



Braas Monier: Analyse zum Fairen Wert

Oktober 2016

Haftungsausschluss

Das vorliegende Material wird von Petrus Advisers Ltd. („Petrus“), einer Gesellschaft, die durch die britische Financial Conduct Authority („FCA“) zugelassen und reguliert ist, publiziert. Diese Präsentation basiert voll und ganz auf öffentlichen Informationen; wir haben keinerlei Zugang zu proprietären Informationen. Wir erheben keinerlei Anspruch auf Vollständigkeit und / oder Korrektheit der folgenden Informationen. Diese stellen lediglich die Meinung eines Teams von über Jahrzehnten erfahrenen Investoren und Bewertungsspezialisten dar.

Mit Interesse waren wir Zeugen des unaufrichtigen Austausches zur Bewertung zwischen 40 North und Braas Monier. Diese Debatte beinhaltete unfundierte Bewertungsunterstellungen. Aus diesem Grund haben wir unsere Sicht zur Bewertung auf den folgenden Seiten dargestellt, und wir werden die den Bewertungsmethoden zu Grunde liegenden Details unseren Mitaktionären, die sich möglicherweise zusammen mit uns in juristischen Auseinandersetzungen begeben werden, zur Verfügung stellen.

Die in vorliegender Präsentation und etwaigen zusätzlich zur Verfügung gestellten Unterlagen dürfen ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Petrus nicht kopiert, anderweitig vervielfältigt oder weitergegeben werden. Die in vorliegender Publikation enthaltenen Informationen und Auffassungen dienen lediglich als Hintergrundinformationen, die keinen Anspruch auf Vollständigkeit erheben und keine Anlageempfehlungen darstellen. Es ist zu keinerlei Zwecken zulässig, sich auf die in vorliegender Publikation enthaltenen Informationen und Auffassungen oder auf deren Richtigkeit oder Vollständigkeit zu verlassen. Es werden keinerlei ausdrückliche oder stillschweigende Gewährleistungen, Zusicherungen oder Versprechen gegeben, was die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in vorliegender Publikation enthaltenen Informationen und Auffassungen angeht.

Detaillierte Informationen können Sie schriftlich bei Petrus Advisers Ltd., 100 Pall Mall, SW1Y 5NQ; oder telefonisch unter +44 (0) 207 933 88 31 (von 9:00 Uhr bis 17:00 Uhr von Montag bis Freitag) anfordern; Sie finden diese teilweise auch auf unserer Website www.petrusadvisers.com. Telefongespräche mit Petrus werden aufgezeichnet.

Vorliegende Präsentation stellt deshalb kein Angebot, keine Einladung und keine Aufforderung zum Vertrieb oder Kauf von Anteilen oder zum Abschluss eines Kapitalanlagevertrags durch. Die in vorliegender Präsentation enthaltenen Informationen sind nicht als Empfehlungen in rechtlichen, steuerlichen oder sonstigen Angelegenheiten aufzufassen. Sämtliche Informationen können jederzeit ohne vorherige Mitteilung oder sonstige Veröffentlichung von Änderungen geändert werden.

Das €25-Übernahmeangebot ist ein Fehler

- €25 reflektiert in keinster Weise die Qualität von Braas Monier:
 - Starke Marktposition als europäischer Marktführer für Dachbaustoffe
 - Effiziente Kostenstruktur und sehr hohe Cash Generierung
 - Beginnende Erholung der europäischen Baukonjunktur schafft substantielle organische Wachstumschancen
 - Hochangesehenes Management Team, das zusätzliches Wachstum durch attraktive Add-on Akquisitionen geschaffen hat
- Der angebotene Wert von €25 / Aktie ist ein Fehler
 - Opportunistisches Angebot bevor Braas Moniers Aktienkurs sich vom Brexit-Effekt erholt hatte
 - Bei €25 hat Braas Monier eine Cash Flow Rendite von 8,2% vor Synergien¹ und 10,3% - 11,1% inklusive Synergien¹
 - Andere Bewertungsmaßstäbe (P/E von 13,2x² und 8,3x² EBITDA) ergeben ein ähnliches Bild
 - Vergleichbare öffentliche Übernahmen zeigen eine Prämie von ca. 32%, was einen fairen Preis von €28,75 impliziert oder sogar €32,80 unter der Annahme des pre-Brexit Aktienkurses
 - Die Bewertung der Pensionsverpflichtungen gemäß dem deutschen HGB ergibt zusätzlich ca. €2-3 pro Aktie
- Der Versuch einer Kontrollnahme mit einem 40% Anteil ist ein Fehler unter europäischem Recht
 - Nicht im besten Interesse aller Aktionäre
 - Verletzung von Regeln zur Vermeidung von Interessenkonflikten
 - Auf €25 / Aktie zu bestehen könnte eine 'teure Art des Geldsparens' werden

