.⁴



² EMEA = Europa, Mittlerer Osten und Afrika

³ Im Sinne von Art. 120 FinfraG wirtschaftlich berechtigte Personen: Francine von Finck, August Francois von Finck, Maximilian von Finck.

⁴ Quelle: SIX Swiss Exchange.

2.2 Geschäftsmodell der Von Roll

2.2.1 Überblick zum Geschäftsmodell der Von Roll

Die Geschäftstätigkeit der Von Roll gliedert sich in die beiden Segmente «Insulation» und «Composites».

Das Segment Insulation der Von Roll

Das Segment Insulation umfasst die Herstellung und den Vertrieb von Elektroisolationmaterialien, Wickeldrähten, Harzen und Lacken. Die Isoliersysteme und Harze bieten elektrischen, mechanischen und thermischen Schutz. Sie werden vorwiegend bei elektrischen Anwendungen in Generatoren, Transformatoren, Motoren und Geräten der Hoch- und Niederspannung eingesetzt. Die Kernkompetenz der Von Roll liegt in der Herstellung, der Entwicklung und der technischen Auslegung aller wesentlichen Komponenten zu integrierten, massgeschneiderten Isoliersystemen. Von Roll gilt als globaler Pionier und Technologieführer für elektrische Isoliersystemen und ist in vielen interdisziplinären Forschungsprojekten aktiv.

Das Segment «Insulation» gliedert sich in die Bereiche High Voltage Insulation (Hochspannungsisolationen) und Low Voltage Insulation (Niederspannungsisolationen). Zu den Kunden beider Bereiche zählen primär Hersteller von Generatoren, elektrischen Antrieben, elektronischen Anwendungen, Transformatoren sowie von Energieübertragungsnetzen und feuerfesten Kabeln.

High Voltage Insulation

Von Roll ist Pionier und Marktführer im Bereich High Voltage Insulation und verfügt über eine umfassende Wertschöpfungskette mit ausgeprägter vertikaler Integration. Das Produktangebot der Von Roll beinhaltet Bänder («Tapes»), HV Harze («HV Resins»), Verbundwerkstoffe («Composites») und Spulen («Coils»), die als abgestimmtes Isolationssystem auf spezifische Kundenanforderungen hergestellt werden.

Produktangebot High Voltage Insulation



Quelle: Management-Angaben der Von Roll.

Im Rahmen der konzernweiten Produktentwicklungen spielt das High Voltage Institut der Von Roll, eines der führenden Kompetenzzentrum für Hochspannungsisolation, eine zentrale Rolle. Ebenso werden führende Hersteller bei der Entwicklung und der laufenden Optimierung massgeschneiderter Isoliersysteme unterstützt.

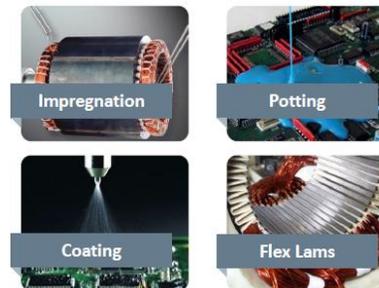
Im Bereich der Hochspannungsanwendungen werden die Isoliersysteme der Von Roll unter anderem in Generatoren für herkömmliche Kraftwerke und in Wind- und Wasserkraftwerken zur Erzeugung erneuerbarer Energien eingesetzt. Die Isoliersysteme sind eine Schlüsselkomponente in allen leistungsstarken Elektromotoren, Generatoren und Transformatoren.

Low Voltage Insulation

Auch im Low Voltage Bereich verfügt Von Roll an lokalen Produktionsstandorten über umfassende Expertise – von der Synthese bis zum kundenspezifischen Engineering entlang der gesamten Wertschöpfungskette. Die kundenspezifische Adaption der Produkte mit umfangreicher Projektbetreuung bietet den Kunden gezielte Mehrwerte in Bezug auf die Optimierung der funktionalen Eigenschaften, eine einfache Verarbeitbarkeit und wettbewerbsfähige Kosten.

Die Kernprodukte der Niederspannungsanwendungen sind Flüssigisolierstoffe im Bereich Elektronik und Sensorik, die überwiegend auf selbstentwickelten Formulierungen basieren, sowie Isolierpapiere für die Isolierung von Elektromotoren. Die Harze der Von Roll werden unter anderem in Form von Imprägnierungen («Impregnation»), Vergussharze («Potting»), Beschichtungen («Coating») und flexiblen Laminaten («Flex Lams») zum mechanischen Schutz von Bauteilen verarbeitet und vertrieben.

Produktangebot Low Voltage Insulation



Quelle: Management-Angaben der Von Roll.

Bei den umweltfreundlichen Flüssigisolierstoffen, die unter der renommierten Marke «Dolph's®» vertrieben werden, gehört Von Roll zu den weltweit grössten Herstellern. Von Roll bietet umweltfreundliche Harzsysteme an, welche ohne Lösungsmittel und teilweise ganz ohne Gefahrstoffe formuliert sind. Zusätzlich wird an neuen umweltfreundlichen Produktformulierungen und Vergussharzlösungen gearbeitet, die eine Schlüsselrolle für den technologischen Fortschritt in der Automatisierung und Digitalisierung spielen.

Das Segment Composites der Von Roll.

Im Segment Composites werden die Aktivitäten rund um die Herstellung und den Vertrieb von Verbundwerkstoffen zusammengefasst. Das Produktportfolio bietet sogenannte Halbzeuge im B-Zustand («Prepregs»), Platten («Sheets»), bearbeitete Teile («Machined Parts») und Systeme («Systems») an, die in Fahrzeugen, Industriemaschinen und Flugzeugen eingesetzt werden. Die Composites Lösungen der Von Roll werden nach Mass entwickelt, so dass sie je nach Anwendungsbereich über spezifische mechanische, thermische und elektrische Eigenschaften verfügen.

Produktangebot im Segment Composites



Quelle: Management-Angaben der Von Roll.

Durch die vertikale Integration unterschiedlicher Kompetenzen und Produktionsstufen entlang der gesamten Wertschöpfungskette verfügt Von Roll über die Entwicklungskompetenz von der chemischen Formulierung bis hin zur Herstellung einsatzbereiter Bauteile in Serie.

Der strategische Schwerpunkt im Segment Composites liegt auf kosteneffizienten und umweltfreundlichen Produkten für Anwendungen in der Automobil- und Luftfahrtindustrie. Die Produkte der Von Roll spielen eine zentrale Rolle in der aktuellen Mobilität- und Energiewende sowie in der industriellen Transformation in eine emissionsfreie Zukunft. Ausgewählte Werke der Von Roll sind als Zulieferer für die Automobil- und Luftfahrtindustrie zertifiziert, was höchste Ansprüche in Bezug auf Toleranzen und Qualität voraussetzt.

Das Geschäftsfeld Automotive der Von Roll umfasst innovative Lösungen für den Automobilbau mit Fokus auf Technologien für die rasant fortschreitende Mobilitätswende. Mit Hilfe der Harzsysteme und Glimmerprodukte werden die Leistungsfähigkeit, Lebensdauer und Sicherheit von Antriebsbatterien erhöht, und Vergussharze stärken die Leistungsfähigkeit der elektronischen Komponenten von Ladesäulen. Ebenso werden Produkte für das angrenzende Geschäftsfeld «stationäre Energiespeichersysteme» in Zusammenarbeit mit Batterieherstellern vom Prototyp bis zur Serienproduktion entwickelt.

Das Geschäftsfeld Aerospace der Von Roll bedient die besonderen Anforderungen der Luftfahrtbranche nach Leichtigkeit und Brandschutz und leistet einen Beitrag zur Sicherheit und Effizienz im Flugverkehr. Die Composites Produkte, die in der Innenausstattung von Flugzeugkabinen verwendet werden, basieren auf einem innovativen, epoxidbasierten Harzsystem.

Produkt- und Dienstleistungsportfolio der Von Roll

Die Produkte der Von Roll werden in einem globalen Produktionsverbund gefertigt. Die spezialisierten Fertigungs- und Entwicklungszentren sind strategisch in den regionalen Hauptmärkten angesiedelt und werden durch lokale Kompetenzzentren bei der Adaption der Produkte an spezifische Kundenanforderungen unterstützt. Das Netzwerk von Vertriebs- und Servicestandorten der Von Roll erstreckt sich über die gesamte Welt und wird durch autorisierte Distributoren und Vertreter ergänzt. Die Produkte werden in über 80 Ländern abgesetzt.

Das Produkt- und Dienstleistungsportfolio der Von Roll kann wie folgt zusammengefasst werden:

 <p>Innovative Isolierbänder Engagement der Von Roll im Abbau- und Produktionsprozess von Glimmer⁵.</p>	 <p>Drähte Hochmoderne Spulenfertigung für die Wertschöpfung vom Flachdraht bis zur Formspule.</p>	 <p>Kabel Glimmerbänder für feuerfeste Kabel, die sich für alle Normen eignen.</p>
 <p>Harze und Lacke Tränklarze, Schutzlacke sowie Giessharze für Hoch- und Niederspannungsanwendungen.</p>	 <p>Flexible Materialien Flexible Isoliermaterialien und flexible Laminare für Niederspannungsanwendungen.</p>	 <p>Verbundwerkstoffe Formulierung und Herstellung anwendungsoptimierter Composites nach Mass.</p>
 <p>Verteidigung & Sicherheit Auf duroplastischen und / oder thermoplastischen Stoffen basierende hochstehende Systeme.</p>	 <p>Prüfung Elektrische, thermische und mechanische Prüfungen an Materialien und Isolationssystemen.</p>	 <p>Schulung Schulungsprogramm auf dem Gebiet der Hoch- und Niederspannungselektroisolation.</p>

⁵ Von Roll hat in den Ausbau von Betrieben zur Glimmergewinnung in Brasilien investiert und ist der weltweit einzige vollintegrierte Anbieter der thermisch-elektrischen Isolierprodukte. Glimmer wird insbesondere als Grundstoff für Hochspannungsisoliermaterial verwendet.

Von Roll Innovation Lab

Im Von Roll Innovation Lab werden innovative Lösungen für unterschiedlichste Anwendungen in enger Kooperation mit den Kunden entwickelt. Die weltweit vernetzten Forschungs- und Entwicklungsteams arbeiten mit modernster Analysetechnik und künstlicher Intelligenz an visionären Lösungen. Durch kurze und effiziente Entwicklungszyklen innerhalb des Von Roll Innovation Lab wird die Zeit von der Idee bis zum Serienstart bei den Kunden beschleunigt. Es wird auf aktuelle Markttrends reagiert, indem die jüngsten Erkenntnisse aus Wissenschaft und Forschung mit dem globalen Industrieverständnis innerhalb der gesamten Gruppe kombiniert werden.

Das Innovation Lab hat sich auf drei Bereiche spezialisiert. Im «Resins Lab» wird an der Optimierung der Performance und der Umweltverträglichkeit des Harzportfolios gearbeitet. Das «Automotive Lab» widmet sich der Weiterentwicklung innovativer Vergusslösungen für E-Motoren und Batterien für den wachsenden Elektromobilitätsmarkt. Im «Composites Lab» schliesslich wird der Fokus auf die Weiterentwicklung von Verbundwerkstoffen gelegt.

