

# Gutachten

zur Feststellung des fairen Wertes von **Newave Energy Holding SA, Gamborogno** („Newave“) hinsichtlich eines geplanten öffentlichen Übernahmeangebots der **ABB Schweiz AG, Baden** („ABB“)

Bank Sarasin & Cie AG  
Corporate Finance  
Löwenstrasse 11  
8022 Zürich

Zürich, 6. Dezember 2011



SARASIN

## **Gutachten Newave Energy Holding SA**

1	Einleitung .....	3
1.1	Ausgangslage .....	3
1.2	Auftrag des Verwaltungsrates der Newave an die Bank Sarasin & Cie AG .....	3
2	Beurteilungsgrundlagen.....	5
3	Newave Energy Holding SA .....	6
3.1	Die Newave Gruppe – Geschäftsjahr 2010 und H1 2011 .....	6
3.2	Strategischer Fokus .....	6
3.3	Das Geschäftsmodell der Newave .....	7
4	Bewertungsanalysen .....	11
4.1	Verwendete Planrechnungen .....	11
4.2	Verwendete Analysemethoden.....	14
4.3	Discounted Cash Flow Methode.....	14
4.4	Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Compco) .....	17
4.5	Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen (Compac) .....	18
4.6	Analyse bezahlter Prämien im schweizerischen Kapitalmarkt (Prämienanalyse) ....	19
4.7	Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses .....	21
5	Ergebnis des Gutachtens .....	22
6	Anhang.....	23
6.1	Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher Unternehmen (Compco) .....	23
6.2	Beilage 2: Multiplikatoren ähnlicher Transaktionen (Compac) .....	24
6.3	Beilage 3: Prämienanalyse.....	25
6.4	Beilage 4: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften.....	26
6.5	Beilage 5: Abkürzungsverzeichnis / Glossar.....	27

## **1 Einleitung**

### **1.1 Ausgangslage**

Newave ist ein an der SIX Swiss Exchange kotiertes Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von CHF 122.5 Mio. per 25. November 2011. Das Unternehmen entwickelt, gestaltet und produziert technologisch führende, unterbrechungsfreie Stromversorgungssysteme (USV Systeme), die elektronische Geräte und Einrichtungen wie Computer, Data-Centers, Telekommunikationsnetzwerke, Fabrikationsanlagen sowie medizinale Überwachungsgeräte gegen unerwartete elektrische Störungen und Ausfälle in der Stromversorgung schützen und damit den störungsfreien Geschäftsablauf sicherstellen.

Das ordentliche Aktienkapital von Newave beträgt per 30. Juni 2011 CHF 312'500. Dieses berechnet sich aus 3'125'000 ausgegebenen Namenaktien zu einem Nennwert von CHF 0.10 pro Aktie. Newave hat weder genehmigtes noch bedingtes Kapital.

ABB beabsichtigt am 12. Dezember 2011 ein Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Newave Aktien (voraussichtlich insgesamt 1'686'869 Stück, 54.0% des Aktienkapitals bzw. der Stimmrechte) zu unterbreiten<sup>1</sup>. Dazu wird in einer Transaktionsvereinbarung zwischen ABB und Newave festgehalten, dass der Verwaltungsrat von Newave verpflichtet ist, das Angebot den Aktionären von Newave ohne Vorbehalte zur Annahme zu empfehlen. Gleichzeitig verpflichten sich die drei Hauptaktionäre von Newave in separaten Aktienkaufverträgen mit ABB ihre Beteiligungen im Umfang von gesamthaft 44.8% zum Angebotspreis zu verkaufen. ABB möchte mit dem Angebot die Newave gänzlich übernehmen und diese vollständig in die ABB Gruppe integrieren.

### **1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Newave an die Bank Sarasin & Cie AG**

Der Verwaltungsrat der Newave bildete im Hinblick auf ein allfälliges öffentliches Übernahmeangebot einen Angebotsausschuss, dem Vertreter des Newave Verwaltungsrates angehören („Angebotsausschuss“). Der Angebotsausschuss hat die Bank Sarasin & Cie AG, Zürich („Sarasin“) am 18. November 2011 mit der Erstellung eines Gutachtens zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit eines möglichen öffentlichen Übernahmeangebotes durch ABB beauftragt.

Das Gutachten ist ausschliesslich für den unabhängigen Ausschuss des Verwaltungsrats der Newave im Rahmen der Erstellung des Verwaltungsratsberichtes gemäss Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote bestimmt und stellt keine Empfehlung gegenüber den Publikumsaktionären der Newave dar, ein mögliches Übernahmeangebot anzunehmen bzw. abzulehnen. Hingegen nimmt der unabhängige Ausschuss des Verwaltungsrates der Newave im Rahmen seines Berichtes an die Aktionäre Stellung zum Kaufangebot und bezieht sich dabei auf dieses Gutachten.

Das Gutachten von Sarasin richtet sich weder an die ABB noch an deren Aktionäre und ist somit nicht zur Beurteilung der Transaktion aus Sicht der ABB bzw. deren Aktionäre bestimmt.

Unser Gutachten stützt sich auf die Beurteilung von Informationen, deren Genauigkeit und Vollständigkeit wir annehmen und auf die wir uns verlassen, ohne sie von einem Dritten bestätigen oder prüfen zu lassen. Bezüglich der gemachten Angaben, Informationen und Daten, die uns zur Verfügung gestellt wurden, nehmen wir an, dass diese ordnungsgemäss erstellt worden sind. Wie in Kapitel 4 unter Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen näher erläutert, wurden die wichtigsten Einflussfaktoren zur Bestimmung des Unternehmenswertes („Value Drivers“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz durch Sarasin geprüft.

---

<sup>1</sup> Vgl. genaue Aufstellung der Aktien, auf welche sich das Angebot bezieht, im Angebotsprospekt Kapitel B.2.

## **Gutachten Newave Energy Holding SA**

Das Gutachten darf mit Ausnahme der Veröffentlichung im Zusammenhang mit dem Bericht des Verwaltungsrates der Newave ohne die Erlaubnis von Sarasin für keinen anderen Zweck verwendet werden.

In Zusammenhang mit diesem Mandat erhält Sarasin keine Entschädigung, die von Aussagen der Bewertung oder vom Erfolg einer Transaktion mit Newave abhängig ist. Sarasin bestätigt, dass sie als Bewerterin in analoger Anwendung von UEK Rundschreiben Nr. 3 betreffend Prüfstellen unabhängig zu ihrem Urteil gelangt ist.

## **2 Beurteilungsgrundlagen**

Sarasin hat für ihre Beurteilung die folgenden Grundlagen verwendet:

- ◆ Öffentlich zugängliche Informationen zu Newave, welche unseres Erachtens für die Bewertung bzw. für die Beurteilung der Angemessenheit des Kaufangebotes relevant sind. Dazu gehören vor allem die Geschäftsberichte 2009 und 2010 sowie der Halbjahresbericht per 30. Juni 2011 (nicht testiert)
- ◆ Konsolidierungsunterlagen für die IFRS Abschlüsse per 30. Juni 2011 und 31. Dezember 2010
- ◆ Forecast des Managements für das Geschäftsjahr 2011 (Stand Juli 2011) sowie Monatsreporting bis Oktober 2011 (inkl. Entwicklung Auftragseingang)
- ◆ Mittelfristplanung 2012 bis 2015 konsolidiert und je Ländergesellschaft per Juli 2011
- ◆ Diskussion der Mittel- und Langfristplanung mit Angebotsausschuss
- ◆ Management Präsentation (schriftlich) über Newave, welche auch dem Anbieter zur Verfügung gestellt wurde
- ◆ Marktanalysen
- ◆ Management Letter 2009 und 2010 und Verwaltungsratsprotokolle 2010 und 2011
- ◆ Betriebsbesichtigung der Produktion in Quartino (TI, Schweiz)
- ◆ Interview mit dem CEO und CFO u.a. zur strategischen Positionierung, dem Wettbewerbsumfeld und der Mittelfristplanung
- ◆ Kapitalmarkt und Finanzdaten ausgewählter kotierter Unternehmen (Peer Gruppe)
- ◆ Multiplikatoren von vergleichbaren Akquisitionstransaktionen
- ◆ Bezahlte Kontrollprämien bei in der Schweiz kotierten Industrieunternehmen
- ◆ Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung relevanter Parameter für die Bewertung
- ◆ Entwurf des Angebotsprospektes von ABB vom 2. Dezember 2011
- ◆ Emissions- und Kotierungsprospekt von Newave vom 05. Juli 2007

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

Bei der Erstellung des Gutachtens hat Sarasin die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen zu Newave vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.

Im Weiteren hat sich Sarasin auf Zusicherungen des Managements der Newave gestützt, dass dieses sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst ist, wonach die verwendeten Informationen ungenau, irreführend oder unvollständig wären.

### 3 Newave Energy Holding SA

#### 3.1 Die Newave Gruppe – Geschäftsjahr 2010 und H1 2011

Newave hat im Geschäftsjahr 2010 ein EBIT von CHF 10.8 Mio. (Vorjahr CHF 10.0 Mio.) bei einem Nettoumsatz von CHF 80.6 Mio. (Vorjahr CHF 78.1 Mio.) erwirtschaftet. Der Reingewinn von CHF 8.1 Mio. blieb im Vergleich zu CHF 8.0 Mio. im Vorjahr beinahe unverändert. Das Eigenkapital (ohne Minderheitsanteile per 31. Dezember 2010) betrug CHF 74.8 Mio., während sich die Bilanzsumme per 31. Dezember 2010 auf CHF 92.6 Mio. belief.

