

**Fairness Opinion zuhanden der unabhängigen Mitglieder des Verwaltungsrates der Quadrant AG, Lenzburg, Schweiz**

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der Aquamit B.V., Niederlande, für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Quadrant AG, Lenzburg, Schweiz.

Zürich, 30. April 2009

## Abkürzungsverzeichnis

Aquamit	Aquamit B.V. (Niederlande)
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen)
EK	Eigenkapital
EV	Enterprise Value (Unternehmenswert total)
exkl.	exklusive
FK	Fremdkapital bzw. Finanzverbindlichkeiten
GK	Gesamtkapital
inkl.	inklusive
JVN	Joint Venture Nippon Polypenco Ltd (Japan)
LW	Lokalwährung
Mio.	Million(en)
MPlastics	Mitsubishi Plastics, Inc. (Japan)
P/E	Price Earnings Multiple
p.a.	per annum (pro Jahr)
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
QCMS	Geschäftsbereich Quadrant Creative Moulding & Systems
QCPS	Geschäftsbereich Quadrant Cable Protection Systems
QEPP	Geschäftsbereich Quadrant Engineering Plastic Products
QPC	Geschäftsbereich Quadrant Plastic Composites
Quadrant	Quadrant AG (Lenzburg, Schweiz)
vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewichtete Kapitalkosten)

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>4</b>
1.1	Ausgangslage	4
1.2	Auftrag	4
1.3	Beurteilungsvorgehen	5
1.4	Beurteilungsgrundlagen	5
<b>2</b>	<b>Beschreibung der Quadrant</b>	<b>7</b>
2.1	Geschäftstätigkeit der Quadrant	7
2.2	Kommentare in Bezug auf die Finanzplanung	9
<b>3</b>	<b>Wertüberlegungen Quadrant</b>	<b>11</b>
3.1	DCF-Bewertung	11
3.2	Marktbewertung	14
3.3	Zusammenfassung	16
<b>4</b>	<b>Schlussfolgerung</b>	<b>17</b>
<b>5</b>	<b>Anhang</b>	<b>18</b>
Anhang 1:	Beta- und Finanzierungsanalyse	18
Anhang 2:	Graphische Herleitung der Kapitalkosten (WACC)	19
Anhang 3:	Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	20

## **1 Einleitung**

### **1.1 Ausgangslage**

Die Quadrant AG mit ihren Tochtergesellschaften („Quadrant“) ist ein global führender Hersteller von hochwertigen thermoplastischen Werkstoffen in Form von Halbzeugen und Fertigteilen. Diese Werkstoffe werden vorwiegend von weiterverarbeitenden Kunden in der breit diversifizierten Investitionsgüterindustrie eingesetzt.

Seit der Gründung im Jahr 1996 ist die Quadrant insbesondere durch Akquisitionen im In- und Ausland auf die aktuelle Grösse gewachsen. Die Gruppe beschäftigt mehr als 2'400 Mitarbeiter an Standorten in 19 Ländern und erwirtschaftete im Jahr 2008 einen Nettoumsatz von rund CHF 733 Mio. (Vorjahr CHF 812 Mio.). Die Quadrant ist seit über zehn Jahren an der Schweizer Börse SIX in Zürich kotiert.

Die Quadrant und Mitsubishi Plastics, Inc. („MPlastics“), eine 100% Tochtergesellschaft der Mitsubishi Chemical Holdings Corporation mit Sitz in Japan, sind derzeit gemeinsam an dem Joint Venture Nippon Polypenco Ltd („JVN“) mit Sitz in Japan beteiligt. Die Quadrant hält indirekt über eine US Tochtergesellschaft aktuell 45% und MPlastics 55% der JVN-Aktien. JVN ist ebenfalls im Bereich der Herstellung von technischen Kunststoffen (Engineering Plastics) und thermoplastischen Hochleistungswerkstoffen tätig.

Aufgrund der erfolgreichen Zusammenarbeit im Bereich des Joint Ventures und den Synergien in der Produktion von Hochleistungskunststoffen beabsichtigt MPlastics gemeinsam mit Dr. Walter Gruebler, Dr. René-Pierre Müller, Dr. Adrian Niggli und Dr. Arno Schenk eine freundliche Übernahme der Quadrant. Für diesen Zweck wurde die Joint Venture-Gesellschaft Aquamit B.V. („Aquamit“), Niederlande, gegründet, welche im Rahmen der geplanten Transaktion den Publikumsaktionären der Quadrant ein öffentliches Angebot für alle ausstehenden Aktien unterbreiten soll. Der dabei offerierte Preis pro Namenaktie der Quadrant beträgt CHF 86.

### **1.2 Auftrag**

Das Komitee der unabhängigen Verwaltungsräte der Quadrant hat PricewaterhouseCoopers AG („PwC“) mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt. PwC soll das oben erwähnte Angebot aus Sicht der Aktionäre der Quadrant auf dessen finanzielle Angemessenheit überprüfen. Dieses Gutachten fasst die Ergebnisse unserer Analysen zusammen. Es darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

Die Fairness Opinion soll den unabhängigen Mitgliedern des Verwaltungsrats sowie den Publikumsaktionären der Quadrant eine Drittmeinung aus neutraler Perspektive geben, ob der offerierte Preis aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.

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

### 1.3 Beurteilungsvorgehen

Für die Beurteilung des offerierten Kaufpreises stellte PwC umfassende Wertüberlegungen zur Quadrant an. Daraus resultierte eine Wertbandbreite für den Eigenkapitalwert sowie daraus abgeleitet eine Wertbandbreite pro Namenaktie der Quadrant, in welcher ein plausibles und als finanziell fair erachtetes Kaufangebot liegen sollte.

Die Wertüberlegungen zur Quadrant basieren dabei auf einer "Stand-alone" Betrachtung. Allfällige sich im Rahmen der geplanten Transaktion ergebende Synergien und Integrationskosten wurden somit nicht berücksichtigt.

Unsere Analysen basieren auf einer Betrachtung der Werte auf Gruppenstufe. Effekte, welche beim einzelnen Aktionär anfallen – insbesondere steuerliche Auswirkungen – bleiben in den Analysen unberücksichtigt. Eine umfassende Berücksichtigung wäre aufgrund der unterschiedlichen Voraussetzungen der jeweiligen Aktionäre in der Praxis kaum möglich.