● Schlussfolgerungen:

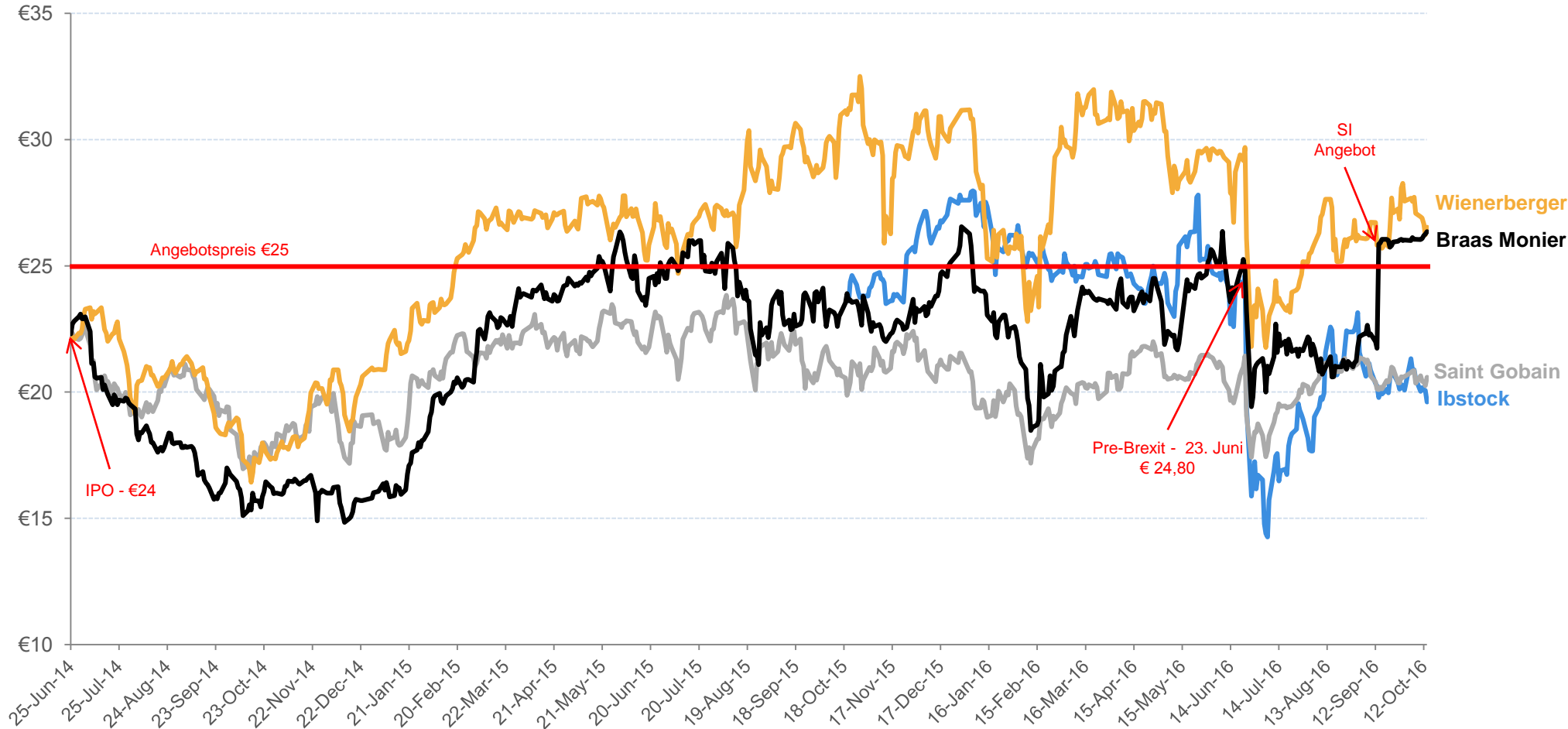
- **Wir werden unsere Aktien nicht zu €25 / Aktie andienen**
- **Unsere Preiserwartung für dieses Übernahmeangebot liegt bei €28,50 – 31,00 / Aktie**
- **Wir empfehlen allen Aktionären, unserem Ansatz zu folgen**
- **Wir bieten allen Aktionären die Vertretung in juristischen Konflikten an, die sich in Europa ergeben könnten, wenn 40 North die Regeln umgehen will**