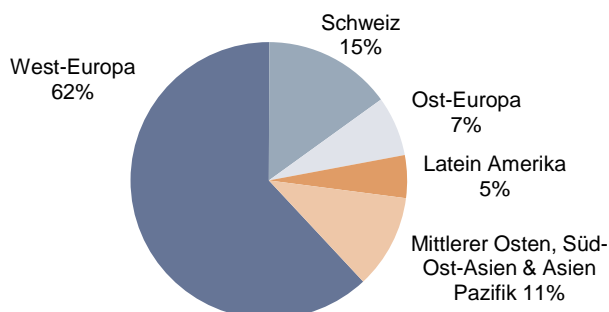
In der ersten Jahreshälfte 2011 stieg der konsolidierte Nettoumsatz um 2.8% auf CHF 40.1 Mio. im Vergleich zur Vorjahresperiode. Das um die starke Aufwertung des Schweizer Francs bereinigte Resultat würde jedoch ein Nettoumsatzwachstum von 11.5% ergeben. In der gleichen Periode konnte ein EBIT von CHF 5.1 Mio. und somit eine EBIT-Marge von 12.7% erwirtschaftet werden. Die um den Wechselkurs bereinigte EBIT-Marge beträgt 13.7%.

Finanzzahlen in CHF m	2010	2009	Delta	H1 2011	H1 2010	Delta
Nettoumsatz	80.6	78.1	3.1%	40.1	39.0	2.8%
EBITDA	13.3	12.7	4.6%	6.5	6.3	2.2%
EBIT	10.8	10.0	8.2%	5.1	5.1	0.2%
Unternehmensergebnis	8.1	8.0	0.9%	3.4	3.5	-4.7%
Geldfluss aus Geschäftstätigkeit	6.4	6.3	2.8%	2.2	4.2	-47.4%
Personalbestand zum Bilanzstichtag	202	182	11.0%	209	195	7.2%

Quelle: Newave Geschäftsbericht 2010, Newave Halbjahres Bericht 2011

Newave erzielt 62% des Gesamtumsatzes in westeuropäischen Ländern. Der Schweizer Absatzmarkt ist mit 15% das zweitgrösste Absatzgebiet. Rund 7% des Umsatzes wird in Osteuropa erzielt, während die restlichen 16% in anderen Märkten anfallen.

Umsatz nach Regionen 2010



Quelle: Newave Management Presentation

Der Emissionspreis von Newave Namenaktien beim IPO am 06. Juli 2007 betrug CHF 41.

#### 3.2 Strategischer Fokus

Durch die stetige Digitalisierung der Volkswirtschaften steigt die Abhängigkeit der Wirtschaftsakteure in der Finanzindustrie, im Online-Business, im Gesundheitssektor sowie im Infrastrukturbereich wie Transport und Telekommunikation von einer unterbrechungsfreien Stromversorgung. Zudem hat die dynamische Weiterentwicklung der operativen Anwendungen in den erwähnten Wirtschaftsbereichen Anpassungen an die USV Systeme zur Folge. Newave stellt daher die Bedienung dieses interessanten Marktes in den Mittelpunkt seines Geschäftsmodells. Das Unternehmen ist insbesondere auf innovative, dreiphasige USV Systeme für zentrale kritische Einrichtungen wie Data-Centers oder Überwachungssysteme ausgerichtet. Die Anforderungen an diese USV Systeme sind entsprechend höher als in anderen USV Märkten und bedingen die Bewältigung einer höheren Komplexität.

Newave stellt die technologische Führerschaft in den Vordergrund ihrer Geschäftsstrategie. Als eine der wichtigsten Innovationen gilt die Entwicklung von dreiphasigen modularen USV Systemen ohne Transformatoren, die effizienter, leichter und kleiner als andere USV Systeme sind. Das umfassende Produktportfolio deckt die unterschiedlichen Kapazitätsbedürfnisse und berücksichtigt die Wichtigkeit der Anwendungen in diesem high-end USV Markt.

Im Zusammenhang mit dem Angebot umfassender Lösungen ist das Service- und Distributionsnetzwerk der Newave eine weitere strategische Stossrichtung. Newave setzte dabei sowohl auf Akquisitionen von Distributoren in Europa als auch auf die Etablierung eigens dazu gegründeter Einheiten. Damit stellt Newave den direkten Kontakt zu den End-Kunden her und reduziert die Abhängigkeit von den Distributoren. Newave positioniert sich als eine Anbieterin integrierter Lösungen und nicht nur als Verkäuferin von USV Systemen. Dazu kombiniert das Unternehmen die Kundenberatung und den Verkauf von USV Systemen mit profitablen Service-Leistungen. Mit dem Ausbau des Service- und Distributionsnetzwerkes strebt Newave in Europa grössere Marktanteile und die Nutzung profitabler Wachstumspotentiale in Indien, China und Brasilien an. Die wichtigsten Werttreiber der Unternehmung sind folglich die kontinuierliche Weiterentwicklung innovativer Lösungen sowie ein effizientes Distributions- und Dienstleistungsnetzwerk.

### 3.3 Das Geschäftsmodell der Newave

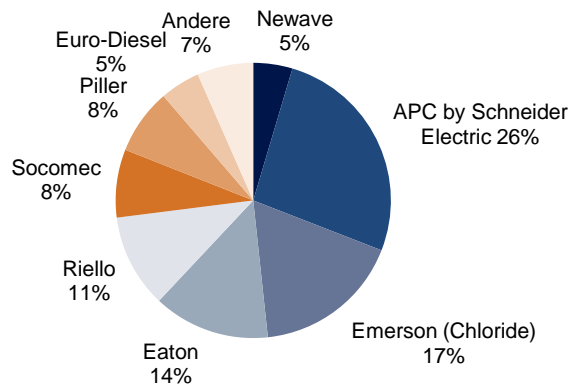
Das Geschäftsmodell basiert auf der Entwicklung und der Endmontage der USV Systeme sowie den Servicedienstleistungen. Die Entwicklung und die Endmontage werden in Quartino (TI, Schweiz) betrieben, während der Grossteil der Produktion bei Drittanbietern ausgelagert ist. Die Aktivitäten der Newave sind in drei operative Unternehmensbereiche aufgeteilt:

1. **Forschung und Entwicklung** – Dieser Bereich umfasst Aktivitäten in Forschung und Entwicklung, die sowohl unabhängig als auch in Zusammenarbeit mit Fachhochschulen durchgeführt werden. Das Ziel ist stets neue Ideen und Lösungen zu entwickeln sowie Marktchancen wahrzunehmen.
2. **Produktion** – Die Produktion umfasst insbesondere die eigene Betriebsstätte in Quartino (TI, Schweiz). Dort werden Schlüsselkompetenzen wie die technische Spezifizierung, der zentrale Einkauf der Komponenten, die Endmontage, das Testen sowie die Qualitätskontrolle durchgeführt. Ein wesentlicher Anteil der Produktion von Komponenten wird von Drittanbietern sichergestellt. Newave hat damit eine höhere Flexibilität kostensparend auf Marktentwicklungen zu reagieren. Jedoch schafft dies teilweise Abhängigkeiten gegenüber den Drittanbietern.
3. **Marketing, Verkauf und Services** – Der Marketing- und Verkaufsbereich ist für den Vertrieb der Produkte durch die Tochtergesellschaften und weitere unabhängige Drittvertriebe in über 40 Ländern verantwortlich. Dieser Bereich fungiert auch als Supportstelle für technische oder organisatorische Fragen.

### Das Marktumfeld

Der Markt für USV Systeme ist hart umkämpft und es herrscht ein hoher Preisdruck. In der Finanzkrise im Jahr 2009 haben sich die Verkaufszahlen im globalen USV Markt schwächer entwickelt. Seither hat eine Erholung von 3% in Europa und 5-15% in den Wachstumsmärkten eingesetzt. Zugleich konnte eine Konsolidierung im USV Markt beobachtet werden. Während sich Schneider Electric (26.3%), Emerson (17.4%) und Eaton (13.7%) knapp 60% des Marktes teilen, zählt Newave mit einem stabilen Marktanteil von 4.6% des europäischen USV Marktes zu den Nischenakteuren.

### Marktanteil Umsatz: Europa 2010

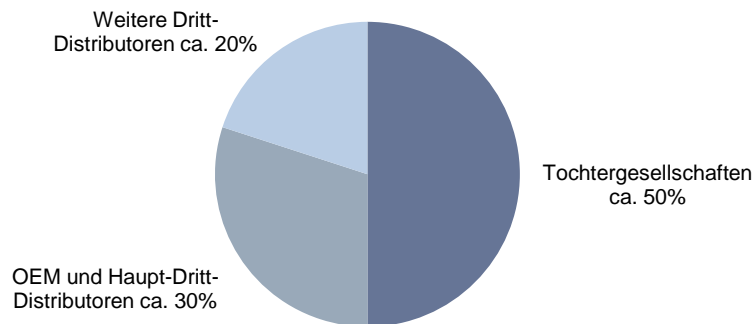


Quelle: Frost & Sullivan, August 2011

### Dezentralisiertes Distributions- und Servicenetzwerk

Newave vertreibt die USV Produkte über ein dezentralisiertes Distributions- und Servicenetzwerk bestehend aus Tochtergesellschaften und aus Dritt-Distributoren. Der Vertrieb über Tochtergesellschaften erzielt einen Anteil von rund 50% am konsolidierten Umsatz. Gleichzeitig werden auf Basis von Vertriebsvereinbarungen mit über 40 Distributionspartnern die restlichen 50% der Produkte verkauft. Mit den drei wichtigsten Partnern, davon einer als OEM, erzielt Newave rund 30% des Gesamtumsatzes.