2.2.2 Nachhaltigkeit

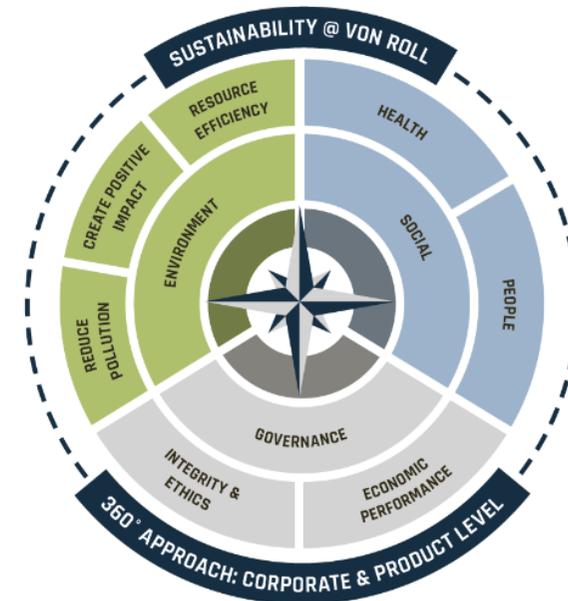
Nachhaltigkeit

Der Nachhaltigkeitskompass der Von Roll veranschaulicht den ganzheitlichen Ansatz im Zusammenspiel von Zielmärkten, Produkten, Organisation und Unternehmensführung im Hinblick auf die ökologische und soziale Nachhaltigkeit.

Die Produkte und Systemlösungen der Von Roll leisten insbesondere im Bereich der grünen Energiewende und der Elektromobilität einen bedeutenden Beitrag zur industriellen Transformation hin zu «Net-Zero». Die Isoliersysteme, Harze und Verbundwerkstoffe der Von Roll steigern die Effizienz, Langlebigkeit und Leistungsfähigkeit von Generatoren in Hydro- und Windkraftwerken. Zudem werden kürzere Ladezeiten bei Elektrofahrzeugen und höhere Energiedichten in Fahrzeugbatterien ermöglicht.

Auch bei den Herstellprozessen und für die chemische Formulierung der Produkte ist Nachhaltigkeit für Von Roll entscheidend. Unter der Marke «Dolph's®» leistet Von Roll Pionierarbeit bei der Entwicklung besonders umweltfreundlicher Formulierungen. Die Umweltverträglichkeit der Harze konnte über die letzten Jahre stark verbessert werden, und der Grossteil des Portfolios ist heute frei von Lösungsmitteln und Gefahrstoffen.

Nachhaltigkeitskompass der Von Roll



Quelle: Von Roll Geschäftsbericht GJ 2022.

2.3 Historische Finanzkennzahlen der Von Roll

Schlüsselereignisse in der jüngsten Vergangenheit

Die jüngste Geschichte der Von Roll wurde durch die Covid-19-Pandemie sowie die Ausrichtung auf nachhaltige Geschäftsaktivitäten, verbunden mit einer Portfoliobereinigung, geprägt:⁶

- Im Zuge der Ausbreitung der Covid-19-Pandemie sah sich Von Roll mit staatlich verordneten Einschränkungen der industriellen Produktion und mit einer abrupt gesunkenen Nachfrage konfrontiert. Die schwierigen Umstände für die Kunden der Von Roll führten in nahezu allen Produktsegmenten und Regionen zu einem anhaltenden Nachfragerückgang.
- In der Folge war Von Roll mit anspruchsvollen makroökonomischen Rahmenbedingungen wie erhöhter Inflation, labilen Lieferketten und einer massiven Verteuerung der Energiekosten konfrontiert. In dieser Zeit erwies sich die diversifizierte Marktposition der Von Roll in einer Vielzahl von Anwendungsfeldern mit lokaler Präsenz in den wichtigsten Regionen als robust und krisenresistent.
- Von Roll konzentrierte sich während der Pandemie konsequent auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung. Dazu unterzog die Gruppe alle globalen Aktivitäten einer kritischen Prüfung, um die personellen und finanziellen Ressourcen auf die zukunftssträchtigen Geschäftsfelder innerhalb der Gruppe zu konzentrieren.
- Zur Optimierung des Werkverbunds wurden die beiden defizitären Produktionsstandorte in Delle, Frankreich, Ende Mai 2020 aufgegeben.⁷ Zudem wurde OOO Von Roll, Moskau, per 31. Dezember 2020 im Rahmen der laufenden Liquidation mit unwesentlichem finanziellen Effekt dekonsolidiert.
- Zugleich fokussierte sich Von Roll auf die Entwicklung neuer Geschäftsfelder in den attraktiven Zukunftsmärkten Aerospace und Automotive. Die strategischen Weichenstellungen stärkten die Marktposition der Von Roll, um vom globalen Trend zu umweltfreundlicheren Werkstoffen zu profitieren.
- Im GJ 2021 wurde die positive Geschäftsentwicklung durch einen Brand im Schweizer Produktionswerk temporär negativ beeinflusst.

⁶ Quellen: Medienmitteilungen sowie Geschäftsberichte der Von Roll.

⁷ Eröffnung gerichtlicher Sanierungsverfahren gemäss Bekanntgabe vom 26. Mai 2020 für Delle Fil SAS, Delle und Von Roll Isola France S. A., Delle.

Historische Kennzahlen der Von Roll

Historische Kennzahlen der Von Roll

in TCHF	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Nettoerlöse	291'581	212'237	218'637	227'719
Sonstige betriebliche Erträge	6'053	3'628	24'682	13'887
Total Erträge	297'634	215'865	243'319	241'606
Wachstum der Nettoerlöse in %	26.0%	-27.2%	3.0%	4.2%
EBITDA	22'408	-4'716	36'820	27'608
EBITDA-Marge	7.7%	-2.2%	16.8%	12.1%
CAPEX	5'370	7'061	5'900	11'187
CAPEX in % der Nettoerlöse	1.8%	3.3%	2.7%	4.9%
Nettoliquidität	48'278	44'939	68'458	81'069
Eigenkapital (buchwertig)	199'018	167'908	199'854	206'042

Quelle: Von Roll Geschäftsberichte.

Historische Entwicklung der Nettoerlöse⁸

Im GJ 2020 sank der Nettoerlös gegenüber dem Vorjahr um CHF 81.8 Mio. resp. 27.2%. Dieser Umsatzrückgang ist im Wesentlichen auf die Schliessung von zwei Produktionsstandorten in Delle, Frankreich Ende Mai 2020 (negativer Effekt auf den Umsatz von rund CHF 50 Mio.) sowie auf die negativen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie zurückzuführen. Zusätzlich hatten Währungsschwankungen einen negativen Einfluss von rund CHF 11 Mio. auf den Umsatz.

Der Bestelleingang im GJ 2021 nahm um 19.2% zu, jedoch konnten aufgrund des Brands im Schweizer Produktionswerk nicht alle eingeplanten Kundenumsätze realisiert werden. Das GJ 2021 wurde durch einen starken Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge beeinflusst, welche auf den Verkauf von Liegenschaften und eines Drahtwerks in Frankreich, den Erlass von Covid-19-Darlehen in den USA sowie Versicherungsleistungen im Zusammenhang mit dem Brandfall in der Schweiz zurückzuführen sind.

Im GJ 2022 konnte Von Roll die Nettoerlöse um 4.2% steigern. Der besagte Brandfall und die weltweit fragilen Lieferketten verhinderten die Realisierung eines stärkeren Anstiegs der Nettoerlöse im GJ 2022.

⁸ Nettoerlöse und Total Erträge der Von Roll werden auf der Basis der jeweils fortgeführten Geschäftseinheiten rapportiert.

Historische Entwicklung der EBITDA-Marge⁹

Die negative EBITDA-Marge von -2.2% im GJ 2020 ist auf die im Zuge der Covid-19-Pandemie durchgeführte kritische Prüfung aller globalen Aktivitäten zur Fokussierung auf zukunftsträchtige Bereiche zurückzuführen. Die Prüfung führte zur Trennung von zwei verlustträchtigen französischen Werken in Delle. Der Verlust aus der Dekonsolidierung der beiden Gesellschaften in Delle betrug CHF 11.3 Mio. Der EBITDA wurde zudem durch Sonderbelastungen im Zusammenhang mit Personal- und Prozessanpassungen zur Förderung einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung beeinflusst.

Die getroffenen Massnahmen führten im GJ 2021 zu einer Verbesserung der Produktivität, was sich in einer EBITDA-Marge von 16.8% niederschlug. Der durch den Brand verursachte Schaden sowie die damit verbundenen negativen Folgen auf den Betriebsgewinn wurden durch die Versicherung weitgehend ausgeglichen.

In einem anspruchsvollen Umfeld geprägt von letzten Auswirkungen der Pandemie, Unterbrechungen der Lieferketten und stark ansteigenden Rohstoff- und Energiepreisen, unter anderem verursacht durch den militärischen Konflikt in der Ukraine, realisierte Von Roll im GJ 2022 eine EBITDA-Marge von 12.1%.

Historische Entwicklung der CAPEX

Die CAPEX (Investitionen) betragen in den GJ 2020 bis 2022 zwischen 2.7% und 4.9% im Verhältnis zu den Nettoerlösen.

Historische Entwicklung der Nettoliquidität und des Eigenkapitals

Die Nettoliquidität (Barmittel abzüglich verzinslicher Finanzverbindlichkeiten) stieg über die letzten drei Geschäftsjahre von CHF 44.9 Mio. kontinuierlich auf CHF 81.1 Mio. an. Per 31. Dezember 2022 wies Von Roll keine Finanzverbindlichkeiten aus. Über den gleichen Zeitraum erhöhte sich das buchwertige Eigenkapital um CHF 167.9 Mio. auf CHF 206.0 Mio. Aufgrund der soliden Bilanz und der vorhandenen Überschussliquidität per 31.12.2022 dürfte Von Roll in der Lage sein, die künftigen Investitionen zur Weiterentwicklung des Produktportfolios mehrheitlich aus eigenen Mitteln zu finanzieren.

⁹ Die EBITDA-Marge wird auf Basis der Nettoerlöse berechnet.

2.4 Marktanalyse

Die nachfolgende Marktanalyse konzentriert sich auf relevante Entwicklungen in den Zielmärkten des Segments Insulation mit den Bereichen High Voltage Insulation und Low Voltage Insulation sowie dem Segment Composites. Da es sich bei den Zielmärkten der Von Roll überwiegend um Marktnischen handelt, sind keine Marktstudien zu diesen spezifischen Geschäftsfeldern verfügbar. Die nachfolgenden Daten beruhen daher im Wesentlichen auf den Informationen zur Entwicklung der Zielmärkte aus den Berichterstattungen und Angaben des Managements der Von Roll.

High Voltage Insulation

Der Trend zum Einsatz umweltschonender Technologien für die Erzeugung von Energie zeigt sich in der sich verändernden Nachfrage der Kunden der Von Roll im Bereich High Voltage Insulation. Über die letzten Jahre war die Nachfrage nach Produkten für grosse Kohlekraftwerke rückläufig, für Brückentechnologien wie Gas- und Nuklearkraftwerke stabil und jene für die Erzeugung von Wasser-, Wind- und Solarenergie deutlich ansteigend. Das stärkste Wachstum wurde bei den Elektroisulationsmaterialien für den Bau von Windkraftgeneratoren, insbesondere für die Offshore-Sparte, erzielt.

Im GJ 2021 stellte Von Roll einen starken Anstieg der Nachfrage an Isolierstoffen für elektrische Grossgeneratoren in China fest, der aufgrund der andauernden Strukturweiterung im Energiesektor und der anziehenden wirtschaftlichen Dynamik entstand.

Low Voltage Insulation

Die Isolationslösungen für Niederspannungsanwendungen werden insbesondere in den Bereichen Industrieautomation, Elektronik & Sensorik und Elektromobilität eingesetzt. Die Folgen der Covid-19 Pandemie, die Öl- & Gas-Krise, der Handelskrieg zwischen den USA und China sowie die Turbulenzen an den Rohstoffmärkten führten in den Niederspannungsmärkten über die letzten Jahre zu herausfordernden Situationen.