1) Basierend auf Braas Moniers Management Guidance von nachhaltigem FCF von €80m, Synergien von €30-40m und einem Steuersatz von 29,22%.

2) Basierend auf durchschnittlichen 2017 Schätzungen von Brokern für das Net Income und den EBITDA per Bloomberg, vor der Ankündigung des Angebotes und nicht adjustiert für die Bewertung der Pensionsverpflichtungen nach HGB (German GAAP).

Opportunismus von 40 North: €25 / Aktie ist kein Neuland

Tatsächlich wurde €25 drei Mal während der letzten 18 Monate überschritten

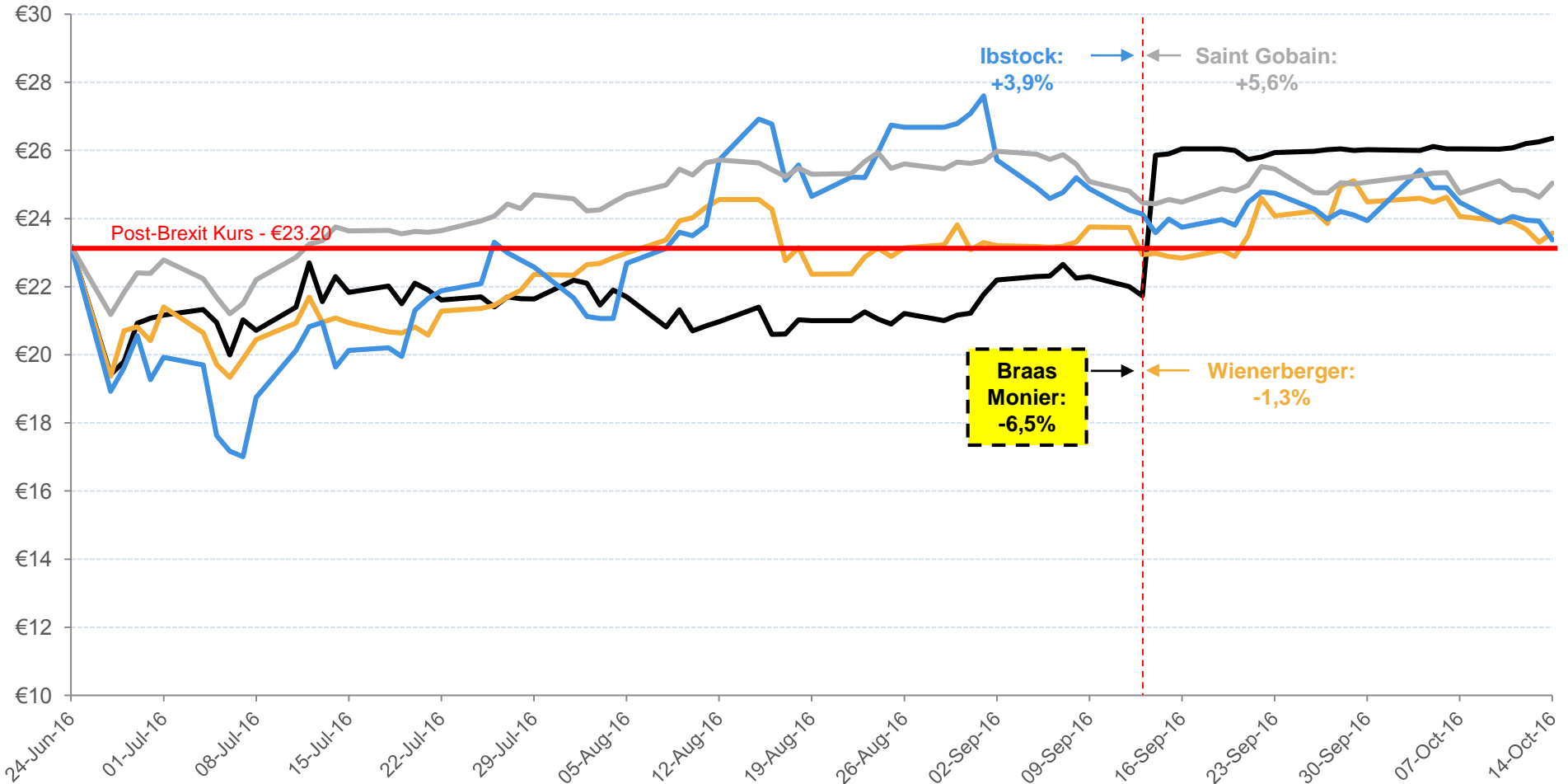


Quelle: Bloomberg Daten per 14. Oktober 2016

Anmerkung: Aktienkursentwicklung relativ zu Braas Monier.

Nutzt 40 North den Brexit aus?

Braas Monier war der einzige Vergleichstitel, der sich nicht vom Brexit erholt hatte