### Umsatzanteile Vertriebskanäle 2010/11



Quelle: Management Interview

Um die fachliche Kompetenz und die Kenntnisse über die gehandelten USV Systeme zu steigern, unterstützt Newave die Dritt-Distributoren sowie die eigenen Tochtergesellschaften durch gezielte Schulungen in der Newave Academy. Zudem wird sowohl technische Unterstützung als auch Unterstützung im Marketing Bereich geleistet. Die folgende Tabelle führt die zur Newave Gruppe vollständig oder teilweise gehörenden Gesellschaften per Oktober 2011 auf:



## Gutachten Newave Energy Holding SA

Unternehmung	2011		
	Währung	Nominales Kapital	Beteiligung in %
Newave Energy Holding SA Switzerland <sup>1</sup>	CHF	312'500	Muttergesellschaft
Newave SA, Switzerland <sup>2,3</sup>	CHF	100'000	100%
Newave Energy AG, Switzerland <sup>3 *)</sup>	CHF	100'000	100%
Newave Österreich GmbH, Austria <sup>3</sup>	EUR	35'000	100%
Newave España SA, Spain <sup>3</sup>	EUR	120'000	85%
Newave USV Systeme GmbH, Germany <sup>3</sup>	EUR	127'823	100%
Newave Finland OY, Finland <sup>3</sup>	EUR	50'000	85%
Newave UPS Systems BV, Netherlands <sup>3</sup>	EUR	18'000	80%
Newave South America Eletroeletronica LTDA, Brasil <sup>3</sup>	BRL	30'000	65%
Newave (Hong Kong) Ltd, China <sup>3</sup>	HKD	300'000	100%
Newave Energy India Pvt. Ltd, India <sup>3</sup>	INR	20'275'000	100%
Newave Energy Hong Kong Ltd, Hong Kong <sup>1</sup>	HKD	10'000	60%
Newave Energy (Jiangmen) Ltd, China <sup>3 **)</sup>	CNY	2'823'010	60%
Newave Italia srl, Italy <sup>3</sup>	EUR	50'000	80%

\*) Frühere Servicenet AG

<sup>1</sup> Holding Unternehmung

\*\*) Beteiligt durch New ave Energy Hong Kong Ltd, Hong Kong

<sup>2</sup> Produktion

Quelle: New ave Management Presentation 2011

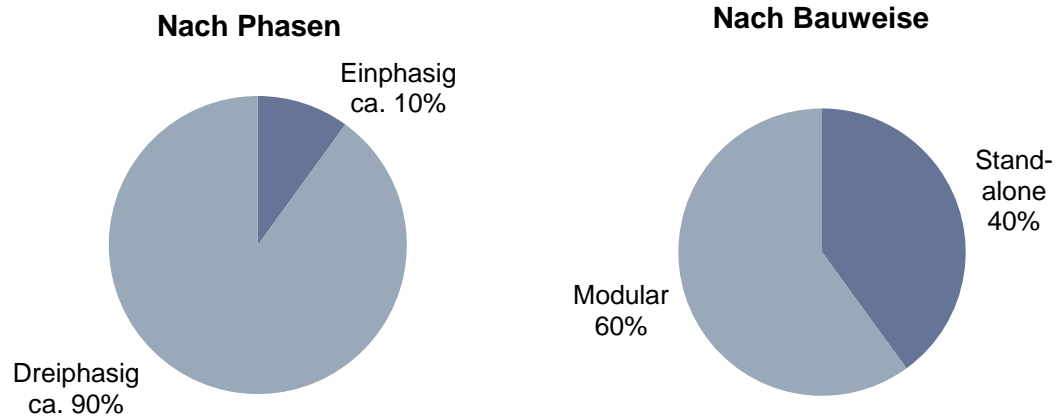
<sup>3</sup> Distribution und Service-Unternehmung

Die Service-Leistungen werden ebenfalls durch die Tochtergesellschaften und Dritt-Distributoren erbracht. Jedes USV System muss regelmässigen Services unterzogen werden, um die Garantiegültigkeit zu gewährleisten. Diese Leistungen erbringen zertifizierte technische Mitarbeiter der Tochtergesellschaften sowie Mitarbeiter der Dritt-Distributoren. Ein wichtiger Teil des Verkaufsprozesses sind zudem Beratungsleistungen vor dem Verkauf von komplexen Lösungen für grosse IT Installation wie Data-Centers etc. Der Umsatzanteil der Services beträgt im Jahr 2011 rund 13%. Newave beabsichtigt diesen margenträchtigeren Service-Anteil auf rund 30% zu steigern.

### Das technologische Umfeld

Newave fokussiert sich auf die Produktion von USV Systemen im mittleren (10 kVA-20 kVA) sowie im hohen Leistungsbereich (ab 20 kVA). Dabei existieren Kategorien, in welche die USV Systeme eingeteilt werden. Eine wesentliche Unterscheidung wird zwischen einphasigen und dreiphasigen USV Systemen gemacht, wobei Letztere technologisch fortgeschrittener sind und im mittleren Leistungsbereich (ab 10 kVA) eingesetzt werden. Im November 2011 bringt Newave ein neues dreiphasiges USV System mit 400 / 500 kVA auf den Markt und steigert damit die Leistung früherer Systeme um bis zu 200 kVA.

Zudem können die Systeme mit Transformatoren ausgestattet sein, oder transformatorlos funktionieren. Der Vorteil transformatorloser USV Systeme liegt insbesondere in einem höheren Wirkungsgrad (>95%) und einem geringeren Raumbedarf. Newave hat als erstes Unternehmen die transformatorlosen USV Systeme entwickelt und auf den Markt gebracht. Dies hat den Weg für eine weitere Innovation von Newave geebnet, nämlich die modulare Bauweise der USV Systeme. Der Vorteil modularer USV Systeme liegt in der beliebigen horizontalen sowie vertikalen Erweiterbarkeit der USV System Leistung. Zusätzlich basiert die Architektur der Module auf DPA (Dezentrale Parallelarchitektur), die echte Systemredundanzen kreiert und dadurch der Ausfall eines Moduls nicht zum kompletten Ausfall des USV Systems führt. Im Jahr 2001 wurde das erste modulare System von Newave vermarktet. Der dreiphasige modulare USV System Markt ist ein attraktiver Markt und ein Schlüsselmarkt für Newave. Rund 60% der verkauften Newave-Produkte sind modular aufgebaut. Gleichzeitig verfügen über 90% der verkauften Produkte über eine transformatorlose Technologie.



Quelle: Newave Management Presentation

## 4 Bewertungsanalysen

### Stand-alone / Synergien / Kontrollprämie

Die von Sarasin verwendeten Planrechnungen zur Bewertung beschränken sich auf Newave als Zielgesellschaft, d.h. es wird in den Planrechnungen von einer selbständigen, zukünftigen Geschäftsentwicklung Newaves ausgegangen („stand-alone“), ohne dass die potentiellen Folgen des von ABB angemeldeten Übernahmeangebots berücksichtigt werden.

Eine Übernahme Newaves würde es einem Käufer, der in einem vergleichbaren Sektor tätig ist, ermöglichen, Synergiepotenziale in bestimmten Bereichen zu nutzen. Für Käufer können Synergien in den Bereichen Vertrieb, Materialbeschaffung und im technologischen Know-how erwartet werden. In diesem Sinne können sich sowohl Ertrags- wie auch Kostensynergien ergeben.

Die Bewertung von Newave auf Basis der DCF-Methode und die Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften berücksichtigen diese Synergiepotenziale nicht, da diese durch Newave auf einer stand-alone Basis nicht realisiert werden können. Wie nachstehend dargelegt wird, stellt die vorliegende Bewertung primär auf die DCF-Methode ab.

Die Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen und die Prämienanalyse erlauben einen Vergleich mit den Werten, die im Rahmen anderer (vergleichbarer) Transaktionen bezahlt wurden. Diese Werte können einen Hinweis auf die Entschädigung der Aktionäre der Zielgesellschaft für das zukünftige Synergiepotenzial geben. Das von den Aktionären einer Zielgesellschaft eingebrachte Synergiepotenzial wird insbesondere bei Vorliegen eines kontrollierenden Aktionärs üblicherweise (teilweise) entschädigt und als Kontrollprämie bezeichnet.

### Bewertungsstichtag, Management-View und anschliessende Ereignisse

Als Bewertungsstichtag wurde der 25. November 2011 festgelegt. Ausgangspunkt für die Planrechnungen bilden insbesondere der geprüfte Jahresabschluss per 31. Dezember 2010, sowie die detaillierten Planzahlen (datiert vom Juli 2011) zur Mittelfristplanung für die Jahre 2011 - 2015. Bei der Entwicklung der Planrechnungen wurden auch der Halbjahresabschluss per 30. Juni 2011 und der Forecast des Managements für das Geschäftsjahr 2011 miteinbezogen.

Das Management von Newave hat gegenüber Sarasin bestätigt, dass keine nicht offengelegte Ereignisse eingetreten sind, die einen materiellen Einfluss auf die Bewertung haben könnten, welche nicht im Forecast 2011 und/oder in der vom Management der Newave erarbeiteten Mittel- und Langfristplanung berücksichtigt sind.

Sarasin hatte im Rahmen eines Management Interviews mit dem CEO und CFO der Newave, inkl. einer Betriebsbesichtigung in Quartino (TI, Schweiz), auch Gelegenheit, die Bewertung und die ihr zu Grunde liegenden wesentlichen Bewertungsannahmen zu plausibilisieren.

