

FAIRNESS OPINION FUSION STARRAG & TORNOS

**Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des
Umtauschverhältnisses im Rahmen der geplanten Fusion nach
Fusionsgesetz zwischen der Starrag Group Holding AG und der
Tornos Holding AG**

18. Oktober 2023

FAIRNESS OPINION FUSION STARRAG & TORNOS

Inhalt

1	Einleitung	Seite 3
2	Unternehmensbeschriebe und Marktanalyse	Seite 8
3	Bewertung	Seite 27
4	Beurteilung	Seite 60
5	Anhang	Seite 64

FAIRNESS OPINION FUSION STARRAG & TORNOS

I Einleitung

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

I Einleitung

I.1 Ausgangslage

The logo for Starrag, featuring the word "starrag" in white lowercase letters on a red rectangular background.

Starrag ist ein international tätiges Schweizer Industrieunternehmen, das an der SIX Swiss Exchange kotiert und auf Präzisions-Werkzeugmaschinen spezialisiert ist.

Die Starrag Group Holding AG («Starrag») ist ein technologisch weltweit führender Hersteller von Präzisions-Werkzeugmaschinen zum Fräsen, Drehen, Bohren und Schleifen von Werkstücken aus Metall, Verbundwerkstoffen und Keramik. Die Dachmarke Starrag verbindet diverse Produktbereiche, die von führenden Unternehmen in den Marktsegmenten Industrie, Aerospace, Energie und Transport eingesetzt werden. Neben sieben Produktionsstandorten in Europa und Indien betreibt Starrag Vertriebs- und Servicegesellschaften in den wichtigsten Abnehmerländern.

Der Hauptsitz von Starrag befindet sich in Rorschacherberg im Kanton St. Gallen. Im Geschäftsjahr («GJ») 2022 erzielte die Gruppe einen Umsatz von CHF 317.6 Mio. und einen EBITDA von CHF 26.3 Mio. Die Aktien von Starrag sind seit dem 20. Juni 2008 an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert. Per 17. Oktober 2023 lag die Marktkapitalisierung des Unternehmens bei CHF 169.7 Mio. Das Aktienkapital von Starrag besteht aus 3'360'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 8.50.¹ Das Unternehmen hat per 17. Oktober 3'360'000 ausstehende Namenaktien.

TORNOS

Tornos ist ein Schweizer Werkzeugmaschinenhersteller, der an der SIX Swiss Exchange kotiert und primär in der Hochpräzisions-Drehbranche tätig ist.

Die Tornos Holding AG («Tornos») ist ein Schweizer Werkzeugmaschinenhersteller und gilt als Pionier in der Entwicklung und Herstellung von Drehmaschinen mit beweglichen Spindelstöcken, die extreme Präzision und Qualität erfordern. Die massgeschneiderten, hochpräzisen Maschinen von Tornos werden in den folgenden Marktsegmenten weltweit eingesetzt: Uhrenindustrie, Automobilbau, Elektronik sowie Medizin- und Zahntechnik. Tornos verfügt über mehrere Produktionsstandorte in Europa und Asien und ein Vertriebs- und Servicenetz in den wichtigsten Abnehmerländern.

Der Hauptsitz von Tornos befindet sich in Moutier im Kanton Jura. Im Geschäftsjahr («GJ») 2022 erzielte die Gruppe einen Umsatz von CHF 181.4 Mio. und einen EBITDA von CHF 20.1 Mio. Die Aktien von Tornos sind seit dem 13. März 2001 an der SIX kotiert. Per 17. Oktober 2023 lag die Marktkapitalisierung des Unternehmens bei

¹ Quellen: SIX Swiss Exchange und Management Starrag.

CHF 115.2 Mio. Das Aktienkapital von Tornos besteht aus 19'877'671 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1.00.² Per 17. Oktober 2023 sind 19'859'502 Namenaktien ausstehend.

Prüfung einer möglichen Fusion

Am 30. Mai 2023 gaben die beiden Gesellschaften Starrag und Tornos bekannt, die Möglichkeit einer Fusion zu prüfen. Im Rahmen der Verhandlungen soll für die geplante Fusion ein Umtauschverhältnis (Anzahl Starrag-Aktien für 1 Tornos-Aktie) definiert und den Aktionären beider Gesellschaften an der Generalversammlung zum Entscheid vorgelegt werden. Das Umtauschverhältnis beträgt gemäss den beiden Gesellschaften 0.1059 Aktien von Starrag (als weiterbestehende Gesellschaft) für 1 Aktie von Tornos (als übertragende Gesellschaft).

Gemäss der offiziellen Kommunikation am 30. Mai 2023 sollen bei einer allfälligen Fusion der beiden Gesellschaften die beiden Marken Starrag und Tornos erhalten bleiben.³ Der geplante Zusammenschluss würde die Position beider Partner stärken und in diversen Bereichen grosses Entwicklungspotenzial bieten. Die Marktleistungen von Starrag und Tornos ergänzen sich ausgezeichnet. Neben der Realisierung massgeblicher Synergien in allen Unternehmensbereichen würde auch die Marktpräsenz gestärkt und die Marktdurchdringung verbessert.

1.2 Unser Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion umfasst jeweils eine unabhängige Bewertungsanalyse von Starrag und Tornos sowie eine Analyse des damit zusammenhängenden Umtauschverhältnisses

Die IFBC AG («IFBC») wurde Ende Mai 2023 von den Verwaltungsräten von Starrag und Tornos mit der Erstellung einer unabhängigen Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses im Rahmen der geplanten Fusion beauftragt.

Dieser Bericht wurde ausschliesslich zum Zweck der Unterstützung der Verwaltungsräte von Starrag und Tornos bei der finanziellen Beurteilung des Umtauschverhältnisses erstellt. Die Fairness Opinion darf lediglich für die finanzielle Beurteilung des Umtauschverhältnisses durch die Verwaltungsräte von Starrag und Tornos genutzt werden. Die Verwendung für einen anderen Zweck ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

IFBC erstellte diese Fairness Opinion als unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, die von den Aussagen im Bericht oder vom

² Quellen: SIX Swiss Exchange und Management Tornos.

³ Quelle: Medienmitteilung Starrag, 30 Mai 2023, «Starrag prüft eine Fusion mit Tornos».

Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin von Starrag und Tornos sowie den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bewertungszeitpunkt ist der 17. Oktober 2023

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

Der Bewertungszeitpunkt und damit das Datum der Beurteilung des Umtauschverhältnisses ist der 17. Oktober 2023. Die Ergebnisse unserer unabhängigen Bewertungsanalysen wurden den Verwaltungsräten von Starrag und Tornos sowie dem Fusionsprüfer PricewaterhouseCoopers AG am 18. Oktober 2023 zugestellt.

Die Bewertungen und die damit zusammenhängende finanzielle Beurteilung des Umtauschverhältnisses basieren auf den aktuellen Forecasts für das GJ 2023, auf den Businessplänen, die vom jeweiligen Verwaltungsrat am 9. August 2023 (Starrag) bzw. 28. Juli 2023 (Tornos) genehmigt wurden, auf aktuellen Angaben und Annahmen des Managements der beiden Gesellschaften sowie auf den jeweiligen Halbjahresabschlüssen per 30. Juni 2023.

Das jeweilige Management der Gesellschaften hat zudem bestätigt, dass bis zur Veröffentlichung dieses Bewertungsberichts keine wesentlichen Ereignisse und Transaktionen eingetreten sind, die nicht bereits in der oben aufgeführten Informationsbasis berücksichtigt sind.

1.3 Vorgehen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses von 0.1059 Starrag-Aktien für 1 Tornos Aktie im Rahmen der geplanten Fusion von Starrag und Tornos basiert auf Bewertungsüberlegungen von IFBC. Diese stützen sich auf die folgenden Analysen, die in diesem Bericht ausführlich beschrieben werden:

- Analyse der Geschäftsmodelle sowie des aktuellen Marktumfelds der Unternehmen
- Analyse der historischen Finanzkennzahlen
- Beurteilung des von den Verwaltungsräten der beiden Gesellschaften genehmigten Forecasts für das GJ 2023 und des Businessplans für die GJ 2024 bis 2026

- Bewertung des Unternehmens und Berechnung des Werts je Aktie basierend auf den folgenden Bewertungsansätzen:
 - Discounted-Cashflow-Methode
 - Trading-Multiples-Ansatz
 - Transaction-Multiples-Ansatz
- Aktienkursanalyse sowie Analyse der Kursziele der Analysten
- Herleitung des Umtauschverhältnisses auf Basis der Bewertungen sowie der Aktienkursanalyse und der Kursziele der Analysten

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses von 0.1059 Starrag-Aktien für 1 Tornos Aktie im Rahmen der geplanten Fusion von Starrag und Tornos erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen, rechtlichen oder anderen spezifischen Situation der einzelnen Investoren. Dementsprechend sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen aus Sicht aller Publikumsaktionäre zur finanziellen Angemessenheit des Angebots möglich.

I.4 Quellen

Unsere Beurteilung basiert unter anderem auf der Analyse folgender Informationen:

- Testierte Geschäftsberichte von Starrag (konsolidiert) und Tornos (konsolidiert) für die GJ 2020 bis 2022
- Halbjahresabschluss von Starrag (konsolidiert) und Tornos (konsolidiert) per 30. Juni 2023 (jeweils nicht geprüft)
- Aktuelle Forecasts für das GJ 2023 und Businesspläne für die GJ 2024 bis 2026 der beiden Gesellschaften, die vom jeweiligen Verwaltungsrat am 9. August 2023 (Starrag) bzw. 28. Juli 2023 (Tornos) genehmigt wurden
- Aktuelle Angaben und Annahmen aus Gesprächen mit dem Management der beiden Gesellschaften
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Daten ausgewählter Transaktionen basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen

FAIRNESS OPINION FUSION STARRAG & TORNOS

2 Unternehmensbeschriebe und Marktanalyse

- | | | |
|------------|---|----------|
| 2.1 | Unternehmensbeschrieb Starrag | Seite 8 |
| 2.2 | Unternehmensbeschrieb Tornos | Seite 16 |
| 2.3 | Marktanalyse Präzisions-Werkzeugmaschinen | Seite 23 |

2 Unternehmensbeschriebe und Marktanalyse

2.1 Unternehmensbeschreibung Starrag

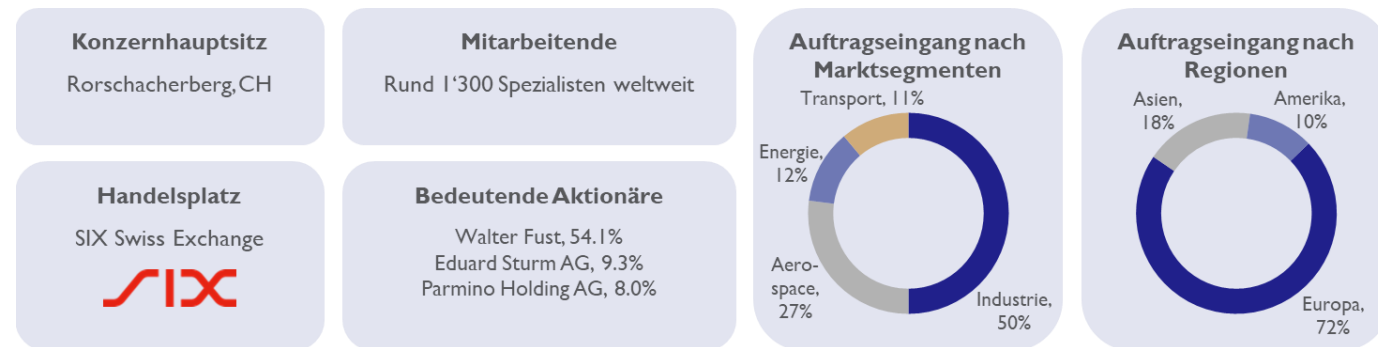
2.1.1 Überblick zu Starrag

Starrag ist ein technologisch weltweit führender Hersteller von Präzisionswerkzeugmaschinen.

Starrag ist ein in Rorschacherberg ansässiges Unternehmen, das rund 1'300 Mitarbeitende beschäftigt, über sieben Produktionsstandorte in Europa und Indien mit Entwicklungs- und Technologiezentren verfügt sowie Vertriebs- und Servicegesellschaften in den wichtigsten Abnehmerländern betreibt. Die Dachmarke Starrag verbindet die Produktbereiche Berthiez, Bumotec, Dörries, Droop+Rein, Ecospeed, Heckert, Scharmann, SIP, Starrag und TTL.

Das Portfolio an Werkzeugmaschinen in Kombination mit den weitreichenden Technologie- und Serviceleistungen ermöglicht den Kunden aus den diversen Abnehmerindustrien Qualitäts- und Produktivitätsfortschritte. Im GJ 2022 trugen die Bestellungen aus den Marktsegmenten Industrie⁴ (ca. 50%), Aerospace (ca. 27%), Transport (ca. 12%) und Energie (ca. 11%) zum Auftragseingang⁵ bei. Die regionale Verteilung des Auftragseingangs im GJ 2022 zeigt, dass ein Anteil von rund 72% auf Europa, 18% auf Asien und 10% auf Amerika entfällt.

Grösster Aktionär von Starrag ist Walter Fust, der per 30. September 2023 über einen Anteil von 54.1% an den ausgegeben Namenaktien verfügt. Weitere bedeutende Aktionäre sind die Eduard Sturm AG mit einem Anteil von 9.3% und die Parmino Holding AG (Max Rössler) mit 8.0%.⁶



⁴ In den Zahlen für das Marktsegment Industrie ist gemäss Geschäftsbericht des GJ 2022 auch das Marktsegment Mikromechanik enthalten.

⁵ Der Auftragseingang gemäss Geschäftsbericht inklusive der Servicedienstleistungen.

⁶ Quellen: Angaben Gesellschaft.

2.1.2 Geschäftsmodell von Starrag

Überblick

Starrag ist ein führender Hersteller produktiver und nachhaltiger Gesamtlösungen für die präzise zerspanende⁷ Bearbeitung. Die operativen Business Units von Starrag sind produkt- und applikationsorientiert strukturiert und konzentrieren sich in ihrem jeweiligen Leistungsbereich auf individuelle Kundenlösungen von der Entwicklung, über die Projektabwicklung bis zur Endmontage und Auslieferung. Das Unternehmen bietet über Vertriebs- und Servicegesellschaften in den wichtigsten Abnehmerländern einen Service an. Rund 20% des Auftragseingangs wurden im GJ 2022 mit Serviceleistungen erwirtschaftet.

Das Unternehmen umfasst die folgenden Produktbereiche mit den entsprechenden Brands:

- High Performance Systems: Starrag, Ecospeed, TTL
- Horizontal Machining Systems: Heckert, Scharmann/Ecoforce
- Large Parts Machining Systems: Dörries, Berthiez, Droop+Rein
- Ultra Precision Machining Centers: Bumotec, SIP

Strategie

Starrag positioniert sich als Hersteller von Präzisionswerkzeugmaschinen im oberen Qualitätssegment mit modernster Technologie und Servicedienstleistungen, um den international tätigen Kunden dauerhafte Qualitäts- und Produktivitätsfortschritte zu ermöglichen. Diese Vision will Starrag durch folgende strategische Stossrichtungen erreichen:

- Fokussierung auf wachstums- und ertragsstarke Marktsegmente und Regionen (Europa, USA, China)
- Konsequente Orientierung an Kunden und deren individuellen Bedürfnissen
- Konzentration auf das obere Qualitätssegment durch technologische und serviceorientierte Führerschaft
- Qualifizierte und motivierte Mitarbeitende, innovatives Management
- Hohe interne Flexibilität sowie solide finanzielle Basis

⁷ Die wichtigsten zerspanenden Verfahren sind Fräsen, Bohren, Drehen und Schleifen.

2.1.3 Produkt- und Dienstleistungsangebot sowie Marktsegmente⁸

Starrag vereint mit ihren Produktbereichen des Präzisionsmaschinenbaus ein technologisch umfassendes Portfolio an Kompetenzen. Die Kompetenzen wurden durch organisches Wachstum und Akquisitionen aufgebaut, um die Wettbewerbsfähigkeit der Gruppe gezielt zu stärken.

High Performance Systems:

- **Starrag:** Fünfsichtige, robuste und steife Maschinen mit hohen Abtragsleistungen zur Fertigung von Turbinen, Kompressorschaufeln und komplexen Strukturteilen
- **Ecospeed:** Hochleistungszerspanung von Aluminium-Strukturbauteilen mit dem patentierten Bearbeitungskopf Sprint Z3 der Ecospeed-Baureihe
- **TTL:** Softwaregestützte Fertigungslösungen für die Bearbeitung und Reparatur von Komponenten für Gasturbinen und Flugzeugtriebwerke.

Horizontal Machining Systems

- **Heckert:** Horizontal-Bearbeitungszentren zum Fräsen, Drehen und Bohren von Werkstücken im Bereich mittlerer und hoher Stückzahlen
- **Scharmann/Ecoforce:** Lösungen für Schwerzerspanung und Komplettbearbeitung sehr grosser Werkstücke mittels automatisch wechselbarer Vorsatzaggregate.

Large Parts Machining Systems

- **Dörries:** Leistungsstarke Vertikal-Drehmaschinen von Einständermaschinen bis hin zu grossen Portalmaschinen
- **Berthiez:** Vertikaldrehen und Rundschleifen für die Triebwerk- und Wälzlagerindustrie auf der Basis spezialisierter, vertikaler Dreh- und Schleifmaschinen.
- **Droop+Rein:** Werkzeugmaschinen zur Bearbeitung grosser Werkstücke wie Karosserie-Werkzeugen, Dieselmotoren, Kraftwerks- oder Flugzeugfahrwerkkomponenten.

Ultra Precision Machining Centers

- **Bumotec:** Multifunktionale Werkzeugmaschinen für die Komplettbearbeitung kleiner Werkstücke für die Bereiche Uhren, Schmuck sowie Medizin- und Mikrotechnik
- **SIP:** Lehrenbohrwerke und Bearbeitungs-zentren für Forschungseinrichtungen, Unternehmen aus der Raumfahrt, der Flugzeugindustrie und führenden Präzisionsmaschinenbauern

⁸ Quellen: Geschäftsbericht GJ 2022, Webseite von Starrag, abgerufen am 11.09.2023.

Dienstleistungsangebot

- **Service Plus:** Umfassendes Gesamtpaket mit Service, Support und Wartung über den gesamten Lebenszyklus der Maschinen.
- **Inspektion und Wartung:** Vorbeugende Wartung zur Vermeidung von Maschinenausfällen
- **Retrofit:** Modernisierung bestehender Maschinen durch Austausch der Software, Hardware und Mechanik mit neuer Technologie
- **Komponentenrevision:** Revision von Motorspindeln
- **Weitere Produkte:** Weitere Angebote wie beispielsweise Training, Ersatzteilservice, Störfallbehebung oder Produktionsbegleitung

Marktsegmente

Starrag fokussiert ihr Angebot auf die vier wesentlichen Marktsegmente Industrie, Aerospace, Energie und Transport. Die industriespezifisch geforderten Applikationen sind in zehn Subsegmente entlang der vier Marktsegmente aufgeteilt.

Industrie

Durch die Kombination verschiedener Bearbeitungstechnologien auf einer Maschine können die Anforderungen der komplexen Werkstücke des Subsegments Industrial Components⁹ erfüllt und dadurch der Produktionsablauf vereinfacht und die Wirtschaftlichkeit gesteigert werden. Im zweiten Subsegment Luxury Goods, fertigt Starrag Maschinen für die hochpräzise Fertigung von Uhren und Schmuckkomponenten in einer Aufspannung. Das Subsegment MedTech umfasst die vollautomatische Fertigung von medizinischen Instrumenten, Implantaten oder dentalen Komponenten und gewährleistet dabei hohen sicherheitstechnischen und regulatorischen Standards.

Aerospace

Starrag bietet als langjähriger Partner der Triebwerkindustrie (Aero Engines) modernste Fertigungslösungen und Technologien für die Bearbeitung von Triebwerksschaufeln, Blisks und Casings aus anspruchsvollsten Materialien. Die innovativen Fertigungstechnologien von Starrag unterstützen zudem den Trend zu komplexeren und grösseren Strukturbauteilen und Komponenten des Subsegment Aero Structures. Avionics vereint die Gesamtheit der elektrischen und elektronischen Bordausrüstung von Flugzeugen und Satelliten, deren Werkstücke hohe Komplexität und Genauigkeit verlangen.

⁹ Das Subsegment Industrial Components umfasst Construction & Mining / Hydraulics & Pneumatics / Industrial Drives / Job Shops / Machine Parts / Micromechanics.

Energie

Für die Öl- und Gasexploration bietet Starrag technische Lösungen und Maschinen zur Fertigung von Sicherheitsteilen in der gesamten Wertschöpfungskette. Im Subsegment Power Turbines nutzt Starrag die Kombination mehrere Bearbeitungstechnologien in einer Maschine zur Bearbeitung von komplexen Turbinenschaufeln und Gehäusen für Dampf – und Gasturbinen. Im Subsegment Renewables leistet Starrag mit einem klaren Fokus auf bestimmte Applikationen wie beispielsweise Komponenten für Wind- und Wasserturbinen einen grossen Mehrwert.

Transport

Sowohl im Subsegment Agriculture als auch Railway & Marine sorgen die Bearbeitungszentren von Starrag für hochproduktive Bearbeitung von Antriebskomponenten wie Getriebe- und Motorenteile, Achsen und sonstige prismatische Fahrwerkteile, um die Fertigungszeiten zu reduzieren und die Werkstückqualität zu steigern. Die Lösungen von Starrag werden auch zur automatisierten Serienfertigung hochpräziser Fahrzeugkomponenten für Personenwagen, Lastwagen, Busse und Motorräder mit Fokus auf die Senkung der Stückkosten eingesetzt.