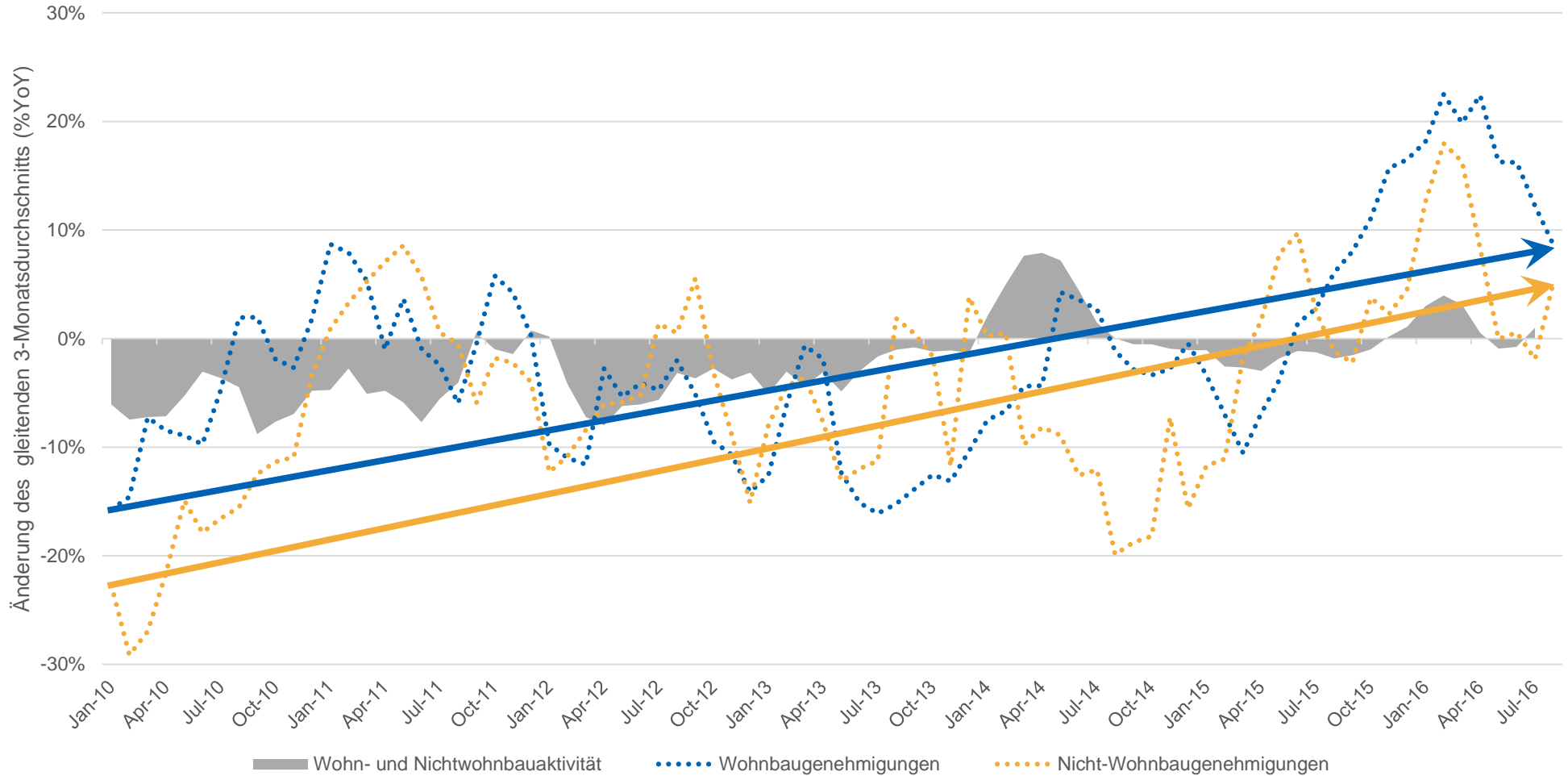


Quelle: Bloomberg Daten per 14. Oktober 2016

Anmerkung: Aktienkursentwicklung im Vergleich zu Braas Monier.

Deutliche aktuelle Erholung in der europäischen Baubranche

Baugenehmigungen sind deutlich angestiegen – Bautätigkeit ist noch nicht auf diesem erhöhten Niveau angekommen



Außergewöhnlich niedrige Übernahmeprämie angeboten

- Die angebotene 15% Prämie stellt weniger als die Hälfte der ~32% für Vergleichstransaktionen dar¹
- Ein fairer Angebotspreis, basierend auf der durchschnittlichen Marktprämie, wäre €29 unter der Annahme des post-Brexit Kurses und €33 unter der Annahme des pre-Brexit Kurses²