#### 4.1 Verwendete Planrechnungen

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen spezifischen Erfolgsfaktoren - einschliesslich seiner materiellen Substanz, Innovationskraft, Produkte und Marktpositionierung, innerer Organisation, Mitarbeiter und seines Managements - in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass letztlich ausschliesslich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

#### Planungshorizont und Residualwert

Um die zukünftigen finanziellen Überschüsse zu berechnen, hat Sarasin als Ausgangsbasis die historische Entwicklung, den Forecast 2011 sowie den Mittelfristplan 2012 - 2015 herangezogen. Als Planungshorizont wurde ein Zeitraum bis 2016 gewählt, wobei für das Jahr 2016 ein normalisierter, mit den Annahmen für die Berechnung des Residualwertes im Ein-

klang stehender finanzieller Überschuss hergeleitet wurde. Im Rahmen der Normalisierung im Jahr 2016 wurde darauf geachtet, dass das Wachstum, die Margen, die Investitionen und der Steuersatz vor dem Hintergrund historischer Werte und der zukünftigen Strategie von Newave plausibel und konsistent erscheinen. Die langfristigen Annahmen bezüglich Umsatzwachstum reflektieren u.a. das makroökonomische Umfeld in den Märkten, in denen Newave agiert, sowie die allgemeinen Aussichten im USV-Markt.

### Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen

Im Rahmen der Bewertungsarbeiten hat Sarasin die wichtigsten Einflussfaktoren des Unternehmenswertes („Value Driver“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz unter Berücksichtigung der historischen Entwicklung und mittels diversen Marktstudien zu der zukünftigen Entwicklung des USV-Marktes untersucht. Zusätzlich wurden die Planrechnungen mit dem Management von Newave diskutiert, was insbesondere im Hinblick auf die Beurteilung von Wachstums- und Margenperspektiven von Bedeutung war.

Sofern aus Sicht Sarasin Anpassungen an der Mittelfristplanung der Newave gerechtfertigt erschienen, wurden diese vorgenommen. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die von Sarasin für die Bewertung verwendeten Annahmen zu den wichtigsten Value Drivers:

WACHSTUM	2011 – 2015	2016 ff.
<p><b>Nominales Bruttoumsatzwachstum (Durchschnitt p.a.)</b></p> <p>Newave generiert heute rund 85% des Umsatzes im Ausland. Davon fallen wiederum rund 62 Prozentpunkte auf Länder innerhalb Europas. Trotz des starken Wachstums im USV Markt wird aufgrund der bis August 2011 negativen Wechselkursentwicklung und der damit verbundenen Schwächung des CHF-Umsatzes von Newave von einer stabilen Umsatzentwicklung für das Jahr 2011 ausgegangen.</p> <p>Das mittelfristige Wachstum von Newave wird vom erwarteten starken und stabilen Marktwachstum im globalen USV Markt bestimmt. Insbesondere im Markt von Produkten im Leistungsbereich von über 10 kVA wird in Marktstudien von einem Wachstum im hohen einstelligen Bereich ausgegangen. Dieser Trend wird v.a. durch den Boom im europäischen Data-Center Markt und dem stabilen Wachstum im Bereich der kommerziellen und infrastrukturellen Endnutzer-Lösungen (z.B. Atomkraftwerke und Bahn) getrieben. Da das Produktportfolio hauptsächlich Geräte im mittleren und höheren Leistungsbereich (über 10 kVA) umfasst, wird Newave vom positiven Trend profitieren können.</p> <p>Unter Berücksichtigung des Marktwachstums, der Produktpalette und der strategischen Positionierung von Newave erachten wir ein nominales Bruttoumsatzwachstum von durchschnittlich 5.7% p.a. mittelfristig als realistisch. Diese Annahme bezieht auch eine mit dem Angebotsausschuss diskutierte vorübergehende Verlangsamung des Umsatzwachstums im Jahr 2012 aufgrund der aktuellen Unsicherheit im makroökonomischen Umfeld mit ein. Langfristig gehen wir von einem Umsatzwachstum in Höhe von 1.5% aus.</p>	Durchschnitt <b>5.7%</b>	<b>1.5%</b>

PROFITABILITÄT	2011 – 2015	2016 ff.
<p><b>EBIT-Marge</b></p> <p>In den Geschäftsjahren 2008 bis 2010 betrug die EBIT Marge durchschnittlich 13.4%. Diese tiefe durchschnittliche Marge ist vor allem auf das schwierige Marktumfeld im Jahr 2009 und dem damit verbundenen Rückgang der EBIT Marge zurückzuführen.</p> <p>Die zukünftige mittelfristige durchschnittliche EBIT-Marge wird mit 14.0% veranschlagt. Für die Residualwertberechnung wurde eine langfristige, durchschnittliche EBIT-Marge von 14.5% angenommen. Die höhere EBIT Marge 2016ff. ist u.E. durch die Effizienzsteigerung in der Produktion und die namhaften Investitionen in Forschung und Entwicklung gerechtfertigt. Sie reflektiert ebenfalls einen zunehmenden Serviceanteil am Gesamtumsatz.</p>	<p>Durchschnitt <b>14.0%</b></p>	<p><b>14.5%</b></p>

INVESTITIONEN	2011 – 2015	2016 ff.
<p><b>Investitionen in % des Umsatzes</b></p> <p>Newave tätigt Investitionen einerseits in Sachanlagen wie Gebäude, Maschinen und sonstige Ausstattung und andererseits in immaterielle Vermögenswerte wie Forschung und Entwicklung.</p> <p>Da Newave in den vergangenen Jahren in den Bau des Gebäudes in Quartino (TI, Schweiz) investierte, waren die Investitionen in diesem Zeitraum überdurchschnittlich hoch und sind deshalb nicht repräsentativ für die Zukunft. Mit diesen Investitionen wurde die Produktionskapazität erhöht, so dass in den kommenden Jahren das geplante Umsatzwachstum ohne wesentliche Zusatzinvestitionen erreicht werden kann. In den kommenden Jahren wird sich das Investitionsvolumen daher im Bereich von 2.9% des Umsatzes einpendeln. Der grösste Teil (ca. 70%) fällt dabei auf Investitionen in Forschung und Entwicklung.</p>	<p>Durchschnitt <b>2.9%</b></p>	<p><b>2.9%</b></p>

WEITERE WERTETREIBER
<p><b>Residualwert: Wachstumsannahme nach dem Jahr 2015</b></p> <p>Die Wachstumsrate für die Berechnung des Residualwerts beeinflusst das Bewertungsergebnis massgeblich, da bei Discounted Cash Flow Bewertungen typischerweise dem Residualwert ein hohes Gewicht zukommt. Für die Bewertung der Newave wurde von Sarasin ein ewiges Wachstum von 1.5% p.a. angenommen, was einer durchschnittlichen, moderaten Inflationserwartung in den Hauptabsatzmärkten von Newave entspricht.</p>

### Steuersatz

Sarasin erachtet einen langfristigen durchschnittlichen Gruppensteuersatz in Höhe von 23.5% als angemessen. Dieser liegt leicht über dem historischen Niveau. Der Anstieg lässt sich durch den Anstieg der geplanten Absätze ausserhalb der Schweiz begründen. Im Geschäftsjahr 2010 lag der Steuersatz bei 15.5%, in den Vorjahren 2009 bzw. 2008 bei 20.9% bzw. 21.6%. Für 2011 wird von einem Steuersatz um 27% ausgegangen (Halbjahr 2011: 27.3%). Dies ist primär auf eine ungünstige Gewinn- und Verlustkonstellation in den verschiedenen Tochtergesellschaften zurückzuführen.

### Wechselkurs

Sämtliche Berechnungen von EUR in CHF basieren auf einem Wechselkurs in Höhe von CHF 1.23 zu EUR 1.00. Der Wechselkurs entspricht dem aktuellen Wechselkurs und wurde für die interne Planung von Newave verwendet.

## 4.2 Verwendete Analysemethoden

Zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Kaufpreises steht die DCF-Methode im Vordergrund. Zur Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses wurde zusätzlich eine Analyse vergleichbarer Gesellschaften (Compco Analyse), eine Analyse vergleichbarer Transaktionen (Compac Analyse) sowie eine Analyse von im schweizerischen Markt bei Börsentransaktionen bezahlten Kontrollprämien (Prämienanalyse) durchgeführt.

## 4.3 Discounted Cash Flow Methode

Bei der DCF-Methode wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Als finanzielle Überschüsse werden die Free Cash Flows herangezogen, die den Aktionären und den Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen. Die Summe der Barwerte der Free Cash Flows (inkl. Residualwert) zuzüglich allfälliger nicht-betriebsnotwendiger Aktiven ergibt den Unternehmenswert brutto. Von diesem werden die zinstragenden Verbindlichkeiten, bereinigt um die überschüssigen flüssigen Mittel, in Abzug gebracht, um den Unternehmenswert netto, d.h. den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln.

Zur Berechnung der Barwerte der finanziellen Überschüsse wurden als Diskontsatz die gewichteten Fremd- und Eigenkapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital) verwendet. Die Berechnung der Kapitalkostenkomponenten basiert auf dem Capital Asset Pricing Model.

Da die Planrechnungen in CHF dargestellt sind, wurde der Diskontsatz auf Basis der CHF-Kapitalkosten berechnet. Die folgenden Inputvariablen fanden bei der Berechnung des Diskontsatzes Verwendung.

### Risikoloser Zinssatz

Für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes wird vom CHF Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage ausgegangen. Dabei wird für den risikolosen Zinssatz die langfristig erzielbare Rendite von Anleihen öffentlicher Emittenten herangezogen. Da Laufzeiten aber zeitlich begrenzt sind, muss eine Annahme bzgl. des Zinsniveaus bei der Wiederanlage getroffen werden. Zur Orientierung wurde dazu die historische Zinsentwicklung herangezogen.