Die fortschreitende Digitalisierung und Elektrifizierung hat demgegenüber einen positiven Effekt auf die Nachfrage nach Harzprodukten. Die Nachfrage nach neu entwickelten Schutzlacken und Vergussharzen stieg für Elektronikanwendungen in den Bereichen Sensorik und Batteriesysteme im GJ 2022 deutlich an. Aufgrund der anhaltenden Digitalisierung und Elektrifizierung, unter anderem durch das rasante Wachstum der Elektromobilität, wird weiteres Wachstum im Bereich Low Voltage Insulation erwartet. Vom Wachstum wird Von Roll mit dem breiten Angebot an umweltfreundlichen Harzsystemen profitieren können, da zeitgleich die weltweite Transformation hin zu umweltfreundlichen Harzsystemen in nahezu allen Niederspannungs-Anwendungsbereichen voranschreitet.

Im nordamerikanischen Markt stieg insbesondere der Absatz von Produkten für Industriemotoren und Generatoren, und in Indien profitiert Von Roll von der erweiterten Lokalisierung der Imprägnierharze sowie der lokalen Betreuung der Kunden.

Composites

Das Segment Composites fokussiert auf die Absatzmärkte Industrie, Automotive und Aerospace. Die makroökonomischen Ereignisse der letzten Jahre beeinflussten die Entwicklung des Segments Composites. So waren wichtige Absatzmärkte wie der Maschinenbau und die Luftfahrtindustrie überproportional von den Konjunkturreinbrüchen infolge der Covid-19-Pandemie betroffen, was zu einer verhaltenen Nachfrage führte. Im Zielmarkt Aerospace zeigte sich bereits im GJ 2021 eine Erholung der Branche und damit eine Zunahme der Bestellungen. Viele Kunden suchten nachhaltige Alternativen zu bestehenden Werkstoffen. Um die langen Zeiträume für die Entwicklung, Qualifizierung und Markteinführung neuer Lösungen zu beschleunigen, schliesst Von Roll laufend Entwicklungskooperationen mit Flugzeugwerken ab und intensiviert Arbeiten an Projekten selektiv.

Der Ukraine-Konflikt führte zu einer direkten wie indirekten Steigerung des Absatzes im ballistischen Segment. So haben auch Nationen, die nicht direkt von diesem Konflikt betroffen sind, ihre Schutz- und Verteidigungsstrategie angepasst sowie substanzielle Verteidigungsausgaben beschlossen.

In den letzten Jahren profitierte Von Roll von der aktuellen Energiewende. Die Nachfrage nach Lösungen für die Energieeinspeisung und -übertragung, für Transformatoren zur Umspannung sowie nach Transistoren zur Schaltung von Hochspannungsströmen, die in Windparks eingesetzt werden, stieg stark an. Die hohe Dynamik am Markt für Elektromobilität führte in jüngster Vergangenheit zu einem stark steigenden Absatz von Hybrid- und Elektrofahrzeugen. Mit steigender Endkundennachfrage nach E-Mobilität entwickelt sich auch der Markt für Ladestationen rasant. Das Wachstum des Elektromobilitätsmarkts der letzten Jahre zeichnet sich im deutlichen Wachstum des Absatzes innovativer Produkte für das Automotive-Umfeld ab. Im angrenzenden Geschäftsfeld «Stationäre Energiespeichersysteme» wird aufgrund der höheren Varianz in der Stromerzeugung mit erneuerbaren Energien und der damit einhergehenden Relevanz von «Pufferspeichern» in den kommenden Jahren ein starker Anstieg der Nachfrage erwartet.

FAIRNESS OPINION VON ROLL HOLDING AG

3 Bewertung

3.1	Bewertungsansatz	Seite 21
3.2	Discounted-Cashflow-Bewertung	Seite 22
3.3	Multiples-Bewertung	Seite 33
3.4	Aktienkursanalyse	Seite 36

3 Bewertung

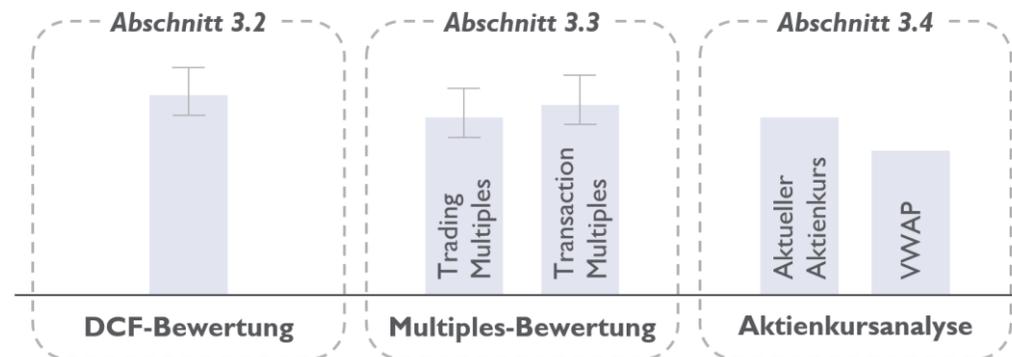
3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung der Von Roll stützen wir uns, entsprechend der aktuellen Best Practice, in erster Linie auf die DCF-Methode ab. Zusätzlich wenden wir Trading sowie Transaction Multiples an und berücksichtigen die Erkenntnisse aus der Aktienkursanalyse

Die Bewertung der Von Roll zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von ALTANA erfolgt auf einer Stand-alone-Basis basierend auf der Anwendung unterschiedlicher Bewertungsansätze. In Übereinstimmung mit der Voranmeldung des öffentlichen Übernahmeangebots vom 11. August 2023 wird der Wert pro Von Roll-Aktie zum massgeblichen Bewertungsstichtag per 10. August 2023 ermittelt.¹⁰

Innerhalb unseres Bewertungsframeworks kommt der Discounted-Cashflow-Methode («DCF-Methode») die grösste Bedeutung zu. Ergänzt werden die Bewertungsüberlegungen durch die Anwendung marktorientierter Methoden basierend auf der Bewertung vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen (Trading Multiples) und bezahlter Preise im Rahmen vergleichbarer Transaktionen (Transaction Multiples) in der Vergangenheit. Der sich aus der DCF-Methode sowie der Trading- und Transaction-Multiples-Bewertung ergebende Wert pro Aktie wird zudem mit dem aktuellen Aktienkurs der Von Roll und dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage (Volume-weighted average price, «VWAP») der Von Roll verglichen. Da für Von Roll keine Analystenberichte publiziert werden, kann im Rahmen der Analyse kein Vergleich zu allfälligen Kurszielen von Analysten gemacht werden.

Bewertungsansatz



¹⁰ Quelle: Voranmeldung des Angebots vom 11. August 2023, Von Roll.

3.2 Discounted-Cashflow-Bewertung

3.2.1 Einführung in die Bewertungsmethodik und zum Kapitalkostensatz

Die Anwendung der DCF-Methode entspricht der anerkannten Corporate-Finance-Theorie sowie der aktuellen Best Practice in der Unternehmensbewertung. Allgemein wird der Wert eines Unternehmens hergeleitet, indem die erwarteten künftigen Free Cashflows («FCF») mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (Weighted average cost of capital, «WACC») zum definierten Bewertungsstichtag diskontiert werden.

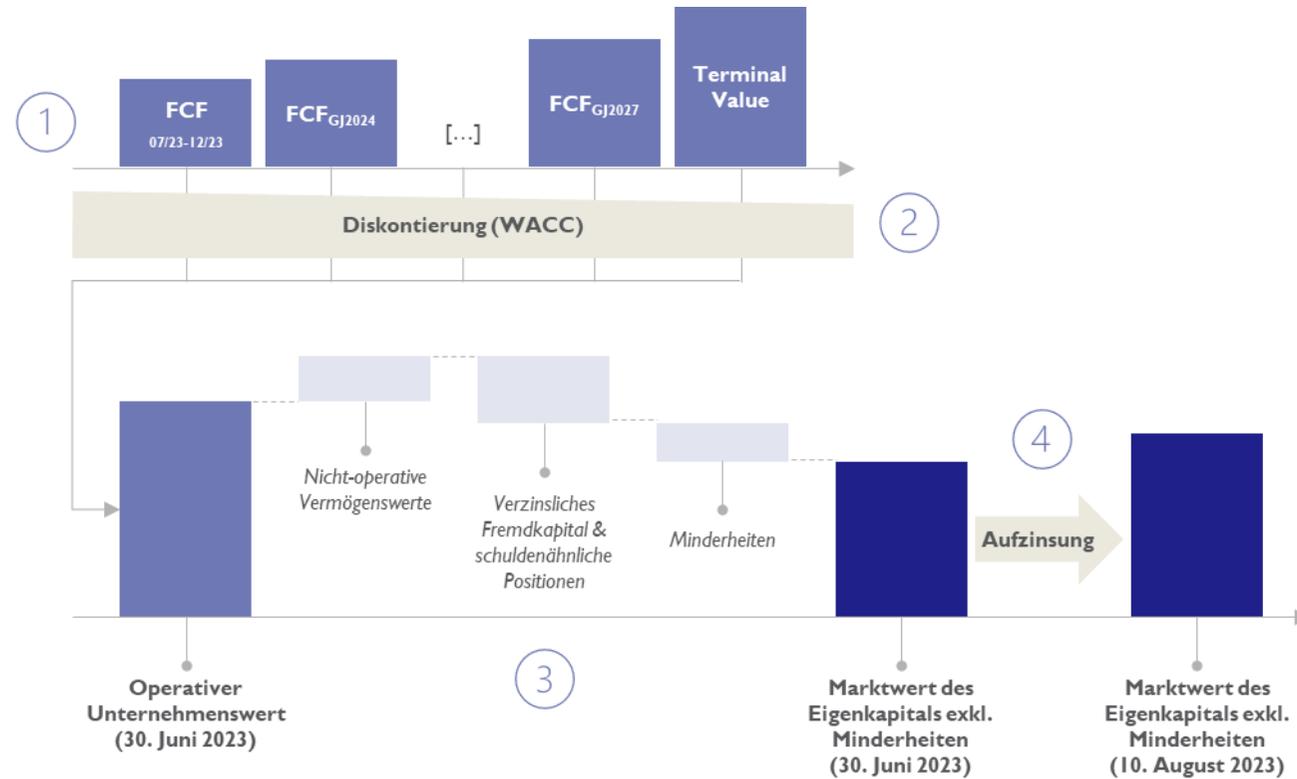
Basierend auf dem beschriebenen Bewertungsansatz kann der Marktwert des Eigenkapitals der Von Roll exkl. Minderheiten per 10. August 2023 wie folgt hergeleitet werden:

Bestimmung des Eigenkapitalwerts

- 1 In einem ersten Schritt werden anhand des vom VR der Von Roll verabschiedeten Businessplans inkl. Budget sowie der entsprechenden Management-Angaben die zukünftig erwarteten FCF unter Berücksichtigung einer Detailplanperiode ab Juli 2023 bis Ende des GJ 2027 bestimmt. Der Wertanteil, welcher auf die Phase nach dem GJ 2027 entfällt, wird in einem Endwert («Terminal Value», «TV») zusammengefasst.
- 2 Die erwarteten FCF der Planungsperiode sowie der ermittelte Terminal Value werden anschliessend mit dem für Von Roll angemessenen WACC auf den 30. Juni 2023 diskontiert. Aus den dadurch ermittelten Barwerten ergibt sich der operative Unternehmenswert per 30. Juni 2023.
- 3 Basierend auf dem Halbjahresabschluss per 30. Juni 2023 werden die operativ nicht notwendigen Vermögenswerte zum operativen Unternehmenswert addiert und das verzinsliche Fremdkapital, schuldenähnliche Positionen sowie Minderheiten in Abzug gebracht. Daraus resultiert der Marktwert des Eigenkapitals exkl. Minderheiten per 30. Juni 2023.
- 4 Der ermittelte Eigenkapitalwert wird auf den Bewertungszeitpunkt per 10. August 2023 aufgezinst und schliesslich durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie per 10. August 2023 zu ermitteln.