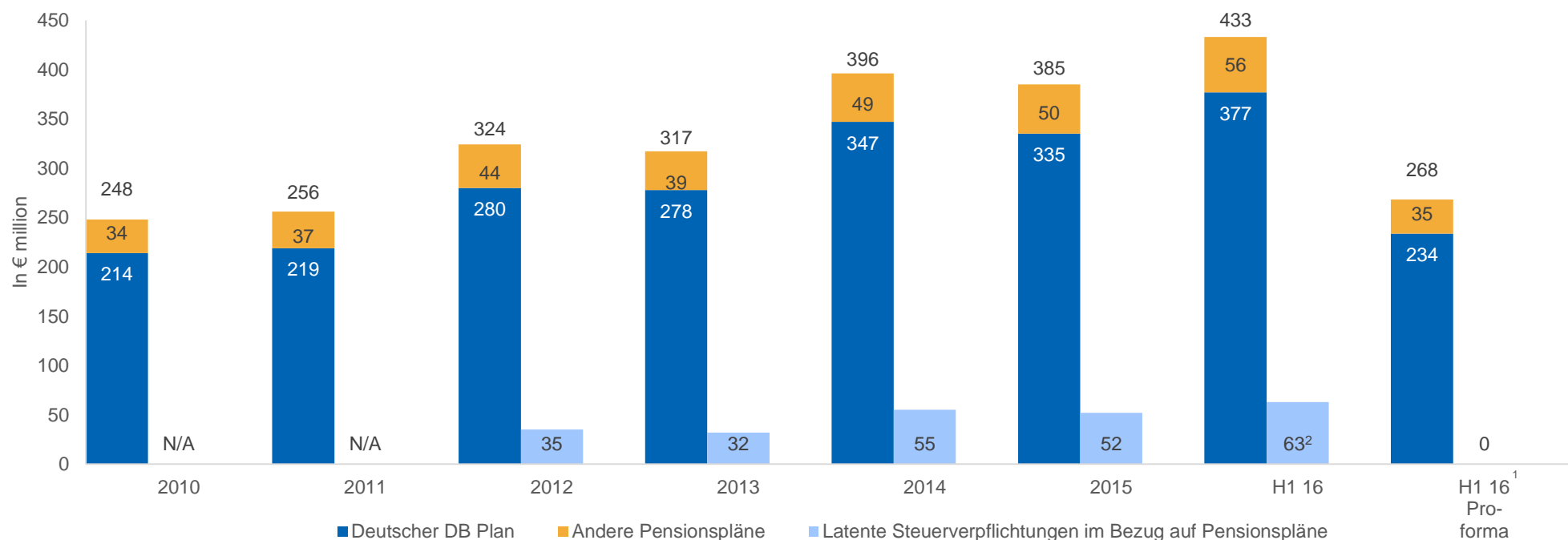


1) Relevante Transaktionen beinhalten vorgeschlagene, laufende und abgeschlossene Deals mit deutschen Zielunternehmen mit einer Marktkapitalisierung >€100m innerhalb der letzten 12 Monate.

2) Schlußkurs per 23. Juni 2016 von €24,80.

Pensionsverpflichtungen disproportional inflationiert

- Die deutschen Pensionspläne (defined-benefit) werden überproportional vom momentanen Zinsumfeld betroffen