Anleihen der Schweizer Eidgenossenschaft mit einer Restlaufzeit von ca. 30 Jahren wiesen am 25. November 2011 eine Rendite von 1.3%<sup>2</sup> auf. In den letzten 10 Jahren lag die Rendite von Anleihen der Schweizer Eidgenossenschaft mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren bei durchschnittlich 3.1%<sup>3</sup>. Über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten war das Zinsniveau

---

<sup>2</sup> Quelle: Bloomberg

<sup>3</sup> Quelle: Datastream



jedoch klar über 4%<sup>4</sup>. Unter Berücksichtigung der Zinsentwicklung in der Vergangenheit und der aktuellen Rendite dieser langfristigen Anleihen wurde ein Basiszinssatz in der Höhe von 4% zugrunde gelegt.

### Risikozuschlag

Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme des Unternehmerrisikos lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelten. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen eingehen, ist ein Zuschlag zum risikolosen Zinssatz notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.

Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dieses ist im Rahmen dieses Gutachtens angewendet worden.

Die unternehmensspezifische Risikoprämie erhält man durch Multiplikation des Beta-Faktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Beta-Faktor ist ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta-Faktor grösser eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals gemessen am Aktienkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass sich der Wert im Durchschnitt unterproportional ändert.

Die Berechnung der Marktrisikoprämie erfolgt durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in Aktien und risikolosen Anlagen. Kapitalmarktuntersuchungen langjähriger Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Unter Berücksichtigung der langfristigen Aktienmarktrendite in der Schweiz in Höhe von ca. 8% bis ca. 10%<sup>5</sup> errechnet sich, nach Abzug des angenommenen risikolosen Zinssatzes in Höhe von 4%, eine der Bewertung zugrunde gelegte Marktrisikoprämie in Höhe von 5%.

Zur Herleitung des Beta-Faktors für Newave wurden die Beta-Faktoren vergleichbarer Gesellschaften verwendet (vgl. Beilage 4 Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften). Damit die Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen vergleichbar sind, wurden diese um die unternehmensspezifische Verschuldung bereinigt (verschuldungsbereinigtes bzw. unlevered Beta). Der durchschnittliche verschuldungsbereinigte (schuldenfreie) Beta-Faktor dieser Vergleichsunternehmen beträgt 0.90.

Damit aus dem so ermittelten verschuldungsbereinigten Beta-Faktor der Vergleichsgruppe der Beta-Faktor für Newave abgeleitet werden kann, ist dieser wiederum der unternehmensspezifischen Verschuldung von Newave anzupassen.

Die Berechnung des Beta-Faktors von Newave basiert auf einer geschätzten Verschuldungsstruktur, die die durchschnittlichen gewichteten Gesamtkapitalkosten (WACC) langfristig minimiert und der Gesellschaft die unternehmerische Freiheit belässt. Wir erachten eine Fremdfinanzierung (gemessen als Nettoverschuldung) von rund 2 x EBITDA aufgrund der Grösse und Bilanzstruktur von Newave als angemessen. Dies ergibt ein Gearing (Nettoverschuldung / Eigenkapital zu Marktwerten) von rund 18%.

### Fremdkapitalkosten

Aufgrund einer Analyse von ausstehenden Obligationen vergleichbarer Unternehmen sowie unseren eigenen Einschätzungen gehen wir davon aus, dass sich die Fremdkapitalkosten der Newave, unter Berücksichtigung der zugrunde gelegten Zielkapitalstruktur, langfristig 350 Basispunkte (all-in) über dem risikofreien Zinssatz befinden.

---

<sup>4</sup> Quelle: Pictet & Cie, Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2009), Januar 2011

<sup>5</sup> Quelle: Pictet & Cie, Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2009), Januar 2011

## Gesamtkapitalkosten

Auf Basis der oben erläuterten Angaben errechnen sich die Gesamtkapitalkosten für Newave wie folgt:

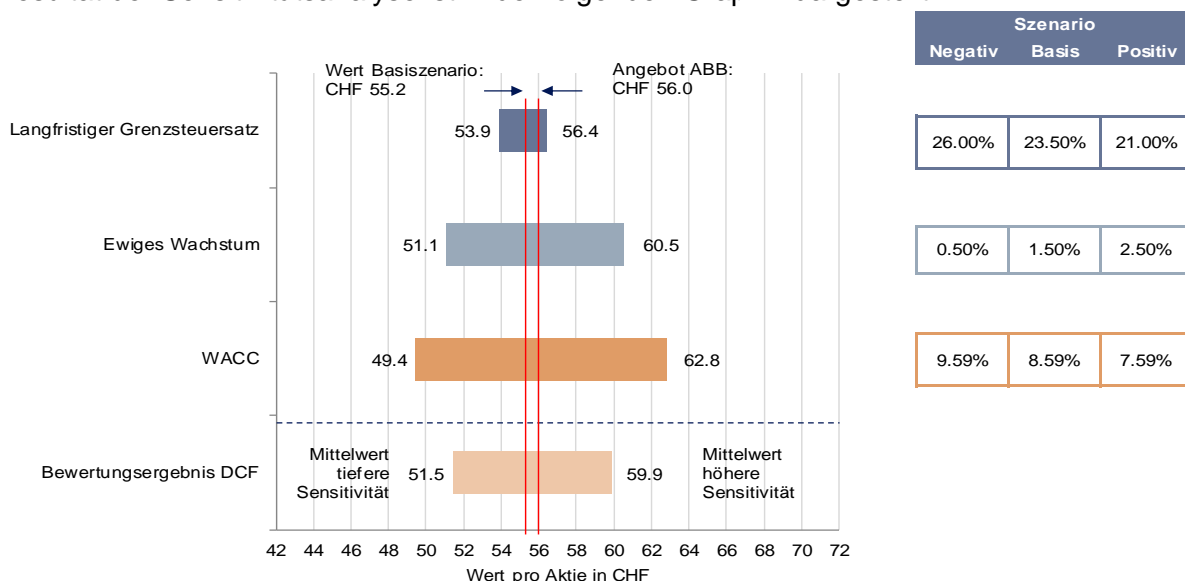
WACC Berechnung		
(Zahlen teilweise gerundet)	<b>Newave</b>	<b>Quelle:</b>
Risikofreier Zinssatz	4.00%	Rendite schweizerischer Staatsanleihen
Marktrisikoprämie	5.00%	(Aktienmarkttrendite - risikofreier Zinssatz); Pictet
Unlevered Beta	0.90	Peergroupanalyse; Bloomberg
Relevered Beta	1.02	= Unlevered Beta * (1+(1-s) * Gearing)
<b>Eigenkapitalkosten</b>	<b>9.10%</b>	= Risikofreier Zinssatz + (Marktrisikoprämie*Relevered Beta)
Risikofreier Zinssatz	4.00%	Rendite schweizerischer Staatsanleihen
Risikozuschlag	3.50%	Spreadanalyse; eigene Einschätzungen
<b>Fremdkapitalkosten</b>	<b>7.50%</b>	
Fremdkapitalkosten (steueradj.)	5.74%	= Fremdkapitalkosten * (1-s)
Gearing (net debt / equity*)	0.18	Unterstellte, langfristige Zielkapitalstruktur
Anteil Fremdkapital	15%	
Anteil Eigenkapital	85%	
Steuerrate (s)	23.5%	Grenzsteuersatz
<b>WACC (steueradjustiert)</b>	<b>8.59%</b>	Gewichtete Gesamtkapitalkosten steueradjustiert

\* Marktwert

Die Anwendung von Prämien und Abschlägen in den Kapitalkosten wie bspw. Prämien für Kleinunternehmen, Konglomeratsabschläge usw. erachten wir im Rahmen dieser Fairness Opinion als unzweckmässig, da die Nachvollziehbarkeit und Begründung für solche Prämien und Abschläge unzureichend sind.

## Sensitivitätsanalyse

Die Wertbandbreite der DCF-Bewertung wurde durch eine Sensitivitätsanalyse festgelegt, anhand welcher Wertetreiber innerhalb einer Wertspanne variiert wurden. Als Parameter wurden der WACC, das ewige Wachstum sowie der langfristige Steuersatz bestimmt. Das Resultat der Sensitivitätsanalyse ist in der folgenden Graphik dargestellt.





Die Sensitivitätsanalyse der DCF-Bewertung führt zu einer Wertbandbreite von CHF 51.5 bis CHF 59.9 pro Namenaktie der Newave (Mittelwert der tieferen bzw. der höheren Sensitivitäten).

### 4.4 Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Comppo)

#### Stellenwert

Diese Methode wird insbesondere in der Finanzanalyse bevorzugt, da die Kapitalmarktteilnehmer meist nicht über detaillierte Planrechnungen der Unternehmen verfügen. Da Sarasin die Planrechnungen von Newave zur Verfügung gestellt wurden und diese in Diskussion mit dem Management plausibilisiert werden konnten, beurteilen wir die DCF-Bewertung als die aussagekräftigere Bewertungsmethode. Die Bewertung mit Hilfe von ähnlichen kotierten Gesellschaften dient damit primär der Überprüfung und Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses der DCF-Methode.

#### Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes (aktueller Börsenwert plus Nettoschulden und Minoritäten<sup>6</sup>) von vergleichbaren, kotierten Gesellschaften mit den aktuellen bzw. erwarteten finanziellen Kennzahlen (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT, Reingewinn) für die letzten zwölf Monate und die beiden folgenden Geschäftsjahre werden Multiplikatoren errechnet und ein Durchschnitt gebildet (siehe Beilage 1 Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen). Die Anwendung dieser Durchschnittsmultiplikatoren auf die finanziellen Kennzahlen von Newave (EBITDA, EBIT, Reingewinn) ergibt ein Bewertungsergebnis für jeden berechneten Durchschnittsmultiplikator.