2.1.4 Historische Finanzkennzahlen von Starrag

Schlüsselereignisse in der jüngsten Vergangenheit

Die jüngste Geschichte von Starrag war unter anderem durch die folgenden Schlüsselereignisse geprägt¹⁰:

- Mit dem Ziel der deutlichen und langfristig anhaltenden Verbesserung der Profitabilität wurde ab dem GJ 2019 ein Restrukturierungsprogramm «Programm 2021» umgesetzt und im GJ 2022 abgeschlossen. Das Programm hatte zum Ziel, eine dauerhafte Ertragsoptimierung zu erreichen. Im Zentrum standen die Steigerung der operativen Exzellenz, die Optimierung des Produktportfolios, die Ausschöpfung des konzerninternen Synergiepotentials und verstärkte Applikationskompetenz sowie die Verschlanung der Strukturen zur Reduktion der operativen Kosten und der Personalkosten. Die Restrukturierung belastete insbesondere das Ergebnis des GJ 2021 mit einem Restrukturierungsaufwand von CHF 13.3 Mio. (GJ 2019 rund CHF 9.2 Mio., GJ 2020 rund CHF 0.2 Mio.).
- Die Covid-19-Pandemie hat im GJ 2020 sowohl die Geschäftsentwicklung von Starrag als auch diejenige der Maschinenindustrie stark beeinflusst, was einen rückläufigen Auftragseingang und Umsatz sowie eine sinkende Profitabilität zur Folge hatte. Entsprechend resultierten in den GJ 2020 und 2021 negative Jahresergebnisse. Gegen Ende der Pandemie zeichnete sich ein Wachstum des Auftragseingangs und Auftragsbestands ab, was sich in einem erhöhten Umsatz im GJ 2022 zeigte.
- Starrag konzentriert sich auf die wachstums- und ertragsstärksten Marktsegmente und Regionen, insbesondere China und USA. Mit Blick auf den wichtigen Markt China hat Starrag im GJ 2019 in Kooperation mit der lokalen Universität ein neues TechCenter in Shanghai eröffnet.

¹⁰ Quellen: Medienmitteilungen und Geschäftsberichte von Starrag.

Historische
Finanzkennzahlen von
Starrag

Historische Finanzkennzahlen¹¹ von Starrag

in TCHF	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022	I. HJ 2023*
Auftragseingang	192'500	378'700	395'800	183'400
Wachstum des Auftragseingangs in %	-43.9%	96.7%	4.5%	-3.3%
Umsatzerlös	297'051	292'605	317'592	199'878
Wachstum der Umsatzerlöse in %	-29.0%	-1.5%	8.5%	43.3%
EBITDA (adjustiert)	10'019	13'095	26'291	19'091
EBITDA-Marge (adjustiert)	3.4%	4.5%	8.3%	9.6%
CAPEX	4'821	5'431	5'944	3'725
CAPEX in % der Umsatzerlöse	1.6%	1.9%	1.9%	1.9%
Operatives NUV**	94'549	84'890	84'045	123'949
Operatives NUV in % der Umsatzerlöse	31.6%	28.8%	25.3%	30.8%
Nettoliiquidität	6'550	17'606	20'108	-13'085
Eigenkapital (buchwertig)	175'494	168'258	172'480	178'702

* Das Wachstum des Auftragseingangs und Umsatzerlöses im ersten Halbjahr 2023 basiert auf dem Vergleich mit den Werten des ersten Halbjahres 2022.

** Inkl. kurzfristiger Rückstellungen im Zusammenhang mit Garantien.

Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben von Starrag.

Historische Entwicklung des
Auftragseingangs

Der Auftragseingang reduzierte sich im GJ 2020 aufgrund der Covid-19-Pandemie um 43.9% und lag bei CHF 192.5 Mio. Bedingt durch den starken Nachholeffekt nach der Pandemie, erhöhte sich der Auftragseingang im GJ 2021 um 96.7% auf einen Wert von CHF 378.7 Mio., womit man über dem Niveau vor der Covid-19-Pandemie lag.

¹¹ Beim Adjustment des EBITDA handelt es sich um eine Bereinigung ausserordentlicher Effekte in den GJ 2020 und GJ 2021 zur Herstellung einer besseren Vergleichbarkeit mit den Werten im Businessplan. Die ausserordentlichen Effekte resultieren aus Restrukturierungsaufwänden im Rahmen des «Programms 2021».

Trotz steigender Inflation sowie Herausforderungen bei den globalen Lieferketten konnte der Auftragseingang im GJ 2022 auf einen Wert von CHF 395.8 Mio. weiter erhöht werden. Starrag schreibt dies insbesondere dem Markterfolg von neu entwickelten Maschinenbaureihen sowie dem etablierten Servicebereich zu.

Entwicklung der
Umsatzerlöse

Im GJ 2020 sank der Umsatzerlös gegenüber dem Vorjahr um 29.0% auf einen Wert von CHF 297.1 Mio. Dieser Rückgang ist insbesondere auf geringer ausgefallene Neubestellungen während der Covid-19-Pandemie zurückzuführen.

Auch der leichte Umsatzrückgang im GJ 2021 auf CHF 292.6 Mio. ist auf die Covid-19-Pandemie zurückzuführen, wobei sich beim Auftragseingang (vgl. oben) bereits eine Erholung abzeichnete.

Im GJ 2022 spiegelte sich der erhöhte Auftragseingang des Vorjahres in einer Verbesserung des Umsatzerlöses auf CHF 317.6 Mio. (Steigerung von 8.5% gegenüber dem Vorjahr). Neben dem Ende der Covid-19-Pandemie wird die Steigerung insbesondere mit dem Markterfolg, der in den letzten Jahren neu entwickelten Maschinenbaureihen und dem Servicebereich erklärt (vgl. oben).

Im I. Halbjahr 2023 materialisierte sich der hohe Auftragseingang in einem massiven Anstieg des Umsatzerlöses für das Halbjahr auf CHF 199.9 Mio., was einer Steigerung um 43.3% gegenüber dem Vorjahreswert (I. Halbjahr 2022) entspricht.

Entwicklung der adjustierten
EBITDA-Marge

Im GJ 2020 und GJ 2021 fielen im Rahmen des Restrukturierungsprogramms «Programm 2021», mehrheitlich im Personalaufwand, Restrukturierungsaufwände von CHF 0.2 Mio. (GJ 2020), resp. CHF 13.3 Mio. (GJ 2021) an, welche im EBITDA enthalten waren. Zur Verbesserung der Vergleichbarkeit haben wir diese Restrukturierungsaufwände beim adjustierten EBITDA eliminiert. Die für GJ 2020 und GJ 2021 tiefere adjustierte EBITDA-Margen von 3.4% resp. 4.5% sind auf den starken Auftragsrückgang aufgrund der Covid-19-Pandemie in Kombination mit einer gewissen Fixkostenbasis zurückzuführen.

Ab dem GJ 2022, sowie insbesondere für das I. Halbjahr 2023 verzeichnete Starrag mit Werten von 8.5% respektive 9.6% einen starken Anstieg der adjustierten EBITDA-Marge. Neben der Erholung der Branche nach der Covid-19-Pandemie ist dies auch auf den erfolgreichen Abschluss des Restrukturierungsprogramms «Programm 2021» zurückzuführen.

Entwicklung der CAPEX

Im GJ 2020 wurden rund 1.6% des Umsatzerlöses investiert (Investitionen abzüglich Desinvestitionen). Im GJ 2021 bis zum I. Halbjahr 2023 betragen die CAPEX jeweils konstant rund 1.9% des jeweiligen Umsatzerlöses.

Entwicklung des operativen
Nettoumlaufvermögens

Das operative Nettoumlaufvermögen («NUV») von Starrag lag während des Covid-19-Pandemiejahres 2020 auf einem Niveau von CHF 94.5 Mio. Dies entspricht einem Anteil von 31.6% des Umsatzerlöses. Das NUV wird insbesondere durch Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Vorräten sowie Vorauszahlungen getrieben. Mit einer überproportionalen Reduktion von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und Vorräten im GJ 2021 verringerte sich auch das operative NUV auf CHF 84.9 Mio., womit es noch 28.8% des Umsatzerlöses entsprach. Im GJ 2022 betrug das operative NUV CHF 84.0 Mio., d.h. rund 25.3% des Umsatzerlöses. Im 1. Halbjahr 2023 hat sich das NUV aufgrund gesunkener Vorauszahlungen bei einem gleichzeitig deutlichen Anstieg bei den Vorräten und den Forderungen aus Lieferung und Leistungen erhöht (rund 30.8% des Umsatzerlöses).

Entwicklung der
Nettoliiquidität und des
Eigenkapitals

Die Nettoliiquidität (Barmittel abzüglich verzinslicher Finanzverbindlichkeiten) stieg über die letzten drei Geschäftsjahre von CHF 0.6 Mio. im GJ 2020 auf CHF 20.1 Mio. im GJ 2022 kontinuierlich an. Per 1. Halbjahr 2023 lag die unterjährige Nettoliiquidität hingegen bei CHF -13.1 Mio., was insbesondere den hohen Finanzverbindlichkeiten von insgesamt CHF 39.0 Mio. geschuldet ist. Die Unterschiede zu den jeweiligen Stichtagen sind insbesondere auf unterschiedliche Lagerbestände und Schwankungen bei den Vorauszahlungen zurückzuführen.

Aufgrund der Verluste in den GJ 2020 und 2021 reduzierte sich das buchwertige Eigenkapital per Ende GJ 2021 auf CHF 168.3 Mio. Durch einbehaltene Gewinne stieg das Eigenkapital im GJ 2022 wieder auf einen Wert von CHF 172.5 Mio. an. Per 1. Halbjahr 2023 betrug das Eigenkapital von Starrag CHF 178.7 Mio.

2.2 Unternehmensbeschreibung Tornos

2.2.1 Überblick zu Tornos

Tornos ist ein technologisch weltweit führender Hersteller von Werkzeugmaschinen.

Tornos ist ein in Moutier ansässiges Unternehmen, das auf die Entwicklung und Herstellung von Werkzeugmaschinen für die Fertigung von Bauteilen spezialisiert ist, welche extreme Präzision und Qualität erfordern. Die Gruppe beschäftigt rund 700 Mitarbeitende, betreibt Produktionsstätten in Moutier, China und Taiwan sowie ein Vertriebs- und Servicenetz in den wichtigsten Abnehmerländern.

Die Produktpalette von Werkzeugmaschinen in Kombination mit dem breiten Angebot an Software und Dienstleistungen ermöglicht den Kunden aus verschiedenen Abnehmerindustrien Qualitäts- und Produktivitätsfortschritte. Im GJ 2022 verteilte sich der Auftragseingang¹² wie folgt auf die Marktsegment:

- Medizin- und Zahntechnik 28%
- Uhrenindustrie 15%
- Elektronik 10%
- Automobilbau 12%
- Weitere Abnehmer¹³ (inkl. Aerospace 4%) 35%

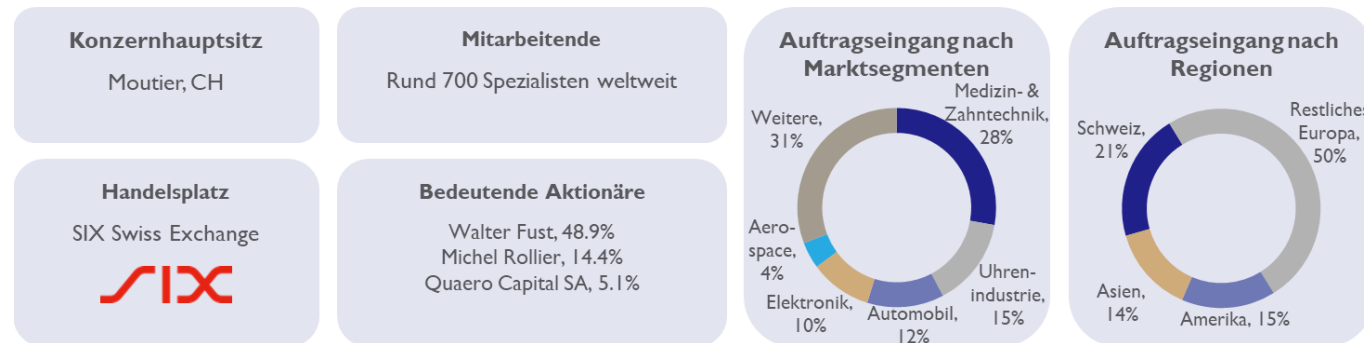
Die regionale Verteilung des Auftragseingangs im GJ 2022 zeigt, dass ein Anteil von rund 21% in der Schweiz, 50% im restlichen Europa, 15% in Amerika und 14% in Asien erzielt wurde.

Walter Fust ist per 30. September 2023 mit einem Anteil von 48.9% der ausgegebenen Namenaktien grösster Aktionär von Tornos. Michel Rollier (Rollomatic Holding SA) verfügt über einen Anteil von 14.4% und die Quaero Capital SA über einen Anteil von 5.1%.¹⁴

¹² Im Gegensatz zu Starrag rapportiert Tornos den Auftragseingang ohne die Servicedienstleistungen.

¹³ Zu den weiteren Abnehmern zählen mit rund 20% insbesondere auch die Aufträge von Subunternehmern, sogenannte «Job Shops». Diese wiederum können teilweise den zuvor genannten Marktsegmenten zugeordnet werden.

¹⁴ Quaero Capital SA hält insgesamt 5.1% der ausgegebenen Namenaktien über drei verschiedene Fonds. Quelle: Angaben Gesellschaft.



2.2.2 Geschäftsmodell von Tornos

Überblick

Der Schweizer Maschinenhersteller Tornos fokussiert sich auf die Herstellung von Computerized Numerical Control (computergestützte Fertigung, «CNC») Langdrehautomaten, Mehrspindelautomaten und hochpräzise Bearbeitungszentren für komplexe Teile. Die Produkte und Dienstleistungen bietet Tornos über ein Vertriebs- und Servicenetz in den wichtigsten Abnehmerländern an. Während in der Vergangenheit der Fokus hauptsächlich auf den Marktsegmenten Automobilbau sowie Mikromechanik lag, erreichte Tornos in den letzten Jahren eine Diversifizierung in weitere, weniger zyklische Marktsegmente (insbesondere Elektronik sowie Medizin- und Zahntechnik). Das Unternehmen bietet über Servicegesellschaften in den wichtigsten Abnehmerländern einen Service an. Rund 26% des Umsatzes wurden im GJ 2022 mit Serviceleistungen erwirtschaftet.

Strategie

Tornos positioniert sich als Hersteller von Werkzeugmaschinen für die Fertigung hochqualitativer Präzisionsbauteile. Dabei steht das Angebot innovativer Qualitätsprodukte und Dienstleistungen im Zentrum, um den Kunden zu einem kompetitiven Vorteil in ihren Märkten sowie zu hoher Profitabilität und Nachhaltigkeit zu verhelfen. Hierfür wurden sechs strategische Stossrichtungen definiert:

- (1) Internationalisierung des Geschäfts
- (2) Stärkung der Flexibilität
- (3) Wachstum durch Innovation
- (4) Etablierung des Dienstleistungsbereichs als Differenzierungsmerkmal
- (5) Optimierung der operativen Exzellenz
- (6) Bereitstellung einzigartiger Lösungen für die definierten Marktsegmente

2.2.3 Produkt- und Dienstleistungsangebot sowie Marktsegmente¹⁵

Starrag vereint mit ihren Produktbereichen des Präzisionsmaschinenbaus ein technologisch umfassendes Portfolio an Kompetenzen. Die Kompetenzen wurden durch organisches Wachstum und Akquisitionen aufgebaut, um die Wettbewerbsfähigkeit der Gruppe gezielt zu stärken.

Langdrehautomaten

- **SwissDECO:** Drehmaschinen mit 3 unabhängigen Werk-zeugsystemen ausgestattet
- **EvoDECO:** Drehmaschinen mit 4 unabhängigen Werkzeugsystemen zur Fertigung komplexer Teile
- **Swiss GT:** Langdrehautomaten mit kompletter Standardausrüstung und bis zu 5 Simultanachsen.
- **Swiss DT:** Modulare Drehautomaten für Bohren, Fräsen, Gewindewirbeln oder Abwälzfräsen
- **SwissNano:** Hochdrucktaugliche Drehmaschine für die Mikroproduktion

Mehrspindler

- **MultiSwiss:** Verbindung zwischen Ein- und Mehrspindeldrehmaschinen, die über 6 oder 8 bewegliche Spindelstöcke verfügen. Die Indexierung der Spindeltrommel mittels Drehmomentmotor führt zu einer hohen Geschwindigkeit.

Bearbeitungszentren

- **BA 1008 / XT / HP:** Stangenfräsmaschinen mit Mehrspindeltechnologie mit bis zu 8 Spindeln und 23 Werkzeugen. Hochpräzise Bearbeitung auch von Edelmetallen.
- **CU 2007 / 3007:** Hochpräzise Präzisionsmaschinen mit 3 bis 7 Achsen, kurzen Werkzeugwechselzeiten und integrierten Automatisierungssystemen. Geeignet zur Herstellung komplexer Teile.

Peripheriesysteme

- **Automatisierung:** Alle Tornos-Maschinen können mit einem Standard-Automatisierungsmodul (Laden von Rohmaterial und Entladen und Palettieren von gefertigten Teilen) oder kundenspezifischen Automatisierungslösungen ausgestattet werden, wodurch sie zu einfach skalierbaren Produktionssystemen werden.
- **Robobar SBF:** Stangenlader für Einspindeldrehmaschinen, der nahtlos in die Maschinen integriert werden kann. Der Stangenlader belädt die Maschinen mit Stangen oder wechselt diese aus.

¹⁵ Quellen: Geschäftsbericht GJ 2022, Webseite von Tornos, abgerufen am 06.09.2023.

Software:

- Tornos stellt die Software **TB-DECO** sowie **TISIS** zur Verfügung, mit welchen die Maschinen optimal programmiert werden können. Neben der Steuerung der Abläufe wird auch die Werkzeugauswahl, die elektronische Übertragung auf den Maschinenpark sowie das Monitoring der Maschinen ermöglicht.
- Weiter bietet Tornos Anwendungen zur Steigerung der Prozess- und Energieeffizienz, zur Ferndiagnose sowie für CNC-Maschinen entwickelte Software zur computergestützten Fertigung.

Dienstleistungsangebot:

- **Eingriff vor Ort:** Installation und Instandhaltungsservices vor Ort, inklusive Grundschulung, Werkzeuglieferung, und Reparaturen.
- **Ersatzteile:** Es können Originalteile online bestellt werden, wodurch die Leistungsfähigkeit weiterhin durch Tornos garantiert werden kann.
- **Maschinenüberholung:** Eine situationsgerechte, massgeschneiderte Maschinenüberholung bietet eine Verlängerung der Lebensdauer bestehender Maschinen.
- **Tornos Academy:** Tornos bietet Schulungen für bestehende Kunden an, um den Nutzen der Maschinen möglichst hoch sowie den Einsatz möglichst effizient zu halten.

Marktsegmente

Tornos fokussiert das Angebot auf die vier wesentlichen Marktsegmenten Automobilbau, Mikromechanik, Elektronik sowie Medizin- und Zahntechnik.

Automobilbau

Der Automobilbau wird charakterisiert durch eine hochvolumige Produktion in automatisierten Spezialfertigungsanlagen. Themen der Effizienzsteigerung, die Suche nach Alternativen zum Verbrennungsmotor, der Einsatz neuer Werkstoffe sowie mehr Elektronik bedingt eine maximale Flexibilität. Die Lang- und Mehrspindeldrehlösungen von Tornos ermöglichen die Fertigung von Komponenten für Fahrzeugbestandteile wie Getriebe, Elektromotoren, Lenk- und Bremssysteme und weitere.

Uhrenindustrie

In der Uhrenindustrie, bzw. der Mikromechanik, sind insbesondere die Anforderungen an die Präzision bei Kleinstteilen sowie die makellose optische Qualität von großer Bedeutung. Tornos bedient die Zulieferer der Uhrenindustrie mit Einspindel- und Mehrspindeldrehmaschinen, die den Anforderungen an die Maschinenkinematik, die Ausrüstung sowie die Vielfalt der Werkzeuge gerecht werden. So können Teile für mechanische und Quarzuhren, aber auch für Smartwatches präzise hergestellt werden.

Elektronik

Für die Hersteller elektronischer Komponenten sind insbesondere die Bearbeitung anspruchsvoller Materialien wie Edelstahl und Titan, die Miniaturisierung, die Oberflächenveredelung sowie der Preisdruck massgebend. Mit Ein- und Mehrspindelanwendungen ergänzt durch Hydrostatik-Technologie und der Finite-Elemente-Analyse erfüllen die Kunden von Tornos bei der Herstellung alle Anforderungen an die Oberflächenqualität der kleinen Komponenten.

Medizin- und Zahntechnik

Der von Wettbewerb getriebene Markt der Herstellung von Medizin- und Zahntechnik stellt hohe Anforderungen an die Qualität von zunehmend komplexeren Komponenten. Die Langdreh- und Mehrspindelmaschinen ermöglichen das Bohren, Stanzen, Fräsen und Gewinde-wirbeln verschiedener Materialien wie Edelstahl, Titan, Chrom-Cobalt und weiterer hybrider Werkstoffe. Anspruchsvollste Teile wie Wirbelimplantate oder bio-kompatible Knochenschrauben lassen sich so herstellen.

2.2.4 Historische Finanzkennzahlen von Tornos

Schlüsselereignisse in der jüngsten Vergangenheit

Die jüngste Geschichte von Tornos war unter anderem durch die folgenden Schlüsselereignisse geprägt¹⁶:

- Im GJ 2018 erreichte Tornos einen damaligen Höchststand beim Auftragseingang von CHF 245 Mio. Bei einem Umsatzerlös von CHF 214.9 Mio. resultierte auch ein entsprechend gutes Unternehmensergebnis in der Höhe von CHF 15.33 Mio.
- Ein Auftragsrückgang der Automobilbranche führte in der zweiten Hälfte des GJ 2019 zu einem deutlichen Umsatzrückgang. In der Folge verschob sich der Marktfokus der Gruppe hin zu den Segmenten Medizin- und Zahntechnik sowie Elektronik. Zudem entwickelte Tornos ihre Produktionsstand-orte in Asien weiter, indem von einer chinesischen Gesellschaft gehaltene Minderheitsanteile an einer Tochterfirma zurückgekauft sowie ein Standort in Taiwan zu einem vollständig autonomen Werk ausgebaut wurde.
- Durch den starken Einfluss der Covid-19-Pandemie auf die Maschinenindustrie sowie auf die Marktsegmente verzeichnete Tornos im GJ 2020 einen starken Einbruch beim Auftragseingang und Umsatz.
- Im GJ 2021 zeichneten sich Engpässe in der globalen Lieferkette ab, was die Einhaltung der Lieferzeiten erschwerte. Jedoch verbesserte sich die Auftragslage deutlich. Die während der Covid-19-Pandemie eingeleiteten Kostenoptimierungen hatten zudem einen positiven Einfluss auf die Profitabilität.
- Im GJ 2022 sowie im I. Halbjahr 2023 erzielte Tornos weitere starke Leistungsverbesserungen. Obschon die globalen Lieferengpässe eine Herausforderung blieben, gelang es Tornos die Profitabilität weiter zu steigern. Im GJ 2022 wurde zudem unter der Initiative «Turning sustainable» ein Nachhaltigkeitsprogramm ins Leben gerufen, das sämtliche Aktivitäten der Gruppe in Bezug auf Nachhaltigkeit zusammenfasst.