- Das deutsche HGB (und Steuerrecht) schlägt die Verwendung eines rollierenden Langzeit-Zinssatzes vor, den wir auf 4-4,25% schätzen
- Dieser Ansatz ergibt eine Reduktion der Nettopensionsverpflichtungen von ca. €102m oder €2,59 / Aktie



Diskontierungssatz verwendet für die Bewertung der Braas Monier Pensionsverpflichtungen:

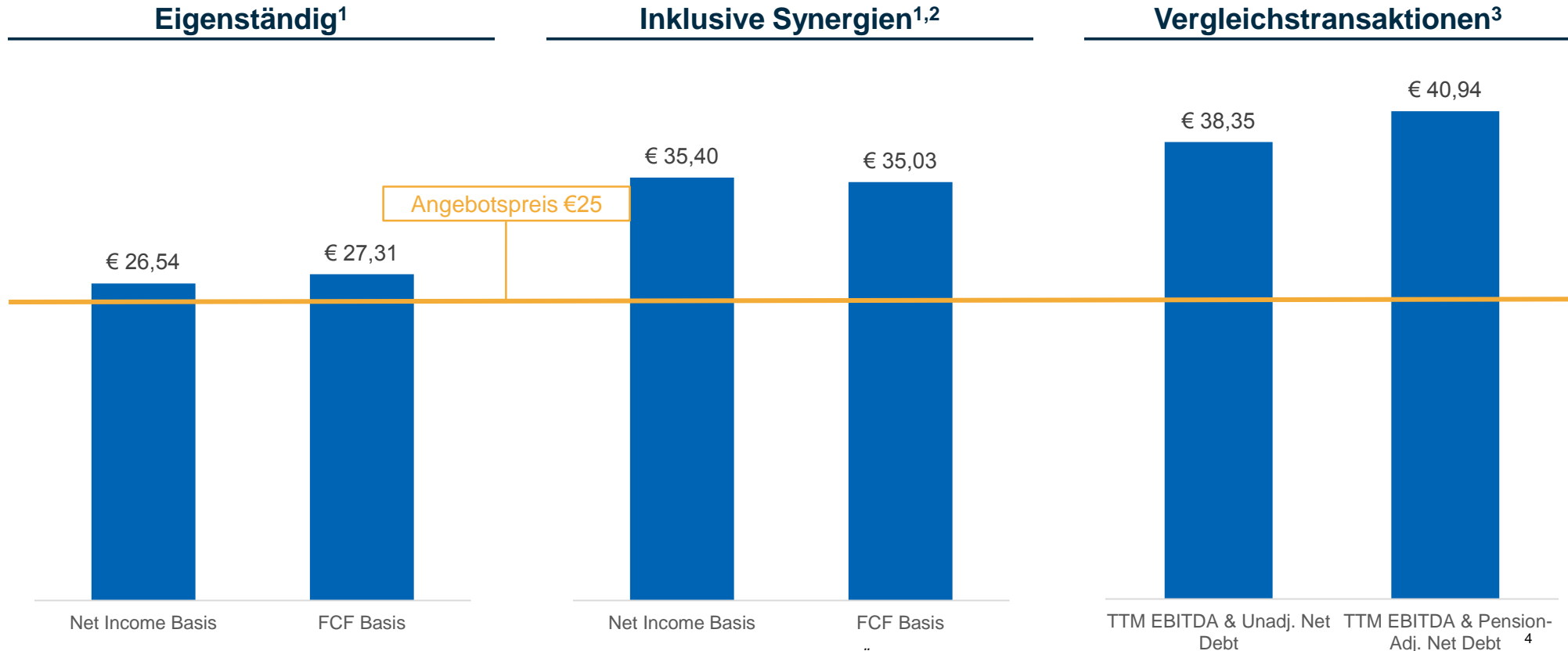
Gesamt	5,39%	5,22%	3,42%	3,55%	2,14%	2,31%	N/A	N/A
Deutschland	5,40%	5,30%	3,40%	3,50%	2,05%	2,20%	1,45%	4,15%
Andere (va. NL)	5,34%	4,88%	3,54%	3,81%	2,61%	2,85%	N/A	N/A