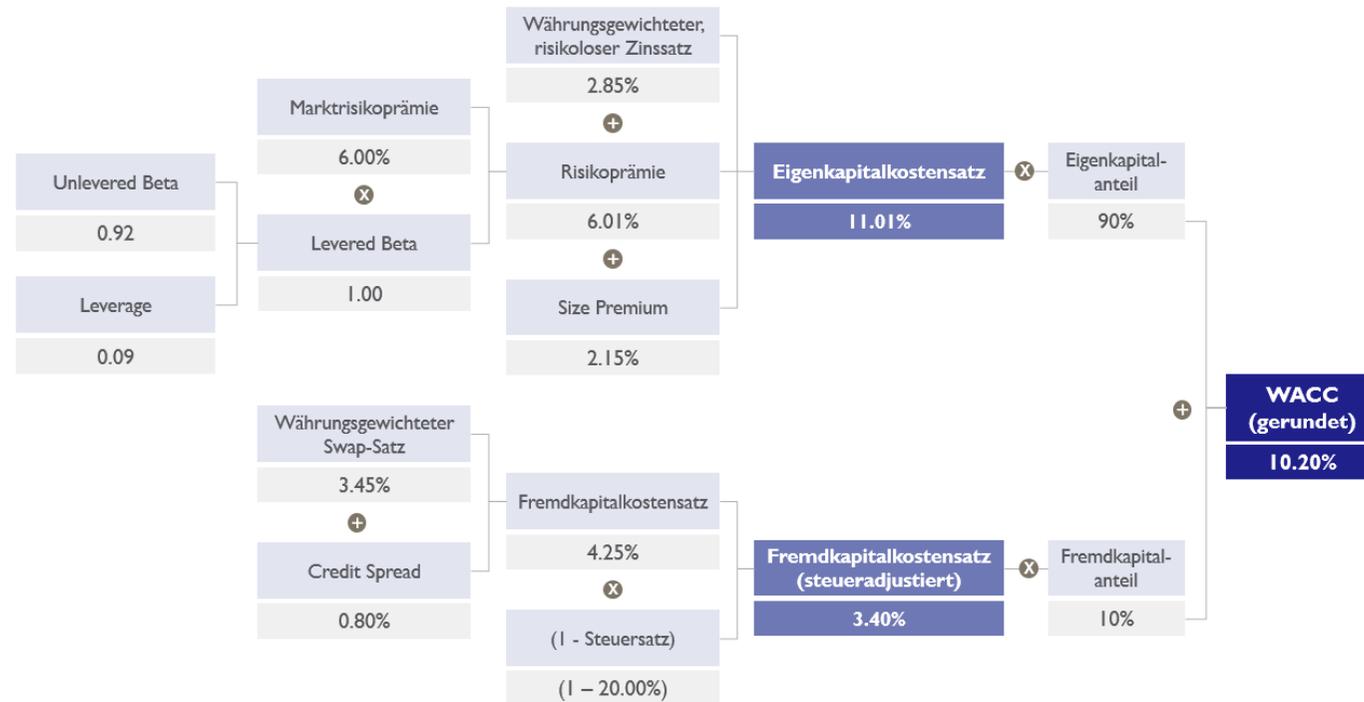
Illustrative Darstellung der Bewertungsmethode zur Bestimmung des Eigenkapitalwerts der Von Roll

Die nachfolgende Abbildung fasst die Bestimmung des Marktwerts des Eigenkapitals der Von Roll per 10. August 2023 zusammen:



Bestimmung des WACC für Von Roll

In der nachfolgenden Abbildung wird die Bestimmung des WACC für Von Roll zusammengefasst:¹¹



¹¹ Für weiterführende Angaben vgl. Anhang 5.1.

3.2.2 Businessplan

Die für die Zukunft geschätzten Free Cashflows basieren auf dem Budget für das GJ 2023 und dem Businessplan für die GJ 2024 bis 2027 und zusätzlichen Angaben und Annahmen des Managements

Die prognostizierten FCF der Von Roll für die GJ 2023 bis 2027 basieren auf dem aktuellen Budget und dem Businessplan, die vom VR der Von Roll am 9. Dezember 2022 bzw. am 10. März 2023 genehmigt wurden, sowie auf zusätzlichen Angaben und Annahmen des Managements. Die Annahmen zu den nachhaltigen Werten als Grundlage für die Bestimmung des Terminal Value wurden vom Management bestätigt. Die resultierenden Durchschnittswerte der wichtigsten Werttreiber und Annahmen sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Übersicht zu den wesentlichen Annahmen in der Planungsperiode sowie im Terminal Value im Vergleich zur Vergangenheit

Mittelwert	GJ 2020 - GJ 2022	GJ 2023 - GJ 2027	Terminal Value
Wachstum Nettoerlöse (CAGR)	2.4%	7.1%	2.1%
EBITDA-Marge	8.9%	11.9%	14.0%
CAPEX in % der Nettoerlöse	3.6%	5.9%	3.0%
Operatives NUV in % der Nettoerlöse	29.2%	26.6%	25.8%

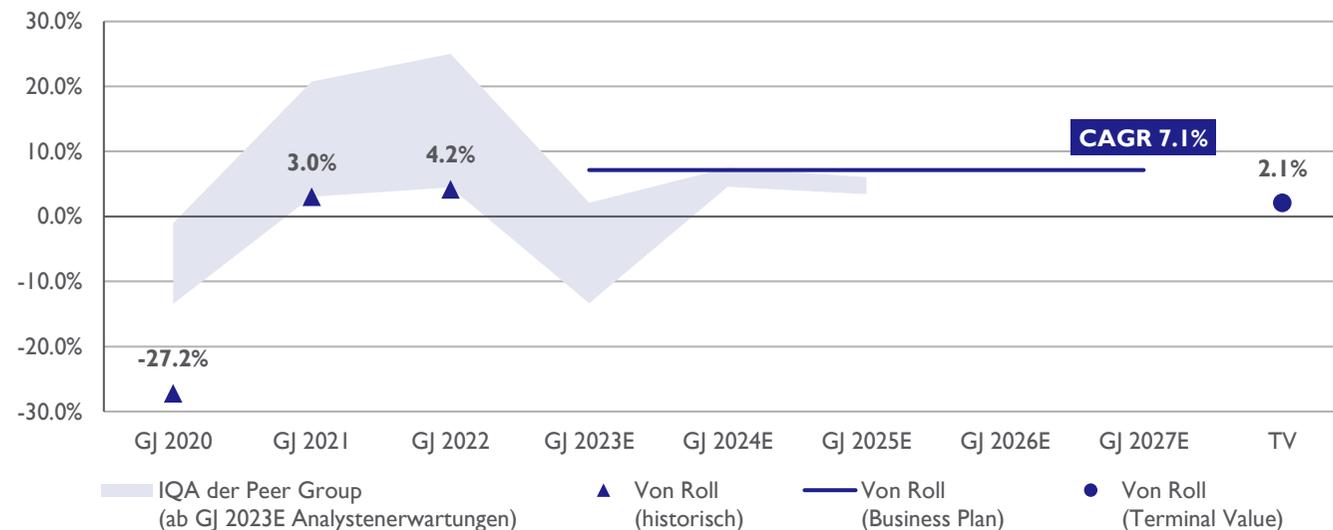
Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben der Von Roll.

Wir haben die Angaben und Annahmen des Managements der Von Roll von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden die wichtigsten Annahmen im Businessplan unter anderem den Analystenschätzungen für die identifizierten Vergleichsunternehmen gegenübergestellt. Für diese Analyse wurden die Vergleichsunternehmen, welche Produkte in Form von Isolationsmaterialien und Verbundwerkstoffen herstellen, in einer Peer Group zusammengefasst.¹² Die wichtigsten Annahmen werden nachfolgend beschrieben.

¹² Eine Übersicht zu den Vergleichsunternehmen befindet sich in Anhang 5.3.

Annahmen zur Entwicklung der Nettoerlöse

Vergleich der historischen und prognostizierten Wachstumsraten der Nettoerlöse der Von Roll und der Vergleichsunternehmen



Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben der Von Roll.

Die herausfordernde Situation insbesondere mit Covid-19-bedingten Effekten zeigt sich im Vergleich zur Entwicklung der Peer Group im GJ 2020. Das Umsatzwachstum der Von Roll liegt im GJ 2020 deutlich unter dem Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75% Quartil, «IQA»), was nebst dem Nachfragerückgang auf die Trennung von nicht profitablen Geschäftsbereichen in Frankreich zurückzuführen ist. Das historische Umsatzwachstum im GJ 2021 und GJ 2022 liegt jeweils am unteren Ende des IQA.

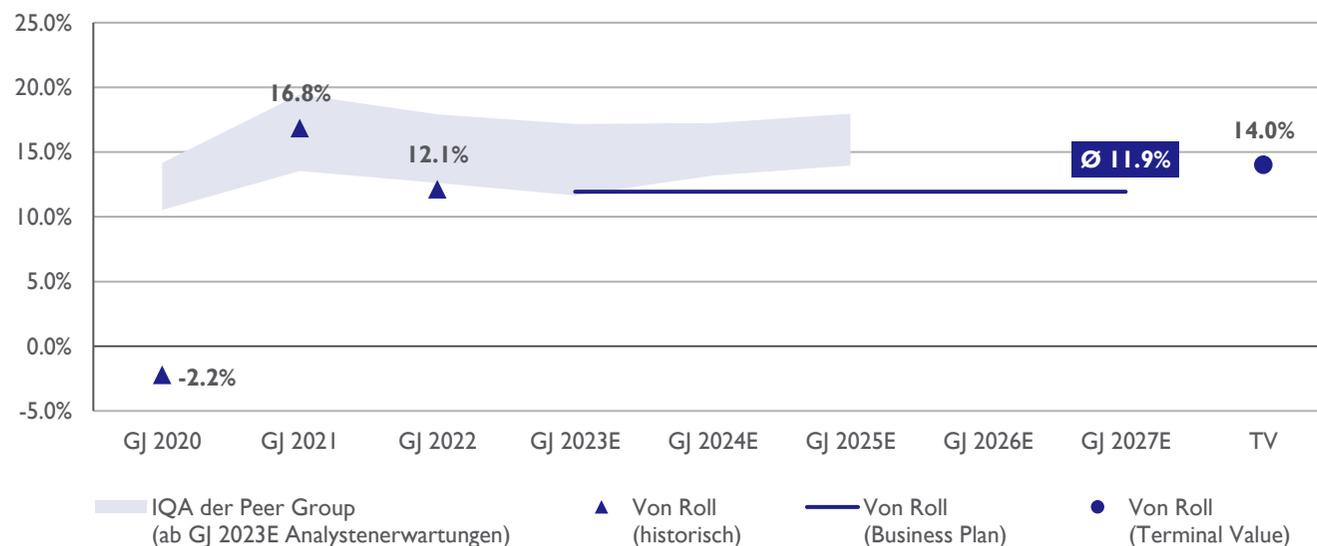
In den GJ 2023 bis 2027 erwartet das Management eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (Compound annual growth rate, «CAGR») von 7.1%. Dieses Wachstum soll insbesondere durch organisches Wachstum erreicht werden und liegt über dem IQA der Prognosen der Analysten für die Vergleichsunternehmen der Von Roll.¹³

¹³ Da die Analystenabdeckung ab 2026 sehr gering ist und somit die Aussagekraft eines Vergleichs nicht gegeben ist, wird für die GJ 2026 und 2027 auf ein Benchmarking verzichtet.