Die folgenden zwei Faktoren haben einen wesentlichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis:

- ◆ Der ermittelte Durchschnittsmultiplikator und
- ◆ die Auswahl und Ermittlung der finanziellen Kennzahlen von Newave, auf die der Multiplikator angewendet wird

Der Durchschnittsmultiplikator ist primär abhängig von der Auswahl der Vergleichsgesellschaften. Nur wenn Gesellschaften zur Verfügung stehen, die in Bezug auf die wesentlichen Charakteristiken der zu bewertenden Gesellschaft vergleichbar sind, ergibt sich ein aussagekräftiger Multiplikator.

Da die Bewertung mittels Vergleichsgesellschaften auf dem aktuellen bzw. dem erwarteten Ergebnis der nächsten zwei Jahre basiert (letzte 12 Monate per 30. September 2011 („LTM“), 2011E sowie 2012E), widerspiegeln diese Ergebnisse den Unternehmenswert aus einer eher kurzfristigen Optik. Mittelfristig realisierbares Wachstums- und Margensteigerungspotenzial sowie ein spezifisches Stadium im Rahmen eines Geschäftszyklus werden in der Regel nur erfasst, wenn die Vergleichsgesellschaften ähnliche Wachstums- und Margenpotenziale aufweisen bzw. sich im selben Stadium des Geschäftszyklus befinden.

#### Auswahl der Vergleichsgesellschaften für Newave

Die Auswahl von Vergleichsgesellschaften für Newave gestaltet sich als relativ schwierig, da sich Newave mit der unterbrechungsfreien Stromversorgung (USV) auf ein sehr enges Tätigkeitsgebiet fokussiert. Bei den börsenkotierten Wettbewerbern handelt es sich meist um umsatzstarke Konzerne, bei denen die Tätigkeiten im Bereich der unterbrechungsfreien Stromversorgung lediglich einen verhältnismässig kleinen Teil des Gesamtumsatzes ausmachen. Dennoch konzentrieren sich diese Konzerne zumindest auf ähnliche Produkte im Bereich der Elektronik / Stromversorgung. Die direkten Konkurrenten sind jedoch hinsichtlich der Kriterien Grösse, Liquidität und Kotierung nur bedingt mit Newave vergleichbar.

---

<sup>6</sup> Anteilige EBITDA und EBIT werden von Minderheiten direkt abgezogen.

## Gutachten Newave Energy Holding SA

Um diesen Umständen Rechnung zu tragen, wurden von Sarasin zwei Gruppen an Vergleichsunternehmen gebildet. Bei der Gruppe 1 handelt es sich um die internationalen Hauptkonkurrenten von Newave im Bereich der USV. Diese werden durch eine zweite Gruppe von Schweizer Small und Mid Caps im Bereich elektronische und elektrische Komponenten und Lösungen ergänzt. Die konkreten Auswahlkriterien sowie die ausgewählten Vergleichsunternehmen sind in untenstehender Tabelle zusammengefasst.

Vergleichsunternehmen	Gruppe 1: Internationale Konkurrenten	Gruppe 2: CH Small and Mid Caps
<b>Auswahlkriterien</b>	Wettbewerber von Newave (inkl. ABB)	Markkapitalisierung (CHF 100 Mio. - 1'000 Mio.) Kotierung in der Schweiz Keine Konsumgüter Keine Maschinenindustrie Bezug zu Elektronik / Elektrische Komponenten und Lösungen Breite Kundschaft aus verschiedenen Industrien Globale Absatzmärkte
<b>Vor- und Nachteile</b>	+In der Nische vergleichbar +Liquidität der Aktien - Teil einer grossen Firma - Viel grösser als Newave	- Nicht dieselbe Nische (USV) - Liquidität der Aktien +In der Grösse vergleichbar +Kotierung in der Schweiz
<b>Ausgewählte Unternehmen</b>	Schneider Electric SA Emerson Electric Co Eaton Corp Legrand SA ABB Ltd.	Lem Holding SA Belimo Holding AG Tecan Group AG Huber & Suhner AG Schaffner Holding AG Comet Holding AG

Der Bewertung wurden die Multiplikatoren für LTM, 2011E und 2012E zugrunde gelegt. Aufgrund unterschiedlicher Rentabilitäten wurde auf eine Bewertung anhand eines Umsatz-Multiplikators verzichtet. Sarasin basiert deshalb für die Multiplikatorenanalyse auf den EBITDA und EBIT Multiplikatoren. Der P/E Multiplikator wurde nicht berücksichtigt, da Newave keine Verschuldung aufweist.

### Resultat der Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften

Bei Gleichgewichtung von EBITDA und EBIT Multiplikatoren ergibt sich eine Bewertungsbandbreite von CHF 36.2 je Aktie bis CHF 40.9 je Aktie. Der untere Wert der Bandbreite bildet sich aus der Bewertung mittels internationaler Vergleichsunternehmen, der obere Wert aus der Bewertung mittels Schweizer Wettbewerber.

Die Resultate der Compco Analyse liegen damit deutlich unterhalb des Resultates der DCF-Bewertung. Dies liegt auch daran, dass die Multiplikatoren in den letzten Monaten aufgrund der Eurokrise stark gefallen sind.

## 4.5 Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen (Compac)

### Stellenwert

Wollen sich ein strategischer Käufer und ein Verkäufer auf einen Kaufpreis im Hinblick auf eine Übernahme einigen, müssen sich die beiden Parteien im Rahmen ihrer Bewertungsgutachten Überlegungen zum Synergie- und kombinierten Marktpotenzial machen. Um als Käufer den Zuschlag zu erhalten, kann sich dieser bereit erklären, einen Teil des zukünftigen Potenzials in seine Preisofferte einzubeziehen, was zu einer Prämie auf den Börsenkurs führt. Eine Analyse ähnlicher Transaktionen kann Aufschluss über bezahlte Multiplikatoren in Übernahmesituationen geben. Allerdings muss festgehalten werden, dass es schwierig ist, vergleichbare und gleichzeitig aktuelle Transaktionen zu finden. Diese dürfen nicht zu weit zurückliegen, weil sich bezahlte Multiplikatoren – wie die Bewertung der Aktienmärkte – über die Zeit stark verändern können.

### Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes, der im Rahmen eines Übernahmeangebotes bezahlt wurde, mit ausgewählten finanziellen Kennzahlen der Zielgesellschaft (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT, Reingewinn) erhält man den bezahlten Multiplikator. Aus verschiedenen Transaktionen wird so ein Durchschnittsmultiplikator ermittelt, der dann durch Multiplikation mit dem entsprechenden finanziellen Überschuss der Zielgesellschaft zu einem impliziten Unternehmenswert für die Zielgesellschaft führt.

### Auswahl ähnlicher Transaktionen

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass in dem spezifischen Segment von Newave in den letzten drei Jahren lediglich eine geringe Anzahl an Transaktionen stattgefunden hat. Des Weiteren waren die Zielgesellschaften oft nicht kotiert und der Kaufpreis respektive die Multiplikatoren dementsprechend nicht öffentlich verfügbar.

Die wichtigsten von uns angewendeten Kriterien für die Auswahl der Transaktionen waren die folgenden:

- ◆ Transaktionen, die innerhalb der letzten drei Jahre angekündigt wurden
- ◆ Transaktionsvolumen grösser als CHF 100 Mio.
- ◆ Unternehmen mit industriellen Aktivitäten im Bereich USV bzw. Elektronikkomponenten / Lösungen
- ◆ Verfügbarkeit von Multiplikatoren
- ◆ Akquisition eines Anteils von über 50% an der Zielgesellschaft

Multiplikatoren ähnlicher Gesellschaften sind die vier in Beilage 1 ausgewählten Transaktionen sowie die dabei bezahlten EBITDA-Multiplikatoren. Da für die meisten Transaktionen keine EBIT und P/E Multiplikatoren berechnet werden konnten, musste auf den EBITDA Multiplikatoren abgestellt werden. Dabei handelt es sich bei allen errechneten Multiplikatoren ausser bei der SCADAGroup um LTM Multiplikatoren. Für die SCADAGroup war nur das EBITDA 2011E verfügbar. Für die Berechnung des Wertes bei der SCADAGroup wurden deshalb die Planzahlen 2011E der Newave verwendet, für die sonstigen Transaktionen LTM Werte. Als Spezialfall ist dabei die Akquisition von Chloride durch Emerson zu sehen. Hierbei handelte es sich um einen Bieterwettbewerb zwischen ABB und Emerson. Eine Berücksichtigung von Angeboten mit Bieterwettbewerb würde die Bewertungsbandbreite stark verzerren. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, wurde sowohl das ursprüngliche Angebot der ABB als auch das schlussendlich bezahlte dargestellt, wobei das erhöhte Angebot von Emerson nicht in die Beurteilung einflusst. Bei der Berechnung des Eigenkapitalwerts pro Aktie wurden jeweils Minoritäten und Net Cash berücksichtigt.

### Resultat der Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen

Unter Ausschluss des Bieterwettbewerbs um Chloride ergibt sich eine Bewertungsbandbreite von CHF 50.7 bis CHF 75.3 je Aktie. Das Bewertungsergebnis anhand der Analyse ähnlicher Transaktionen ist relativ gross, da die konkreten Übernahmesituationen von Fall zu Fall sehr unterschiedlich sind.

#### 4.6 Analyse bezahlter Prämien im schweizerischen Kapitalmarkt (Prämienanalyse)

Im Sinne einer weiteren Analyse kann auch beurteilt werden, wie sich die Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs (VWAP) der letzten 60 Börsentage der Newave Aktie vor Ankündigung einer möglichen Offerte zu den bezahlten Prämien in vergleichbaren vergangenen Börsentransaktionen verhält.