1) Annahme eines Diskontierungszinssatzes von 4,15% und (konservativ) einer DTA von Null.

2) Per Braas Monier Brief vom 23. September 2016, Seite 8.

Deutliche Unterbewertung des hochqualitativen Braas Monier Geschäftes ...

Braas Monier ist mehr wert als €25 als eigenständiges Unternehmen und viel mehr, wenn man Synergien mit einbezieht!

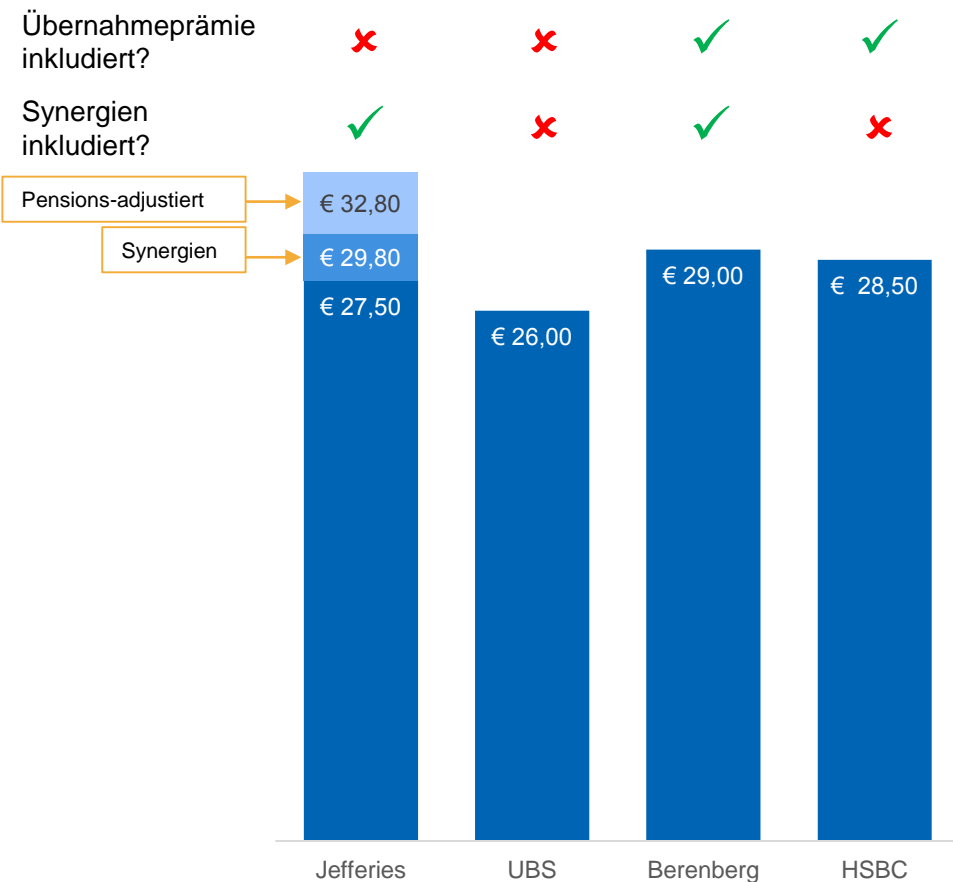


- 1) Bewertung basiert auf Bloomberg Schätzungen für Net Income und Free Cash Flow vor der Ankündigung des Übernahmeangebots (2017 Schätzungen verwendet, um die Braas Monier Refinanzierung von H1 2016 zu reflektieren) und Median Vergleichsvielfachen für Hersteller von Light Building Produkten. Vergleichsunternehmen sind Wienerberger, Ibstock, and Compagnie de Saint Gobain.
- 2) Durchschnitt der vom Management geschätzten Synergien der Kombination von Braas Monier und Icopal per Brief an die Aktionäre vom 23. September 2016 und Steuersatz von 29,22%.
- 3) Vergleichstransaktionen inkludieren strategische Käufer von europäischen Firmen >€250m in der Building Completion Products Industrie.
- 4) Net Debt adjustiert für Pensionsverpflichtungen nach HGB. HGB schlägt die Verwendung eines rollierenden Langzeit-Zinssatzes zur Bewertung vor, den wir auf 4-4,25% schätzen. Unter der Annahme von 4,15% und einem effektiven Steuersatz von 29,2% ergeben sich zusätzliche geschätzte €2,59 / Aktie.

... Research Analysten stimmen zu

- Research glaubt, dass Braas Monier eigenständig €26 - 28 Wert ist
- Die Street sieht €28,50 – 30,00 (inklusive Synergien) als das absolute Minimum an, das Aktionäre annehmen sollten

Preis Ziel von Analysten



Begründungen