Das seitens Von Roll unterstellte Wachstum im Businessplan wird durch das erwartete globale Marktwachstum unterstützt und reflektiert gleichzeitig die Wachstumsstrategie des Unternehmens. Im Terminal Value wird ein nachhaltiges, jährliches Umsatzwachstum von 2.1% berücksichtigt. Diese Wachstumsrate entspricht der durchschnittlichen, langfristigen Inflationserwartung der relevanten Währungen für Von Roll, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen EBIT-Split der Währungen.

Annahmen zur EBITDA-Marge

Vergleich der historischen und prognostizierten EBITDA-Margen der Von Roll und der Vergleichsunternehmen¹⁴



Quellen: Refinitiv Eikon. Management-Angaben der Von Roll.

Die schwierige Marktsituation während der Pandemie führte im GJ 2020 zu einer negativen EBITDA-Marge. Die umgesetzten Strukturbereinigungen, Personal- und Prozessanpassungen sowie das Vorantreiben neuer Geschäftsfelder im Sinne einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung zeigte sich in positiven EBITDA-Margen in den GJ 2021 und 2022. Die EBITDA-Marge des GJ 2021 liegt in der Mitte des IQA, wohingegen der Wert für das GJ

¹⁴ Allfällige IFRS 16-bedingte Effekte wurden in den historischen sowie zukünftig erwarteten EBITDAs der Vergleichsunternehmen eliminiert.

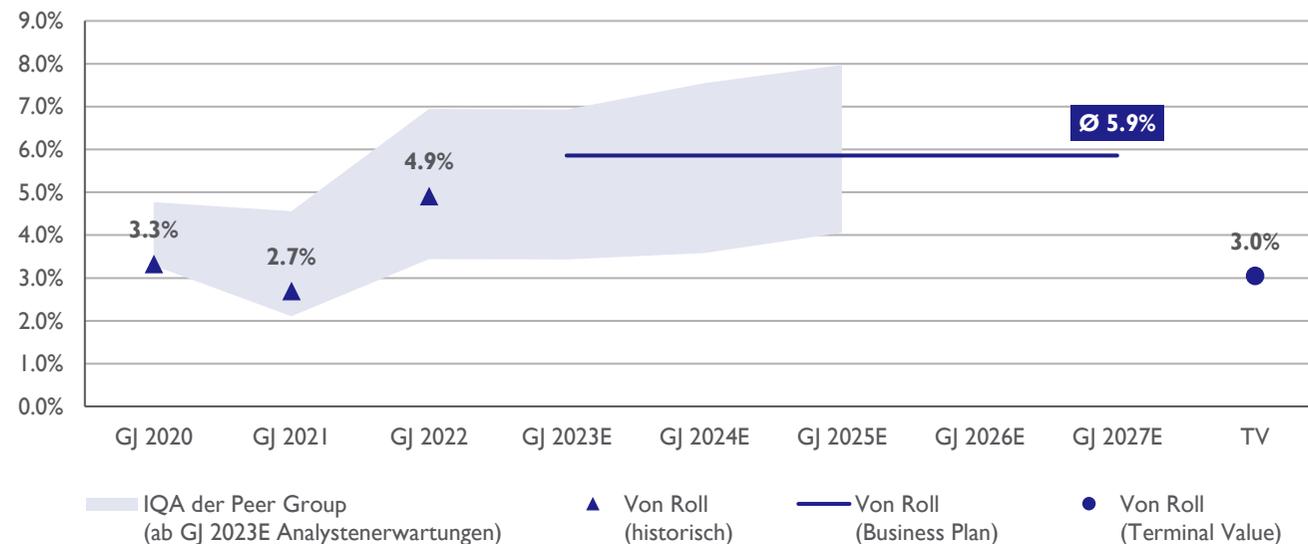
2022 leicht unterhalb des IQA liegt. Allerdings gilt es zu berücksichtigen, dass beide Geschäftsjahre durch a.o. Effekte mit positiven Ergebniswirkungen beeinflusst waren.

Für die kommenden Jahre rechnet das Management der Von Roll mit einer durchschnittlichen EBITDA-Marge von 11.9%, was in den GJ 2023 und 2024 unterhalb des IQA der Analystenerwartungen für die Vergleichsunternehmen liegt¹⁵. Gemäss dem Management der Von Roll lassen sich die tieferen EBITDA-Margen insbesondere durch das im Peer-Vergleich margenschwache Drahtgeschäft sowie die vergleichsweise tieferen Margen im traditionellen Composites Segment erklären. Dieses Segment macht rund 1/3 des Konzernumsatzes der Von Roll aus.

Langfristig betrachtet, beurteilt das Management der Von Roll eine EBITDA-Marge von 14.0% als nachhaltig.

Annahmen zu den CAPEX

Vergleich der historischen und prognostizierten Investitionen der Von Roll und der Vergleichsunternehmen



Quellen: Refinitiv Eikon. Management-Angaben der Von Roll.

¹⁵ Da die Analystenabdeckung ab 2026 sehr gering ist und somit die Aussagekraft eines Vergleichs nicht gegeben ist, wird für die GJ 2026 bis 2027 auf ein Benchmarking verzichtet.

In den GJ 2020 bis 2022 investierte Von Roll zwischen rund CHF 5.9 Mio. und CHF 11.2 Mio., was einer Investitionsquote (CAPEX in % der Nettoerlöse) von 2.7% bis 4.9% entspricht. Mit diesen Werten bewegte sich Von Roll innerhalb des IQA der Vergleichsunternehmen. Insbesondere während der mit Unsicherheiten geprägten Covid-19-Jahre 2020 und 2021 lässt sich eine Reduktion des Investitionsniveaus bei den Vergleichsunternehmen erkennen. Die Investitionen wurden bei den Peer-Unternehmen im Folgejahr 2022 relativ zu den Nettoerlösen wieder erhöht, was mitunter Nachholinvestitionen beinhalten dürfte. Die Analysten erwarten für die Jahre 2023 bis 2025 leicht höhere Investitionsquoten für die Vergleichsunternehmen.

Für die GJ 2023 bis 2027 geht das Management der Von Roll von einer durchschnittlichen Investitionsquote von 5.9% aus, was entsprechend im oberen Bereich des IQA liegt.¹⁶

Langfristig wird seitens des Managements der Von Roll ein CAPEX-Niveau von 3.0% im Verhältnis zu den Nettoerlösen auf dem Niveau der GJ 2020/2021 erwartet. Aufgrund der tieferen Wachstumsannahme im Terminal Value ist lediglich von Ersatzinvestitionen auszugehen. Bei der Berechnung des Terminal Value wird zudem angenommen, dass die Abschreibungen nachhaltig dem prognostizierten CAPEX-Niveau entsprechen.

Nettoumlaufvermögen
(«NUV»)

Das operative Nettoumlaufvermögen («NUV») der Von Roll betrug in den GJ 2020 bis 2022 durchschnittlich 29.2% im Verhältnis zu den Nettoerlösen. Für die Planperiode bis zum Ende des GJ 2027 rechnet Von Roll mit einer leichten Reduktion des NUV in Relation zu den Nettoerlösen auf durchschnittlich 26.6%. Bei der Berechnung des Terminal Value gelangt ein nachhaltiges Niveau von 25.8% zur Anwendung.

Steuern

Basierend auf den Schätzungen des Managements der Von Roll wird für die GJ 2023 bis 2027 sowie für den Terminal Value ein kalkulatorischer Steuersatz von 20.0% verwendet.

Halbjahresabschluss per
30. Juni 2023 und
Ausblick 2023

Per Ende Juni 2023 konnte Von Roll einen Umsatz von CHF 122.9 Mio. bei einem EBITDA-Niveau von CHF 17.3 Mio. erwirtschaften. Diese Werte liegen leicht über dem anteiligen Budget für das GJ 2023. Das Management der Von Roll geht aber davon aus, dass das vom VR genehmigte Budget für das GJ 2023 nach wie vor angemessen ist. Diese Erwartung basiert insbesondere auf dem saisonalen Geschäftsverlauf (ferienbedingte Werkschliessungen im August und Dezember), dem anhaltenden Preisdruck auf dem Markt sowie der erwarteten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

¹⁶ Da die Analystenabdeckung ab 2026 sehr gering ist und somit die Aussagekraft eines Vergleichs nicht gegeben ist, wird für die GJ 2026 bis 2027 auf ein Benchmarking verzichtet.

Ermittlung des
Eigenkapitalwerts

Die Diskontierung der erwarteten Free Cashflows der Planperiode sowie des Terminal Value mit dem WACC von 10.20%¹⁷ ergibt einen operativen Unternehmenswert per 30. Juni 2023 von CHF 255.4 Mio.

Zum operativen Unternehmenswert per 30. Juni 2023 werden die nicht-operativen Vermögenswerte addiert und die Finanzverbindlichkeiten abgezogen, um den Eigenkapitalwert zu ermitteln.

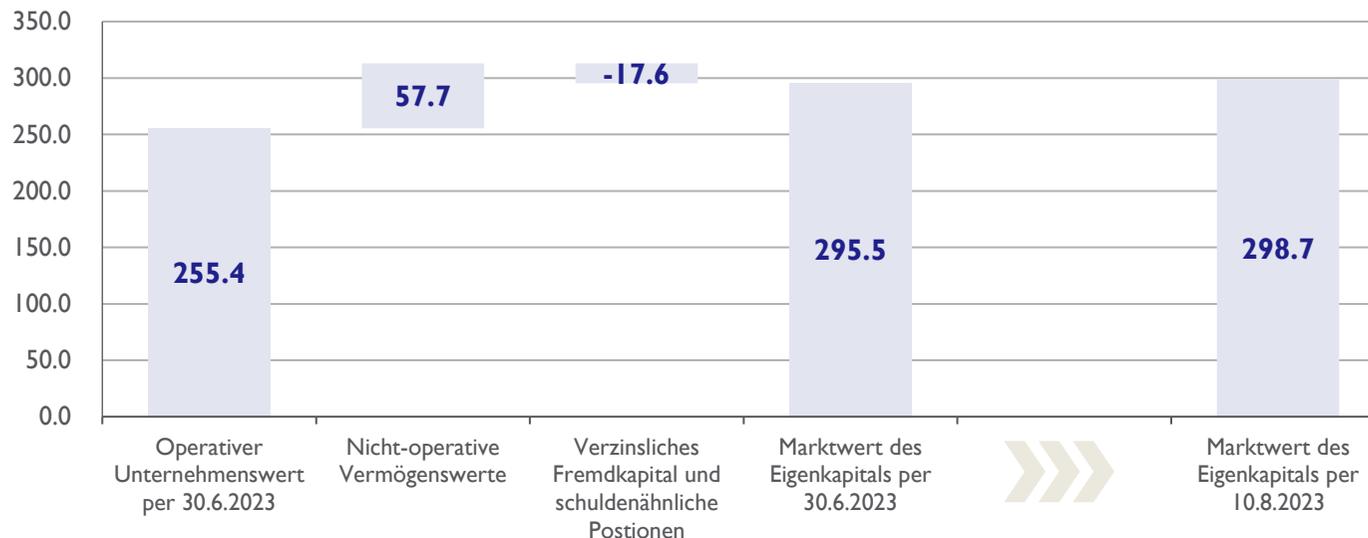
Bei den nicht-operativen Vermögenswerten per 30. Juni 2023 im Umfang von insgesamt CHF 57.7 Mio. handelt es sich im Wesentlichen um die ermittelte Überschussliquidität von CHF 53.6 Mio. Die Bestimmung der Höhe der nicht-betriebsnotwendigen Liquidität basiert auf Überlegungen des Managements, welche durch IFBC plausibilisiert wurden.

