

上工申贝（集团）股份有限公司
关于全资子公司上工（欧洲）控股有限责任公司转让
其所持德国杜克普·阿德勒股份公司部分股权的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

上工申贝（集团）股份有限公司（下称“公司”）境外全资子公司上工（欧洲）控股有限责任公司（下称“上工欧洲公司”）拟将其所持有的德国杜克普·阿德勒股份公司（下称“DA 公司”）部分股权转让给中捷缝纫机股份有限公司（下称“中捷股份”）在德国设立的全资子公司中捷欧洲有限责任公司。基本情况如下：

一、交易概述

经本公司第六届董事会第六次会议审议通过，2010年3月24日，公司与中捷股份签署了《关于缝纫机业务战略合作框架协议书》，此后，根据该合作项目推进情况，双方又先后签订了“补充协议”及“修改协议”。根据协议约定，中捷股份将以现金受让本公司境外全资子公司上工欧洲公司所持德国 DA 公司 29% 股权（237.8 万股）成为德国 DA 公司的第二大股东，上工欧洲仍持有 DA 公司 65.7% 的股份。

本次股权转让行为不属于关联交易。因该交易金额产生的收益对公司有较大的影响，根据上海证券交易所股票上市规则有关条款，本次股权转让行为将提交公司股东大会审议批准。

二、交易情况介绍

（一）出让方简况

企业中文名称：上工（欧洲）控股有限责任公司

企业英文名称：ShangGong (Europe) Holding Corp. GmbH

注册登记号：比勒费尔德地方法院工商登记注册，登记号为 HRB38687

注册地址：Potsdamer Straße 190, 33719 Bielefeld Germany

中文地址：德国比勒费尔德市波茨坦大道 190 号

注册资本：2,250 万欧元

企业负责人：张敏、郑莹

公司类型：一人有限责任公司

经营范围：对自有资产无需许可的经验管理，特别是公司所持杜克普·阿德勒股份公司的经验投资，所有无需许可证商品的国际贸易。公司有权收购及转让相似的企业，以合适的方法投资或代理此类企业并在其他地点建立子公司。

上工欧洲公司是 2004 年 12 月 21 日经原上海市外经贸委（沪经贸外经[2004]835 号）文件批复同意，2004 年 12 月 28 日获得商务部境外投资批准证书，由本公司在德国设立的全资子公司。上工欧洲公司作为本公司下属一个特殊的平台，于 2005 年 7 月成功收购并控股德国 DA 公司，目前持有 DA 公司股份 7,765,408 股，占总股份比例为 94.7%。通过业务整合，上工欧洲公司为本公司产品走向世界和 DA 产品进入中国和亚洲市场起到了桥梁作用。上工欧洲公司近年集团合并的主要财务状况如下：

单位：千欧元

	截至 2007 年 12 月 31 日经审计	截至 2008 年 12 月 31 日经审计	截至 2009 年 12 月 31 日经审计	截至 2010 年 3 月 31 日
总资产	144,847	133,794	98,189	98,506
净资产	41,429	41,716	14,631	27,598
营业收入	151,303	135,295	81,777	22,385
利润总额	9,904	1,416	-27,902	188
净利润	4,589	452	-27,436	117

（二）受让方简况

企业名称：中捷欧洲有限责任公司

英文名称：ZOJE EUROPE GmbH

注册地址：Altes Forsthaus 67661 Kaiserslautern

中文地址：德国 凯泽斯劳滕市

注册登记号：凯泽斯劳滕地方法院商业注册处登记注册，登记号为 HRB 30559

注册资本：2.5 万欧元

企业负责人：陈永武 职务：执行总裁

公司类型：一人有限责任公司

经营范围：缝纫机，电控系统及相关产品的研发和销售

中捷欧洲有限责任公司（下称“中捷欧洲公司”）系经国家商务部批准，由中捷股份公司于 2008 年 12 月在德国投资设立的全资子公司，投资总额为 80 万美元，负责中捷品牌缝纫机和绣花机在德国的研发和销售。目前中捷股份拟对其进行增资，以满足受让 DA

公司 29%股份的资金要求。

中捷欧洲公司的母公司中捷股份公司位于浙江省台州市玉环县，该公司于 2004 年 7 月在深圳证券交易所正式挂牌上市，是中国缝制机械行业第一家上市的民营企业。

中捷股份公司近年合并主要财务状况如下：

单位：万元

	截至 2007 年 12 月 31 日经审计	截至 2008 年 12 月 31 日经审计	截至 2009 年 12 月 31 日经审计	截止 2010 年 3 月 31 日
总资产	162,756.48	165,623.43	198,744.14	195,284.13
净资产	95,445.11	95,044.12	83,881.34	84,555.21
营业收入	82,852.22	52,604.29	46,995.28	19,948.22
利润总额	9,570.96	1,466.20	-7,385.79	896.17
净利润	7,170.32	680.20	-8,618.97	677.79