Aufgrund des derzeit sehr schwierigen und nach wie vor rückläufigen weltwirtschaftlichen Umfelds sind Prognosen der Ergebnisse der nächsten Jahre äusserst schwierig bzw. wenig zuverlässig, insbesondere bei Konzernen mit einer starken zyklischen Abhängigkeit wie z.B. Quadrant. Folglich sind Bewertungen mittels der auf Management-Mittelfristprognosen basierenden Discounted Cash Flow („DCF“)-Methode im derzeitigen Umfeld mit einer grossen Unsicherheit behaftet und können beträchtlich vom Marktkonsens bzw. der aktuellen Börsenkaptalisierung abweichen. Zur Ermittlung einer – den aktuell angespannten Finanzmarktverhältnissen gerecht werdenden – fairen Wertbandbreite für den Wert pro Namenaktie der Quadrant AG wurden die DCF- und die Marktbewertungs-Methode daher gleichberechtigt berücksichtigt.

### 1.4 Beurteilungsgrundlagen

Zur Beurteilung wurden von PwC namentlich die folgenden Grundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über die Quadrant, welche für die Analyse als relevant betrachtet wurden, einschliesslich der Jahresberichte 2006 bis 2008, Analysten-/Medienpräsentationen, Pressemitteilungen und Zeitungsberichte.
- Interne zukunftsgerichtete Informationen der Quadrant, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich der Hochrechnung 2009 sowie der aktuellen Mittelfristplanung 2010 und 2011 (inkl. Angaben zu Joint Ventures<sup>1</sup>).
- Historische Informationen der Quadrant, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich der Jahresabschlüsse 2006 bis 2008 (auf Stufe Gruppe, Geschäftsbereiche sowie für Joint Ventures) sowie der im Rahmen des Goodwill Impairment Tests per 31.12.08 vom Management der Quadrant vorgenommenen Bewertungen.
- Besprechungen mit den nicht in die Transaktion involvierten Mitgliedern des Managements bzw. des Verwaltungsrates der Quadrant betreffend des aktuellen und erwarteten Marktumfeldes, der Finanz- und Ertragslage, Geschäftsaussichten, Werttreiber und An-

---

<sup>1</sup> Die Quadrant hält Beteiligungen an den folgenden assoziierten Gesellschaften: Quadrant EPP Surlon India Ltd (India; Beteiligungsquote 51%), Nippon Polypenco Ltd (Japan; Beteiligungsquote 45%) sowie Polypenco Korea Co. Ltd (Südkorea; Beteiligungsquote 45%). Quelle: Geschäftsbericht 2008.

nahmen in den Planungsunterlagen sowie der zukünftigen strategischen Ausrichtung der Quadrant.

- Kapitalmarktanalysen von Pictet & Cie ("Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926-2008"), von Ibbotson / Morningstar ("2009 Yearbook") sowie von Damodaran (Betas nach Branche, Analyse per Januar 2009).
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten der Quadrant sowie von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen aus Bloomberg und relevanten Analystenberichten.
- Recherche nach vergleichbaren Transaktionen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen. PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. PwC hat die von der Quadrant zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen nicht geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind.

## 2 Beschreibung der Quadrant

### 2.1 Geschäftstätigkeit der Quadrant

Die Quadrant ist in die beiden Geschäftsbereichen High-Performance Plastics und Plastic Composites & Pipes gegliedert, welche weiter in die Geschäftsaktivitäten Quadrant Engineering Plastic Products („QEPP“) und Quadrant Creative Moulding & Systems („QCMS“) resp. Quadrant Plastic Composites („QPC“) und Quadrant Cable Protection Systems („QCPS“) unterteilt sind. Die einzelnen Geschäftsaktivitäten werden im Folgenden näher beschrieben:

#### Geschäftsbereich High-Performance Plastics:

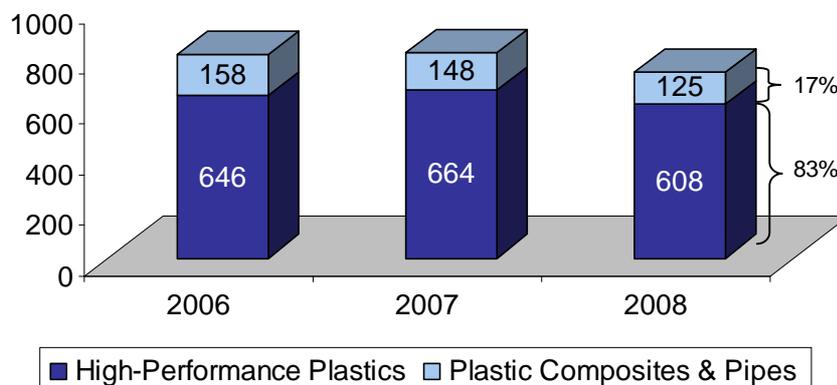
- **Geschäftsaktivität Quadrant Engineering Plastic Products („QEPP“):**  
Die global tätige Geschäftsaktivität QEPP ist auf die Herstellung von Halbfabrikaten und technischen Fertigteilen aus Hochleistungskunststoffen fokussiert. QEPP stellt vor allem Halbzeuge durch Extrusion, Giessen oder Formpressen her, welche nach Weiterverarbeitung bei ihren industriellen Kunden in einer Vielzahl von Industriezweigen eingesetzt werden.
- **Geschäftsaktivität Quadrant Creative Moulding & Systems („QCMS“):**  
Die Geschäftsaktivität QCMS ist ein integrierter Hersteller von technischen Spritzgussteilen aus Hochleistungskunststoffen. Diese werden vorwiegend auf europäischen Märkten in der Automobilindustrie, Anlagenbauindustrie, Elektro- und Elektronikindustrie, Medizintechnikindustrie oder Nahrungsmittelverarbeitungsindustrie abgesetzt.

#### Geschäftsbereich Plastic Composites & Pipes:

- **Geschäftsaktivität Quadrant Plastic Composites („QPC“):**  
Die Geschäftsaktivität QPC stellt glas- und naturfaserverstärkte Thermoplaste her. QPC verfügt über Produktionsstandorte in Japan, Kanada, Deutschland sowie in der Schweiz und beliefert im Wesentlichen Märkte der Automobilindustrie oder Bauindustrie in Europa, Amerika sowie Asien.
- **Geschäftsaktivität Quadrant Cable Protection Systems („QCPS“):**  
Die Geschäftsaktivität QCPS stellt Kabelschutzrohre und Verbindungsstücke her. Die aus Polyethylen produzierten Rohre und Formteile schützen Stromkabel gegen externe Einflüsse und werden insbesondere in den Bereichen Telekommunikation sowie Stromverteilung eingesetzt. Aufgrund der relativ hohen Transportkosten ist der Absatzmarkt von QCPS auf die Schweiz begrenzt.