Verzinsliches Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen im Umfang von CHF 17.6 Mio. werden vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht (Verbindlichkeiten aus Personalvorsorge und wahrscheinlichkeitsadjustierte Werte der Rückstellungen). Per 30. Juni 2023 bestehen keine bewertungsrelevanten Minderheiten.

Der für Von Roll per 30. Juni 2023 resultierende Eigenkapitalwert in der Höhe von CHF 295.5 Mio. wird schliesslich auf den Bewertungsstichtag (10. August 2023) aufgezinst. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalwert per 10. August 2023 von CHF 298.7 Mio.

¹⁷ Für weiterführende Informationen zur Berechnung des WACC vgl. Anhang 5.1.

Bestimmung des Eigenkapitalwerts der Von Roll per 10. August 2023 (in CHF Mio.)



Quelle: IFBC.

Wert pro Aktie in CHF

Per 10. August 2023 sind insgesamt 357'433'804 Aktien ausgegeben. Gemäss Angaben des Managements hält Von Roll aktuell 7'106'655 eigene Aktien. Die Anzahl ausstehender Aktien beträgt somit 350'327'149. Dividiert man den Eigenkapitalwert per 10. August 2023 durch diese Anzahl Aktien, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 0.85.

Sensitivitätsanalyse in Bezug auf den Wert pro Aktie der Von Roll per 10. August 2023 (in CHF)

		WACC				
		10.70%	10.45%	10.20%	9.95%	9.70%
Nachhaltige EBITDA-Marge	14.50%	0.83	0.86	0.88	0.91	0.94
	14.25%	0.82	0.84	0.87	0.90	0.93
	14.00%	0.80	0.83	0.85	0.88	0.91
	13.75%	0.79	0.81	0.84	0.86	0.89
	13.50%	0.77	0.80	0.82	0.85	0.87

		WACC				
		10.70%	10.45%	10.20%	9.95%	9.70%
Nachhaltige CAPEX in % der Nettoerlöse	2.05%	0.86	0.89	0.92	0.95	0.98
	2.55%	0.83	0.86	0.88	0.91	0.94
	3.05%	0.80	0.83	0.85	0.88	0.91
	3.55%	0.77	0.80	0.82	0.85	0.87
	4.05%	0.74	0.77	0.79	0.81	0.84

Quelle: IFBC.

Obige Abbildungen zeigen die Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie der Von Roll in CHF per 10. August 2023. Eine Veränderung des unterstellten WACC von 10.20% und der im Terminal Value unterstellten nachhaltigen EBITDA-Marge um jeweils ± 50 Basispunkte führt zu einer Wertbandbreite von CHF 0.77 bis CHF 0.94 pro Aktie. Eine identische Veränderung des WACC bei einer gleichzeitigen Anpassung der nachhaltigen CAPEX in % der Nettoerlöse um ± 100 Basispunkte resultiert in einer Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 0.74 und CHF 0.98.

Zusammenfassung

- Die Anwendung der DCF-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts ist anerkannte Best Practice.
- Die Annahmen zu den Free Cashflows basieren auf dem Budget für das GJ 2023 und dem Businessplan für die GJ 2024 bis 2027, die vom Verwaltungsrat der Von Roll am 9. Dezember 2022 bzw. am 10. März 2023 genehmigt wurden, dem Halbjahresabschluss per 30. Juni 2023 sowie den Angaben und Annahmen des Managements.
- Für die Ermittlung des Eigenkapitalwerts wurde ein WACC von 10.20% angewendet.
- Der resultierende Wert pro Aktie per 10. August 2023 beträgt CHF 0.85.
- Die Sensitivitätsanalysen ergeben eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 0.74 bis CHF 0.98.
- Dem Resultat der DCF-Bewertung wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten der Von Roll am besten Rechnung getragen wird.

3.3 Multiples-Bewertung

Die Bewertung anhand von Trading und Transaction Multiples erfolgt zur Plausibilisierung der im Rahmen der DCF-Analyse ermittelten Werte pro Aktie.

Bewertung basierend auf Trading Multiples

Für die Bewertung auf Basis von Trading Multiples wurde für Von Roll eine Peer Group mit vergleichbaren Unternehmen definiert.¹⁸ Für jedes ausgewählte Vergleichsunternehmen wird der EBITDA-Multiple berechnet, indem der gesamte Unternehmenswert per 31. Juli 2023¹⁹ (Eigenkapitalwert zzgl. Nettoverschuldung) ins Verhältnis zum jeweiligen EBITDA (07/2023 (last twelve months, «LTM»), 12/2023 resp. 12/2024 erwartet («E»)) gesetzt wird.²⁰ Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung der Von Roll und derjenigen der Vergleichsunternehmen und damit implizit resultierender grössenabhängiger Premiums/Discounts werden bei der Bewertung auf Basis von Trading Multiples entsprechend Rechnung getragen.

Der resultierende Median-Wert für die Multiples der Peer Group wird auf den tatsächlichen und geschätzten EBITDA der Von Roll angewandt. Daraus resultiert der operative Unternehmenswert. Die nicht-operativen Vermögenswerte werden zum operativen Unternehmenswert addiert und die verzinslichen Finanzverbindlichkeiten sowie die schuldenähnlichen Positionen per 30. Juni 2023 in Abzug gebracht. Der daraus resultierende Eigenkapitalwert wird im Anschluss zum Bewertungsstichtag per 10. August 2023 aufgezinnt und durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den jeweiligen Wert pro Aktie zu berechnen. Daraus ergibt sich eine Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 0.55 und CHF 0.93. Der durchschnittliche Wert pro Aktie beträgt CHF 0.70.

Im Vergleich zur DCF-Bewertung resultiert bei der Anwendung von Trading Multiples eine tiefere Bewertung der Von Roll. Dies ist insbesondere auf das im Businessplan erwartete Wachstum der Von Roll zurückzuführen, welches über den Analysenerwartungen für die Vergleichsunternehmen liegt. Dieses Wachstum wird in der Multiples-Bewertung basierend auf den aktuellen Bewertungen der Vergleichsunternehmen nicht vollständig reflektiert.

Bewertung basierend auf Transaction Multiples

Im Rahmen der Analyse der Transaction Multiples wird der Unternehmenswert auf der Basis von beobachtbaren Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen bestimmt. Dabei wurden Unternehmenstransaktionen zwischen Januar 2012 und Juli 2023 analysiert, bei welchen eine Mehrheitsbeteiligung erworben wurde. Die

¹⁸ Für weiterführende Informationen zu den ausgewählten Vergleichsunternehmen im Rahmen der Trading-Multiples-Analyse vgl. Abschnitt 5.3 im Anhang.

¹⁹ Letztes Monatsende vor der Vorankündigung.

²⁰ Um eine konsistente und vergleichbare Berechnung der Multiples zu gewährleisten, wurden allfällige IFRS 16- und ASC 842-bedingte Effekte im Zusammenhang mit der Bestimmung des Enterprise Value sowie des EBITDA berücksichtigt und entsprechend eliminiert.

Unternehmenswerte der Zielunternehmen werden auf Basis des in den einzelnen Transaktionen bezahlten Kaufpreises (100%) zuzüglich der Nettoverschuldung berechnet und mit dem ausgewiesenen EBITDA der letzten zwölf Monate vor der Transaktion verglichen.²¹ Analog zum Vorgehen bei der Trading-Multiples-Analyse wird der Abweichung zwischen der Grösse der einzelnen Vergleichstransaktionen und der Marktkapitalisierung der Von Roll durch die Berücksichtigung impliziter, grössenabhängiger Premiums/Discounts entsprechend Rechnung getragen.

Aufgrund der eingeschränkten Datenlage bezüglich verfügbarer, vergleichbarer Transaktionen im genannten Zeitraum, ist dieser Analyse eine geringere Bedeutung beizumessen. Es konnten lediglich acht Transaktionen identifiziert werden, bei welchen das Zielunternehmen im weiteren Sinne ein mit Von Roll vergleichbares Geschäftsmodell aufwies, und die Daten öffentlich verfügbar sind. Bei einer kleinen Anzahl von Vergleichstransaktionen können transaktionsspezifische Effekte einen starken Einfluss haben.

Zur Bestimmung des Unternehmenswerts werden die resultierenden Transaction Multiples mit dem EBITDA der Von Roll per 31. Juli 2023 (LTM) multipliziert. Der Wert pro Aktie wird auf identische Weise hergeleitet, wie bei der Trading-Multiples-Analyse vorangehend erläutert. Basierend auf der Bewertung mittels Transaction Multiples resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 1.18 mit einer Wertbandbreite (IQA) zwischen CHF 0.92 und CHF 1.43.

²¹ Für weiterführende Informationen zu den ausgewählten Vergleichstransaktionen im Rahmen der Transaction-Multiples-Analyse vgl. Abschnitt 5.4 im Anhang.

Wert pro Aktie der Von Roll per 10. August 2023 anhand der Multiples-Bewertungen (in CHF)



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

Zusammenfassung

- Zur Plausibilisierung des DCF-Werts werden Bewertungen basierend auf Trading und Transaction Multiples vorgenommen.
- Die Bewertung mittels Trading Multiples ergibt einen durchschnittlichen Wert je Aktie von CHF 0.55 bis CHF 0.93 (Mittelwert CHF 0.70). Die im Vergleich zur DCF-Bewertung tiefere Bewertung der Von Roll mittels Trading Multiples ist insbesondere auf die Erwartung zur positiven künftigen finanziellen Entwicklung im Businessplan der Von Roll zurückzuführen, welche so in den aktuellen Marktbewertungen der Vergleichsunternehmen nicht reflektiert wird.
- Basierend auf der Transaction-Multiples-Bewertung resultiert ein Wert je Aktie von CHF 1.18 mit einer Wertbandbreite von CHF 0.92 bis CHF 1.43.
- Die Aussagekraft der Multiples-Bewertungen beurteilt IFBC als eingeschränkt. Da Von Roll eine Marktnische bedient, ist die Verfügbarkeit an vergleichbaren Unternehmen und Transaktionen eingeschränkt. Zudem gilt es zu beachten, dass sowohl Geschäftsmodelle als auch die spezifische Situation der Vergleichsunternehmen generell voneinander abweichen können. Bei einer kleinen Anzahl verfügbaren Vergleichsunternehmen und Transaktionen können unternehmens- wie auch transaktionsspezifische Effekte einen starken Einfluss haben.

3.4 Aktienkursanalyse

Aktienkursentwicklung

Der Kurs der Von Roll-Aktie sank in den letzten 12 Monaten um 7.1%. Während dieses Zeitraums lag der Kurs zwischen CHF 0.71 (12. Oktober 2022) und CHF 1.00 (9. November 2022).

Die Aktie der Von Roll wurde am 10. August 2023, am Tag vor der Vorankündigung der Transaktion, mit einem Schlusskurs von CHF 0.78 gehandelt. Der volumengewichtete Durchschnittspreis (VWAP) der letzten 60 Handelstage betrug per 10. August 2023 CHF 0.79.

Entwicklung des Aktienkurses der Von Roll der letzten zwölf Monate (in CHF)



Quellen: Refinitiv Eikon, SIX Swiss Exchange.