¹⁶ Quellen: Medienmitteilungen und Geschäftsberichte von Tornos.

Historische
Finanzkennzahlen von
Tornos

Historische Finanzkennzahlen¹⁷ von Tornos

in TCHF	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022	I. HJ 2023*
Auftragseingang	97'984	204'612	194'146	79'688
Wachstum des Auftragseingangs in %	-27.7%	108.8%	-5.1%	-18.9%
Umsatzerlös	103'388	171'488	181'435	95'727
Wachstum der Umsatzerlöse in %	-49.6%	65.9%	5.8%	2.2%
EBITDA (adjustiert)	-8'655	13'998	15'120	9'535
EBITDA-Marge (adjustiert)	-8.4%	8.2%	8.3%	10.0%
CAPEX	-304	-474	9'002	5'988
CAPEX in % der Umsatzerlöse	-0.3%	-0.3%	5.0%	6.3%
Operatives NUV**	60'076	51'831	66'133	79'409
Operatives NUV in % der Umsatzerlöse	58.1%	30.2%	36.5%	41.5%
Nettoliquidität	-4'992	26'631	17'630	720
Eigenkapital (buchwertig)	77'927	98'768	108'359	109'388

* Das Wachstum des Auftragseingangs und Umsatzerlöses im ersten Halbjahr 2023 basiert auf dem Vergleich mit den Werten des ersten Halbjahres 2022.

** In Abweichung vom Geschäftsbericht inkl. kfr. Rückstellungen im Zusammenhang mit Garantien.

Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben von Tornos.

Historische Entwicklung des
Auftragseingangs

Während der Covid-19-Pandemie im GJ 2020 reduzierte sich der Auftragseingang um 27.7% auf ein Niveau von CHF 98.0 Mio. Eine Erholung erfolgte bereits im GJ 2021 auf ein Niveau von CHF 204.6 Mio., was einem Wachstum von 108.8% gegenüber dem Vorjahr entspricht.

Im GJ 2022 verringerte sich der erreichte Auftragseingang leicht auf CHF 194.1 Mio. (-5.1%) was insbesondere auf den Rückgang der Aufträge im Bereich Automobil zurückzuführen ist. Durch die Verlagerung in andere, weniger

¹⁷ Beim Adjustment des EBITDA handelt es sich um eine Bereinigung ausserordentlicher Effekte in den GJ 2021 und GJ 2022 zur Herstellung einer besseren Vergleichbarkeit mit den Werten im Businessplan. Die ausserordentlichen Effekte resultieren aus der Veränderung der Verbuchungspraxis im Zusammenhang mit Wertberichtigungen beim Lager sowie in einem deutlich geringeren Umfang aus dem Verkauf eines Gebäudes.

zyklische Marktsegmente wurde der Nachfragerückgang jedoch abgefedert. Im I. Halbjahr 2023 erreichte Tornos bislang einen Auftragseingang von CHF 79.7 Mio., was einem Rückgang um 18.9% gegenüber dem I. Halbjahr 2022 entspricht. Tornos begründet dies insbesondere mit der herrschenden Unsicherheit in ihren Schlüsselmärkten USA und Europa.

Entwicklung der Umsatzerlöse

Der Ausbruch der Covid-19-Pandemie hatte einen Umsatzeinbruch im GJ 2020 um 49.6% auf CHF 103.4 Mio. zur Folge. Bereits im GJ 2021 konnte Tornos den Umsatz wieder deutlich auf CHF 171.5 Mio. steigern, gefolgt von einer weiteren Erhöhung im GJ 2022 um 5.8% auf CHF 181.4 Mio. Im I. Halbjahr 2023 erreichte das Unternehmen einen Umsatz von CHF 95.7 Mio., was einer Zunahme um 2.2% gegenüber dem Vorjahreswert entspricht.

Entwicklung der adjustierten EBITDA-Marge

Die im GJ 2019 eingeleitete Neufokussierung ermöglichte es Tornos Kosten einzusparen und damit die adjustierte EBITDA-Marge in den GJ 2021 und GJ 2022 signifikant auf ein Niveau von über 8% zu erhöhen. Im I. Halbjahr 2023 steigerte Tornos die Profitabilität weiter und erwirtschaftete eine adjustierte EBITDA-Marge von 10.0%. Aufgrund des reduzierten Fixkosten-Niveaus erwartet das Unternehmen auch künftig mehr Margen-Stabilität.

Entwicklung der CAPEX

In den GJ 2020 und GJ 2021 wurden aufgrund der schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen kaum Investitionen getätigt. Dagegen wurden im GJ 2022 und im I. Halbjahr 2023 insgesamt rund CHF 15 Mio. insbesondere in den Ausbau der Produktionsstandorte in Asien investiert.

Entwicklung des operativen NUV

Das operative NUV lag während des GJ 2020 bei CHF 60.1 Mio. was 58.1% am Umsatzerlös entspricht. Dieses hohe Niveau ist insbesondere auf hohe Vorräte zurückzuführen, die angesichts des Rückgangs der Auftragseingänge und des Umsatzerlöses im Zuge der Covid-19-Pandemie nicht abgebaut werden konnten. Im Vergleich zum Umsatz konnte das operative NUV in den Folgejahren entsprechend reduziert werden. Im Zusammenhang mit der Lieferketten-Probleme stiegen die Vorräte und damit auch das operative NUV im I. Halbjahr 2023 wieder an. Das operative NUV von CHF 79.4 Mio. entspricht 41.5% des Umsatzerlöses.

Entwicklung der Nettoliquidität und des Eigenkapitals

Im GJ 2020 reduzierte sich die Nettoliquidität auf CHF -5.0 Mio. und das Eigenkapital verringerte sich aufgrund des hohen Jahresverlusts auf CHF 77.9 Mio. Im GJ 2021 fiel sowohl die Nettoliquidität mit CHF 26.6 Mio. als auch das Eigenkapital mit CHF 98.8 Mio. wieder signifikant höher aus. Während sich die Nettoliquidität vom GJ 2022 zum I. Halbjahr 2023 von CHF 17.6 Mio. auf CHF 0.7 Mio. reduzierte, erhöhte sich das Eigenkapital leicht von CHF 108.4 Mio. auf CHF 109.4 Mio.

2.3 Marktanalyse Präzisions-Werkzeugmaschinen

Die beiden Unternehmen sind Entwickler, Hersteller und Vertreiber von Präzisions-Werkzeugmaschinen. Mangels spezifischer Daten zu diesem Teilmarkt, wird nachfolgend auf den generellen Werkzeugmaschinen Markt abgestellt.

Globale Marktübersicht

Marktvolumen und
Wachstumsaussichten

Der globale Markt für Werkzeugmaschinen hatte per Ende 2022 ein Umsatzvolumen von CHF 81.3 Mrd.¹⁸. Für das Jahr 2023 wird ein Anstieg auf CHF 85.8 Mrd. prognostiziert. Mit einem Umsatzanteil von 55% ist die Asien-Pazifik-Region der grösste Markt, vor allem mit führenden Unternehmen aus China, Japan, Südkorea, Taiwan und Indien.¹⁹ Der europäische Markt für Werkzeugmaschinen setzte im Jahr 2022 gemäss der European Association of Manufacturing Technologies rund CHF 24.8 Mrd. um.²⁰

Bis ins Jahr 2030 wird ein Anstieg des globalen Umsatzniveaus auf CHF 127.1 Mrd. prognostiziert. Somit ergibt sich eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) zwischen 2023 und 2030 von 5.8% p.a. Insbesondere die rasanten technologischen Fortschritte in den Bereichen CNC, Robotik und künstliche Intelligenz sind die wesentlichen Treiber für das erwartete Wachstum.²¹

Führende Produktionsländer

Im Jahr 2022 waren die führenden Produktionsländer China mit einem Anteil von 29% der gesamten Produktion, gefolgt von Japan mit 15%, Deutschland mit 13%, USA mit 7%, sowie Italien und Südkorea mit einem Anteil von je 6%.²²

Marktsegmente

Zu den wichtigsten Marktsegmenten von Werkzeugmaschinen gehören der Automobilbau, der Industriemaschinenbau, der Bereich Aerospace, die Rüstungsindustrie und die Fein- und Mikromechanik (inkl. der Uhrenindustrie). Wachstumsmärkte stellen insbesondere die Bereiche Elektronik sowie die Medizin- und Zahntechnik dar (vgl. Ausführungen unten).²³

¹⁸ Wechselkurs USD in CHF per 30. Dezember 2022, Quelle: Refinitiv Eikon.

¹⁹ Quelle: Grand View Research, Machine Tools Market Size, Share & Trends Analysis Report, gemäss Webseite (September 2023).

²⁰ Quelle: European Association of Manufacturing Technologies, The Machine Tool Industry in Europe in 2022, gemäss Webseite (September 2023).

²¹ Quelle: Grand View Research, Machine Tools Market Size, Share & Trends Analysis Report, gemäss Webseite (September 2023).

²² Quelle: Verein Deutscher Werkzeugmaschinenhersteller, Market Report 2022, gemäss Webseite (September 2023).

²³ Quellen: Grand View Research, Machine Tools Market Size, Share & Trends Analysis Report, gemäss Webseite (September 2023); Mordor Intelligence, Machine Tools Market Size & Share Analysis, gemäss Webseite (September 2023).

Die konjunkturellen Entwicklungen zeigen ein sich eintrübendes Marktumfeld für langlebige Investitionsgüter

Ausblick

Nach der Covid-19-Pandemie erholte sich, ausgelöst durch einen Nachholeffekt sowie zahlreichen Unterstützungsmassnahmen in den Industrieländern, die Nachfrage nach langlebigen Investitionsgütern. Diese positive Entwicklung zeigt sich auch in den aktuell vollen Auftragsbüchern.²⁴

Allerdings haben die Schwierigkeiten bei den globalen Lieferketten sowie der Krieg in der Ukraine zu erhöhten Rohstoffpreisen geführt. Herausfordernd sind auch die starken Leitzinserhöhungen durch die Notenbanken in den wichtigsten Wirtschaftsräumen, was die Nachfrage nach Investitionsgütern wieder etwas abkühlen lassen könnte.²⁵

Auch der Business Confidence Index, ein guter Frühindikator für die Investitionsgüterindustrie, liegt per Ende August 2023 mit 99.24 unterhalb der Schwelle des langfristigen Durchschnittswerts (Indexwert von 100), was auf eine kurzfristig zurückhaltende Stimmung hindeutet.²⁶

Verschiebung der Nachfrage vom Automobilbau hin zur Elektronik und Medizintechnik

Mit Blick auf die wichtigsten Marktsegmente steht der Automobilbau vor einer Stagnation, da insbesondere Wachstumsmärkte wie China in den letzten Jahren ein verlangsamtes Wachstum der Nachfrage verzeichneten. Auch der Trend hin zu mehr Elektroautos verändert die Nachfrage erheblich. Stark auf den Automobilbau fokussierte Präzisions-Werkzeugmaschinenhersteller stehen deshalb vor der Herausforderung, sich für neue, wachstumsstarke Marktsegmente attraktiv zu positionieren sowie das Branchenwissen und die notwendige Erfahrung aufzubauen.

Wachstum wird insbesondere in der Medizin- und Zahntechnik und der Elektronik erwartet, deren Nachfrage vor allem vom technologischen Wandel und dem hohen Innovationsdruck in diesen Sektoren getrieben wird. Während in der Medizintechnik neue Technologien für die Herstellung von Prothesen oder die Automatisierung chirurgischer Prozesse genutzt werden, erfahren in der Elektronik insbesondere Hersteller von Halbleitern eine steigende Nachfrage.²⁷

Die computergestützte Fertigung und somit die Anbieter von CNC-Werkzeugmaschinen gewinnen laufend an Bedeutung. Dies aufgrund der Möglichkeiten, mittels effizienten Austausches und Analyse der Produktionsdaten die

²⁴ Quelle: European Association of Manufacturing Technologies, Machine Tool Industry Expecting Growth in Production in 2023, 13. Februar 2023.

²⁵ Quellen: IMF, Primary Commodity Prices, gemäss Webseite (September 2023); EZB, Monetary policy decisions, 14. September 2023; Schweizer Maschinenmarkt, Werkzeugmaschinenindustrie – Chancen und Risiken, 20. Mai 2022.

²⁶ Quelle: OECD, Leading indicators – Business Confidence Index, gemäss Webseite (September 2023).

²⁷ Quellen: Schweizer Maschinenmarkt, Werkzeugmaschinenindustrie – Chancen und Risiken, 20. Mai 2022; Medizin & Technik, DMG Mori entwickelt gemeinsam mit Anwendern neue Prozesse, 13. August 2023; Mordor Intelligence, Machine Tools Market Size & Share Analysis, gemäss Webseite (September 2023).

CNC und künstliche
Intelligenz als wichtige neue
Zweige des Präzisions-
Werkzeugmaschinenmarkts

Fertigung laufend zu optimieren. Für den globalen CNC-Markt wird für die Periode von 2023 bis 2030 eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 5.5% p.a. prognostiziert; das Volumen sollte sich entsprechend von CHF 16.1 Mrd. per Ende 2022 auf CHF 24.7 Mrd. im Jahr 2030 erhöhen.²⁸²⁹ Die Anwendung von künstlicher Intelligenz in computergestützten Fertigungsprozessen erlaubt es, Daten noch gezielter auszuwerten und so die Effizienz, die Sicherheit und Ansprüche an Qualität besser zu überwachen und zu optimieren.³⁰

²⁸ Wechselkurs USD in CHF per 30. Dezember 2022, Quelle: Refinitiv Eikon.

²⁹ Quelle: Research and Markets, CNC Machine Tools – Global Strategic Business Report, gemäss Webseite (September 2023).

³⁰ Quelle: European Association of Manufacturing Technologies, Artificial Intelligence for Machine Tools, Juni 2023.

FAIRNESS OPINION FUSION STARRAG & TORNOS

3 Bewertung

- | | | |
|------------|--|----------|
| 3.1 | Bewertungsansatz | Seite 27 |
| 3.2 | Discounted-Cashflow-Bewertung | Seite 29 |
| 3.3 | Multiples-Bewertung | Seite 48 |
| 3.4 | Aktienkursanalyse und Analystenschätzungen | Seite 53 |

3 Bewertung

3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung von Starrag und Tornos stützen wir uns, entsprechend der aktuellen Best Practice, in erster Linie auf die DCF-Methode ab. Zusätzlich wenden wir Trading sowie Transaction Multiples an und berücksichtigen die Erkenntnisse unserer Aktienkursanalyse sowie Zielkurse von Analysten.

Die Bewertungen von Starrag und Tornos im Zusammenhang mit der geplanten Fusion erfolgen auf einer Stand-alone-Basis³¹ unter der Anwendung unterschiedlicher Bewertungsansätze. Die Bewertung der beiden Unternehmen und die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses erfolgt per 17. Oktober 2023, dem letzten Börsenhandelstag vor der Abgabe der Fairness Opinion.

Zusätzlich zu den Stand-alone-Bewertungen der beiden Gesellschaften sind im Sinne von Art. 7 Abs. 1 FusG weitere relevante Umstände zu berücksichtigen. Dazu gehören insbesondere Synergien.³² Die beiden Gesellschaften erwarten durch die Fusion sowohl umsatz- als auch kostenseitige Synergien.

Die erwarteten umsatzseitigen Synergien im Sinne von Wachstumschancen sollen durch die stärkere bzw. erweiterte gemeinsame Abdeckung bestimmter Marktsegmente und geografischen Regionen sowie einer gemeinsamen Stärkung des Dienstleistungsangebots erzielt werden. Aufgrund der komplementären Situation gehen die Unternehmen davon aus, dass keines der beiden Unternehmen vom jeweils anderen Unternehmen überproportional profitiert.

Kostensynergien nach allfälligen Restrukturierungsaufwänden werden insbesondere durch die Bündelung von Einkaufsvolumen, durch die intelligente Nutzung des Produktionsnetzwerks, durch die Schaffung einer starken gemeinsamen Serviceorganisation, sowie die Zusammenarbeit im Bereich Forschung und Entwicklung erwartet. Aufgrund der komplementären Situation gehen die Unternehmen auch in diesem Kontext davon aus, dass keines der beiden Unternehmen überproportional von netto Kostensynergien profitiert.

Folglich fallen die netto Synergien proportional zum Marktwert der beiden Gesellschaften an und beeinflussen das Umtauschverhältnis nicht. Vor diesem Hintergrund kann an dieser Stelle auf die explizite Quantifizierung und Berücksichtigung von Umsatz- und Kostensynergien verzichtet werden.

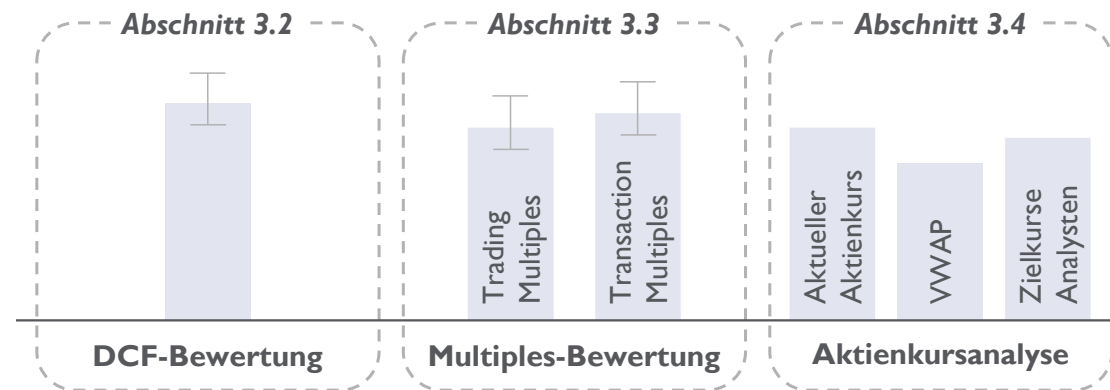
Innerhalb unseres Bewertungsframeworks kommt der Discounted-Cashflow-Methode («DCF-Methode») die grösste Bedeutung zu. Ergänzt werden die Bewertungsüberlegungen durch die Anwendung marktorientierter Methoden

³¹ Nach FusG sind die Gesellschaften in einem ersten Schritt auf einer Stand-alone-Basis zu bewerten (vgl. von der Crone Hans Caspar, Gersbach Andreas, Kessler Franz J., von der Crone Brigitte, Ingber Karin, www.fusg.ch, 2. Auflage, Zürich 2017, Rz 91).

³² Vgl. von der Crone Hans Caspar, Gersbach Andreas, Kessler Franz J., von der Crone Brigitte, Ingber Karin, www.fusg.ch, 2. Auflage, Zürich 2017, Rz 94.

basierend auf der Bewertung vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen (Trading Multiples) und bezahlter Preise im Rahmen vergleichbarer Transaktionen (Transaction Multiples). Die sich aus der DCF-Methode sowie der Trading- und Transaction-Multiples-Bewertung ergebende Werte pro Aktie von Starrag und Tornos werden ins Verhältnis gesetzt und daraus entsprechende Umtauschverhältnisse abgeleitet. Der aktuelle Aktienkurs sowie der volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage (Volume Weighted Average Price, «VWAP») der beiden Aktien werden per Stichdatum ebenfalls ins Verhältnis gesetzt. Schliesslich wird das Umtauschverhältnis auf Basis der Zielkurs von Analysten hergeleitet.

Bewertungsansatz



Quelle: IFBC.