Insgesamt erwirtschaftete die Quadrant im Geschäftsjahr 2008 einen Nettoumsatz von rund CHF 733 Mio. (Vorjahr CHF 812 Mio.), womit der Vorjahresumsatz um rund 10% unterschritten wurde. Der Umsatzrückgang beruhte massgeblich auf ungünstigen Währungsentwicklungen sowie auf der schwachen Geschäftsentwicklung im Zuge der Verschärfung der globalen Finanzkrise im 4. Quartal 2008. Der Geschäftsbereich High-Performance Plastics setzte rund CHF 608 Mio. um (Vorjahr rund CHF 664 Mio.) und der Geschäftsbereich Plastic Composites & Pipes erwirtschaftete einen Nettoumsatz von CHF 125 Mio. (Vorjahr CHF 148 Mio.), was einer Reduktion von rund 8% bzw. 15% entspricht (vgl. nachfolgende Abbildung).

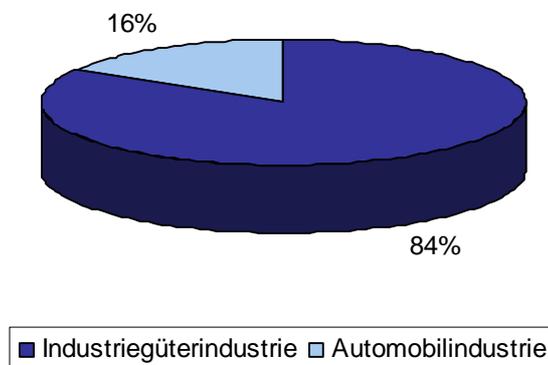
**Umsatzanteil nach Geschäftsbereichen in CHF Mio. 2006-2008**



**Abbildung 1:** Umsatz nach Geschäftsbereichen 2006-2008

Der mit der Automobilindustrie getätigte Umsatz beträgt rund 16%. Der restliche Umsatzbeitrag entfällt auf eine grosse Anzahl von verschiedenen Industrien wie Anlagen- und Apparatebau, chemische und pharmazeutische Prozessindustrie, Elektro- und Elektronikindustrie, Medizinaltechnik sowie Nahrungsmittelverarbeitung. Die Aufteilung des Gesamtumsatzes in Bezug auf die Absatzkanäle ist nachfolgend dargestellt.

**Umsatzanteil nach Absatzkanälen 2008**



**Abbildung 2:** Umsatzanteil nach Absatzkanälen 2008

Mit einem Umsatzanteil (inkl. Joint Ventures) im vergangenen Geschäftsjahr von rund 47% ist Europa der Hauptabsatzmarkt, gefolgt von Amerika (30%), Asien (20%) sowie Australien und Afrika (3%).

### Umsatzanteil nach geografischen Regionen 2008

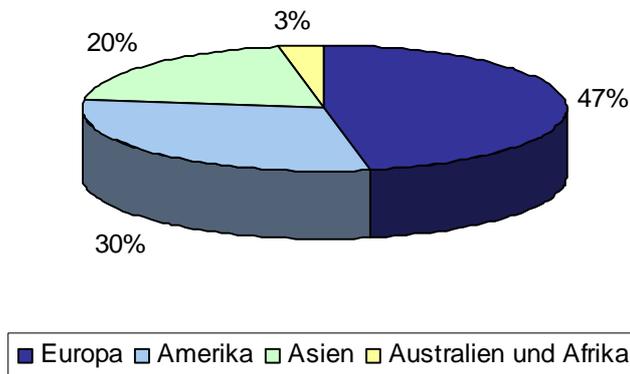


Abbildung 3: Umsatzanteil nach geographischen Regionen 2008

## 2.2 Kommentare in Bezug auf die Finanzplanung

Nachfolgend werden die wesentlichen Annahmen in Bezug auf die Finanzplanung der Quadrant aufgezeigt. Die Mehrjahresplanung der Quadrant basiert dabei auf der vom Management der Quadrant bereitgestellten Hochrechnung 2009 und den Planzahlen für die Jahre 2010 und 2011 (inkl. Angaben zu Joint Ventures). Die Planung wurde vom Verwaltungsrat der Quadrant verabschiedet.

Sowohl die Hochrechnung 2009 als auch die Planzahlen für die Jahre 2010 und 2011 basieren auf Annahmen, welche in einem aktuell schwer abschätzbaren Umfeld getroffen wurden.

- In den Geschäftsjahren 2006 sowie 2007 erwirtschaftete die Quadrant einen Nettoumsatz von rund CHF 800 Mio. bis CHF 810 Mio. Im Jahr 2008 sank dieser infolge ungünstigen Währungsentwicklungen sowie schwacher Geschäftsentwicklung, insbesondere im letzten Quartal 2008 im Zuge der globalen Finanzkrise, auf rund CHF 733 Mio.
- Die sich nach Ausbruch der Finanzkrise rasch ausbreitende Wirtschaftskrise wirkte sich auch unmittelbar auf die Ertragskraft der Quadrant aus. Im 2008 sank diese im Jahresdurchschnitt auf 9.3% (im letzten Quartal 2008 auf 2.1%), da die in der Investitionsgüterindustrie aktiven Kunden sehr schnell mit reduzierten Bestellvolumina reagierten, was zu nennenswerten Unterauslastungen führte. Das Jahr 2008 bildet daher in gewissem Sinne einen „Minizyklus“ mit zwei überdurchschnittlich starken ersten Quartalen (EBITDA-Margen von 13.2% resp. 12.5%), einem eher unterdurchschnittlichen dritten Quartal (EBITDA-Marge 7.2%) und einem sehr schlechten vierten Quartal ab.
- Gemäss Angaben des Managements muss von einem herausfordernden Jahr 2009 ausgegangen werden. Die Quadrant Gruppe geht aufgrund der schwierigen konjunkturellen Rahmenbedingungen im Jahr 2009 von einem Umsatzrückgang aus und nimmt an, 2010 wieder ein Umsatzwachstum erwirtschaften zu können. Für die Bewertung wird ein nachhaltiger jährlicher Nettoumsatz von rund CHF 750 Mio. unterstellt.
- Auch betreffend Ertragskraft erwartet das Management der Quadrant frühestens mittelfristig eine Erholung. Während der Planperiode 2009-2011 wird von einer EBITDA-Marge von durchschnittlich rund 9% ausgegangen. Für das letzte Planjahr 2011 rech-

net das Management der Quadrant mit einer EBITDA-Marge von rund 10%. Diese Marge wurde in der Bewertung als nachhaltig unterstellt. Dabei wurde von einem langfristigen Zyklus ausgegangen, d.h. es wurden sowohl konjunkturell gute als auch schwierige Jahre berücksichtigt. Zudem unterstellt diese Annahme eine Fortführung der aktuellen Geschäftsaktivitäten und keine in der Zukunft allenfalls auftretenden Veränderungen im Produkt- resp. Geschäftsaktivitätsportfolio.