Im Angebotspreis von CHF 0.86 enthaltene Prämien zum Aktienkurs und VWAP

Die Prämie des Angebotspreises von CHF 0.86 gegenüber dem Schlusskurs vor der öffentlichen Vorankündigung (10. August 2023) beträgt 10.3%. Verglichen mit dem VWAP (60 Handelstage) per 10. August 2023 enthält das Angebot eine Prämie von 8.9%. Die Prämie des Angebots liegt unter dem historischen Median der Prämien, die seit 2011 bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlt wurden (21.9%).²²

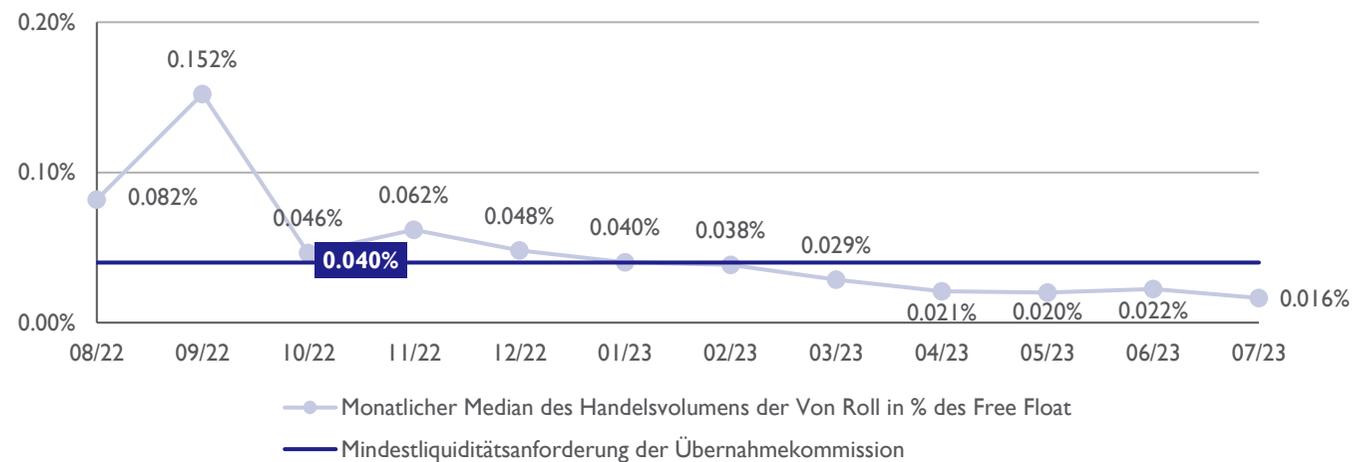
²² Für weiterführende Informationen zu den seit 2011 bezahlten Prämien bei öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz vgl. Abschnitt 5.5 im Anhang.

Liquiditätsanalyse

Gemäss dem geltenden Übernahmerecht werden Aktien von Unternehmen, die im Swiss Leader Index («SLI») geführt werden, als liquide eingestuft. Weiter sind Titel, die nicht Teil des SLI sind, als liquide zu klassifizieren, «sofern der monatliche Median des Tagesvolumens eines Titels im Verhältnis zum Streubesitz (Free Float) in 10 der 12 Monate vor der Veröffentlichung des Angebots oder der Voranmeldung mindestens 0.04% betragen hat.»²³ Da die Aktien der Von Roll nicht Teil des SLI sind, erfolgt die Prüfung der Liquidität der Aktie auf Basis der Analyse des Handelsvolumens.

Wie aus der nachfolgenden Abbildung hervorgeht, ist der Median des Handelsvolumens der Von Roll-Aktie während des Zwölfmonatszeitraums vor der Veröffentlichung des Angebots nur in 6 von 12 Monaten höher als der geltende Schwellenwert von 0.04%. Folglich sind die Aktien der Von Roll gemäss der Definition der UEK als illiquide zu beurteilen. Der Aktienkurs der Von Roll (aktueller Börsenkurs und VWAP) ist nach schweizerischem Übernahmerecht aufgrund mangelnder Liquidität nur beschränkt aussagekräftig und dient folglich nur bedingt als Referenzgrösse zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots.

Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien der Von Roll in % des Free Float



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse. Free Float gemäss Aktienregister der Von Roll per 31. Juli 2023.

²³ Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26. Februar 2010.

Zusammenfassung

- Die Aktien der Von Roll sind im Sinne des geltenden schweizerischen Übernahmerechts als illiquide zu beurteilen. Aus diesem Grund kann sowohl der Aktienkurs als auch der VWAP der letzten 60 Handelstage bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch ALTANA nur bedingt als Referenzgrösse herangezogen werden.
- Am letzten Handelstag vor der öffentlichen Vorankündigung (10. August 2023) schloss der Aktienkurs der Von Roll bei CHF 0.78. Der VWAP lag zu diesem Zeitpunkt bei CHF 0.79. Die implizite Prämie des Angebotspreises liegt bei 10.3% im Vergleich zum Schlusskurs und bei 8.9% zum VWAP.
- Die Prämie des Angebots von ALTANA gegenüber dem Aktienkurs resp. dem VWAP liegt somit unter dem historischen Median der Prämien, die bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlt wurden.

FAIRNESS OPINION VON ROLL HOLDING AG

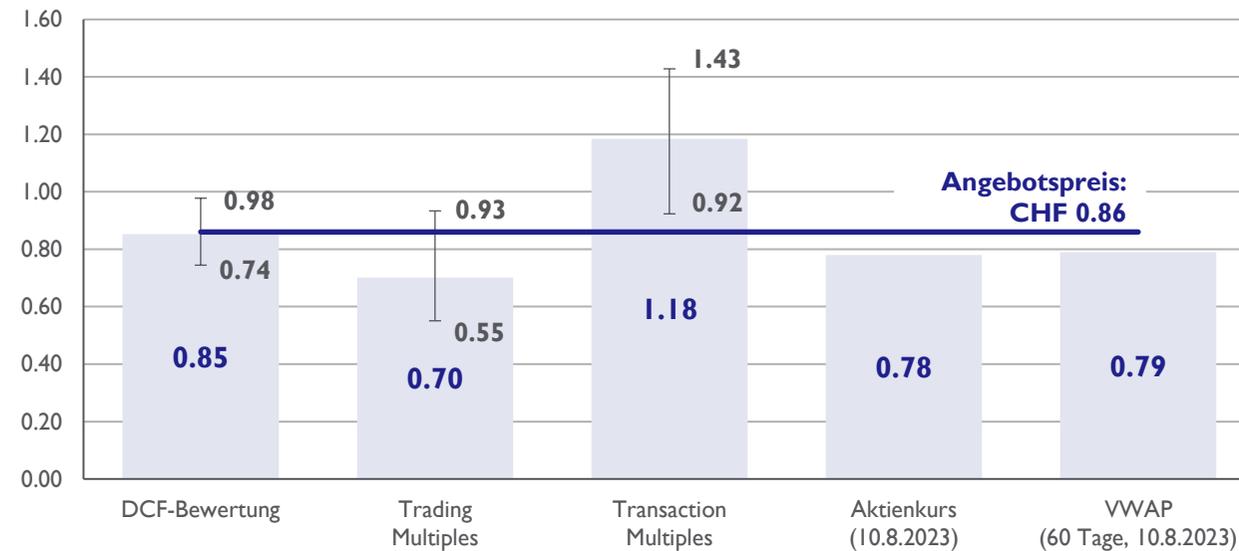
4 Beurteilung

4 Beurteilung

IFBC gelangt auf Basis der vorangehend beschriebenen Analysen und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen zu folgender Einschätzung hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots durch ALTANA für die ausstehenden Aktien der Von Roll:

Übersicht zu den Bewertungsergebnissen

Übersicht zu den Bewertungsergebnissen der Von Roll per 10. August 2023 (Wert pro Aktie in CHF)



Quelle: IFBC.

- Gemäss Best Practice haben wir eine Reihe von Bewertungsmethoden angewandt, um den Wert pro Aktie der Von Roll zu bestimmen.
- Die Bewertung mittels DCF-Methode ergibt per 10. August 2023 einen Wert pro Aktie von CHF 0.85 mit einer Wertbandbreite zwischen CHF 0.74 und CHF 0.98. Das Bewertungsergebnis ist vor allem sensitiv bezüglich der als nachhaltig geschätzten EBITDA-Marge und Investitionsquote (CAPEX in % des Nettoerlöses) sowie des unterstellten Kapitalkostensatzes. Dem Resultat der DCF-Bewertung wird im Rahmen dieser

Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten der Von Roll am besten Rechnung getragen wird.

- Bei einer Bewertung mittels Trading Multiples resultiert per 10. August 2023 eine Wertbandbreite von CHF 0.55 bis CHF 0.93 pro Aktie (Mittelwert bei CHF 0.70). Die Anwendung von Transaction Multiples führt per 10. August 2023 zu einer Wertbandbreite von CHF 0.92 bis CHF 1.43 pro Aktie. Trotz der sorgfältigen Auswahl von Vergleichsunternehmen beurteilen wir die Aussagekraft der Bewertung anhand von Multiples als eingeschränkt. Die spezifische Situation und die erwartete Entwicklung der Von Roll ist in den aktuellen Marktbewertungen der Vergleichsunternehmen nicht vollumfänglich abgebildet. Zudem sind die identifizierten Zielunternehmen als Grundlage für die Bestimmung der Transaction Multiples nur im weiteren Sinne mit Von Roll vergleichbar.
- Die Aktien der Von Roll sind aufgrund des tiefen Handelsvolumens nach schweizerischem Übernahmerecht als illiquide zu beurteilen. Aus diesem Grund ist sowohl der Aktienkurs als auch der VWAP der letzten 60 Handelstage bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch ALTANA nur von untergeordneter Bedeutung.
- Im Vergleich zum Schlusskurs von CHF 0.78 am 10. August 2023, dem Tag vor der Vorankündigung des Angebots, entspricht der Angebotspreis von CHF 0.86 einer Prämie von 10.3%. Aus dem Vergleich zwischen Angebotspreis und VWAP (60 Tage) von CHF 0.79 per 10. August 2023 resultiert eine Prämie von 8.9%.

Abschliessende Beurteilung
des Angebots

Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC den Angebotspreis von CHF 0.86 je Aktie der Von Roll aus finanzieller Sicht als fair. Diese Konklusion basiert auf den folgenden Überlegungen:

- Das Angebot wird durch die DCF-Bewertung gestützt.
- Das Angebot liegt innerhalb der Wertbandbreite, die sich aus der Anwendung von Trading Multiples ergibt.
- Der Angebotspreis liegt per 10. August 2023 über dem Schlusskurs und dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage.