3.2 Discounted-Cashflow-Bewertung

3.2.1 Einführung in die Bewertungsmethodik und zum Kapitalkostensatz

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

Basierend auf dem beschriebenen Bewertungsansatz wird der Marktwert des Eigenkapitals der beiden Gesellschaften exkl. Minderheiten per 17. Oktober 2023 wie folgt hergeleitet:

Bestimmung des Eigenkapitalwerts

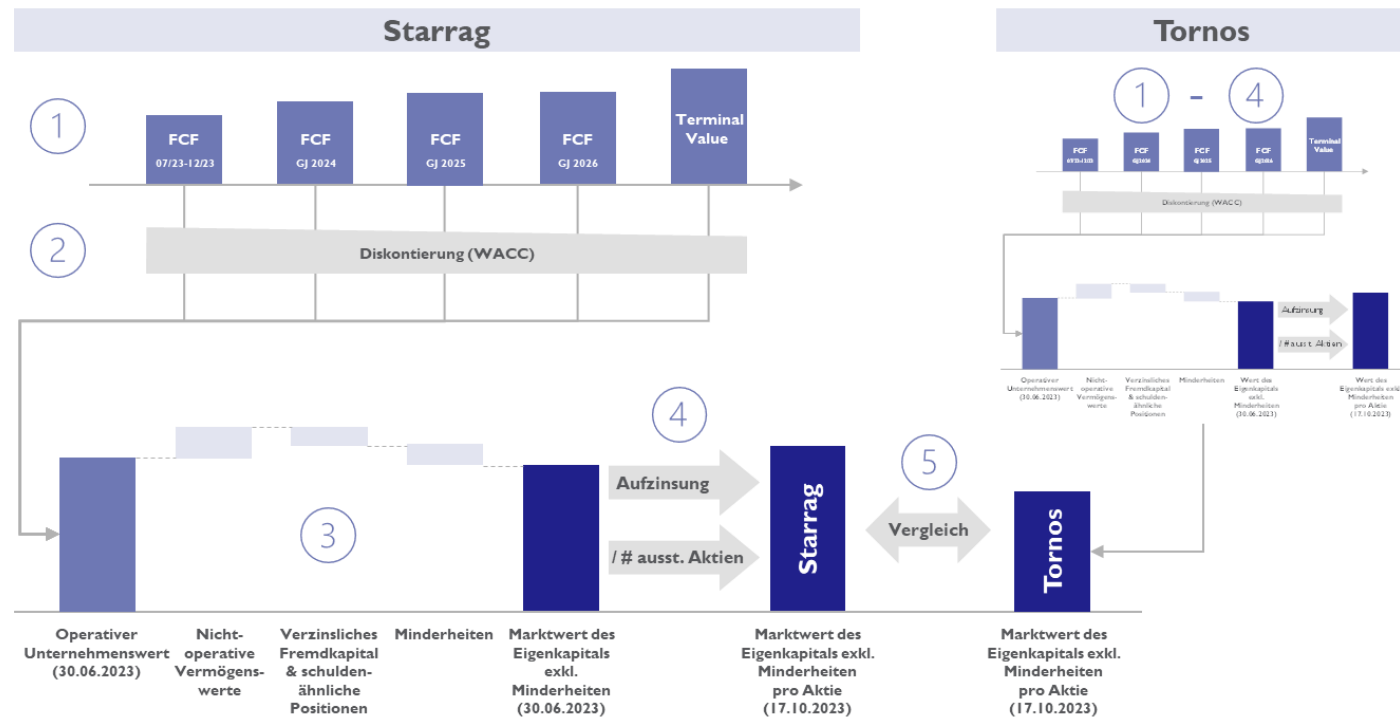
- 1 In einem ersten Schritt werden anhand des vom jeweiligen VR verabschiedeten Businessplans inkl. Forecast sowie der entsprechenden Management-Angaben die zukünftig erwarteten FCF unter Berücksichtigung einer Detailplanperiode ab Juli 2023 bis Ende des GJ 2026 bestimmt. Der Wertanteil, welcher auf die Phase nach dem GJ 2026 entfällt, wird in einem Endwert («Terminal Value», «TV») zusammengefasst.
- 2 Die erwarteten FCF der Detailplanperiode sowie der ermittelte TV werden anschliessend mit dem spezifischen WACC für Starrag und Tornos auf den 30. Juni 2023 diskontiert. Aus den dadurch ermittelten Barwerten ergibt sich der operative Unternehmenswert per 30. Juni 2023 der beiden Unternehmen.
- 3 Basierend auf den jeweiligen Halbjahresabschlüssen per 30. Juni 2023 und unter Berücksichtigung der pro forma-Finanzdaten für Tornos als übernommene Gesellschaft werden die operativ nicht notwendigen Vermögenswerte zum operativen Unternehmenswert addiert und das verzinsliche Fremdkapital, schuldenähnliche Positionen sowie Minderheiten in Abzug gebracht. Daraus resultiert der jeweilige Marktwert des Eigenkapitals exkl. Minderheiten per 30. Juni 2023.
- 4 Die ermittelten Eigenkapitalwerte werden auf den Bewertungszeitpunkt per 17. Oktober 2023 aufgezinst und schliesslich durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den jeweiligen Wert pro Aktie per 17. Oktober 2023 zu ermitteln.

5 Zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses zwischen den Aktien von Starrag und Tornos werden die beiden Werte pro Aktie per 17. Oktober 2023 einander gegenübergestellt. Hierzu wird der Wert der Tornos-Aktie durch den Wert der Starrag-Aktie dividiert. Daraus resultiert das Umtauschverhältnis (Anzahl Starrag Aktien für 1 Tornos Aktie).

Illustrative Darstellung der Bewertungsmethode zur Bestimmung des Umtauschverhältnisses

Die nachfolgende Abbildung fasst die konzeptionelle Herleitung des Umtauschverhältnisses zwischen Starrag und Tornos per 17. Oktober 2023 zusammen:

Bestimmung des Umtauschverhältnisses im Rahmen der geplanten Fusion von Starrag und Tornos per 17. Oktober 2023 (Anzahl Starrag-Aktien für 1 Tornos Aktie)



Quelle: Darstellung IFBC.

3.2.2 Bewertung von Starrag

Die für die Zukunft geschätzten Free Cashflows basieren auf dem Businessplan für die GJ 2023 bis GJ 2026 und zusätzlichen Angaben und Annahmen des Managements

Die prognostizierten FCF von Starrag für die GJ 2023 bis 2026 basieren auf dem aktuellen Forecast und dem Businessplan, welche vom VR von Starrag am 9. August 2023 genehmigt wurden, sowie auf zusätzlichen Angaben und Annahmen des Managements von Starrag. Die Annahmen zu den nachhaltigen Werten als Grundlage für die Bestimmung des Terminal Value basieren auf den Einschätzungen des Managements zur zukünftigen finanziellen Entwicklung. Die resultierenden Durchschnittswerte der wichtigsten Werttreiber und Annahmen sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

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

Mittelwert	IST GJ 2020 - 2022	Businessplan GJ 2023 - 2026	Terminal Value
Wachstum Umsatzerlöse (CAGR)	-8.8%	11.0%	1.5%
EBITDA-Marge	5.4%	10.8%	12.3%
CAPEX in % der Umsatzerlöse (exkl. Akquisitionen)	1.8%	1.7%	1.6%
Operatives NUV* in % der Umsatzerlöse	28.6%	30.1%	26.9%

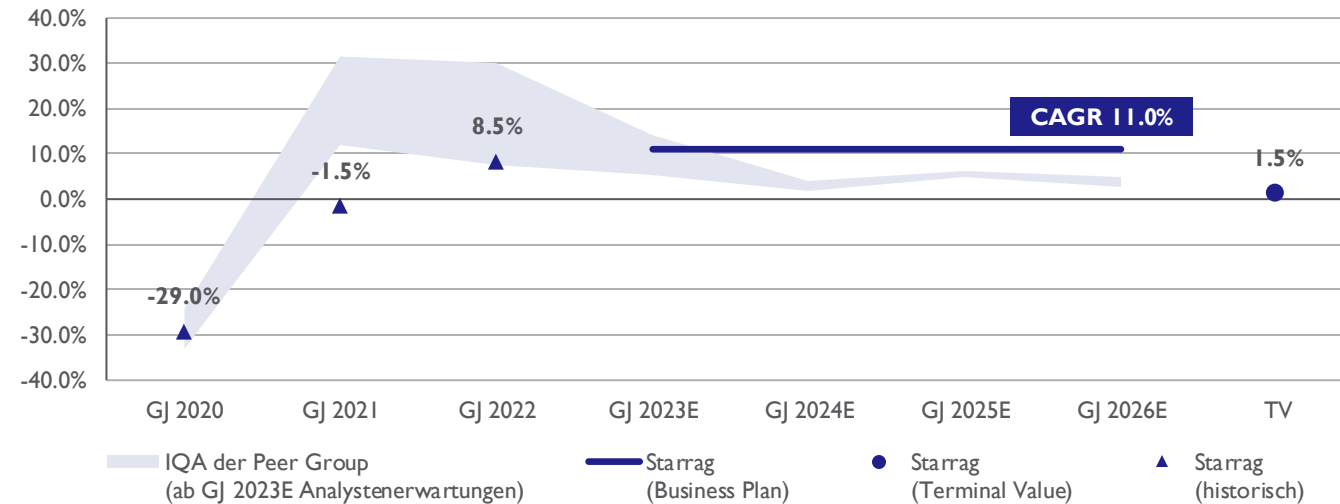
* Inkl. kfr Rückstellungen im Zusammenhang mit Garantien.

Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben von Starrag.

Wir haben die Angaben und Annahmen des Managements von Starrag von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden die wichtigsten Annahmen im Businessplan unter anderem den Analystenschätzungen für die identifizierten Vergleichsunternehmen gegenübergestellt. Für diese Analyse wurden die Vergleichsunternehmen, welche auf Präzision ausgelegte Werkzeugmaschinen mit ähnlichen Produktionszyklen wie Starrag herstellen, in einer Peer Group zusammengefasst. Die wichtigsten Annahmen werden nachfolgend beschrieben.

Annahmen zur Entwicklung der Umsatzerlöse von Starrag

Vergleich der historischen und prognostizierten Wachstumsraten der Umsatzerlöse von Starrag und der Vergleichsunternehmen



Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben von Starrag.

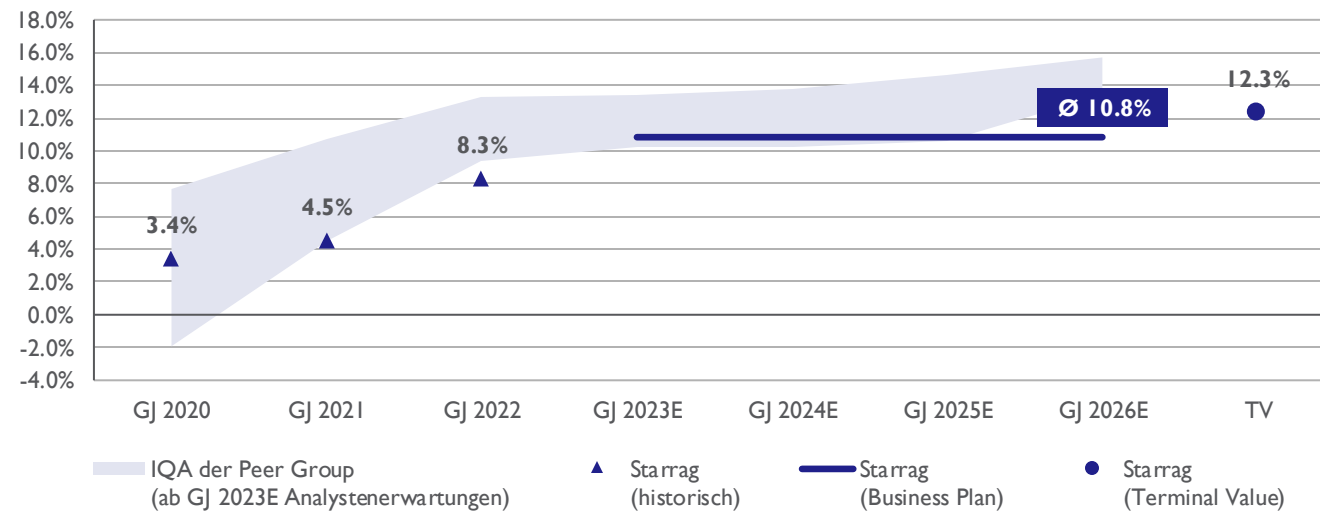
Die historische Entwicklung des Umsatzerlöses zeigt die grossen Herausforderungen der Werkzeugmaschinenhersteller während der Covid-19-Pandemie. Während Starrag im GJ 2020 einen Rückgang des Umsatzerlöses von -29.0% verzeichnete, mussten auch die Peer Group Umsatzrückgänge von -33.0% (25%-Quartil) bis -24.3% (75%-Quartil) hinnehmen. Während sich bei der Peer Group in GJ 2021 eine raschere Erholung zeigte, mit einem Interquartilsabstand («IQA») von 12.1% bis 31.5%, ging der Umsatzerlös von Starrag in GJ 2021 nochmals -1.5% zurück. Im GJ 2022 lag das Umsatzwachstum von Starrag wieder innerhalb, jedoch am unteren Ende des IQA.

In den GJ 2023 bis 2026 erwartet das Management von Starrag eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (Compound annual growth rate, «CAGR») von 11.0%. Den Grundstein hierfür legt ein sich im ersten Halbjahr 2023 abzeichnendes starkes Umsatzwachstum im GJ 2023. Diese durchschnittliche Umsatzzunahme soll insbesondere durch organisches Wachstum erreicht werden und liegt mit Ausnahme von GJ 2023 über dem IQA der Prognosen der Analysten für die Peer Group. Das seitens Starrag unterstellte Wachstum im Businessplan wird durch das erwartete globale Marktwachstum und das bestehende hohe Niveau an Bestelleingängen unterstützt und reflektiert gleichzeitig die Wachstumsstrategie des Unternehmens mit der Stärkung spezifischer Marktsegmente und der

Lancierung neuer Produkte. Im Terminal Value wird ein nachhaltiges, jährliches Umsatzwachstum von 1.5% berücksichtigt. Diese Wachstumsrate entspricht der durchschnittlichen, langfristigen Inflationserwartung der relevanten Währungen für Starrag.

Annahmen zur EBITDA-Marge von Starrag

Vergleich der historischen (adjustierten³³) und prognostizierten EBITDA-Margen von Starrag und der Vergleichsunternehmen³⁴



Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben von Starrag.

Die schwierige Marktsituation während der Covid-19-Pandemie führte zu einer tiefen adjustierten EBITDA-Marge von 3.4% im GJ 2020, womit Starrag innerhalb des IQA von -1.9% bis 8.0% lag. Während sich der IQA erhöhte, erhöhte sich die adjustierte EBITDA-Marge von Starrag in GJ 2021 mit 4.5% nur leicht und lag am unteren Ende des IQA. Dies ist mit der weiterhin negativen Umsatzentwicklung zu begründen. Im GJ 2022 verbesserte sich die adjustierte EBITDA-Marge deutlich auf 8.3%, lag jedoch nach wie vor unterhalb des IQA.

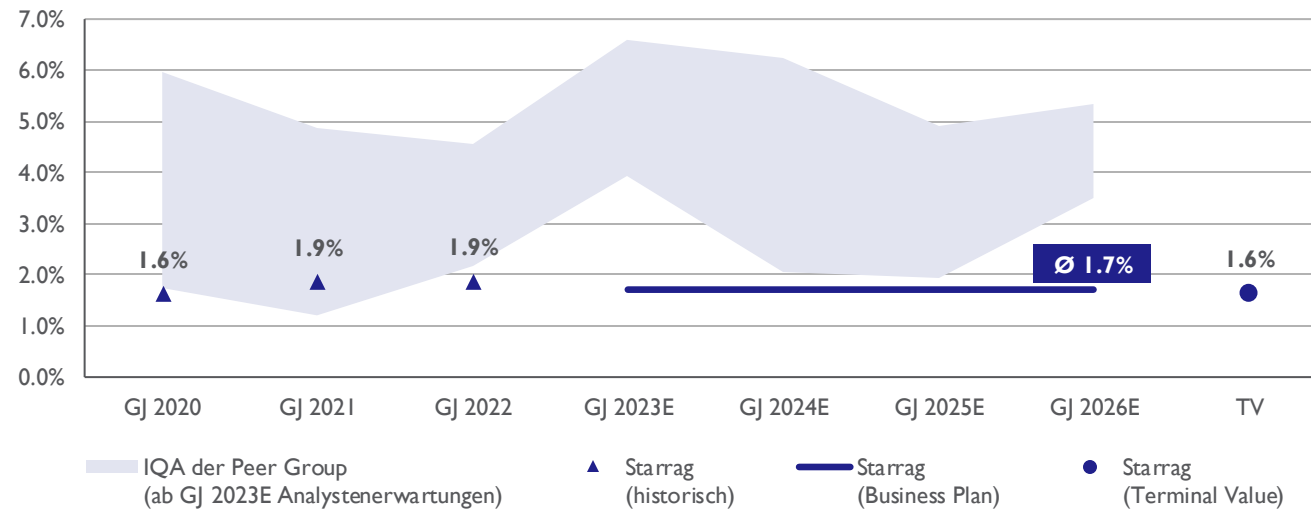
³³ Vgl. Fussnote 11 zum Beschrieb des vorgenommenen Adjustments der historischen EBITDA-Werte.

³⁴ Allfällige IFRS 16-bedingte Effekte wurden in den historischen sowie zukünftig erwarteten EBITDAs der Vergleichsunternehmen eliminiert.

Für die kommenden Jahre rechnet das Management von Starrag mit einer durchschnittlichen EBITDA-Marge von 10.8%, was für die GJ 2023 bis 2025 am unteren Ende des IQA der Peer Group sowie für GJ 2026 unterhalb des IQA zu liegen kommt. Die Analysten erwarten insbesondere bei den signifikant grösseren Peer-Unternehmen höhere EBITDA-Margen, was unter anderem auf höhere Skaleneffekte zurückgeführt werden kann. Langfristig betrachtet beurteilt das Management von Starrag eine EBITDA-Marge von 12.3% als nachhaltig.

Annahmen zu den CAPEX in % der Umsatzerlöse von Starrag

Vergleich der historischen und prognostizierten Investitionen von Starrag und der Vergleichsunternehmen



Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben von Starrag.

In den GJ 2020 bis 2022 investierte Starrag (netto nach Desinvestitionen) jährlich zwischen rund CHF 4.8 Mio. und CHF 5.9 Mio., was einer Investitionsquote (CAPEX in % des Umsatzerlöses) von 1.6% bis 1.9% entspricht. Mit diesen Werten bewegte sich Starrag im GJ 2020 und 2022 unterhalb des IQA, bzw. im GJ 2021 am unteren Ende desjenigen.

Für die GJ 2023 bis 2026 geht das Management von Starrag von einer durchschnittlichen Investitionsquote von 1.7% aus, was unterhalb des IQA der Vergleichsunternehmen liegt. Langfristig wird seitens des Managements von Starrag ein CAPEX-Level von 1.6% des Umsatzerlöses unterstellt.

Nettoumlaufvermögen von Starrag

Das operative NUV von Starrag betrug in den GJ 2020 bis 2022 durchschnittlich 28.6% im Verhältnis zu den Umsatzerlösen. Für die Planperiode bis zum Ende des GJ 2026 rechnet Starrag mit einer leichten Erhöhung des NUV in Relation zu den Umsatzerlösen auf durchschnittlich 30.1%. Bei der Berechnung des Terminal Value kommt ein nachhaltiges Niveau von 26.9% analog zum GJ 2026 zur Anwendung.

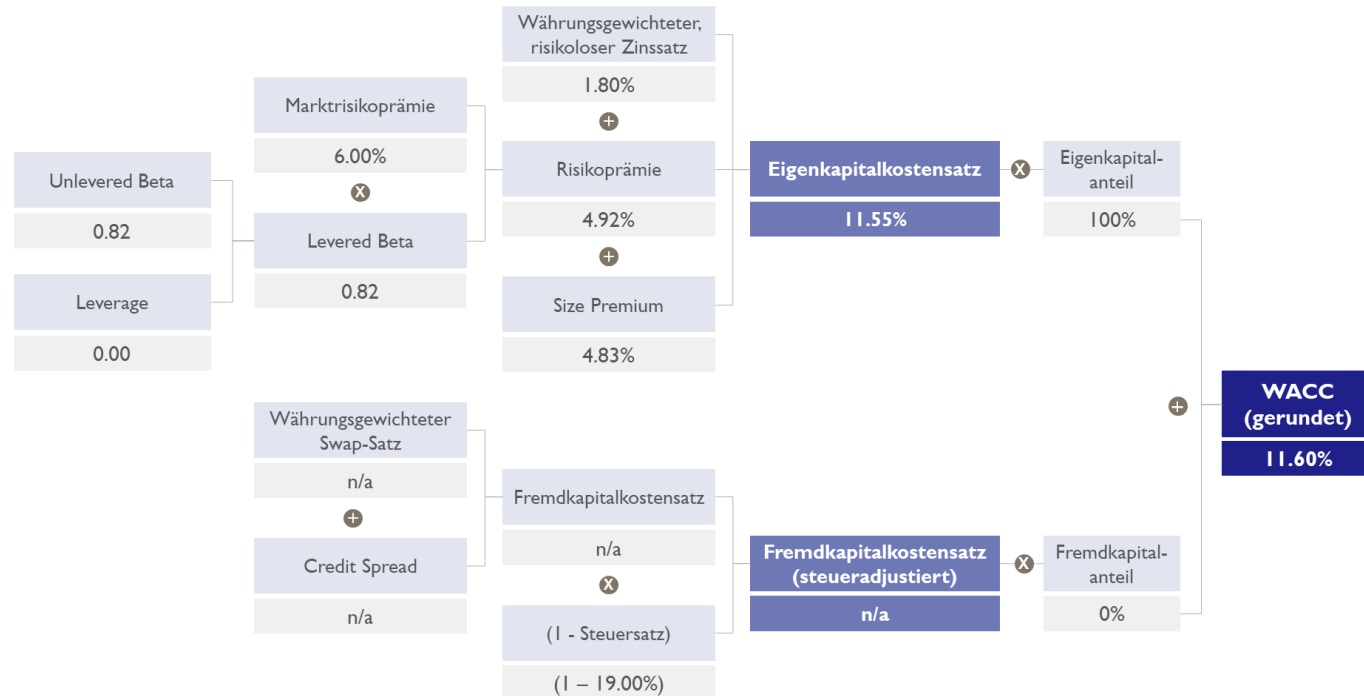
Steuern von Starrag

Basierend auf den Angaben des Managements von Starrag wird für den Terminal Value ein kalkulatorischer Steuersatz von 19.0% verwendet.

Bestimmung des WACC für Starrag

In der nachfolgenden Abbildung wird die Bestimmung des WACC für Starrag zusammengefasst.³⁵

Bestimmung des WACC von Starrag



Ermittlung des Eigenkapitalwerts von Starrag

Die Diskontierung der erwarteten Free Cashflows der Planperiode sowie des Terminal Value mit dem WACC von 11.60% ergibt einen operativen Unternehmenswert per 30. Juni 2023 von CHF 366.3 Mio.

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

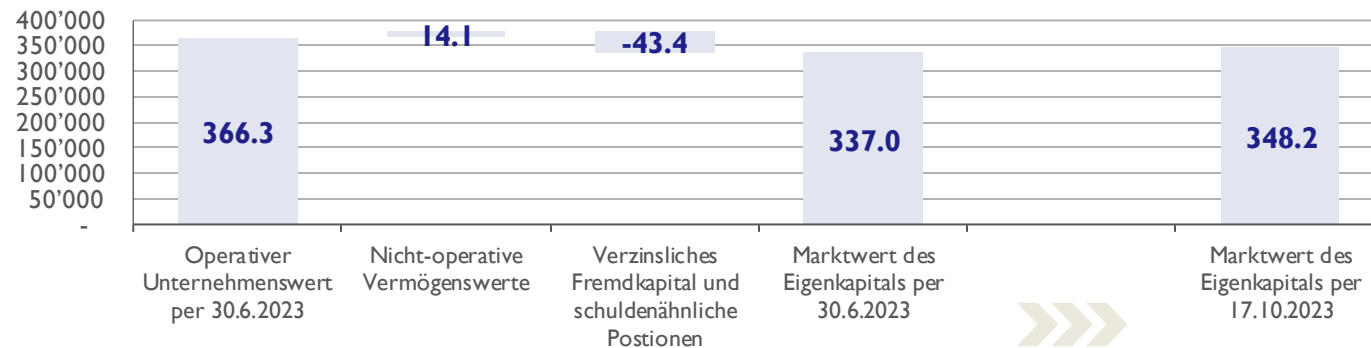
³⁵ Aufgrund der Ähnlichkeit der beiden Geschäftsmodelle von Starrag und Tornos wurde bei der Herleitung der Beta-Werte bis auf wenige Unternehmen eine mehrheitlich identische Peer Group verwendet. Dies hat zur Folge, dass sich der Beta-Wert für die beiden Unternehmen lediglich geringfügig unterscheidet. Für weiterführende Angaben vgl. Anhang 5.1.1.