Die besondere Konstellation im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots beeinflusst die Prämie wesentlich. So ist es beispielsweise wichtig, wie hoch der Anteil des Anbieters am Zielunternehmen zum Zeitpunkt der Voranmeldung ist. Verfügt der Anbieter bereits über eine komfortable Mehrheit des Aktienkapitals, wird seine Bereitschaft, den übrigen Aktionä-

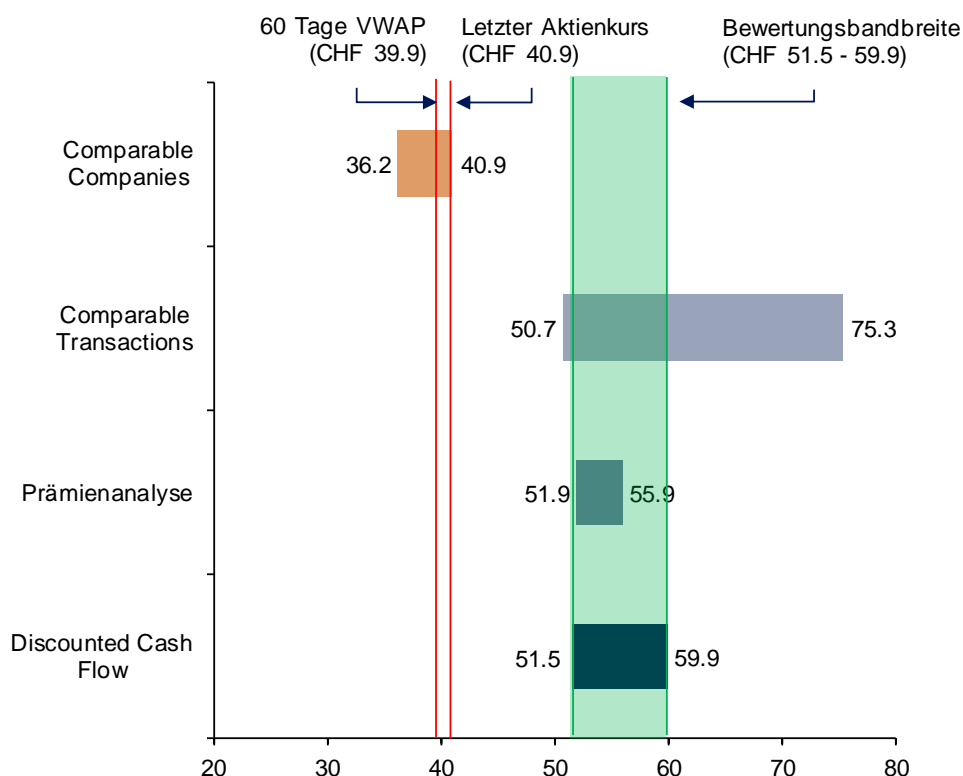
ren eine zusätzliche Kontrollprämie auf dem Aktienkurs zu gewähren, kleiner sein, da er die Kontrolle über das Unternehmen faktisch bereits ausübt. Des Weiteren ist auch die Existenz / Absenz eines Konkurrenzangebots zu berücksichtigen. Vor dem Hintergrund von Übernahmekämpfen zwischen verschiedenen potenziellen Käufern wurden in der Vergangenheit höhere Prämien bezahlt (z.B. Saia Burgess, SIG, sia Abrasives) als bei Offerten ohne Bieterwettbewerb. Zusätzlich ist die Art der Entschädigung zu berücksichtigen, weshalb in dieser Analyse einzig Barofferten einbezogen wurden.

Zudem wurden in der Vergangenheit in verschiedenen Fällen höhere Prämien an Aktienklassen bezahlt, welche über eine Stimmbevorzugung resp. einen tieferen Nennwert bei gleichem Stimmrecht verfügten. Darauf basierend wurden die Kriterien zur Berücksichtigung vergleichbarer Transaktionen wie folgt festgelegt:

- ◆ Berücksichtigung von Transaktionen seit 1. Januar 2006
- ◆ Zielgesellschaft ist / war an der SIX Swiss Exchange kotiert
- ◆ Keine Berücksichtigung von Banken, Versicherungen und Beteiligungsgesellschaften
- ◆ Reines Barangebot (Cash Offer)
- ◆ Das Aktienkapital der Zielgesellschaft besteht aus nur einer Aktienklasse
- ◆ Die Anbieterin hielt vor Lancierung des Übernahmeangebots keine Mehrheitsbeteiligung von >50% an der Zielgesellschaft
- ◆ Keine Berücksichtigung von Offerten mit Bieterwettbewerb

Ausgehend von einer durchschnittlich bezahlten Prämie in der Höhe von 35.2% und dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Newave Namenaktien in den letzten 60 Tagen vor dem 25. November 2011 in Höhe von CHF 39.9 errechnet sich ein Aktienpreis, basierend auf einer Bandbreite der Prämie von  $\pm 5\%$ -Punkten, zwischen CHF 51.9 und CHF 55.9 pro Namenaktie. Die Ermittlung der im schweizerischen Kapitalmarkt erzielten Prämien ist in Beilage 3 Prämienanalyse dargestellt.

### 4.7 Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses



Das Bewertungsergebnis der DCF-Methode wird durch das Ergebnis der Prämienanalyse und der Analyse ähnlicher Transaktionen (Compac) bestätigt. Demgegenüber liegen die Resultate der Analyse ähnlicher kotierter Unternehmungen (Compco) deutlich tiefer.

Gemäss Auffassung von Sarasin ist die Compco im vorliegenden Fall nicht aussagekräftig, da diese Analyse eine Kontrollprämie sowie das Synergiepotenzial nicht abbildet. Im aktuellen Kapitalmarktumfeld wird auch das mittelfristige Ertragspotenzial im Rahmen einer Compco zu wenig berücksichtigt.

Damit stellt Sarasin im vorliegenden Fall auf das Ergebnis der DCF-Bewertung ab. Auf der Grundlage des vorstehend erläuterten Vorgehens bei der Bewertung von Newave ergibt sich eine Bewertungsbandbreite von CHF 51.5 bis CHF 59.9 pro Namenaktie der Newave.

Der von ABB im Rahmen des Kaufangebots angebotene Preis von CHF 56.0 liegt damit innerhalb dieser Bewertungsbandbreite.

## **5 Ergebnis des Gutachtens**

Basierend auf den in diesem Gutachten zugrunde liegenden Bewertungsanalysen und Überlegungen sollte der Angebotspreis im Sinne der finanziellen Angemessenheit in der ermittelten Bewertungsbandbreite in Höhe von CHF 51.5 bis CHF 59.9 pro Namenaktie Newave liegen. Diese Aussage stützt sich in erster Linie auf das Resultat der DCF-Bewertung. Das Resultat der DCF-Bewertung wird durch die Analyse vergleichbarer Transaktionen und die Prämienanalyse unterstützt. Damit erachten wir den von ABB im Rahmen des Kaufangebotes angebotenen Preis von CHF 56.0 als fair.

### **Wichtig für die Privataktionäre**

Das Ergebnis dieses Gutachtens berücksichtigt die potentiellen Steuerfolgen einzelner Aktionäre nicht. Diesbezügliche Angaben finden sich im Angebotsprospekt von ABB.

Zürich, 6. Dezember 2011

**Bank Sarasin & Cie AG**

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

## 6 Anhang

### 6.1 Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher Unternehmen (Compco)

Gruppe 1: Internationale Konkurrenten

Gesellschaft	Country	Currency	Marktkap. (in Mio. Lokalwährung)	EBITDA			EBIT		
				LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E
Schneider Electric SA	Frankreich	EUR	19'835	6.6x	6.7x	6.4x	8.5x	8.4x	8.0x
Emerson Electric Co	USA	USD	35'776	7.8x	7.8x	7.8x	9.5x	9.5x	9.3x
Eaton Corporation	USA	USD	13'659	7.9x	7.1x	6.4x	10.7x	8.2x	7.3x
Legrand SA	Frankreich	EUR	6'173	7.7x	7.5x	7.3x	9.5x	9.1x	8.9x
ABB Ltd.	Schweiz	CHF	35'546	6.5x	5.9x	5.6x	7.8x	7.0x	6.6x
<b>Durchschnitt (alle Gesellschaften)</b>				<b>7.3x</b>	<b>7.0x</b>	<b>6.7x</b>	<b>9.2x</b>	<b>8.4x</b>	<b>8.0x</b>
<b>Durchschnitt (ohne Min &amp; Max)</b>				<b>7.4x</b>	<b>7.1x</b>	<b>6.7x</b>	<b>9.2x</b>	<b>8.6x</b>	<b>8.0x</b>

Quellen: Geschäftsberichte, Bloomberg

Gruppe 2: CH Small & Mid Caps

Gesellschaft	Country	Currency	Marktkap. (in Mio. Lokalwährung)	EBITDA			EBIT		
				LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E
LEM Holding SA	Schweiz	CHF	465	8.8x	13.0x	10.5x	10.4x	17.9x	12.9x
Tecan Holding AG	Schweiz	CHF	626	8.8x	9.7x	8.4x	10.2x	12.0x	10.4x
Schaffner Holding AG	Schweiz	CHF	168	7.0x	8.1x	7.4x	9.1x	11.7x	10.2x
Comet Holding AG	Schweiz	CHF	107	4.7x	5.2x	4.3x	7.7x	10.1x	7.4x
Belimo Holding AG	Schweiz	CHF	941	9.4x	10.0x	9.3x	11.0x	11.7x	10.8x
Huber & Suhner Holding AG	Schweiz	CHF	774	4.8x	6.0x	6.4x	6.2x	8.7x	9.6x
<b>Durchschnitt (alle Gesellschaften)</b>				<b>7.3x</b>	<b>8.7x</b>	<b>7.7x</b>	<b>9.1x</b>	<b>12.0x</b>	<b>10.2x</b>
<b>Durchschnitt (ohne Min &amp; Max)</b>				<b>7.4x</b>	<b>8.4x</b>	<b>7.9x</b>	<b>9.3x</b>	<b>11.4x</b>	<b>10.3x</b>