- Im derzeitigen Marktumfeld werden gemäss Aussagen des Managements der Quadrant lediglich die unbedingt notwendigen Investitionen getätigt. Im nachhaltigen Jahr (ab 2012) wird jedoch wieder von einem langfristig nachhaltigen Investitionsniveau ausgegangen. Gleiches gilt für die Entwicklung des Nettoumlaufvermögens.

Die oben aufgeführten Annahmen wurden analysiert und mit dem nicht in die Transaktion involvierten Management der Quadrant diskutiert. Sie basieren hauptsächlich auf historischen Daten, den Erfahrungen und den Kenntnissen des Managements der Quadrant sowie auf marktbezogenen Informationen und Prognosen.

### 3 Wertüberlegungen Quadrant

Zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Quadrant wurden Wertüberlegungen mittels der folgenden Methoden durchgeführt:

- Discounted Cash Flow-Methode,
- Marktbewertung mittels Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen.

Die nach der DCF-Methode abgeleitete Wertbandbreite sowie die mittels Vergleichsgrössen hergeleitete Marktbewertung für die Quadrant bilden die Grundlage der Wertüberlegungen und der Definition der fairen Wertbandbreite. Da Bewertungen mittels der auf Management-Mittelfristprognosen basierenden Discounted Cash Flow („DCF“)-Methode im derzeitigen Umfeld mit einer grossen Unsicherheit behaftet sind und beträchtlich vom Marktkonsens bzw. der aktuellen Börsenkapitalisierung abweichen können, wurden zur Ermittlung einer – den aktuell angespannten Finanzmarktverhältnissen gerecht werdenden – fairen Wertbandbreite für den Wert pro Namenaktie der Quadrant AG die DCF- und die Marktbewertungs-Methode gleichberechtigt berücksichtigt.

#### 3.1 DCF-Bewertung

##### 3.1.1 Theoretische Grundlagen der DCF-Bewertung

Nach dem theoretisch richtigen Ansatz der Investitionsbewertung für die Unternehmensbewertung entspricht der Unternehmenswert den zu erwartenden Netto-Einnahmen des Investors, welche aufgrund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden müssen.

In der Praxis wird als Annäherung dieser Grösse von zukünftig zu erwartenden Freien Cash Flows ausgegangen, welche im Rahmen der DCF-Methode mit Hilfe der Kapitalkosten auf den Gegenwartswert diskontiert werden. Dabei wird unter dem Freien Cash Flow der sogenannte operative Brutto Cash Flow abzüglich Investitionen in das Anlage- und das Umlaufvermögen verstanden.

Der Diskontierungssatz, mit welchem die Freien Cash Flows abgezinst werden, entspricht dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital – „WACC“). Dieser besteht aus den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten nach Steuern. Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus zwei Komponenten zusammen: Dem risikolosen Zinssatz und der Eigenkapitalrisikoprämie. Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt das Capital Asset Pricing Model („CAPM“) zugrunde, wonach die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des „levered“ Betas mit der Markttrisikoprämie entspricht. Dabei ist das „levered“ Beta ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktisiko und hängt unter anderem von der Finanzierungsstruktur ab. Gegebenenfalls wird bei den Eigenkapitalkosten zusätzlich eine Prämie für Klein- und Mittelunternehmen berücksichtigt, welche empirisch abgeleitet ist. Die Fremdkapitalkosten setzen sich aus dem risikolosen Zinssatz und der Fremdkapitalprämie zusammen. Durch Einbezug einer Fremdkapitalprämie wird berücksichtigt, dass ein Unternehmen nicht zum risikolosen Zinssatz Fremdkapital aufnehmen kann, sondern aufgrund des Unternehmensrisikos den Fremdkapitalgebern einen Zinsaufschlag bezahlen muss.

Um den operativen Unternehmenswert zu erhalten, wird die Summe aus den diskontierten zukünftigen Freien Cash Flows und aus dem Endwert gebildet, wobei letzterer die Annahme der Bewertung auf Fortführung der Geschäftstätigkeit darstellt. Durch Addition des nicht betrieblich notwendigen Vermögens (z.B. nicht betrieblich notwendige Liquidität) gelangt man zum totalen Unternehmenswert (auch genannt Enterprise Value resp. „EV“). Nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals und weiteren liquiditätswirksamen Verbindlichkeiten resultiert der Eigenkapitalwert.

### 3.1.2 Anwendung DCF-Methode

Für die DCF-Bewertung der Quadrant wurde auf die zukünftigen Freien Cash Flows aus der vom Management erstellten Hochrechnung 2009 sowie der Mehrjahresplanung 2010 und 2011 zurückgegriffen.

In der Endwertberechnung (ab dem Jahr 2012) wurde der als nachhaltig ermittelte Freie Cash Flow mit dem Kapitalkostensatz unter Berücksichtigung des nachhaltigen Wachstums in die Ewigkeit fortgeschrieben (so genannte Fortführungsformel<sup>2</sup>). Die nachhaltige Wachstumsrate wurde mit 1.25% p.a. angenommen und entspricht einer durchschnittlich für die Schweiz langfristig zu erwartenden Inflationsrate (Bandbreite von 1.0% bis 1.5%). Der Kapitalkostensatz blieb im Vergleich zur Planperiode unverändert. Der nachhaltige Freie Cash Flow wurde unter anderem basierend auf dem Nettoumsatz des letzten prognostizierten Jahres (2011) multipliziert mit der langfristigen Wachstumsrate von 1.25% sowie der als nachhaltig in einem durchschnittlichen Jahr erreichbar unterstellten EBITDA-Marge von rund 10% abgeleitet.

Der abgeleitete WACC für die Quadrant wurde auf 8.25% geschätzt (vgl. Anhang 2 betreffend graphischer Darstellung der WACC-Herleitung), welcher wiederum auf einem Eigenkapitalkostensatz von 11.43% sowie einem Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 3.46% beruht.