Bei den nicht-operativen Vermögenswerten per 30. Juni 2023 im Umfang von insgesamt CHF 14.1 Mio. handelt es sich um Landreserven beim Rorschacherberg sowie einen nicht betrieblich genutzten Immobilienpark in Mönchengladbach. Die Marktwerte entsprechen Schätzungen des Managements.

Verzinsliches Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen im Umfang von CHF 43.4 Mio. werden vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht (kurz- und langfristige Finanzverbindlichkeiten, wahrscheinlichkeitsadjustierte Werte der Rückstellungen und latente Steuerverbindlichkeiten). Per 30. Juni 2023 bestehen keine bewertungsrelevanten Minderheiten.

Der für Starrag per 30. Juni 2023 resultierende Eigenkapitalwert in der Höhe von CHF 337.0 Mio. wird schliesslich auf den Bewertungsstichtag (17. Oktober 2023) aufgezinst. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalwert per 17. Oktober 2023 von CHF 348.2 Mio.

Bestimmung des Eigenkapitalwerts von Starrag per 17. Oktober 2023 (in CHF Mio.)



Quelle: IFBC.

Wert pro Aktie in CHF von Starrag

Per 17. Oktober 2023 sind insgesamt 3'360'000 Aktien ausgegeben. Gemäss Angaben des Managements hält Starrag aktuell keine eigenen Aktien. Die Anzahl ausstehender Aktien beträgt somit ebenfalls 3'360'000. Dividiert man den Eigenkapitalwert per 17. Oktober 2023 durch diese Anzahl Aktien, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 103.63.

Sensitivitätsanalyse in Bezug auf den Wert pro Aktie von Starrag per 17. Oktober 2023 (in CHF):

		WACC				
		12.10%	11.85%	11.60%	11.35%	11.10%
Nachhaltige EBITDA-Marge	12.77%	102.40	105.11	107.95	110.94	114.08
	12.52%	100.36	103.01	105.79	108.71	111.78
	12.27%	98.33	100.92	103.63	106.48	109.48
	12.02%	96.29	98.82	101.47	104.25	107.18
	11.77%	94.26	96.72	99.31	102.02	104.88

		WACC				
		12.10%	11.85%	11.60%	11.35%	11.10%
Nachhaltige CAPEX in % der Umsatzerlöse	0.63%	106.47	109.30	112.27	115.40	118.68
	1.13%	102.40	105.11	107.95	110.94	114.08
	1.63%	98.33	100.92	103.63	106.48	109.48
	2.13%	94.26	96.72	99.31	102.02	104.88
	2.63%	90.19	92.53	94.99	97.57	100.28

Quelle: IFBC.

Obige Abbildungen zeigen die Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie von Starrag in CHF per 17. Oktober 2023. Eine Veränderung des unterstellten WACC von 11.60% und der im Terminal Value unterstellten nachhaltigen EBITDA-Marge um jeweils ± 50 Basispunkte führt zu einer Wertbandbreite von CHF 94.26 bis CHF 114.08 pro Aktie. Eine identische Veränderung des WACC bei einer gleichzeitigen Anpassung der nachhaltigen CAPEX in % des Umsatzerlöses um ± 100 Basispunkte resultiert in einer Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 90.19 und CHF 118.68.

3.2.3 Bewertung von Tornos

Die für die Zukunft geschätzten Free Cashflows basieren auf dem Businessplan für die GJ 2023 bis 2026 und zusätzlichen Angaben und Annahmen des Managements

Die prognostizierten FCF von Tornos für die GJ 2023 bis 2026 basieren auf dem aktuellen Forecast und dem Businessplan, welche vom VR von Tornos am 28. Juli 2023 genehmigt wurden, sowie auf zusätzlichen Angaben und Annahmen des Managements von Tornos. Die Annahmen zu den nachhaltigen Werten als Grundlage für die Bestimmung des Terminal Value basieren auf den Einschätzungen des Managements zur zukünftigen finanziellen Entwicklung. Die resultierenden Durchschnittswerte der wichtigsten Werttreiber und Annahmen sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

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

Mittelwert	IST GJ 2020 - 2022	Businessplan GJ 2023 - 2026	Terminal Value
Wachstum Umsatzerlöse (CAGR)	-4.0%	6.1%	1.6%
EBITDA-Marge	2.7%	11.3%	14.3%
CAPEX in % der Umsatzerlöse (exkl. Akquisitionen)	1.5%	2.0%	1.1%
Operatives NUV* in % der Umsatzerlöse	41.6%	31.5%	27.5%

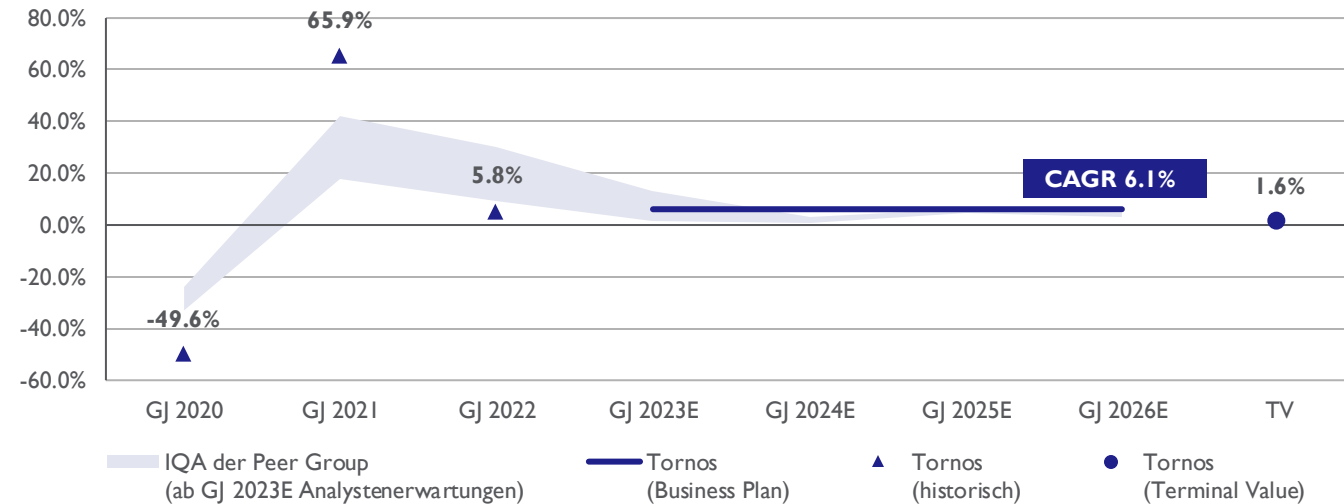
* In Abweichung zum Geschäftsbericht inkl. kfr Rückstellungen im Zusammenhang mit Garantien.

Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben von Tornos.

Wir haben die Angaben und Annahmen des Managements von Tornos von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden die wichtigsten Annahmen im Businessplan unter anderem den Analystenschätzungen für die identifizierten Vergleichsunternehmen gegenübergestellt. Für diese Analyse wurden die Vergleichsunternehmen, welche auf Präzision ausgelegte Werkzeugmaschinen mit ähnlichen Produktionszyklen wie Tornos herstellen, in einer Peer Group zusammengefasst. Die wichtigsten Annahmen werden nachfolgend beschrieben.

Annahmen zur Entwicklung des Umsatzerlöses von Tornos

Vergleich der historischen und prognostizierten Wachstumsraten der Umsatzerlöse von Tornos und der Vergleichsunternehmen



Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben von Tornos.

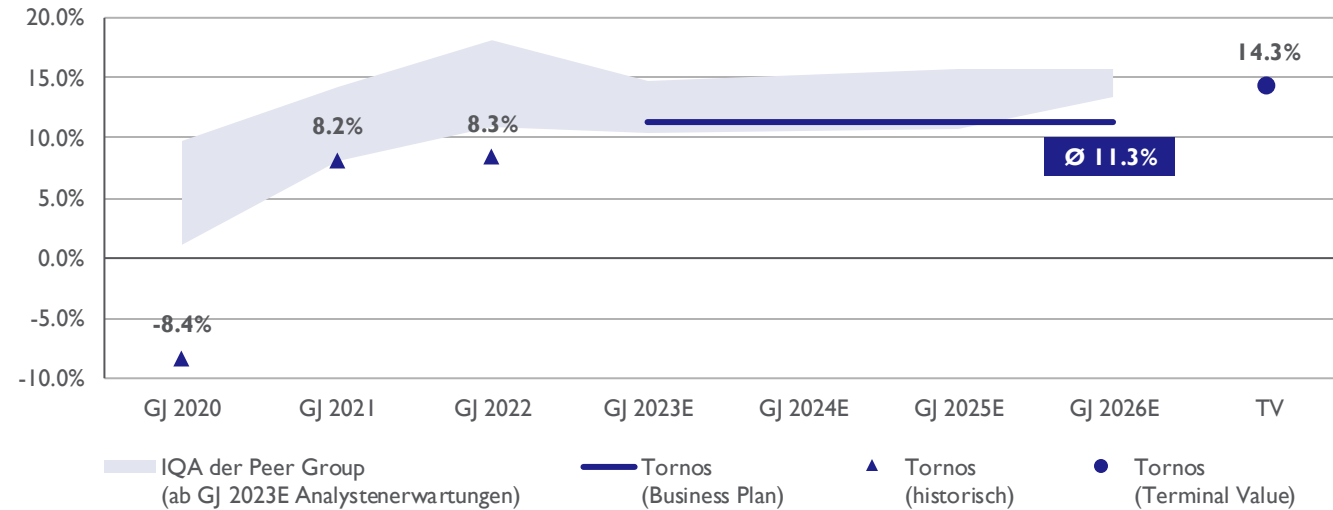
Die historische Entwicklung des Umsatzerlöses zeigt auch für die Peer-Unternehmen von Tornos die Herausforderungen der Werkzeugmaschinenhersteller während der Covid-19-Pandemie. Tornos verzeichnete im GJ 2020 einen Umsatzrückgang von 49.6%. Bei den Vergleichsunternehmen lag der Umsatzrückgang zwischen -33.0% (25%-Quartil) und -23.8% (75%-Quartil). Im GJ 2021 realisierte Tornos ein Umsatzwachstum von 65.9%, was deutlich über demjenigen der Peer Group lag. Im GJ 2022 lag das Umsatzwachstum mit 5.8% wieder leicht unterhalb des IQA der Peer Group.

In den GJ 2023 bis 2026 erwartet das Management von Tornos ein Wachstum von jährlich 6.1%. Die Umsatzzunahme soll insbesondere durch organisches Wachstum erreicht werden und liegt in den GJ 2024 und 2026 oberhalb, sowie in GJ 2023 und 2025 innerhalb des IQA der Prognosen der Analysten für die Peer Group. Das seitens Tornos unterstellte Wachstum im Businessplan wird durch das erwartete globale Marktwachstum unterstützt und reflektiert gleichzeitig die Wachstumsstrategie des Unternehmens mit einer erfolgreichen Fokussierung auf zusätzliche Absatzmärkte. Im Terminal Value wird ein nachhaltiges, jährliches Wachstum des Umsatzes von 1.6%

berücksichtigt. Diese Wachstumsrate entspricht der durchschnittlichen, langfristigen Inflationserwartung der relevanten Währungen für Tornos.

Annahmen zur adjustierten EBITDA-Marge von Tornos

Vergleich der historischen (adjustierten³⁶) und prognostizierten EBITDA-Margen von Tornos und der Vergleichsunternehmen³⁷



Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben von Tornos.

Die schwierige Marktsituation während der Covid-19-Pandemie führte bei Tornos zu einem negativen EBITDA im GJ 2020 und entsprechend zu einer negativen EBITDA-Marge, womit Tornos deutlich unterhalb des IQA lag. Im GJ 2021 erhöhte sich die EBITDA-Marge von Tornos auf 8.2%, womit diese am unteren Ende des IQA der Vergleichsunternehmen lag. Im GJ 2022 erhöhte sich die EBITDA-Marge von Tornos nur leicht auf 8.3%, während die Peer-Unternehmen ihre EBITDA-Margen stärker zu erhöhen vermochten.

Für die kommenden Jahre rechnet das Management von Tornos mit einer durchschnittlichen EBITDA-Marge von 11.3%, was für die GJ 2023 bis 2026 am unteren Ende resp. unterhalb des IQA der Schätzungen für die

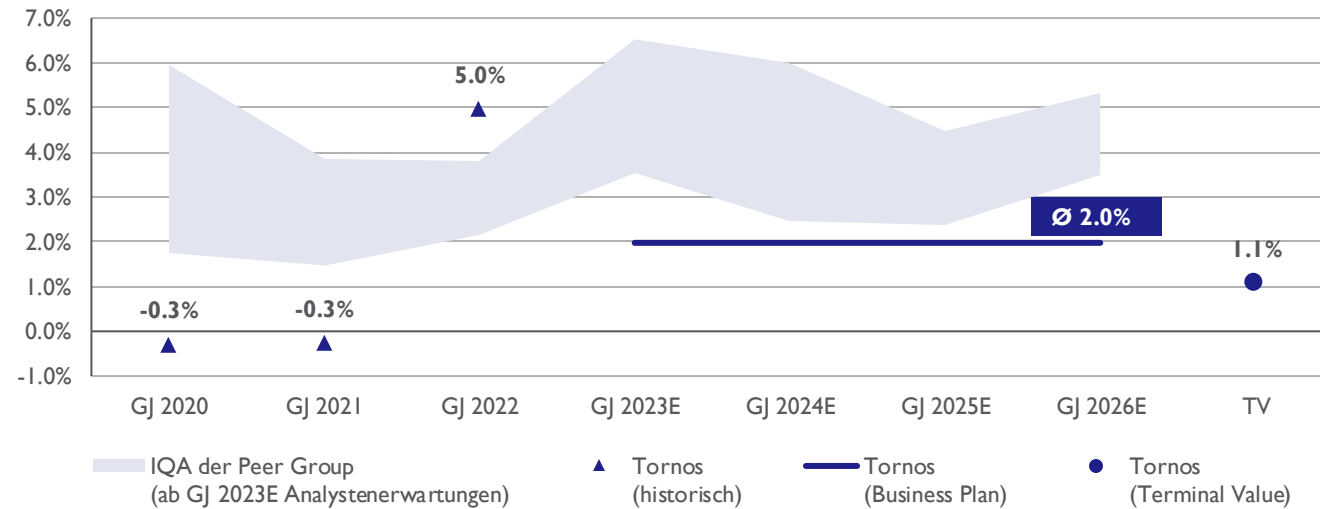
³⁶ Vgl. Fussnote 17 zum Beschrieb des vorgenommenen Adjustments der historischen EBITDA-Werte.

³⁷ Allfällige IFRS 16-bedingte Effekte wurden in den historischen sowie zukünftig erwarteten EBITDAs der Vergleichsunternehmen eliminiert.

Vergleichsunternehmen liegt. Die Analysten erwarten insbesondere bei den signifikant grösseren Peer-Unternehmen höhere EBITDA-Margen, was unter anderem auf höhere Skaleneffekte zurückgeführt werden kann. Langfristig betrachtet beurteilt das Management von Tornos eine EBITDA-Marge von 14.3% als nachhaltig.

Annahmen zu den CAPEX in % des Umsatzerlöses von Tornos

Vergleich der historischen und prognostizierten Investitionen von Tornos und der Vergleichsunternehmen



Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben von Tornos.

In den GJ 2020 und 2021 kam es bei Tornos zu netto Devestitionen, d.h. es wurde mehr veräussert als investiert. In GJ 2022 investierte Tornos mit 5.0% des Umsatzerlöses aufgrund des Ausbaus des Produktionsstandortes in Taiwan signifikant mehr als die Peer-Unternehmen und lag deutlich über dem IQA.

Für die GJ 2023 bis 2026 geht das Management von Tornos von einer durchschnittlichen Investitionsquote von 2.0% aus, was unterhalb des IQA der Vergleichsunternehmen liegt. Langfristig erwartet das Management von Tornos ein CAPEX-Level von 1.1% des Umsatzerlöses.

Nettoumlaufvermögen von Tornos

Das operative NUV von Tornos betrug in den GJ 2020 bis 2022 durchschnittlich 41.6% im Verhältnis zum Umsatz. Für die Planperiode bis zum Ende des GJ 2026 rechnet Tornos mit einer Reduktion des NUV in Relation zum Umsatz auf durchschnittlich 31.5%. Dies ist insbesondere auf den Abbau der Vorräte relativ zum Umsatz

zurückzuführen. Bei der Berechnung des Terminal Value gelangt ein nachhaltiges Niveau von 27.5% analog zum GJ 2026 zur Anwendung.

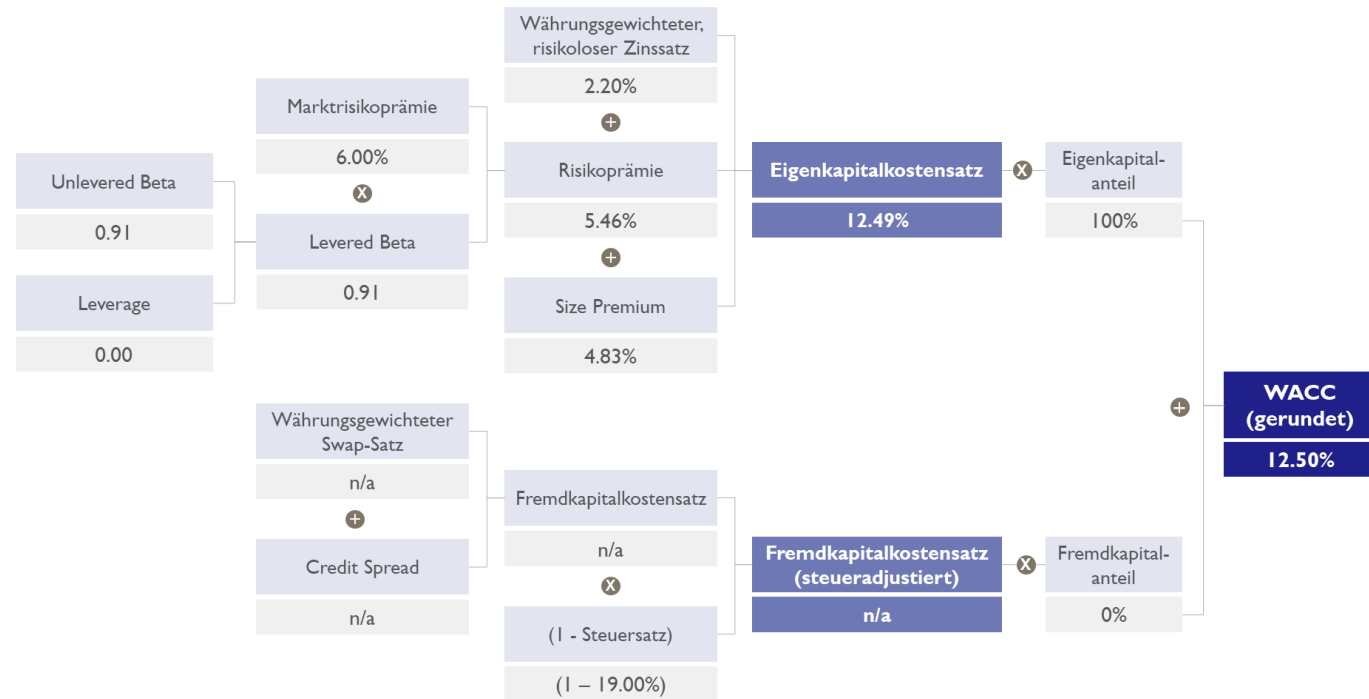
Steuern von Tornos

Basierend auf den Schätzungen des Managements von Tornos wird für die GJ 2023 bis 2026 sowie für den Terminal Value ein kalkulatorischer Steuersatz von 19.0% verwendet.

Bestimmung des WACC für Tornos

In der nachfolgenden Abbildung wird die Bestimmung des WACC für Tornos zusammengefasst:³⁸

Bestimmung des WACC von Tornos



³⁸ Aufgrund der Ähnlichkeit der beiden Geschäftsmodelle von Starrag und Tornos wurde bei der Herleitung der Beta-Werte bis auf wenige Unternehmen eine mehrheitlich identische Peer Group verwendet. Dies hat zur Folge, dass sich der Beta-Wert für die beiden Unternehmen lediglich geringfügig unterscheidet. Für weiterführende Angaben vgl. Anhang 5.2.1.

Ermittlung des
Eigenkapitalwerts von
Tornos

Die Diskontierung der erwarteten Free Cashflows der Planperiode sowie des Terminal Value mit dem WACC von 12.50% ergibt einen operativen Unternehmenswert per 30. Juni 2023 von CHF 213.4 Mio.

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

Bei den nicht-operativen Vermögenswerten per 30. Juni 2023 im Umfang von insgesamt CHF 14.8 Mio. handelt es sich um aktive latente Steuern in Höhe von CHF 6.7 Mio. (wovon CHF 6.3 Mio. zusätzlich nicht bilanzierten aktiven latenten Steuern entsprechen), ein Wohngebäude in Moutier mit einem Marktwert von CHF 6.7 Mio. sowie ein Grundstück in Moutier mit einem geschätzten Marktwert von CHF 1.4 Mio. Die Marktwerte entsprechen Schätzungen des Managements.