Quellen: Geschäftsberichte, Bloomberg

## 6.2 Beilage 2: Multiplikatoren ähnlicher Transaktionen (Compac)

Zielgesellschaft	Übernehmende Gesellschaft	Datum Ankündigung	Zahlungsart	EBITDA LTM	Multiples 2011E	Eigenkapitalwert je Aktie
SCADAgrouP Pty Ltd	Schneider Electric SA	13.04.2010	Cash		11.0 x	51.9
Chloride Group Ltd	Emerson Electric Co	26.04.2010	Cash	15.3 x		72.3
Chloride Group Ltd*	Emerson Electric Co	29.06.2010	Cash	20.6 x		94.8
Stromag Holding GmbH	GKN PLC	18.07.2011	Cash	10.3 x		50.7
Luminous Power Technologies Pvt. Ltd	Schneider Electric SA	30.05.2011	Cash	16.0 x		75.3

<b>Durchschnitt (alle Transaktionen)</b>				<b>15.5 x</b>	<b>11.0 x</b>	<b>62.5</b>
				Bewertungsbandbreite**		50.7 - 75.3

\* Konkurrenzangebot von 375 GBP

\*\* Ohne Konkurrenzangebot von Emerson für Chloride

Quellen: Bloomberg, Mergermarket, Geschäftsberichte, Medienmitteilungen



# Gutachten Newave Energy Holding SA

## 6.3 Beilage 3: Prämienanalyse

Zielgesellschaft	Übernehmende Gesellschaft	Datum der Ankündigung <sup>1)</sup>	Total Transaktionswert (Eigenkapital in CHFmn)	Beteiligung Zielgesellschaft bei Ankündigung	Beteiligung Zielgesellschaft erreicht	Minimales Akzeptanzniveau	Prämie basierend auf VWAP <sup>2)</sup>
Leclanché Switzerland	EnergyGroup Holding	21.02.2006	25	51%	79%	-	8%
Energie Electrique du Simplon	Energie Ouest Suisse	28.06.2006	101	90%	91%	-	14%
Agie Charmilles	Georg Fischer	22.08.2006	733	80%	93%	90%	14%
Saurer	Unaxis (today's OC Oerlikon)	06.09.2006	1'964	45%	99%	50% + 1 share	36%
SIG <sup>3)</sup>	Rank Group	25.09.2006	2'739	0%	75%	67%	52%
Bank Linth <sup>3)</sup>	LLB	03.11.2006	435	1%	72%	67%	31%
Gétaz Romang Holding	CRH Europe Holding	05.03.2007	537	33%	99%	67%	25%
Henniez	Nestlé	04.09.2007	212	62%	100%	-	-5%
Implen <sup>4)</sup>	LIL Investments (Laxey Partners)	01.11.2007	614	34%	-	-	6%
SEZ	LAM	11.12.2007	639	7%	95%	67%	54%
Von Roll <sup>4)</sup>	Aktionärsgruppe von Fink	12.12.2007	1'567	44%	63%	-	0%
Baumgartner	Behr Bircher Cellpack	29.02.2008	54	26%	91%	67%	0%
Eichhof Getränke Holding AG <sup>5)</sup>	Heineken International B.V.	10.04.2008	N/A	N/A	-	N/A	N/A
Speedel	Novartis	10.07.2008	1'016	61%	100%	-	80%
sia Abrasives <sup>3)</sup>	Bosch	26.08.2008	316	48%	100%	N/A	17%
Ciba	BASF	15.09.2008	3'346	1%	95%	67%	64%
Quadrant	Aquamit BV	05.04.2009	237	33% <sup>6)</sup>	95%	67%	58%
Metraux Services Holding AG	Swiss Automotive Group AG	13.05.2009	68	54%	99%	-	51%
Day Software Holding AG	Adobe Systems Benelux B.V.	28.07.2010	219	11%	99%	67%	59%
Winterthur Technologie AG	3 M (Schweiz)	06.12.2010	363	14%	85%	67%	23%
Datacolor <sup>7)</sup>	Werner Dubach	16.12.2010	71	33%	77%	-	25%
Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen III AG	17.01.2011	267	33%	81%	50%	7%
Medical Research, Services & Investments	Genolier Swiss Medical Network SA	20.01.2011	116	55%	84%	-	8%
Schulthess Group AG	Nibe Industrier AB	11.04.2011	638	31%	97%	67%	26%
Absolute Private Equity AG	HarbourVest Acquisition GmbH	26.04.2011	806	0%	97%	50% + 1 share	14%
Lamunière SA <sup>8)</sup>	Edipresse SA	17.05.2011	2'378	78%	92%	-	-
EGL AG	AXPO Holding AG	20.06.2011	2'244	91%	100%	-	21%
Escor Casinos & Entertainment AG	Highlight Communications AG	16.09.2011	22	30%	-	50%	0.4%
Uster Technologies AG	Toyota Industries Corporation	08.11.2011	321	28%	-	67%	15%

Durchschnittliche Prämie (blau unterlegte Transaktionen)

35.2%

5% Bandbreite ausgehend von der durchschnittlichen Prämie

30.2% - 40.2%

<sup>1)</sup> Ankündigungsdatum der ersten Offerte

<sup>2)</sup> Volumengewichteter Durchschnittspreis (VWAP) der 60 Handelstage vor Ankündigung

<sup>3)</sup> Bieterwettbewerb

<sup>4)</sup> Keine Intention der Anbieterin, zusätzliche Aktien zu erwerben (d.h. Minum Price Rule angewandt; floss nicht in Durchschnittsberechnung ein)

<sup>5)</sup> Kein Marktpreis verfügbar, da Getränkediision nicht separat gelistet

<sup>6)</sup> Zusätzlich 4.1% via Optionen

<sup>7)</sup> illiquider Titel (Mindestpreis)

<sup>8)</sup> freiwilliges Angebot unterliegt nicht dem 60 Tage VWAP

#### 6.4 Beilage 4: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften

Comparable Companies	Beta	Net debt/ market cap	Marginal company tax rate	Levering factor	Unlevered beta
LEM Holding SA	0.67	0.2%	20.8%	1.00	0.67
Tecan Group AG	0.66	-12.5%	21.6%	0.90	0.73
Schaffner Holding AG	0.80	-0.2%	13.3%	1.00	0.80
Comet Holding AG	0.75	39.2%	24.6%	1.30	0.58
Belimo Holding AG	0.80	-3.9%	17.4%	0.97	0.83
Huber + Suhner AG	0.90	-20.3%	20.3%	0.84	1.07
Schneider Electric SA	1.14	21.3%	9.5%	1.19	0.96
Emerson Electric Co	1.16	11.4%	31.0%	1.08	1.07
Eaton Corp	1.36	21.7%	24.0%	1.16	1.17
Legrand SA	0.84	23.6%	35.1%	1.15	0.72
ABB Ltd	1.25	-2.7%	27.2%	0.98	1.27
Mean	0.94	7.1%	22%	1.05	0.90

1) Quelle: Bloomberg

2) Kapitalstruktur: Net Debt / Market Cap

3) Unlevered Beta = Adjusted Beta \* Unlevering Factor

4) Unlevering Factor =  $1/(1+(1-\text{Grenzsteuersatz}) \cdot (\text{Net Debt} / \text{Market Cap}))$

### 6.5 Beilage 5: Abkürzungsverzeichnis / Glossar

Beta	Relativer Eigenkapitalrisikofaktor
CAGR	Compound Annual Growth Rate, durchschnittliches jährliches Wachstum über einen Zeitraum (geometrisches Mittel)
Compac Analyse	Bewertungsmethode, die einen Vergleich mit ähnlichen Transaktionen vornimmt
Compco Analyse	Bewertungsmethode, die einen Vergleich mit ähnlichen kotierten Gesellschaften vornimmt
DCF	Discounted Cash Flow
DPA	Dezentrale Parallelarchitektur
EBIT	Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
FCF	Free Cash Flow (vor Fremdkapitalzinsen); wurden als finanzielle Überschüsse in der DCF-Bewertung verwendet
IFRS	International Financial Reporting Standards; internationale Rechnungslegungsvorschriften für Unternehmen
kVA	Kilovoltampere; eine gesetzliche Masseinheit für die einem elektrischen Verbraucher zugeführte oder zuzuführende elektrische Leistung
LTM	Last twelve months (Erfolgsrechnungszahlen basierend auf den veröffentlichten Finanzzahlen der letzten 12 Monate)
Residualwert	Unternehmenswert am Ende der Planungsperiode
SPI	Swiss Performance Index; Gesamtmarktindex für den schweizerischen Aktienmarkt
Unternehmenswert brutto	Wert einer Gesellschaft vor Abzug des verzinslichen Fremdkapitals (allenfalls bereinigt um überschüssige Liquidität)
Unternehmenswert netto	Wert einer Gesellschaft nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals; entspricht dem Wert des Eigenkapitals
USV	Unterbrechungsfreie Stromversorgung
Value Drivers	Bewertungsparameter, der einen wesentlichen Einfluss auf das Resultat der DCF-Bewertung hat
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Gewichtete Gesamtkapitalkosten, bestehend aus Eigen- und Fremdkapitalkosten)
Zielgesellschaft	Gesellschaft, die Ziel eines Übernahmeangebots durch einen Käufer ist