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

#### **Risikoloser Zinssatz**

Risikoloser Zinssatz von 2.67% analog der Rendite von Schweizer Bundesobligationen per Anfang Januar 2009 mit einer Restlaufzeit von 20 Jahren.<sup>3</sup>

#### **Marktrisikoprämie**

Der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten liegt eine Marktrisikoprämie von 5.00% zu Grunde. Diese basiert auf der Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite des schweizerischen Aktienmarktes und derjenigen von Schweizer Obligationen seit 1926.<sup>4</sup>

#### **Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen**

Die Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen reflektiert die erhöhten Risiko- und Renditeerwartungen, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmungen verbunden sind. Sie berechnet sich als Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen

<sup>2</sup> Endwert = Nachhaltiger Freier Cash Flow / (WACC - nachhaltige Wachstumsrate) (zu diskontieren auf den Bewertungsstichtag).

<sup>3</sup> Quelle: Schweizerische Nationalbank.

<sup>4</sup> Quelle: Pictet & Cie.: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2008).

<p>Rendite tiefer kapitalisierter Unternehmen und der für diese Firmen mittels CAPM geschätzten Rendite. Für die Bewertung der Quadrant wurde eine Prämie von 2.10% verwendet. Diese basiert auf einer jährlichen Studie von Ibbotson Associates<sup>5</sup> und PwC internen Analysen.</p>
<p><b>Beta</b></p> <p>Das „levered“ Beta entspricht dem um die Ziel-Kapitalstruktur der Quadrant Gruppe bereinigten „unlevered“ Beta. Zur Ermittlung der „unlevered“ Betas wurde primär auf das „unlevered“ Beta der Quadrant Gruppe abgestützt. Dieses wurde mit Hilfe von Betas vergleichbarer kotierter Unternehmen sowie Industrie-Betas plausibilisiert.<sup>6</sup> Das verwendete „unlevered“ Beta beträgt 0.80 basierend auf den verschiedenen Analysen. Details zu den Betas sind im Anhang 1 dargestellt</p>
<p><b>Finanzierungsverhältnis</b></p> <p>Basierend auf dem durchschnittlichen Finanzierungsverhältnis vergleichbarer kotierter Unternehmen sowie der durchschnittlichen historischen Kapitalstruktur der Quadrant zu Marktwerten, wurde eine langfristige Zielkapitalstruktur zu Marktwerten mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 40.00% angenommen. Details zu den Finanzierungsverhältnissen der Vergleichsunternehmen sind im Anhang 1 dargestellt.</p>
<p><b>Fremdkapitalprämie</b></p> <p>Gemäss Angaben des Managements der Quadrant beläuft sich die erwartete Prämie auf dem risikolosen Zinssatz, um Fremdkapital aufzunehmen, langfristig auf rund 2.50%.</p>
<p><b>Steuersatz</b></p> <p>Basierend auf Gesprächen mit dem Management der Quadrant wurde der Berechnung des WACC ein langfristig zu erwartender effektiver durchschnittlicher Steuersatz von 33.00% zugrunde gelegt.</p>

Mittels Diskontierung des Endwertes und der Freien Cash Flows des Planungshorizontes wird deren Gegenwartswert, der operative Unternehmenswert, bestimmt. Durch Addition des nicht betrieblich notwendigen Vermögens und nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals, der liquiditätswirksamen Rückstellungen sowie der vorhandenen Minderheiten resultiert der Eigenkapitalwert für die Quadrant (exkl. Minderheiten).

<sup>5</sup> Quelle: Ibbotson Associates, 2009 Yearbook.

<sup>6</sup> Unlevered Beta = Levered Beta / (1 + (Fremdkapital / Eigenkapital)). Dabei entspricht das Fremdkapital dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich der nicht operativen flüssigen Mittel (Annahme: operative flüssige Mittel = 4.5% des Nettoumsatzes gemäss Management der Quadrant Gruppe). Quelle der Betas der Vergleichsunternehmen: Bloomberg. Quelle der Industrie-Betas: Damodaran Homepage.

Für die Plausibilisierung des DCF-Wertes hat PwC Sensitivitätsrechnungen mittels Variation der Parameter Kapitalkosten, nachhaltige EBITDA-Marge sowie nachhaltiger Wachstumsrate im Endwert durchgeführt. Im Folgenden sind die wichtigsten Erkenntnisse illustriert.

#### Sensitivitätsanalyse

Veränderung des Kapitalkostensatzes	0.50%	0.25%	0.00%	-0.25%	-0.50%
Auswirkung auf Wert pro Namenaktie	-11.56%	-5.98%	0.00%	6.42%	13.33%
Veränderung der EBITDA-Marge im Endwert	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%
Auswirkung auf Wert pro Namenaktie	-13.39%	-6.70%	0.00%	6.70%	13.39%
Veränderung der nachhaltigen Wachstumsrate im Endwert	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%
Auswirkung auf Wert pro Namenaktie	-8.07%	-4.17%	0.00%	4.47%	9.28%

Basierend auf der DCF-Bewertung sowie den durchgeführten verschiedenen Sensitivitätsanalysen ergibt sich für den Eigenkapitalwert der Quadrant (exkl. Minderheiten) eine Wertbandbreite von CHF 215 Mio. bis CHF 246 Mio. Bei einer Anzahl von insgesamt 2'590'741 ausstehenden Namenaktien<sup>7</sup> der Quadrant entspricht dies einem Wert pro Namenaktie von CHF 83 bis CHF 95.

## 3.2 Marktbewertung

### 3.2.1 Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen

Bei der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen wurde der über den Börsenkurs hergeleitete Marktwert des kotierten Unternehmens zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen ins Verhältnis gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren wurden anschliessend auf die entsprechenden Finanzkennzahlen der Quadrant angewendet, um den hypothetischen Marktwert zu erhalten.

Als Vergleichsunternehmen wurden börsennotierte Firmen herangezogen, welche mit der Quadrant vergleichbar sind.