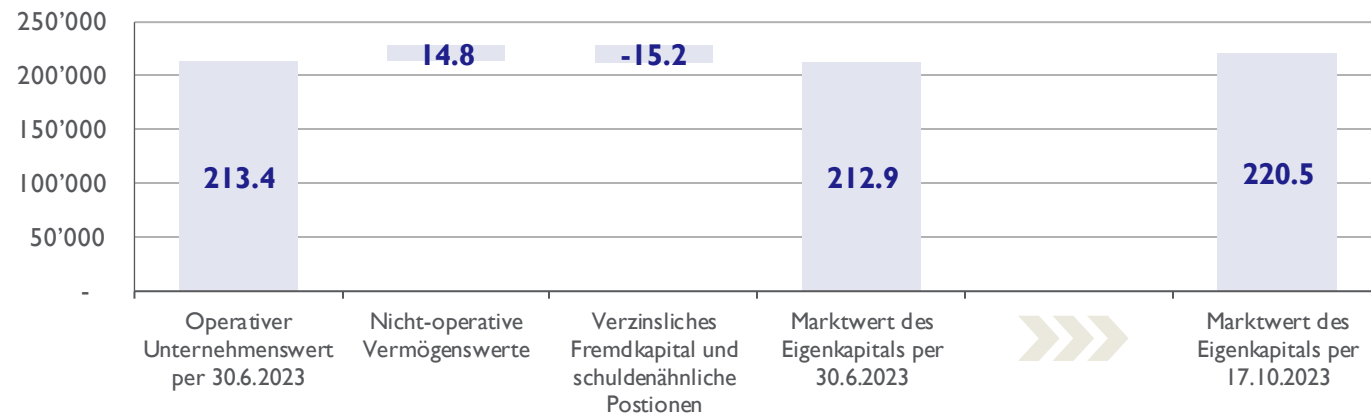
Verzinsliches Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen im Umfang von CHF 15.2 Mio. werden vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht (kurz- und langfristige Finanzverbindlichkeiten, wahrscheinlichkeitsadjustierte Werte der Rückstellungen, Verbindlichkeiten aus der Personalvorsorge und kalkulatorische Verbindlichkeiten aus dem Optionsprogramm).³⁹ Per 30. Juni 2023 bestehen keine bewertungsrelevanten Minderheiten.

Der für Tornos per 30. Juni 2023 resultierende Eigenkapitalwert in der Höhe von CHF 212.9 Mio. wird schliesslich auf den Bewertungsstichtag (17. Oktober 2023) aufgezinst. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalwert per 17. Oktober 2023 von CHF 220.5 Mio.

³⁹ Das bestehende Optionsprogramm kann zu einer Verwässerung der Aktionäre von Tornos führen. Diesem Umstand wird mit einer kalkulatorischen Verbindlichkeit Rechnung getragen. Konkret werden die Optionen per 30. Juni 2023 bewertet und der Gegenwert als Verbindlichkeit berücksichtigt.

Ermittlung des Eigenkapitalwerts von Tornos

Bestimmung des Eigenkapitalwerts von Tornos per 17. Oktober 2023 (in CHF Mio.)



Quelle: IFBC.

Wert pro Aktie in CHF von Tornos

Per 17. Oktober 2023 sind insgesamt 19'877'671 Aktien ausgegeben. Gemäss Angaben des Managements hält Tornos aktuell 18'169 eigene Aktien. Die Anzahl ausstehender Aktien beträgt somit 19'859'502. Dividiert man den Eigenkapitalwert per 17. Oktober 2023 durch diese Anzahl Aktien, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 11.10.

Sensitivitätsanalyse in Bezug auf den Wert pro Aktie von Starrag per 17. Oktober 2023 (in CHF):

	WACC					
	13.00%	12.75%	12.50%	12.25%	12.00%	
Nachhaltige EBITDA-Marge	14.76%	10.94	11.18	11.42	11.68	11.95
	14.51%	10.79	11.02	11.26	11.51	11.78
	14.26%	10.64	10.87	11.10	11.35	11.61
	14.01%	10.49	10.71	10.94	11.19	11.44
	13.76%	10.34	10.56	10.79	11.02	11.27
Nachhaltige CAPEX in % der Umsatzerlöse	WACC					
	13.00%	12.75%	12.50%	12.25%	12.00%	
	0.07%	11.24	11.49	11.74	12.01	12.29
	0.57%	10.94	11.18	11.42	11.68	11.95
	1.07%	10.64	10.87	11.10	11.35	11.61
1.57%	10.34	10.56	10.79	11.02	11.27	
2.07%	10.04	10.25	10.47	10.70	10.93	

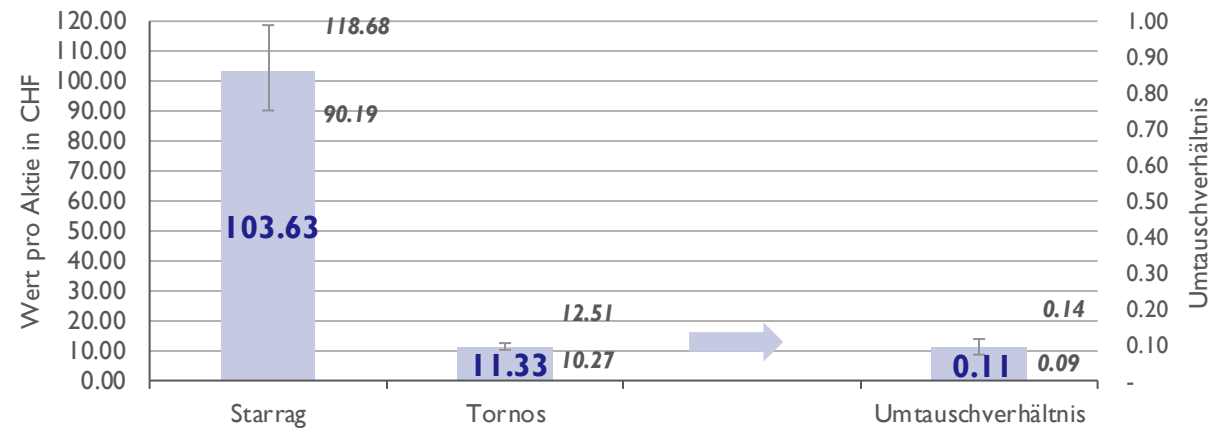
Quelle: IFBC.

Obige Abbildungen zeigen die Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie von Tornos in CHF per 17. Oktober 2023. Eine Veränderung des unterstellten WACC von 12.50% und der im Terminal Value unterstellten nachhaltigen EBITDA-Marge um jeweils ± 50 Basispunkte führt zu einer Wertbandbreite von CHF 10.34 bis CHF 11.95 pro Aktie. Eine identische Veränderung des WACC bei einer gleichzeitigen Anpassung der nachhaltigen

CAPEX in % des Umsatzerlöses um ± 100 Basispunkte resultiert in einer Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 10.04 und CHF 12.29.

3.2.4 Resultierendes Umtauschverhältnis & Zusammenfassung

Resultierendes Umtauschverhältnis per 17. Oktober 2023 aus der DCF-Bewertung



Quelle: IFBC.

Zur Herleitung der Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses basierend auf der DCF-Bewertung wird der Wert pro Aktie von Tornos durch den Wert pro Aktie von Starrag dividiert. Dies resultiert in einem Umtauschverhältnis von 0.11 mit einer Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses von 0.09 bis 0.14.

Zusammenfassung

- Die Anwendung der DCF-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts ist anerkannte Best Practice.
- Die Annahmen zu den Free Cashflows basieren auf den vom jeweiligen Verwaltungsrat (von Starrag am 9. August 2023 und von Tornos am 28. Juli 2023) genehmigten Businessplänen und Forecasts sowie den jeweiligen zusätzlichen Angaben und Annahmen des Managements.
- Für die Ermittlung der jeweiligen Eigenkapitalwerte wurde ein WACC von 11.60% für Starrag, respektive 12.50% für Tornos angewendet.
- Der resultierende Wert pro Aktie per 17. Oktober 2023 beträgt CHF 103.63 für Starrag bzw. CHF 11.10 für Tornos. Daraus resultiert ein Umtauschverhältnis von 0.11 Aktien von Starrag pro Aktie von Tornos.
- Die Sensitivitätsanalyse ergibt eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 90.19 bis CHF 118.68 für Starrag bzw. von CHF 10.04 bis CHF 12.29 für Tornos. Daraus resultiert eine Bandbreite für das Umtauschverhältnis von 0.08 bis 0.14 Aktien von Starrag pro Aktie von Tornos.
- Den Resultaten der DCF-Bewertungen wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten beider Gesellschaften am besten Rechnung getragen wird.

3.3 Multiples-Bewertung

3.3.1 Einführung in die Bewertungsmethodik

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

Trading-Multiples-Ansatz

Für die Bewertung auf Basis von Trading Multiples wurde für Starrag und für Tornos jeweils eine Peer Group mit vergleichbaren Unternehmen definiert.⁴⁰ Für jedes ausgewählte Unternehmen wird der EBITDA-Multiple berechnet, indem der gesamte Unternehmenswert per 30. September 2023⁴¹ (Eigenkapitalwert zzgl. Nettoverschuldung) ins Verhältnis zum jeweiligen EBITDA (09/2023 (Last twelve months, «LTM»), 12/2023 erwartet («E») resp. 12/2024 E gesetzt wird.⁴² Den Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung von Starrag bzw. Tornos und derjenigen der Vergleichsunternehmen und damit implizit resultierender grössenabhängiger Premiums/Discounts wird bei der Bewertung auf Basis von Trading Multiples entsprechend Rechnung getragen.

Der resultierende Mediane der Peer Groups werden auf die tatsächlichen und geschätzten EBITDA von Starrag bzw. Tornos angewandt. Daraus resultieren die operativen Unternehmenswerte von Starrag bzw. Tornos per 30. September 2023. Die nicht-operativen Vermögenswerte werden zum operativen Unternehmenswert addiert und die verzinslichen Finanzverbindlichkeiten sowie die schuldenähnlichen Positionen in Abzug gebracht. In diesem Kontext werden dieselben Werte wie im Rahmen der DCF-Methode angewendet. Die daraus resultierenden Eigenkapitalwerte werden im Anschluss zum Bewertungsstichtag per 17. Oktober 2023 aufgezinnt und durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den jeweiligen Wert pro Aktie herzuleiten. Auf dieser Basis wird anschliessend das Umtauschverhältnis gemäss Trading-Multiples-Ansatz bestimmt.

Transaction-Multiples-Ansatz

Im Rahmen der Analyse der Transaction Multiples wird der Unternehmenswert auf der Basis von beobachtbaren Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen, bei welchen eine Mehrheitsbeteiligung erworben wurde, bestimmt. Da in der jüngeren Vergangenheit lediglich wenige Transaktionen vergleichbarer Unternehmen mit entsprechenden Informationen zur Multiple-Berechnung identifiziert werden konnten, wurde der Untersuchungszeitraum auf die letzten 15 Jahre ausgedehnt. Die Unternehmenswerte der Zielunternehmen werden auf Basis des in den einzelnen

⁴⁰ Für weiterführende Informationen zu den ausgewählten Vergleichsunternehmen im Rahmen der Trading-Multiples-Analyse vgl. Abschnitte 5.1.3 und 5.2.3 im Anhang.

⁴¹ Letztes Monatsende vor der Abgabe der Fairness Opinion.

⁴² Um eine konsistente und vergleichbare Berechnung der Multiples zu gewährleisten, wurden allfällige IFRS 16- und ASC 842-bedingte Effekte im Zusammenhang mit der Bestimmung des Enterprise Value sowie des EBITDA berücksichtigt und entsprechend eliminiert.

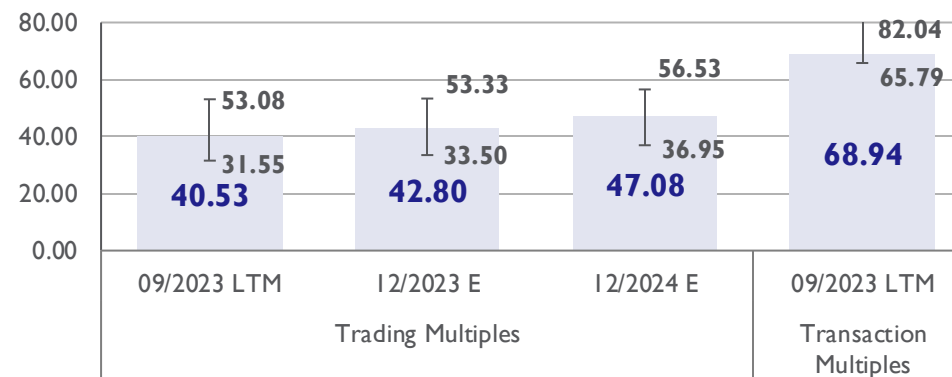
Transaktionen bezahlten Kaufpreises (100%) zuzüglich der Nettoverschuldung berechnet und mit dem ausgewiesenen EBITDA der letzten zwölf Monate vor der Transaktion verglichen.⁴³ Analog zum Vorgehen bei der Trading-Multiples-Analyse wird der Abweichung zwischen der Grösse der einzelnen Vergleichstransaktionen und der Marktkapitalisierung von Starrag bzw. Tornos durch die Berücksichtigung impliziter, grössenabhängiger Premiums/Discounts entsprechend Rechnung getragen.

Aufgrund der eingeschränkten Datenlage zu vergleichbaren Transaktionen und der teilweise hohen zeitlichen Diskrepanz zum Bewertungszeitpunkt, ist dieser Analyse eine geringere Bedeutung beizumessen. Im Zeitraum zwischen 2008 und 2022 konnten lediglich fünf Transaktionen identifiziert werden, bei welchen das Zielunternehmen im weiteren Sinne ein mit Starrag und Tornos vergleichbares Geschäftsmodell aufwies und die Daten öffentlich verfügbar sind. Daher wurden die gleichen Transaktionen für die Transaction-Multiples-Bewertung von Starrag als auch von Tornos verwendet.

3.3.2 Bewertung von Starrag

Bewertungsergebnisse von Starrag auf der Basis von EBITDA-Multiples

Wert pro Aktie von Starrag per 17. Oktober 2023 (in CHF)



Definierte Bandbreite entspricht dem Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75%-Quartil).

Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

Bewertung basierend auf Trading Multiples

Für die Bewertung von Starrag mittels Trading Multiples werden die zugrundeliegenden EBITDA (09/2023 LTM) und EBITDA-Prognosen (12/2023 E bzw. 12/2024 E) mit dem jeweiligen Median der Peer Group multipliziert. Da der

⁴³ Für weiterführende Informationen zu den ausgewählten Vergleichstransaktionen im Rahmen der Transaction-Multiples-Analyse vgl. Abschnitt 5.1.4 im Anhang.

Bedarf an betriebsnotwendigen liquiden Mittel für die Peer Group Unternehmen nicht bekannt ist, wird der Eigenkapitalwert von Starrag per 30. September 2023 auf der Basis der Nettoverschuldung (Net Debt) ermittelt. Der Wert pro Aktie bestimmt sich, wie bei der DCF-Methode beschrieben. Per 17. Oktober 2023 resultiert unter Berücksichtigung der drei Median-Multiples für die drei Referenzperioden (09/2023 LTM, 12/2023 E bzw. 12/2024 E) eine Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 40.53 und CHF 47.08. Der durchschnittliche Wert pro Aktie der drei Medianwerte beträgt CHF 43.47.

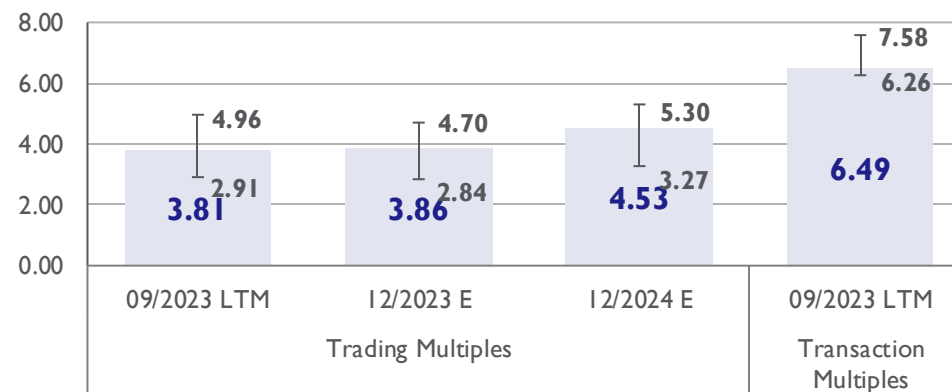
Bewertung basierend auf Transaction Multiples

Die Transaction Multiples aus der Analyse vergleichbarer Transaktionen werden auf den EBITDA von Starrag der letzten zwölf Monate per 30. September 2023 appliziert. Der Wert pro Aktie wird auf identische Weise hergeleitet, wie bei der Trading-Multiples-Analyse. Basierend auf der Bewertung mittels Transaction Multiples resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 68.94 mit einer Wertbandbreite (IQA) zwischen CHF 65.79 und CHF 82.04.

3.3.3 Bewertung von Tornos

Bewertungsergebnisse von Tornos auf der Basis von EBITDA-Multiples

Wert pro Aktie von Tornos per 17. Oktober 2023 (in CHF)



Definierte Bandbreite entspricht dem Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75%-Quartil).

Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

Bewertung basierend auf Trading Multiples

Für die Bewertung von Tornos mittels Trading Multiples werden die zugrundeliegenden EBITDA (09/2023 LTM) und EBITDA-Prognosen (12/2023 E bzw. 12/2024 E) mit dem jeweiligen Median der Peer Group multipliziert. Da der Bedarf an betriebsnotwendigen liquiden Mittel für die Peer Group Unternehmen nicht bekannt ist, wird der

Eigenkapitalwert von Tornos per 30. September 2023 auf der Basis der Nettoverschuldung (Net Debt) ermittelt. Der Wert pro Aktie bestimmt sich, wie bei der DCF-Methode beschrieben. Per 17. Oktober 2023 resultiert unter Berücksichtigung der drei Median-Multiples für die drei Referenzperioden (09/2023 LTM, 12/2023 E bzw. 12/2024 E) eine Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 3.81 und CHF 4.53. Der durchschnittliche Wert pro Aktie der drei Medianwerte beträgt CHF 4.07.

Bewertung basierend auf Transaction Multiples

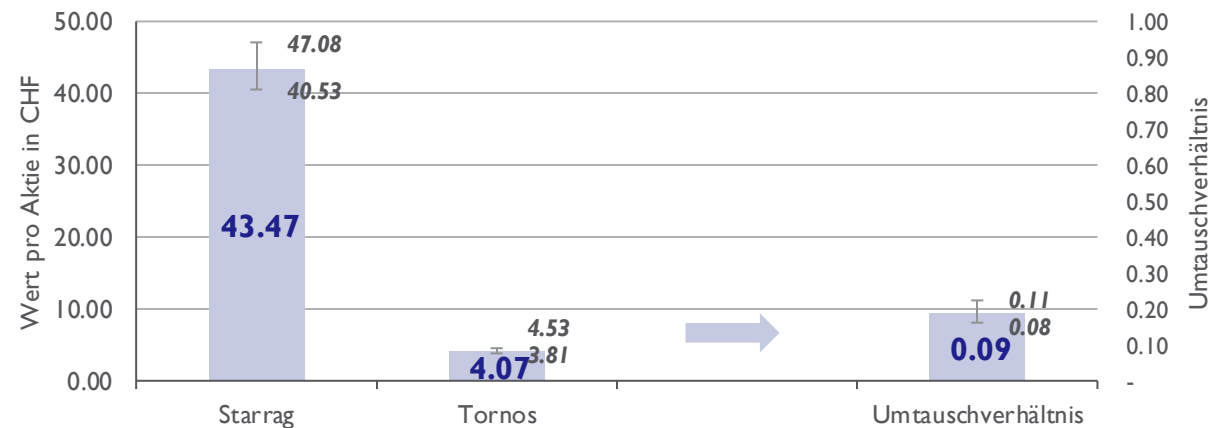
Die Transaction Multiples aus der Analyse vergleichbarer Transaktionen werden auf den EBITDA von Tornos der letzten zwölf Monate per 30. September 2023 appliziert. Der Wert pro Aktie wird auf identische Weise hergeleitet, wie bei der Trading-Multiples-Analyse. Basierend auf der Bewertung mittels Transaction Multiples resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 6.49 mit einer Wertbandbreite (IQA) zwischen CHF 6.26 und CHF 7.58.

3.3.1 Resultierendes Umtauschverhältnis & Zusammenfassung

Umtauschverhältnis mittels Trading-Multiples-Bewertung

Zur Herleitung der Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses basierend auf der Multiples-Bewertung wird der Wert pro Aktie von Tornos durch den Wert pro Aktie von Starrag dividiert. Basierend auf den Median-Trading-Multiples-Bewertungen resultiert eine Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses von 0.08 bis 0.11 bei einem Mittelwert von 0.09.

Resultierendes Umtauschverhältnis per 17. Oktober 2023 aus der Trading-Multiples-Bewertung

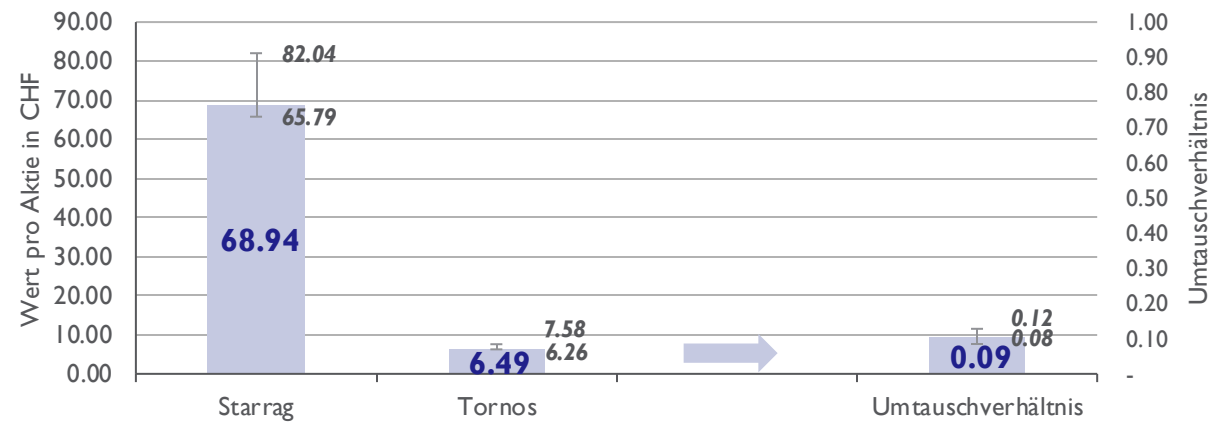


Quelle: IFBC.