Zürich, 22. August 2023



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Hirzel
Partner

FAIRNESS OPINION VON ROLL HOLDING AG

5 Anhang

5.1	Kapitalkostensatz (WACC)	Seite 43
5.2	Beta Analyse per 31. Juli 2023	Seite 45
5.3	Trading Multiples per 31. Juli 2023	Seite 46
5.4	Transaction Multiples per 31. Juli 2023	Seite 47
5.5	Prämienanalyse öffentlicher Übernahmeangebote in der Schweiz seit 2011	Seite 48
5.6	Abkürzungsverzeichnis	Seite 49

5 Anhang

5.1 Kapitalkostensatz (WACC)

Parameter	Wert	Beschreibung
Währungsgewichteter, risikoloser Zinssatz	2.85%	<ul style="list-style-type: none"> Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen der relevanten Währungen für Von Roll, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen EBIT-Split der Währungen CHF, EUR, USD, CNY, SGD, GBP, BRL und INR (gerundet). Quellen: Refinitiv Eikon; IMF, World Economic Outlook, April 2023.
Marktrisikoprämie	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz und korrespondiert mit der zusätzlichen Prämie, die ein Investor für ein Aktieninvestment gegenüber einer risikolosen Anlage erwartet. In Übereinstimmung mit der Best Practice wird eine nachhaltige implizite Marktrisikoprämie von 6.00% berücksichtigt. Quelle: IFBC.
Unlevered Beta	0.92	<ul style="list-style-type: none"> Das unlevered Beta misst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren, ausschliesslich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens. Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, werden nebst dem Beta der Von Roll auch statistisch signifikante Betas von Peer Group Unternehmen analysiert. Dafür wurden Unternehmen bestimmt, welche vergleichbare Produkte in den Bereichen Isolationsmaterialien und Verbundwerkstoffe produzieren. Die Berechnung basiert auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren (siehe Anhang 5.2). Der Median des unlevered Beta der Peer Group liegt per 31. Juli 2023 für Von Roll bei 0.92. Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben der Von Roll.
Leverage-Faktor	0.09	<ul style="list-style-type: none"> Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur sowie des relevanten Steuersatzes der Von Roll (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	1.00	<ul style="list-style-type: none"> Das levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.
Risikoprämie	6.01%	
Size Premium	2.15%	<ul style="list-style-type: none"> Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen. Aus diesem Grund wird ein Size Premium im Rahmen des CAPM berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet. Unter Berücksichtigung der Marktkapitalisierung der Von Roll sowie unseren Bewertungsüberlegungen wird ein Size Premium von 2.15% (9. Dezil) angewendet. Quellen: Refinitiv Eikon und Kroll, per 31.12.2022.
Eigenkapitalkostensatz	11.01%	

Parameter	Wert	Beschreibung
Währungsgewichteter Swap-Satz	3.45%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Grundlage bilden die 5-jährigen Swap-Sätze (gerundet) der relevanten Währungen für Von Roll, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen EBIT-Split. ■ Quellen: Refinitiv Eikon; IMF, World Economic Outlook, April 2023.
Credit Spread	0.80%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Basierend auf den aktuellen Marktdaten und einer Bonitätsannahme auf Stufe Investment-Grade wenden wir einen Aufschlag von 0.80% auf den Basiszinssatz an. ■ Quellen: IFBC Credit Spread Index, Management-Angaben der Von Roll.
Fremdkapitalkostensatz	4.25%	
Steuersatz	20.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erwarteter langfristiger Steuersatz der Von Roll. ■ Quelle: Management-Angaben der Von Roll.
Steueradjustierter Fremdkapitalkostensatz	3.40%	
Fremdkapitalanteil (Net Debt)	10%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Definition einer Zielkapitalstruktur der Von Roll. ■ Quelle: Management-Angaben der Von Roll.
Eigenkapitalanteil	90%	
WACC (gerundet)	10.20%	

5.2 Beta Analyse per 31. Juli 2023

Unternehmen	Land	Lokalwahrung	Leverage ¹⁾	Levered adj. Beta ²⁾	Unlevered adj. Beta
			07/2023	07/2023	07/2023
Von Roll Holding AG	Switzerland	CHF	0.00	1.23	1.23
Arisawa Mfg Co Ltd	Japan	JPY	0.00	0.69	0.69
Arkema SA	France	EUR	0.14	1.06	0.92
Chase Corp	United States of America	USD	0.02	0.77	0.76
Elkem ASA	Norway	NOK	0.18	1.17	1.00
H.B. Fuller Company	United States of America	USD	0.35	1.03	0.76
Hexcel Corp	United States of America	USD	0.10	1.08	0.98
Hexpol AB	Sweden	SEK	0.05	1.02	0.97
Huntsman Corp	United States of America	USD	0.13	0.86	0.76
Median			0.10	1.03	0.92

1) Leverage: 2-Jahres-Mittelwert (Nettoverschuldung x (1-Steuersatz) / Eigenkapital).

2) Adj. wochentliches Beta (2 Jahre) per 31. Juli 2023.

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.3 Trading Multiples per 31. Juli 2023

Unternehmen	Land	Rechnungslegungsstandard	Lokalwährung	Marktkapitalisierung per 31.07.2023 in CHF Mio.	Unternehmenswert per 31.07.2023 ¹⁾ in CHF Mio.	Adjusted EBITDA Multiples ²⁾		
						07/23 LTM	12/23 E	12/24 E
Von Roll Holding AG	Schweiz	Swiss	CHF	276.0	194.8	n/a	n/a	n/a
Arisawa Mfg Co Ltd	Japan	Japanese	JPY	220.6	153.4	5.5x	5.5x	4.8x
Arkema SA	Frankreich	IFRS	EUR	7'048.4	8'738.8	4.5x	5.1x	4.7x
Chase Corp	USA	US	USD	1'038.9	1'114.7	n/a	n/a	n/a
Elkem ASA	Norwegen	IFRS	NOK	1'316.1	1'857.0	2.4x	3.8x	3.3x
H.B. Fuller Company	USA	US	USD	3'596.8	5'148.8	8.9x	8.3x	7.6x
Hexcel Corp	USA	US	USD	5'275.8	5'821.0	15.9x	14.8x	12.4x
Hexpol AB	Schweden	IFRS	SEK	3'261.7	3'463.7	9.3x	8.9x	9.3x
Huntsman Corp	USA	US	USD	4'672.7	5'474.9	6.3x	7.8x	6.0x
3. Quartil				4'672.7	5'474.9	9.1x	8.6x	8.4x
Median				3'261.7	3'463.7	6.3x	7.8x	6.0x
1. Quartil				1'038.9	1'114.7	5.0x	5.3x	4.7x

1) Unter Berücksichtigung von Net debt.

2) Die zugrundeliegenden Daten wurden um IFRS 16-bedingte Effekte bereinigt. Den Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung der Von Roll und derjenigen der Vergleichsunternehmen und damit implizit resultierender, grössenabhängiger Premiums/Discounts wurde mittels Size-Adjustment bei der Ermittlung der EBITDA-Multiples entsprechend Rechnung getragen.

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.4 Transaction Multiples per 31. Juli 2023

Datum	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Wert des Eigenkapitals (100%) in USD Mio.	Adjusted EBITDA Multiple ¹⁾
03.07.2019	OMNOVA Solutions Inc	Synthomer PLC	455	9.4x
15.02.2018	A Schulman Inc	LyondellBasell Industries NV	1'241	11.2x
11.03.2016	Kinugawa Rubber Industrial Co Ltd	VG Holdings Daiichigo	510	4.2x
29.07.2015	Cytec Industries Inc	Solvay SA	5'515	16.9x
16.03.2015	Citadel Plastics Holdings Inc	A Schulman Inc	800	9.7x
08.07.2014	Impreglon SE	GMT Investment AG	166	16.0x
26.05.2014	Unitika Ltd	Investor Group	287	14.9x
16.10.2013	Helios Domzale dd	Ring International Holding AG	192	18.3x
3. Quartil				16.3x
Median				13.1x
1. Quartil				9.6x

1) Den Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung der Von Roll und dem Eigenkapitalwert der Zielunternehmen und damit implizit resultierender, grössenabhängiger Premiums/Discounts wurde mittels Size-Adjustment bei der Ermittlung der EBITDA-Multiples entsprechend Rechnung getragen.

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.5 Prämienanalyse öffentlicher Übernahmeangebote in der Schweiz seit 2011²⁴

Jahr	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Angebotspreis (in CHF)	VWAP 60 Tage (in CHF)	Prämie	Erfolgsquote
2011	Newave Energy Holding SA	ABB Schweiz AG	56.0	41.2	35.9%	95.3%
2011	Escor Casinos & Entertainment AG	Highlight Communications AG	17.5	17.4	0.4%	39.2%
2011	Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen II AG	350.0	326.9	7.1%	72.2%
2011	Edipresse SA	Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; bearer shares	450.0	324.7	38.6%	37.6%
2011	EGL AG	Axpo Holding AG	850.0	703.7	20.8%	98.0%
2013	Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	115.0	75.3	52.8%	93.6%
2013	Fortimo Group AG	Forty Plus AG, Fortimo Group	136.0	114.3	19.0%	98.6%
2013	Tornos Holding AG	Walter Fust	4.7	4.5	3.8%	14.3%
2014	Swisslog Holding	KUKA Aktiengesellschaft	1.4	1.2	14.4%	92.2%
2014	Advanced Digital Broadcast Holding SA	4T S.A	15.5	12.9	20.2%	73.4%
2014	Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	17.1	13.9	23.5%	77.2%
2015	Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	7.5	4.4	70.5%	90.5%
2016	Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding IV Sarl (EQT)	370.0	275.9	34.1%	87.2%
2016	Syngenta AG	CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina) ²⁵	490.3	374.0	31.1%	94.7%
2016	gategroup Holding AG	HNA Aviation Air Catering Holding Co.	53.0	38.7	37.0%	96.1%
2016	Charles Vögele AG	Sempione Retail AG (OVS)	6.4	6.4	0.0%	94.1%
2017	Actelion Ltd	Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson)	280.0	191.2	46.4%	92.5%
2018	Goldbach Medien	Tamedia	35.5	34.2	3.7%	96.9%
2018	Hügli Holding AG	Bell Food Group AG	915.0	800.0	14.4%	97.6%
2018	Bank Cler AG	Basler Kantonalbank	52.0	42.3	22.9%	93.3%
2019	CEVA	CMA CGM S.A	30.0	20.2	48.2%	95.7%
2019	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.	Edmond de Rothschild Holding SA ²⁵	17'945.0	15'169.1	18.3%	93.3%
2019	Alpiq Holding AG	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs AG	70.0	72.5	-3.4%	13.1%
2020	Sunrise	Liberty Global plc	110.0	83.2	32.3%	96.6%
2021	Vifor Pharma AG	CSL Behring AG	167.4	118.3	41.6%	93.9%
2022	Spice Private Equity AG	GP Swiss AG	15.6	14.5	7.6%	81.8%
2022	Bobst Group SA	JBF Finance SA	78.0	69.7	11.9%	66.2%
2022	Valora Holding AG	Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A.	260.0	165.3	57.3%	96.6%
3. Quartil					37.4%	95.8%
Median					21.9%	93.3%
1. Quartil					10.8%	76.2%

²⁴ Die Übersicht enthält freiwillige Übernahmeangebote in bar. Übernahmeangebote für Investment- und Immobiliengesellschaften wurden exkludiert.

²⁵ Inklusive Spezialdividende, welche vor der Transaktion ausbezahlt wurde.

5.6 Abkürzungsverzeichnis

ALTANA, die Anbieterin	ALTANA AG	IFBC	IFBC AG
Angebotspreis	CHF 0.86 in bar pro Von Roll-Aktie	IFRS	International Financial Reporting Standards
CAGR	Compound annual growth rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)	IMF	International Monetary Fund (International Währungsfonds)
CAPEX	Capital expenditures (Investitionen)	INR	Indische Rupie
CAPM	Capital asset pricing model	IQA	Interquartilsabstand
CH	Schweiz	KPIs	Key performance indicators (Schlüsselkennzahlen)
CHF	Schweizer Franken	LTM	Last twelve months
CNY	Renminbi	NUV	Nettoumlaufvermögen
DCF	Discounted Cashflow	SGD	Singapur Dollar
DCF-Methode	Discounted-Cashflow-Methode	SIX	SIX Swiss Exchange
E	Erwartet	SLI	Swiss Leader Index
EBIT	Earnings before interest and taxes (operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)	Terminal Value, TV	Endwert
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen und Amortisationen)	UEK	Übernahmekommission
EMEA	Europa, Mittlerer Osten und Afrika	USD	US-Dollar
EUR	Euro	WACC	Weighted average cost of capital
FCF	Free Cashflow	Von Roll, Gruppe, Zielgesellschaft	Von Roll Holding AG
GBP	Great British Pound	VR	Verwaltungsrat
GJ	Geschäftsjahr; Geschäftsjahre	VWAP	Volume-weighted average price (volumengewichteter Durchschnittspreis)