Der in den letzten Monaten erfolgte weltwirtschaftliche Einbruch hat allgemein zu einer starken Reduktion der Marktkapitalisierung und somit auch des aktuellen Unternehmenswertes der Quadrant und der Vergleichsunternehmen geführt. Vor dem Hintergrund der langfristigen und nachhaltigen Optik einer Unternehmensbewertung genügt eine alleinige Abstützung auf aus diesem Umfeld abgeleiteten Multiplikatoren nicht. Aus diesem Grund wurden im Rahmen dieser Fairness Opinion neben den Multiplikatoren per Ende 2008 auch jene der Jahre 2006 und 2007 berechnet. Damit soll die Multiplikatoren Entwicklung sowohl in konjunkturell guten Jahren wie 2006 resp. 2007 mit höheren Multiplikatoren als auch in Phasen eines wirtschaftlichen Abschwungs wie in 2008 mit tieferen Multiplikatoren reflektiert werden. Dabei wurde neben der Marktkapitalisierung jeweils per Ende Jahr auch die über das jeweilige Jahr durchschnittliche Marktkapitalisierung berücksichtigt.

<sup>7</sup> Anzahl total gezeichnete Aktien von 2'750'256 abzüglich Anzahl eigene Aktien von 159'515 (Stand 30. April 2009). Quelle: Management der Quadrant. Gemäss Aussage des Managements der Quadrant dienen die eigenen Aktien lediglich als Liquiditätsreserve und haben keinen weiteren Verwendungszweck. Die Anzahl eigenen Aktien von 159'515 beinhalten zudem keine transaktionsbezogenen Elemente. Das Management der Quadrant geht ferner derzeit davon aus, dass allfällig vorliegende Optionsrechte auf Aktien der Quadrant nicht ausgeübt werden, da sie momentan stark Out-of-the-Money sind.

Für die Marktbewertung der Quadrant wurden die Unternehmenswerte für die Jahre 2006, 2007 und 2008 der vergleichbaren kotierten Unternehmen ins Verhältnis zu deren Umsatz, EBITDA und EBIT gesetzt. Ausserdem wurde der Eigenkapitalwert der jeweiligen Jahre ins Verhältnis zum Reingewinn gesetzt. Von den daraus resultierenden Multiplikatoren für jedes Vergleichsunternehmen wurden der Median sowie der arithmetische Mittelwert gebildet und diese dann mit den aktuellen, um Sondereffekte (z.B. Goodwill Abschreibungen) wie adjustierte Kennzahlen der Quadrant (Nettoumsatz, EBITDA, EBIT und Reingewinn) multipliziert.

Die hergeleiteten Multiplikatoren der vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen finden sich in Anhang 3.

Basierend auf der Bewertung anhand der Multiplikatoren der kotierten Vergleichsunternehmen lässt sich für den Eigenkapitalwert der Quadrant (exkl. Minderheiten) eine Wertbandbreite von CHF 204 Mio. bis CHF 254 Mio. ableiten. Bei einer Anzahl von insgesamt 2'590'741 ausstehenden Namenaktien (vgl. Fussnote 7) der Quadrant resultiert eine Wertbandbreite pro Namenaktie von CHF 79 bis CHF 98.

### 3.2.2 Marktbewertung anhand vergleichbarer Transaktionen

In Ergänzung zur Analyse der Bewertung anhand von vergleichbaren Unternehmen wurde eine Recherche zur Identifikation von Transaktionen von Vergleichsunternehmen durchgeführt, welche in den letzten drei Jahren stattgefunden haben. Dabei gilt es zu beachten, dass im Unterschied zu den Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen, Transaktions-Multiplikatoren durch bezahlte Prämien für die Übernahme einer Kontrollmehrheit nach oben verzerrt sein können. Aus diesem Grund kann die Aussagekraft der verfügbaren Transaktionen und der damit verbundenen Multiplikatoren eingeschränkt sein. Ausserdem ist einschränkend anzufügen, dass historisch vergleichbare Transaktionen nicht die im historischen Vergleich derzeit aussergewöhnlichen Bewertungs- und Finanzierungsverhältnisse reflektieren, was die Aussagekraft im aktuellen Umfeld zusätzlich relativiert.

Die Recherche hinsichtlich vergleichbarer Transaktionen hat gezeigt, dass einzig die von Quadrant getätigte Übernahme von Poly Hi Solidur Inc im Jahr 2005 als wirklich direkt vergleichbare Transaktion identifiziert werden konnte. Dabei konnte basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen<sup>8</sup> ein Umsatz-Multiplikator von 0.5 abgeleitet werden. Die weiteren Multiplikatoren wie EBITDA, EBIT oder Reingewinn wurden nicht öffentlich bekannt gegeben.

Mittels der Bewertung anhand dieser vergleichbaren Transaktion ergibt sich für die Quadrant einen Eigenkapitalwert (exkl. Minderheiten) von CHF 222 Mio. Basierend auf einer Anzahl von insgesamt 2'590'741 ausstehenden Namenaktien (vgl. Fussnote 7) der Quadrant resultiert dies in einem Wert pro Namenaktie von CHF 86.

### 3.2.3 Zusammenfassung Marktbewertung

Zusammenfassend kann aus diesen beiden Marktbewertungs-Ansätzen eine Wertbandbreite von CHF 204 Mio. bis CHF 254 Mio. für das Eigenkapital der Quadrant resp. von CHF 79 bis CHF 98 pro ausstehende Namenaktie der Quadrant abgeleitet werden.

## 3.3 Zusammenfassung

Basierend auf der DCF-Methode haben wir für das Eigenkapital der Quadrant (exkl. Minderheiten) eine Wertbandbreite von CHF 215 Mio. bis CHF 246 Mio. ermittelt. Bei einer Anzahl von insgesamt 2'590'741 ausstehenden Namenaktien (vgl. Fussnote 7) der Quadrant entspricht dies einem Wert pro Namenaktie von CHF 83 bis CHF 95.

Mittels Marktbewertungs-Methoden haben wir für die Quadrant einen Eigenkapitalwert von CHF 204 Mio. bis CHF 254 Mio. abgeleitet. Dividiert durch die Anzahl ausstehender Namenaktien der Quadrant entspricht dies einem Wert pro Namenaktie von CHF 79 bis CHF 98.

---

<sup>8</sup> Quelle: mergermarket.

#### 4 Schlussfolgerung

Basierend auf den in dieser Fairness Opinion dargestellten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen ergibt sich für das Eigenkapital der Quadrant auf einer „Stand-alone“ Betrachtungsbasis eine Wertbandbreite von **CHF 207 Mio. bis CHF 246 Mio.** resp. bei einer Anzahl von insgesamt 2'590'741 ausstehenden Namenaktien (vgl. Fussnote 7) der Quadrant ein Wert pro Namenaktie von **CHF 80 bis CHF 95.** Diese gerundete Wertbandbreite ergibt sich unter Berücksichtigung der oberen und unteren Bandbreite des mittels DCF-Methode sowie Marktbewertungsmethoden ermittelten Wertes pro Namenaktie der Quadrant.