Umtauschverhältnis
mittels Transaction-
Multiples- Bewertung

Basierend auf den Median-Transaction-Multiples-Bewertungen resultiert eine Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses von 0.08 bis 0.12 bei einem Mittelwert von 0.09.

Resultierendes Umtauschverhältnis per 17. Oktober 2023 aus der Transaction-Multiples-Bewertung



Quelle: IFBC.

Zusammenfassung

- Zur Plausibilisierung des DCF-Werts werden Bewertungen basierend auf Trading und Transaction Multiples vorgenommen.
- Die Bewertung mittels Trading Multiples ergibt einen Wert je Aktie für Starrag von CHF 40.53 bis CHF 47.08 (Mittelwert CHF 43.47) bzw. für Tornos von CHF 3.81 bis CHF 4.53 (Mittelwert CHF 4.07). Daraus resultiert eine Bandbreite für das Umtauschverhältnis von 0.08 bis 0.11 Aktien von Starrag für 1 Aktie von Tornos (Mittelwert CHF 0.09).
- Basierend auf der Transaction-Multiples-Bewertung resultiert ein Wert je Aktie für Starrag von CHF 65.79 bis CHF 82.04 (Median CHF 68.94) bzw. für Tornos von CHF 6.26 bis CHF 7.58 (Median CHF 6.49). Daraus resultiert eine Bandbreite für das Umtauschverhältnis von 0.08 bis 0.12 Aktien von Starrag für 1 Aktie von Tornos (Mittelwert CHF 0.09). Die Aussagekraft der Transaction-Multiple-Bewertung ist aufgrund der geringen Anzahl vergleichbarer Transaktionen und der zeitlichen Diskrepanz von geringerer Bedeutung.
- Generell gilt es zu beachten, dass sowohl Geschäftsmodelle als auch die spezifische Situation der Peer-Unternehmen von denjenigen von Starrag und Tornos abweichen können. Deshalb dienen vorhergehende Multiple Werte vor allem der Plausibilisierung der DCF-Werte.

3.4 Aktienkursanalyse und Analystenschätzungen

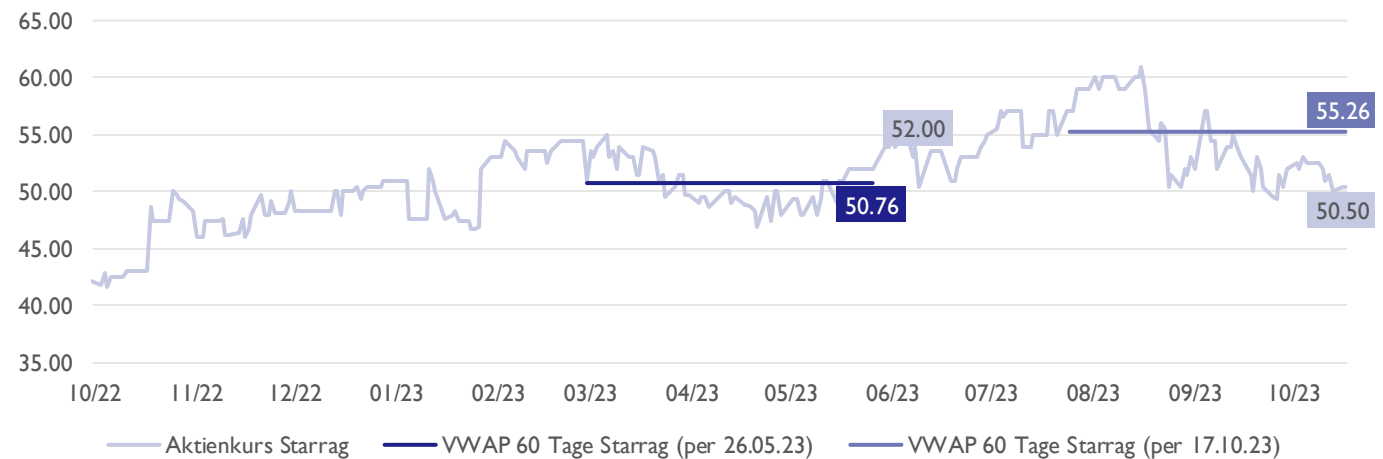
3.4.1 Starrag

Aktienkursentwicklung

Der Kurs der Starrag-Aktie stieg in den letzten zwölf Monaten um insgesamt 3.9%. Während dieses Zeitraums lag der Kurs zwischen CHF 46.00 (1.-3. November 2022, 16. November 2022) und CHF 61.00 (16. August 2023).

Am letzten Handelstag vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion, am 26. Mai 2023, wurde die Aktie mit einem Schlusskurs von CHF 52.00 gehandelt. Der VWAP der letzten 60 Handelstage vor Ankündigung der Prüfung der möglichen Fusion betrug per 26. Mai 2023 CHF 50.76. Seither entwickelte sich der Aktienkurs stabil und lag per 17. Oktober 2023 bei CHF 50.50, während der VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage CHF 55.26 betrug.

Entwicklung des Aktienkurses von Starrag in den letzten zwölf Monaten (in CHF)



Quelle: Refinitiv Eikon.

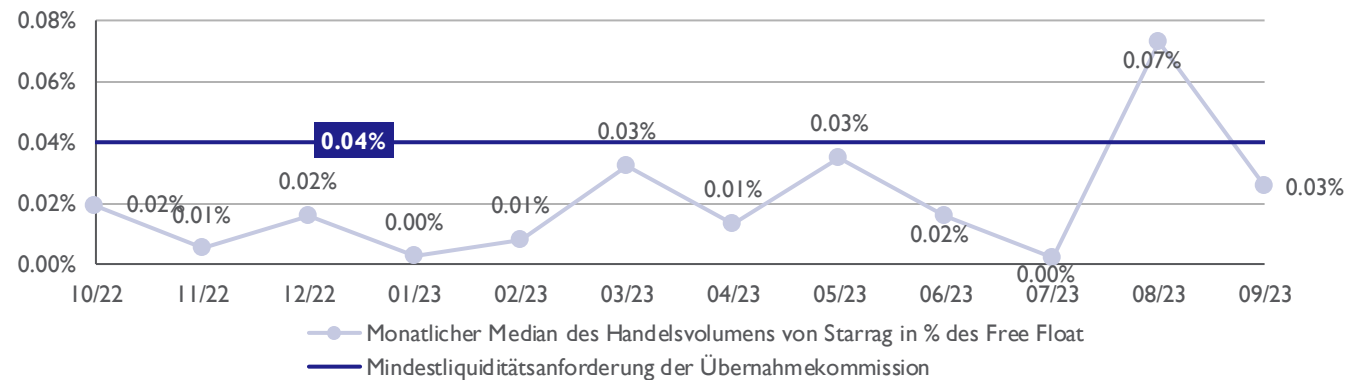
Liquiditätsanalyse

Das Fusionsgesetz kennt keine spezifische Liquiditätsdefinition, weshalb wir uns am Liquiditätsbegriff des schweizerische Übernahmeregulierung orientieren. Gemäss geltendem Übernahmeregulierung sind Aktien von Unternehmen, die nicht im Swiss Leader Index («SLI») kotiert sind, als liquide zu klassifizieren, «sofern der monatliche Median des Tagesvolumens eines Titels im Verhältnis zum Streubesitz (Free Float) in 10 der 12 Monate vor der Veröffentlichung

des Angebots oder der Vorankündigung mindestens 0.04% betragen hat.»⁴⁴ Da die Aktien von Starrag nicht Teil des SLI sind, erfolgt die Prüfung der Liquidität der Aktie auf Basis der Analyse des Handelsvolumens.

Wie aus der nachfolgenden Abbildung hervorgeht, ist der Median des Handelsvolumens der Starrag-Aktie während des Zwölfmonatszeitraums vor der Veröffentlichung des Angebots lediglich in 1 von 12 Monaten höher als der geltende Schwellenwert von 0.04%. Folglich sind die Aktien von Starrag gemäss der Definition der UEK als illiquide zu beurteilen. Der Aktienkurs von Starrag (Börsenkurs und VWAP) ist nach schweizerischem Übernahmerecht aufgrund mangelnder Liquidität nur beschränkt aussagekräftig und dient folglich nur bedingt als Referenzgrösse zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots.

Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien von Starrag in % des Free Float



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse. Free Float gemäss Aktienregister von Starrag per 30. September 2023.

Kursziel des Analysten

Research Partners ist der einzige Analyst der Berichte zu Starrag mit einem entsprechenden Kursziel veröffentlicht. Das Kursziel von Research Partners für die Starrag-Aktie liegt seit dem 7. August 2023 unverändert bei CHF 70.00.

⁴⁴ Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26. Februar 2010.

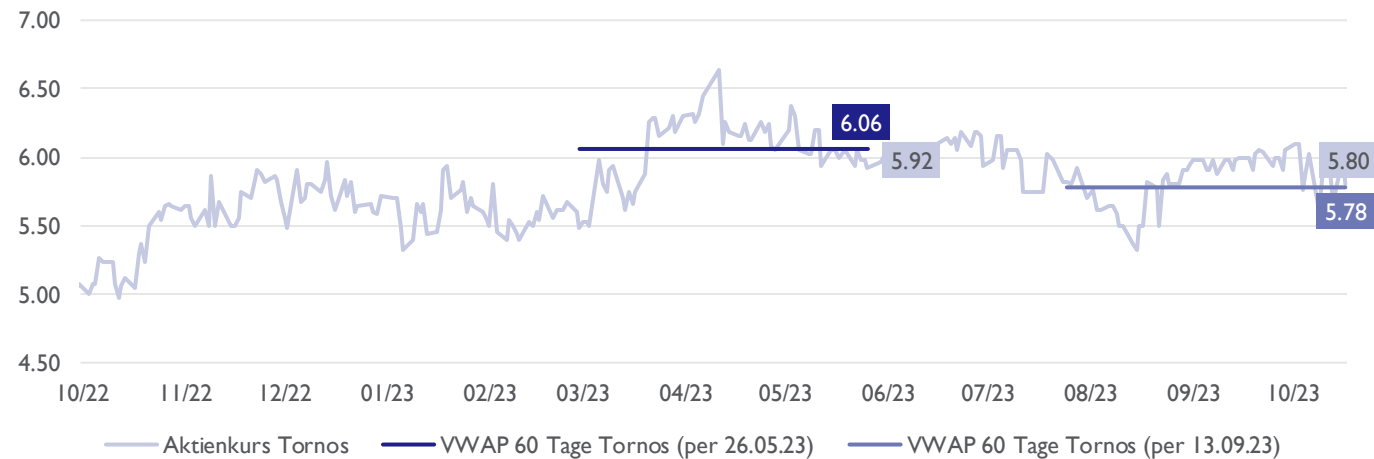
3.4.2 Tornos

Aktienkursentwicklung

Der Kurs der Tornos-Aktie stieg in den letzten zwölf Monaten um insgesamt 9.4%. Während dieses Zeitraums lag der Kurs zwischen CHF 5.24 (20. Oktober 2022) und CHF 6.64 (11. April 2023).

Am letzten Handelstag vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion, am 26. Mai 2023, wurde die Aktie mit einem Schlusskurs von CHF 5.92 gehandelt. Der VWAP der letzten 60 Handelstage vor Ankündigung der Prüfung der möglichen Fusion betrug per 26. Mai 2023 CHF 6.06. Jüngst erfuhr der Aktienkurs einen leichten Rückgang und lag per 17. Oktober 2023 bei CHF 5.80, während der VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage CHF 5.78 betrug.

Entwicklung des Aktienkurses von Tornos in den letzten zwölf Monaten (in CHF)



Quelle: Refinitiv Eikon.

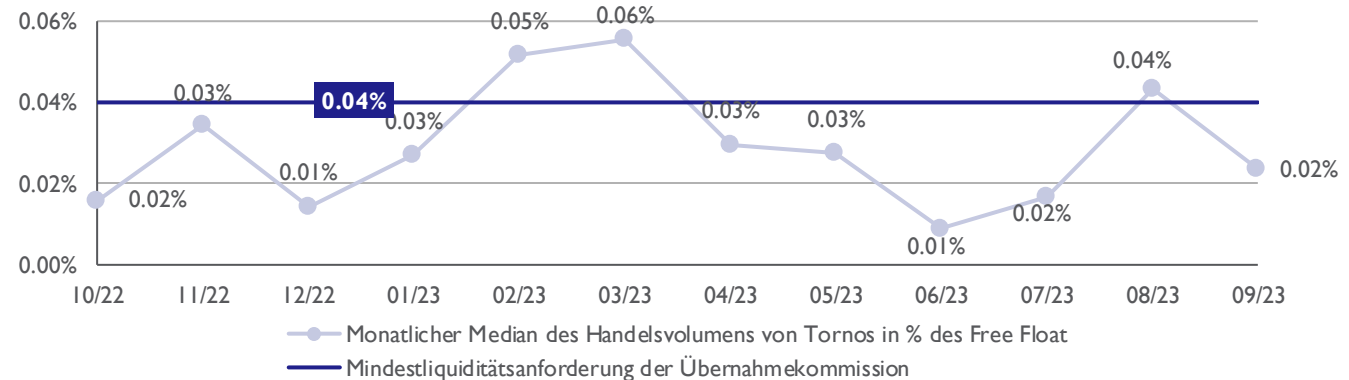
Liquiditätsanalyse

Analog zu Starrag orientieren wir uns für die Liquiditätsanalyse am Liquiditätsbegriff nach schweizerischem Übernahmerecht. Da auch die Aktien von Tornos nicht Teil des SLI sind, erfolgt die Prüfung der Liquidität der Aktie auf Basis der Analyse des Handelsvolumens.

Wie aus der nachfolgenden Abbildung hervorgeht, ist der Median des Handelsvolumens der Tornos-Aktie während des Zwölfmonatszeitraums vor der Veröffentlichung des Angebots lediglich in 3 von 12 Monaten oberhalb des

geltenden Schwellenwerts von 0.04%. Folglich sind auch die Aktien von Tornos gemäss der Definition der UEK als illiquide zu beurteilen. Der Aktienkurs von Tornos (Börsenkurs und VWAP) ist nach schweizerischem Übernahmerecht aufgrund mangelnder Liquidität nur beschränkt aussagekräftig und dient folglich nur bedingt als Referenzgrösse zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots.

Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien von Tornos in % des Free Float



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse. Free Float gemäss Aktienregister von Tornos per 30. September 2023.

Kursziel des Analysten

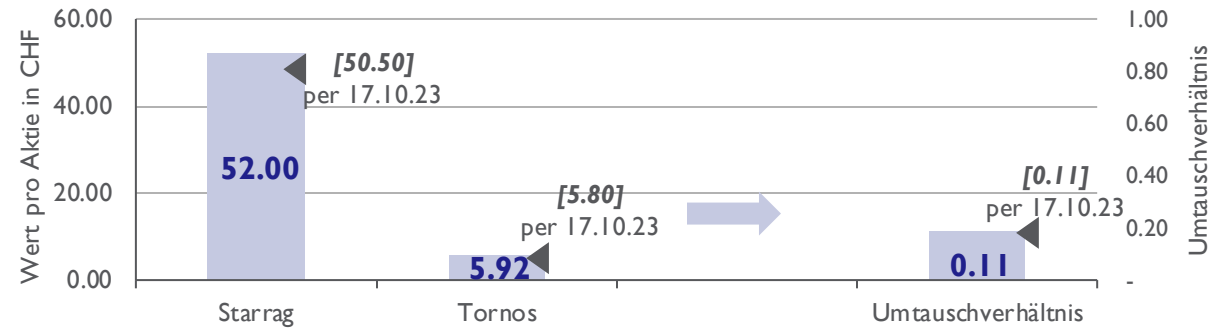
Research Partners ist der einzige Analyst der Berichte zu Tornos mit einem entsprechenden Kursziel veröffentlicht. Das Kursziel von Research Partners für die Tornos-Aktie liegt seit dem 2. Juni 2023 unverändert bei CHF 6.50.

3.4.3 Resultierendes Umtauschverhältnis & Zusammenfassung

Umtauschverhältnis auf Basis der Aktienkurse und VWAP

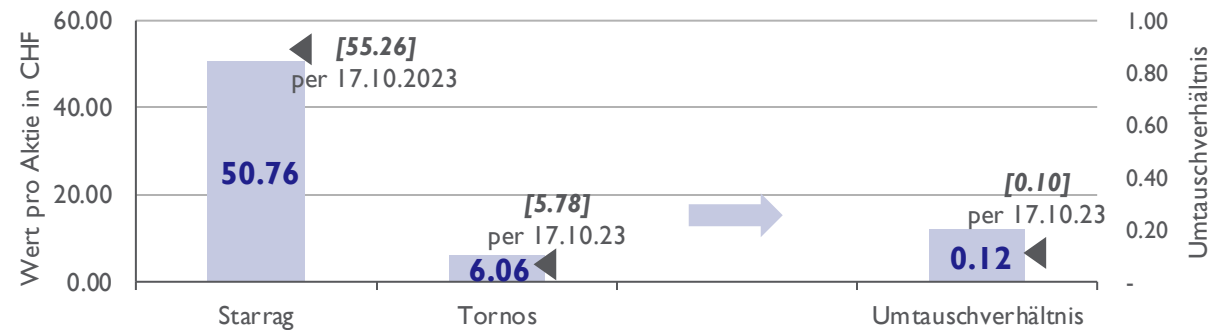
Zur Herleitung des Umtauschverhältnisses basierend auf den Aktienkursen und dem VWAP wird der Aktienkurs/VWAP von Tornos durch den Aktienkurs/VWAP von Starrag dividiert. Per 26. Mai 2023, dem letzten Handelstag vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion, resultierte ein implizites Umtauschverhältnis von 0.11 basierend auf den Aktienkursen bzw. 0.12 basierend auf den beiden VWAP. Per 17. Oktober 2023 resultierte ein Umtauschverhältnis von 0.11 basierend auf den Aktienkursen bzw. 0.10 basierend auf den beiden VWAP. Aufgrund der mangelnden Liquidität der beiden Aktientitel erachten wir die Aussagekraft dieser Analysen als eingeschränkt.

Resultierendes Umtauschverhältnis basierend auf den Aktienkursen von Starrag und Tornos per 26. Mai 2023 resp. 17. Oktober 2023



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

Resultierendes Umtauschverhältnis basierend auf den VWAP von Starrag und Tornos per 26. Mai 2023 resp. 17. Oktober 2023

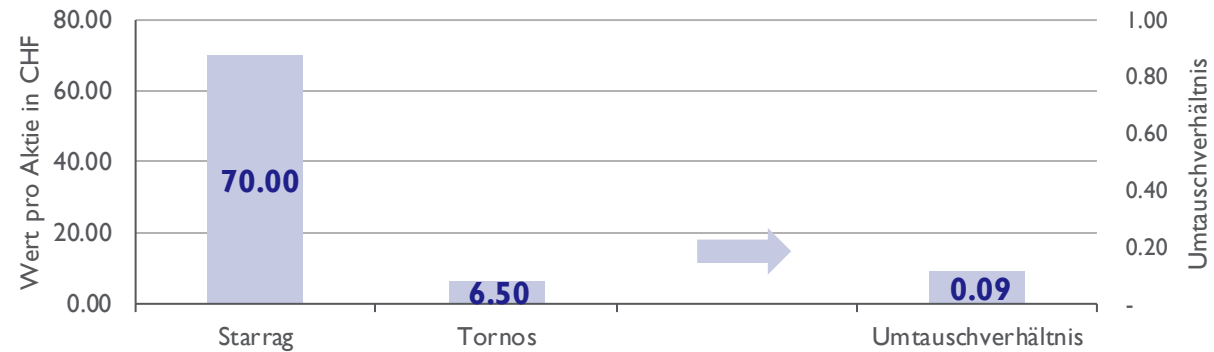


Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

Umtauschverhältnis auf Basis der Kursziele

Basierend auf den Kurszielen des Analysten für Starrag von CHF 70.0 und Tornos von CHF 6.50 resultiert ein Umtauschverhältnis von 0.09. Da sowohl für Starrag als auch für Tornos lediglich ein Analyst ein jeweiliges Kursziel veröffentlicht erachten wir die Aussagekraft dieser Analyse als eingeschränkt.

Resultierendes Umtauschverhältnis basierend auf den Kurszielen von Starrag und Tornos



Quellen: Analystenberichte, IFBC Analyse.

Zusammenfassung

- Sowohl die Aktien von Starrag als auch diejenigen von Tornos sind im Sinne des geltenden schweizerischen Übernahmeregts als illiquide zu beurteilen. Die Aussagekraft des Aktienkurses und des VWAP bei der finanziellen Beurteilung des Umtauschverhältnisses ist daher eingeschränkt.
- Am letzten Handelstag vor der Bekanntgabe der Prüfung einer möglichen Fusion zwischen Starrag und Tornos (26. Mai 2023) schloss der Aktienkurs von Starrag bei CHF 52.00 (VWAP CHF 50.76). Der Aktienkurs von Tornos schloss bei CHF 5.92 (VWAP CHF 6.06). Basierend auf den Aktienkursen der beiden Gesellschaften entspricht dies einem Umtauschverhältnis von 0.11. Das entsprechende Umtauschverhältnis basierend auf dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage beträgt 0.12.
- Am Bewertungsstichtag (17. Oktober 2023) schloss der Aktienkurs von Starrag bei CHF 50.50 (VWAP CHF 55.26). Der Aktienkurs von Tornos schloss bei CHF 5.80 (VWAP CHF 5.78). Basierend auf den Aktienkursen der beiden Gesellschaften entspricht dies einem Umtauschverhältnis von 0.11. Das entsprechende Umtauschverhältnis basierend auf dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage beträgt 0.10.
- Das einzige Kursziel eines Analysten für Starrag beträgt CHF 70.00, dasjenige für Tornos beträgt CHF 6.50. Daraus resultiert ein Umtauschverhältnis von 0.09. Da nur ein Analyst ein Kursziel für die beiden Unternehmen publiziert, erachten wir die Aussagekraft der Analyse als eingeschränkt.