Jefferies - Buy – 25. Sep 2016

“Standard Industries' current proposed €25 per share offer undervalues Braas Monier in our view. **Our unchanged standalone mid-cycle based valuation is €27,5 per share.** Using Braas Monier's **synergy estimate**... there would be an **additional €2,3** of value per share. A more conservative view on the company's **pension liabilities could add a further €2-3** per share.

UBS - Buy – 14. Sep 2016

“Our price target of €26 is based on DCF using a long-term EBIT margin of 12% and WACC of 8%. **Our valuation does not include a takeover premium or any value attributed to synergies to a buyer of the business.**”

Berenberg - Buy – 5. Okt 2016

“... the shares are fully valued at €26. However, with respect to the offer, **we believe that €29 per share is the minimum shareholders should accept, especially as the group is still near trough earnings.** In our view, the bid by SI is too low... This bid values Braas at 9.4x LTM EBITDA, less than the c10.5x that SI paid to acquire the roofing business Icopal.”

HSBC - Buy – 5. Okt 2016

“Braas **investors** looking to benefit from the company's recovery, refinancing and cash flow potential **seem reluctant to give up on the upside of Braas's business model at the offered price in light of positive lead indicators and end market trends.**”

Quelle: Bloomberg, UBS Research (14 .Sep 2016), Berenberg Research (5. Oktober 2016), HSBC Research (5. Oktober 2016), Jefferies Research (25. September 2016)

Anmerkung: Beinhaltet Research-Berichte, die nach der Ankündigung des Übernahmeangebots vom 15. September 2016 publiziert wurden und exkludiert MainFirst Bank.