Gestützt darauf beurteilen wir den im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots von der Aquamit offerierten Preis pro Namenaktie der Quadrant von **CHF 86** aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Freundliche Grüsse

PricewaterhouseCoopers AG



Markus Bucher  
Partner



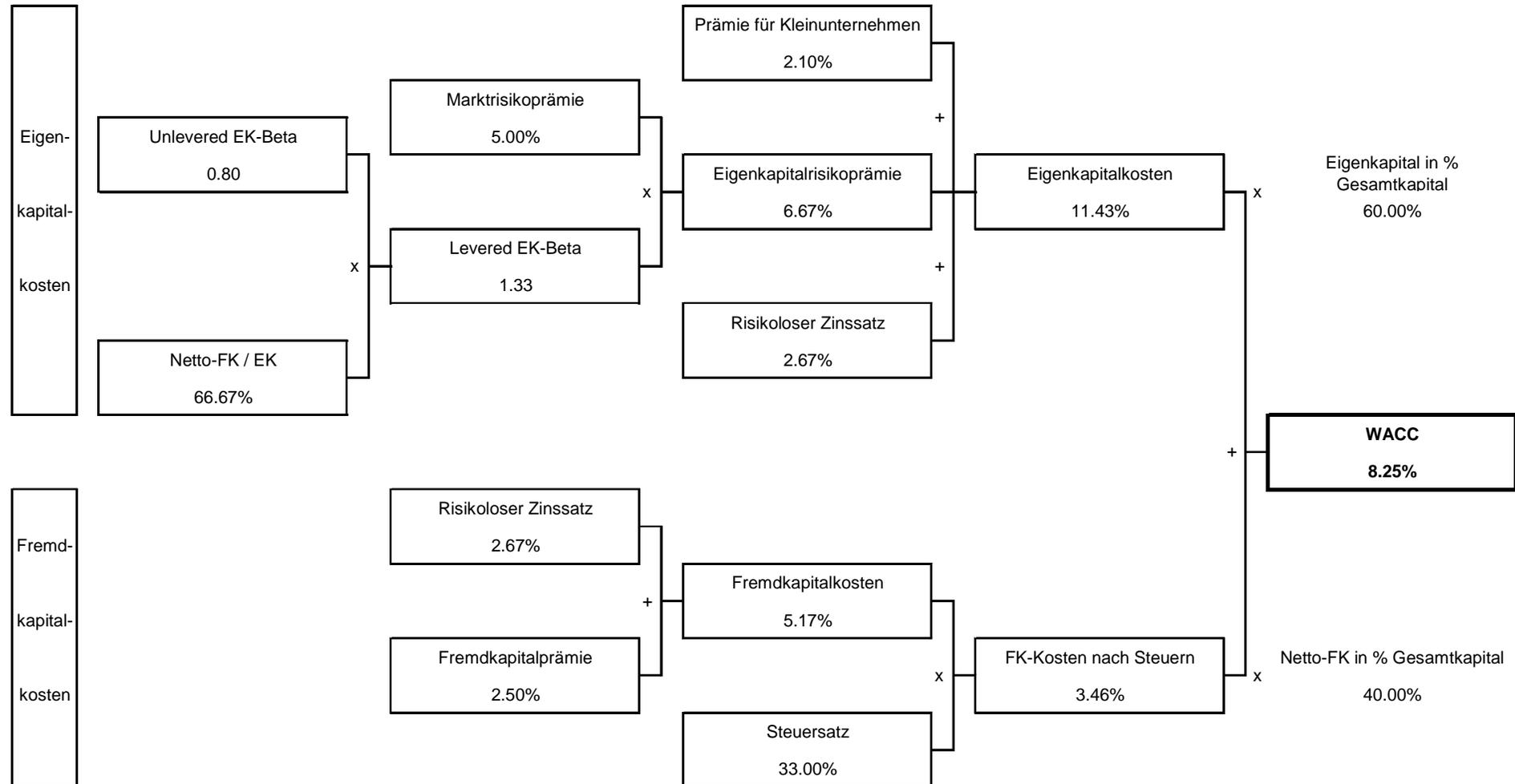
Martin Schilling  
Director

## 5 Anhang

### Anhang 1: Beta- und Finanzierungsanalyse

Vergleichbare Unternehmen			Markt Daten					Kapitalstruktur		Beta				
Firma	Land	Währung	EK	Lokale Währung in Mio.				Netto FK	Netto-FK/ EK	Netto-FK/ GK	Levered Adjusted betas		Unlevered Adjusted betas	
				FK	Fl. Mittel	Excess cash					3 Jahre	5 Jahre	3 Jahre	5 Jahre
Quadrant AG	Switzerland	CHF	299	188	81	48	140	46.8%	31.9%	1.14	1.10	0.78	0.75	
SCHULMAN (A.) INC	UNITED STATES	USD	552	114	98	8	105	19.1%	16.0%	0.81	0.91	0.68	0.77	
SIMONA AG	GERMANY	EUR	201	5	30	16	(11)	-5.4%	-5.7%	0.49	0.44	0.52	0.46	
WAVIN NV	NETHERLANDS	EUR	464	510	49	(22)	532	114.8%	53.4%	1.21	1.21	0.56	0.56	
POLYTEC HOLDING AG	AUSTRIA	EUR	184	86	57	10	76	41.4%	29.3%	0.78	0.78	0.55	0.55	
ROGERS CORP	UNITED STATES	USD	615	-	71	54	(54)	-8.8%	-9.7%	0.96	1.23	1.05	1.35	
BURELLE SA	FRANCE	EUR	435	636	116	(15)	651	149.7%	60.0%	0.64	0.55	0.25	0.22	
SPARTECH CORP	UNITED STATES	USD	299	275	2	(61)	335	112.3%	52.9%	1.09	1.18	0.51	0.56	
SOLUTIA INC	UNITED STATES	USD	884	1'396	32	(63)	1'459	165.0%	62.3%	1.43	1.43	0.54	0.54	
CENTROTEC SUSTAINABLE AG	GERMANY	EUR	201	136	14	(8)	144	71.5%	41.7%	0.90	0.97	0.52	0.56	
NIHON PLAST CO LTD	JAPAN	JPY	11'600	10'978	3'740	(1'018)	11'996	103.4%	50.8%	0.76	0.76	0.38	0.37	
SUPREME INDUSTRIES LIMITED	INDIA	INR	5'579	4'865	415	(174)	5'040	90.3%	47.5%	1.05	1.06	0.55	0.55	
<b>Durchschnitt</b>								<b>76.3%</b>	<b>35.1%</b>	<b>0.92</b>	<b>0.95</b>	<b>0.56</b>	<b>0.59</b>	
<b>Median</b>								<b>87.4%</b>	<b>46.3%</b>	<b>0.90</b>	<b>0.97</b>	<b>0.53</b>	<b>0.55</b>	
<b>Industrie Beta (Damodaran)</b>												<b>0.90</b>		