FAIRNESS OPINION FUSION STARRAG & TORNOS

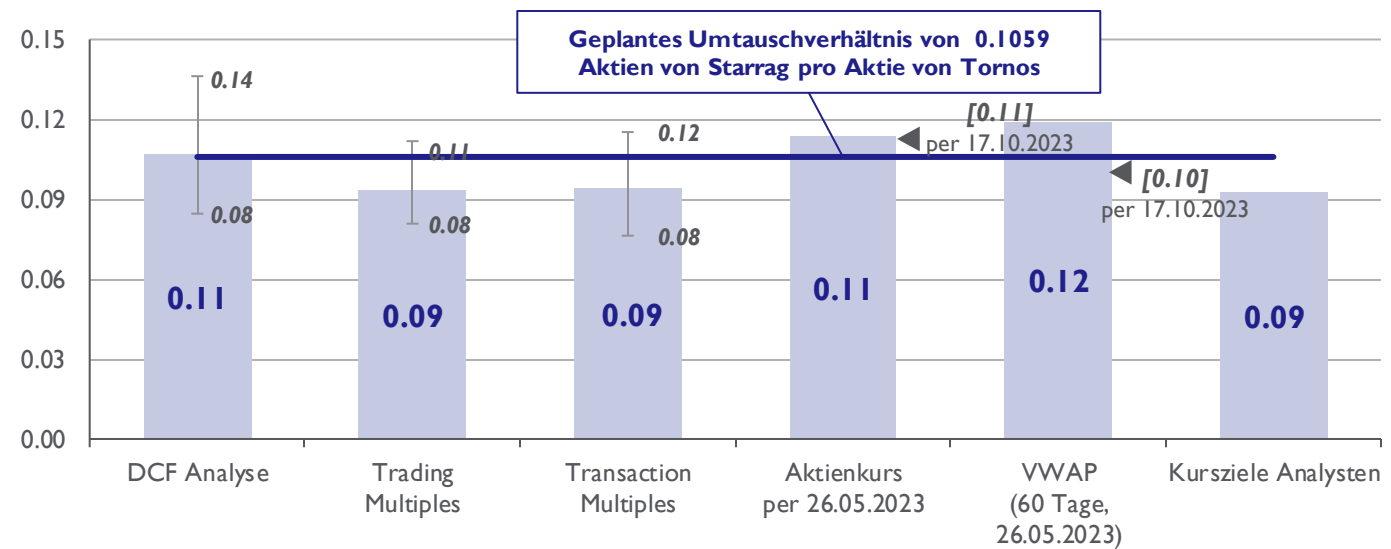
4 Beurteilung

4 Beurteilung

IFBC gelangt auf Basis der vorangehend beschriebenen Analysen und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen zu folgender Einschätzung hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses im Rahmen der geplanten Fusion von Starrag und Tornos.

Übersicht zu den Bewertungsergebnissen und Analysen

Übersicht zu den resultierenden Umtauschverhältnissen per 17. Oktober 2023 resp. per 26. Mai 2023 für Aktienkurs und VWAP (Anzahl Aktien von Starrag für 1 Aktie von Tornos)



Quelle: IFBC.

Übersicht zu den
Bewertungsergebnissen
und Analysen

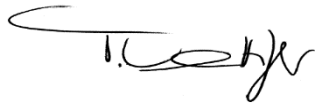
- Gemäss Best Practice haben wir eine Reihe von Bewertungsmethoden angewandt, um das Umtauschverhältnis (Anzahl Aktien von Starrag für 1 Aktie von Tornos) im Rahmen der geplanten Fusion zu bestimmen.
- Die Bewertung mittels DCF-Methode ergibt per 17. Oktober 2023 ein Umtauschverhältnis von 0.11 Aktien von Starrag für 1 Aktie von Tornos mit einer Schwankungsbreite zwischen 0.08 und 0.14. Die Bewertungsergebnisse und damit die resultierenden Umtauschverhältnisse sind insbesondere sensitiv bezüglich der geschätzten nachhaltigen EBITDA-Marge, der Investitionsquote (CAPEX in % des Umsatzerlöses) sowie bezüglich des Kapitalkostensatzes (WACC). Dem Resultat der DCF-Analyse wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten von Starrag und Tornos am besten Rechnung getragen werden kann.
- Bei einer Bewertung mittels Trading Multiples resultiert per 17. Oktober 2023 ein Umtauschverhältnis von 0.09 Aktien von Starrag für 1 Aktie von Tornos (Medianwerte) mit einer Bandbreite des Umtauschverhältnisses von 0.08 bis 0.11.
- Die Anwendung von Transaction Multiples führt per 17. Oktober 2023 zu einem Umtauschverhältnis von 0.09 Aktien von Starrag für 1 Aktie von Tornos mit einer Bandbreite des Umtauschverhältnisses von 0.08 bis 0.12. Die Bewertung anhand von Transaction Multiples ist aufgrund der zeitlichen Diskrepanz und der geringen Anzahl vergleichbarer Transaktionen wenig aussagekräftig.
- Die Aktien von Starrag und von Tornos sind aufgrund des Handelsvolumens nach schweizerischem Übernahmerecht als illiquide zu klassifizieren. Vor diesem Hintergrund ist die Aussagekraft des Aktienkurses bei der finanziellen Beurteilung des Umtauschverhältnisses eingeschränkt. Per 26. Mai 2023, dem letzten Handelstag vor der Bekanntgabe der Prüfung einer möglichen Fusion, liegt das Umtauschverhältnis basierend auf den Aktienkursen beider Unternehmen bei 0.11 Aktien von Starrag für 1 Aktie von Tornos und bei 0.12 basierend auf dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage. Per 17. Oktober 2023 beträgt das Umtauschverhältnis basierend auf den Aktienkursen 0.11 bzw. 0.10 basierend auf dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage.
- Das implizite Umtauschverhältnis basierend auf aktuellen verfügbaren Kurszielen des Analysten liegt bei 0.09. Ein spezifisches Kursziel für die Aktie von Starrag als auch für die Aktie von Tornos wird allerdings nur von einem Analysten publiziert, weshalb wir die Aussagekraft der Analyse als sehr eingeschränkt erachten.

Abschliessende Beurteilung
des Umtauschverhältnis

Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC das Umtauschangebot von 0.1059 Aktien von Starrag für 1 Aktie von Tornos im Rahmen der geplanten Fusion zwischen den beiden Gesellschaften per 17. Oktober 2023 aus finanzieller Sicht als angemessen und fair. Diese Konklusion basiert auf den folgenden Überlegungen:

- Das geplante Umtauschangebot wird durch die DCF-Bewertungen für die beiden Unternehmen und dem daraus resultierenden Umtauschverhältnis gestützt.
- Das geplante Umtauschverhältnis liegt innerhalb der resultierenden Bandbreite des Umtauschverhältnisses, die sich aus der Anwendung von Trading Multiples vergleichbarer Unternehmen ergibt.
- Das geplante Umtauschverhältnis liegt nahe beim Verhältnis der Aktienkurse und der VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage sowohl per 26. Mai 2023 vor Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion als auch per 17. Oktober 2023.

Zürich, 18. Oktober 2023



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Fabian Forrer, CFA
Partner

FAIRNESS OPINION FUSION STARRAG & TORNOS

5 Anhang

5.1	Weitere Angaben Starrag	Seite 64
5.2	Weitere Angaben Tornos	Seite 69
5.3	Abkürzungsverzeichnis	Seite 74

5 Anhang

5.1 Weitere Angaben Starrag

5.1.1 Kapitalkostensatz (WACC) für Starrag

Parameter	Wert	Beschreibung
Währungsgewichteter, risikoloser Zinssatz	1.80%	<ul style="list-style-type: none"> Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen (gerundet) der relevanten Währungen für Starrag, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen Währungssplit. Quellen: Refinitiv Eikon; International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2023.
Marktrisikoprämie	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz und korrespondiert mit der zusätzlichen Prämie, die ein Investor für ein Aktieninvestment gegenüber einer risikolosen Anlage erwartet. In Übereinstimmung mit der Best Practice wird eine nachhaltige implizite Marktrisikoprämie von 6.00% berücksichtigt. Quelle: IFBC.
Unlevered Beta	0.82	<ul style="list-style-type: none"> Das unlevered Beta misst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren, ausschliesslich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens. Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, werden nebst dem Beta von Starrag auch statistisch signifikante Betas von Peer Group Unternehmen analysiert. Der Median des unlevered Beta der Peer Group per 30. September 2023 (letztes Monatsende vor der Veröffentlichung der Ergebnisse) basiert auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren (siehe Anhang 5.1.2). Quelle: Refinitiv Eikon.
Leverage-Faktor	0.00	<ul style="list-style-type: none"> Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur und des relevanten Steuersatzes von Starrag (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	0.82	<ul style="list-style-type: none"> Das levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.
Risikoprämie	4.92%	
Size Premium	4.83%	<ul style="list-style-type: none"> Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen. Aus diesem Grund wird ein Size Premium im Rahmen des CAPM berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet. Unter Berücksichtigung der Marktkapitalisierung von Starrag sowie unseren Bewertungsüberlegungen wird ein Size Premium von 4.83% (10. Dezil des Size Premiums gemäss Kroll) angewendet. Quellen: Refinitiv Eikon und Kroll, per 31. Dezember 2022.
Eigenkapitalkostensatz	11.55%	

Parameter	Wert	Beschreibung
Basiszinssatz	n/a	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aufgrund der Zielkapitalstruktur für Starrag, die keinen Fremdkapitalanteil vorsieht, wurde kein Basiszinssatz bestimmt. ■ Quellen: n/a.
Credit Spread	n/a	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aufgrund der Zielkapitalstruktur für Starrag, die keinen Fremdkapitalanteil vorsieht, wurde kein Credit Spread bestimmt. ■ Quellen: n/a.
Steuersatz	19.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erwarteter langfristiger Steuersatz von Starrag. ■ Quelle: Management-Angaben von Starrag.
Fremdkapitalkostensatz	n/a	
Fremdkapitalanteil	0%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Definition einer Zielkapitalstruktur von Starrag anhand der Kapitalstruktur der Peer Group Unternehmen (Unternehmen vgl. Anhang 5.1.2).
Eigenkapitalanteil	100%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Quelle: Refinitiv Eikon.
WACC (gerundet)	11.60%	

5.1.2 Beta Analyse für Starrag per 30. September 2023

Unternehmen	Land	Lokalwährung (LW)	Leverage ¹⁾	Levered adj. Beta ²⁾	Unlevered adj. Beta
			09/2023	09/2023	09/2023
Starrag Group Holding AG	Schweiz	CHF	0.01	0.48	0.48
Tornos Holding AG	Schweiz	CHF	0.00	0.48	0.48
DMG Mori Co Ltd	Japan	JPY	0.46	1.20	0.82
Hurco Companies Inc	USA	USD	0.00	0.55	0.55
Klingelberg AG	Schweiz	EUR	0.18	0.64	0.54
Makino Milling Machine Co Ltd	Japan	JPY	0.00	1.01	1.01
Maschinenfabrik Berthold Hermle AG	Deutschland	EUR	0.00	0.62	0.62
Okuma Corp	Japan	JPY	0.00	1.14	1.14
Mikron Holding AG	Schweiz	CHF	0.00	0.86	0.86
Roundtop Machinery Industries Co Ltd	Taiwan	TWD	0.00	0.65	0.65
Macpower CNC Machines Ltd	Indien	INR	0.00	0.96	0.96
Anderson Industrial Corp	Taiwan	TWD	0.21	0.87	0.72
Median			0.00	0.87	0.82

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

2) Adj. wöchentliches Beta (2 Jahre) per 30. September 2023.

Graue Werte werden mangels statistischer Signifikanz in der Analyse nicht berücksichtigt.

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.1.3 Trading Multiples für Starrag per 30. September 2023

Unternehmen	Land	Rechnungslegungs- standard	Lokal- währung (LW)	Marktkapitalisierung	Unternehmenswert	Adjusted EBITDA Multiples ²⁾		
				per 30.09.2023 in CHF Mio.	per 30.09.2023 ¹⁾ in CHF Mio.	09/23 LTM	12/23 E	12/24 E
Starrag Group Holding AG	Schweiz	IFRS	CHF	174.8	184.5	5.5x	5.1x	4.7x
Tornos Holding AG	Schweiz	Swiss	CHF	117.8	117.1	6.2x	6.4x	6.3x
DMG Mori Co Ltd	Japan	IFRS	JPY	1'954.0	3'014.7	4.4x	4.2x	4.0x
Hurco Companies Inc	USA	US	USD	132.8	95.2	n/a	n/a	n/a
Klingelberg AG	Schweiz	Swiss	EUR	159.6	200.0	n/a	n/a	n/a
Makino Milling Machine Co Ltd	Japan	IFRS	JPY	955.4	815.1	3.6x	3.6x	3.6x
Maschinenfabrik Berthold Hermle AG	Deutschland	IFRS	EUR	1'088.3	916.6	n/a	n/a	n/a
Okuma Corp	Japan	Japanese	JPY	1'242.4	956.0	3.0x	2.9x	2.8x
Mikron Holding AG	Schweiz	Swiss	CHF	218.4	110.9	2.1x	2.1x	2.1x
Roundtop Machinery Industries Co Ltd	Taiwan	IFRS	TWD	41.9	12.7	n/a	n/a	n/a
Macpower CNC Machines Ltd	Indien	IFRS	INR	31.8	31.8	n/a	n/a	n/a
Anderson Industrial Corp	Taiwan	IFRS	TWD	64.4	91.1	n/a	n/a	n/a
3. Quartil				988.6	840.5	5.2x	4.9x	4.5x
Median				167.2	150.8	4.0x	3.9x	3.8x
1. Quartil				104.5	94.2	3.1x	3.1x	3.0x

1) Unter Berücksichtigung von Net debt.

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

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.1.4 Transaction Multiples für Starrag per 30. September 2023

Datum	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Wert des Eigenkapitals (100%) in USD Mio.	Adjusted EBITDA Multiple ¹⁾
22.12.2022	Robojob NV	RBJ Corp	13.4	5.4x
02.11.2017	Hardinge Inc	Investor Group	239.8	6.4x
28.07.2017	Modelleria Brambilla SpA	Costamp Srl	7.5	8.3x
04.02.2011	O-M Ltd	Daiwabo Holdings Co Ltd	210.6	6.7x
14.11.2008	Sodick Hightech Co Ltd	Sodick Co Ltd	59.8	8.0x
3. Quartil				8.0x
Median				6.7x
1. Quartil				6.4x

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

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.2 Weitere Angaben Tornos

5.2.1 Kapitalkostensatz (WACC) für Tornos

Parameter	Wert	Beschreibung
Währungsgewichteter, risikoloser Zinssatz	2.20%	<ul style="list-style-type: none"> Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen der relevanten Währungen für Tornos, gewichtet basierend auf einem auf einem nachhaltigen Währungssplit (gerundet). Quellen: Refinitiv Eikon; International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2023.
Marktrisikoprämie	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz und korrespondiert mit der zusätzlichen Prämie, die ein Investor für ein Aktieninvestment gegenüber einer risikolosen Anlage erwartet. In Übereinstimmung mit der Best Practice wird eine nachhaltige implizite Marktrisikoprämie von 6.00% berücksichtigt. Quelle: IFBC.
Unlevered Beta	0.91	<ul style="list-style-type: none"> Das unlevered Beta misst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren, ausschliesslich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens. Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, werden nebst dem Beta von Tornos auch statistisch signifikante Betas von Peer Group Unternehmen analysiert. Der Median des unlevered Beta der Peer Group per 30. September 2023 (letztes Monatsende vor der Veröffentlichung der Ergebnisse) basiert auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren (siehe Anhang 5.2.2). Quelle: Refinitiv Eikon.
Leverage-Faktor	0.00	<ul style="list-style-type: none"> Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur und des relevanten Steuersatzes von Tornos (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	0.91	<ul style="list-style-type: none"> Das levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.
Risikoprämie	5.46%	
Size Premium	4.83%	<ul style="list-style-type: none"> Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen. Aus diesem Grund wird ein Size Premium im Rahmen des CAPM berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet. Unter Berücksichtigung der Marktkapitalisierung von Tornos sowie unseren Bewertungsüberlegungen wird ein Size Premium von 4.83% (10. Dezil des Size Premiums gemäss Kroll) angewendet. Quellen: Refinitiv Eikon und Kroll, per 31. Dezember 2022.
Eigenkapitalkostensatz	12.49%	

Parameter	Wert	Beschreibung
Basiszinssatz	n/a	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aufgrund der Zielkapitalstruktur für Tornos, die keinen Fremdkapitalanteil vorsieht, wurde kein Basiszinssatz bestimmt. ■ Quellen: n/a.
Credit Spread	n/a	<ul style="list-style-type: none"> ■ Aufgrund der Zielkapitalstruktur für Tornos, die keinen Fremdkapitalanteil vorsieht, wurde kein Credit Spread bestimmt. ■ Quellen: n/a.
Steuersatz	19.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erwarteter langfristiger Steuersatz von Tornos. ■ Quelle: Management-Angaben von Tornos.
Fremdkapitalkostensatz	n/a	
Fremdkapitalanteil	0%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Definition einer Zielkapitalstruktur von Tornos anhand der Kapitalstruktur der Peer Group Unternehmen (Unternehmen vgl. Anhang 5.2.2).
Eigenkapitalanteil	100%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Quelle: Refinitiv Eikon.
WACC (gerundet)	12.50%	

5.2.2 Beta Analyse für Tornos per 30. September 2023

Unternehmen	Land	Lokalwährung (LW)	Leverage ¹⁾	Levered adj. Beta ²⁾	Unlevered adj. Beta
			09/2023	09/2023	09/2023
Starrag Group Holding AG	Schweiz	CHF	0.01	0.48	0.48
Tornos Holding AG	Schweiz	CHF	0.00	0.48	0.48
DMG Mori Co Ltd	Japan	JPY	0.46	1.20	0.82
Hurco Companies Inc	USA	USD	0.00	0.55	0.55
Makino Milling Machine Co Ltd	Japan	JPY	0.00	1.01	1.01
Maschinenfabrik Berthold Hermle AG	Deutschland	EUR	0.00	0.62	0.62
Okuma Corp	Japan	JPY	0.00	1.14	1.14
Mikron Holding AG	Schweiz	CHF	0.00	0.86	0.86
Star Micronics Co Ltd	Japan	JPY	0.00	0.97	0.97
Tsugami Corp	Japan	JPY	0.00	1.38	1.38
Roundtop Machinery Industries Co Ltd	Taiwan	TWD	0.00	0.65	0.65
Macpower CNC Machines Ltd	Indien	INR	0.00	0.96	0.96
Median			0.00	0.97	0.91

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

2) Adj. wöchentliches Beta (2 Jahre) per 30. September 2023.

Graue Werte werden mangels statistischer Signifikanz in der Analyse nicht berücksichtigt.

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.2.3 Trading Multiples für Tornos per 30. September 2023

Unternehmen	Land	Rechnungslegungs- standard	Lokal- währung (LW)	Marktkapitalisierung	Unternehmenswert	Adjusted EBITDA Multiples ²⁾		
				per 30.09.2023 in CHF Mio.	per 30.09.2023 ¹⁾ in CHF Mio.	09/23 LTM	12/23 E	12/24 E
Starrag Group Holding AG	Schweiz	IFRS	CHF	174.8	184.5	5.5x	5.1x	4.7x
Tornos Holding AG	Schweiz	Swiss	CHF	117.8	117.1	6.2x	6.4x	6.3x
DMG Mori Co Ltd	Japan	IFRS	JPY	1'954.0	3'014.7	4.4x	4.2x	4.0x
Hurco Companies Inc	USA	US	USD	132.8	95.2	n/a	n/a	n/a
Makino Milling Machine Co Ltd	Japan	IFRS	JPY	955.4	815.1	3.6x	3.7x	3.6x
Maschinenfabrik Berthold Hermle AG	Deutschland	IFRS	EUR	1'088.3	916.6	n/a	n/a	n/a
Okuma Corp	Japan	Japanese	JPY	1'242.4	956.0	3.0x	2.9x	2.8x
Mikron Holding AG	Schweiz	Swiss	CHF	218.4	110.9	2.1x	2.1x	2.1x
Star Micronics Co Ltd	Schweiz	IFRS	JPY	432.8	261.4	1.9x	2.0x	2.0x
Tsugami Corp	Schweiz	IFRS	JPY	345.5	374.5	n/a	n/a	n/a
Roundtop Machinery Industries Co Ltd	Taiwan	IFRS	TWD	41.9	12.7	n/a	n/a	n/a
Macpower CNC Machines Ltd	Indien	IFRS	INR	31.8	31.8	n/a	n/a	n/a
3. Quartil				988.6	840.5	4.9x	4.7x	4.3x
Median				282.0	222.9	3.6x	3.7x	3.6x
1. Quartil				129.0	107.0	2.6x	2.5x	2.4x

1) Unter Berücksichtigung von Net debt.

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

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.2.4 Transaction Multiples für Tornos per 30. September 2023

Datum	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Wert des Eigenkapitals (100%) in USD Mio.	Adjusted EBITDA Multiple ¹⁾
22.12.2022	Robojob NV	RBJ Corp	13.4	5.4x
02.11.2017	Hardinge Inc	Investor Group	239.8	6.5x
28.07.2017	Modelleria Brambilla SpA	Costamp Srl	7.5	8.3x
04.02.2011	O-M Ltd	Daiwabo Holdings Co Ltd	210.6	6.7x
14.11.2008	Sodick Hightech Co Ltd	Sodick Co Ltd	59.8	8.0x
3. Quartil				8.0x
Median				6.7x
1. Quartil				6.5x

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

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.3 Abkürzungsverzeichnis

CAGR	Compound annual growth rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPEX	Capital expenditures (Nettoinvestitionen)
CAGR	Compound annual growth rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPM	Capital asset pricing model
CH	Schweiz
CHF	Schweizer Franken
CNC	Computerized Numerical Control
DCF	Discounted Cashflow
DCF-Methode	Discounted-Cashflow-Methode
E	Erwartet
EBIT	Earnings before interest and taxes (operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen und Amortisationen)
FCF	Free Cashflow
GJ	Geschäftsjahr; Geschäftsjahre
IFBC	IFBC AG
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	International Monetary Fund (International Währungsfonds)
IQA	Interquartilsabstand
KPIs	Key performance indicators (Schlüsselkennzahlen)

LTM	Last twelve months
Mio.	Millionen
NUV	Nettoumlaufvermögen
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
Starrag	Starrag Group Holding AG
Terminal Value, TV	Endwert
Tornos	Tornos Holding AG
UEK	Übernahmekommission
USD	US-Dollar
WACC	Weighted average cost of capital
VR	Verwaltungsrat
VWAP	Volume-weighted average price (volumengewichteter Durchschnittspreis)