**Anhang 2: Graphische Herleitung der Kapitalkosten (WACC)**



## Anhang 3: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Unternehmen	Währung	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
<i>Marktkapitalisierung per Ende Jahr</i>													
Schulman (A.) Inc	USD	0.5x	0.4x	0.3x	7.9x	9.7x	6.4x	10.6x	14.3x	9.4x	18.3x	26.7x	24.7x
Simona AG	EUR	0.8x	0.7x	0.6x	7.1x	6.1x	4.6x	13.5x	10.0x	6.8x	11.1x	14.3x	9.8x
Wavin NV	EUR	1.2x	0.8x	0.5x	10.2x	6.4x	4.4x	15.1x	8.9x	7.7x	16.0x	7.9x	5.9x
Polytec Holding AG	EUR	0.5x	0.4x	0.1x	5.5x	4.6x	1.8x	8.7x	7.6x	3.5x	8.6x	5.4x	2.7x
Rogers Corp	USD	1.6x	1.7x	1.2x	9.8x	17.2x	15.8x	13.2x	46.0x	45.2x	22.4x	35.0x	18.9x
Burelle SA	EUR	0.4x	0.4x	0.3x	1.7x	4.1x	3.1x	9.4x	10.2x	7.7x	10.5x	15.0x	-35.3x
Spartech Corp	USD	0.7x	0.6x	0.4x	8.0x	7.0x	7.0x	11.3x	11.1x	18.7x	21.7x	12.5x	-1.0x
Solutia Inc	USD	n/a	n/a	0.9x	n/a	n/a	6.9x	n/a	n/a	11.8x	n/a	n/a	0.5x
Centrotec Sustainable AG	EUR	1.2x	0.9x	0.7x	14.6x	8.4x	6.4x	31.6x	13.1x	9.5x	13.6x	13.7x	8.9x
Nihon Plast Co Ltd	JPY	0.3x	0.3x	0.2x	3.8x	3.8x	2.1x	11.0x	9.4x	5.3x	6.1x	7.3x	2.7x
Supreme Industries Limited	INR	n/a	1.2x	0.6x	n/a	11.5x	5.6x	n/a	17.1x	7.7x	n/a	20.1x	5.9x
<b>Durchschnitt</b>		<b>0.8x</b>	<b>0.7x</b>	<b>0.5x</b>	<b>7.6x</b>	<b>7.9x</b>	<b>5.8x</b>	<b>11.6x</b>	<b>11.3x</b>	<b>8.8x</b>	<b>14.3x</b>	<b>13.6x</b>	<b>8.9x</b>
<b>Median</b>		<b>0.7x</b>	<b>0.6x</b>	<b>0.5x</b>	<b>7.9x</b>	<b>6.7x</b>	<b>5.6x</b>	<b>11.2x</b>	<b>10.2x</b>	<b>7.7x</b>	<b>13.6x</b>	<b>13.7x</b>	<b>5.9x</b>

Unternehmen	Währung	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
<i>Durchschnittliche Marktkapitalisierung</i>													
Schulman (A.) Inc	USD	0.5x	0.4x	0.3x	8.9x	9.7x	7.6x	12.0x	14.3x	11.2x	21.3x	26.5x	30.3x
Simona AG	EUR	0.6x	0.7x	0.6x	5.3x	6.2x	4.9x	10.0x	10.3x	7.2x	9.6x	14.6x	10.4x
Wavin NV	EUR	1.1x	1.1x	0.6x	9.3x	8.4x	6.1x	13.8x	11.8x	10.6x	13.8x	12.5x	14.3x
Polytec Holding AG	EUR	0.3x	0.4x	0.2x	3.7x	5.1x	3.6x	5.9x	8.5x	7.1x	7.8x	6.2x	9.7x
Rogers Corp	USD	2.1x	1.7x	1.5x	12.7x	17.3x	19.9x	17.1x	46.4x	56.9x	21.4x	35.3x	23.2x
Burelle SA	EUR	0.4x	0.5x	0.4x	1.6x	4.9x	4.4x	8.8x	12.3x	11.2x	9.0x	14.7x	-72.2x
Spartech Corp	USD	0.8x	0.8x	0.5x	8.3x	9.7x	8.4x	11.8x	15.4x	22.5x	20.2x	21.9x	-1.6x
Solutia Inc	USD	n/a	n/a	1.1x	n/a	n/a	8.6x	n/a	n/a	14.7x	n/a	n/a	1.1x
Centrotec Sustainable AG	EUR	1.2x	1.0x	0.7x	13.9x	8.8x	7.0x	30.1x	13.9x	10.4x	15.7x	15.0x	10.6x
Nihon Plast Co Ltd	JPY	0.3x	0.3x	0.2x	4.1x	4.2x	2.8x	11.8x	10.3x	7.2x	7.2x	8.2x	5.5x
Supreme Industries Limited	INR	n/a	0.9x	0.8x	n/a	8.5x	7.3x	n/a	12.6x	9.9x	n/a	12.9x	10.4x
<b>Durchschnitt</b>		<b>0.8x</b>	<b>0.8x</b>	<b>0.6x</b>	<b>7.5x</b>	<b>8.3x</b>	<b>7.3x</b>	<b>11.4x</b>	<b>12.1x</b>	<b>11.2x</b>	<b>14.0x</b>	<b>14.7x</b>	<b>12.8x</b>
<b>Median</b>		<b>0.6x</b>	<b>0.7x</b>	<b>0.6x</b>	<b>8.3x</b>	<b>8.5x</b>	<b>7.0x</b>	<b>11.8x</b>	<b>12.3x</b>	<b>10.5x</b>	<b>13.8x</b>	<b>14.6x</b>	<b>10.4x</b>

Nicht berücksichtigt in Berechnung von Durchschnitt und Median