三、拟交易的标的企业简况

企业名称：Dürkopp Adler AG

中文名称：杜克普·阿德勒股份公司

公司负责人：Werner Heer 职务：执行董事 董事会发言人

注册登记号：德国 Amtsgericht (地方法院) Bielefeld, 编号 HRB 7042 号

注册地址：德国 Bielefeld Potsdamer Straße 190 邮编 33719

办公地址：德国 Bielefeld Potsdamer Straße 190 邮编 33719

注册资金：20,962,967.13 欧元

经营范围：生产、加工和销售机器、机器设备以及每一个属于他们的零件和程序，特别是缝纫机和传输以及其他的每一种形式的工业产品，入股其他工业、商业和服务业企业。

截至 2010 年 6 月 30 日，DA 公司的股本总数为 820 万股，其中上工欧洲公司持有其 94.7% 股份，其余 5.3% 的股份为社会公众持有。DA 公司股票在德国交易所上市，股票的 ISIN 编号为 DE0006299001。

DA 公司始创于 1860 年，为国际同行中享有盛誉的百年老店，居于全球工业缝制设备产业链的轴心地位，是缝制设备尖端技术的领跑者。DA 公司根据缝制设备业务发展的需要，分别在德国、捷克、罗马尼亚、中国上海设有生产子公司，并且在意大利、法国、波兰、美国、中国上海等国家和地区共设有销售公司，已逐步形成了以德国为高新技术产品开发、制造中心；以捷克子公司为特种缝纫机和制鞋机的专业生产中心、分别生产自动化设备、缝制单元、特种机、制鞋机、平缝机和零部件的生产制造地域格局。

受本次国际金融危机影响，全球缝制设备市场大幅萎缩，以高端服装、箱包、沙发和

鞋类制造商为主要客户群的 DA 公司受到巨大冲击，虽已采取多种措施以促进销售、降低成本、控制费用、确保现金流等，2009 年度仍出现亏损局面。2010 年上半年，缝制设备市场有所复苏，加上 DA 公司去年所采取的措施开始见效，营业收入同比明显增加，已实现扭亏为盈。

DA 公司近年集团全并主要财务状况如下：

单位：千欧元

	截至 2007 年 12 月 31 日经审计	截至 2008 年 12 月 31 日经审计	截至 2009 年 12 月 31 日经审计	截至 2010 年 3 月 31 日
总资产	140,442	129,025	96,278	98,163
净资产	31,825	31,848	11,027	11,647
营业收入	151,303	135,295	81,777	22,191
利润总额	6,881	1,151	-21,639	116
净利润	2,601	187	-21,173	48

四、本次交易的主要内容

（一）转让标的

本次转让标的为上工欧洲公司所持有的 DA 公司的 29% 股份，计 237.8 万股。

（二）股权转让协议签订的各方

拟由本公司作为连带责任方、上工欧洲公司作为卖方与中捷股份作为连带责任方、中捷欧洲公司作为买方共同签订 DA 股份转让协议。

（三）股份转让日

经各方协商确定 DA 股份转让被德国公证机构公证的当日为交易日（即为“经济转让日”）。中捷欧洲公司享有含经济转让日前 DA 公司分红权利以及从经济转让日起附属于股份的认购权和其它所有权利的 DA 股份。

（四）DA 公司企业价值评估情况

上工欧洲公司委托 BDO 国际德国会计师事务所股份有限公司（简称 BDO）对 DA 公司进行了企业价值评估，本次评估的基准日为 2010 年 3 月 31 日。经 BDO 评估的 DA 公司的企业市场价值为 3,118.1 万欧元，DA 公司的企业价值为 3,120 万欧元。

上海银信汇业资产评估有限公司对以上评估结果予以确认[沪银信汇业核(2010)04 号]，DA 公司的股东全部权益价值评估为 3,120 万欧元，评估方法为现金流量折现法。

（五）股份转让的价格和定价方式

由于 DA 公司的股票在德国证券交易所的流通量少且成交量非常低，市场成交价无参考价值；DA 公司 29% 股份的交易价格将以 DA 公司的企业价值评估值为依据，同时考虑到

本公司与中捷股份公司今后将进行长期的战略合作及其 DA 公司归还上工欧洲公司股东贷款的安排等方面的原因，所以经相关各方协商确定，本次 DA 公司转让的股份价格按略低于评估价值定价。

根据评估价值计算，DA 公司 29%的股份（237.8 万股）为 904.8 万欧元，本次转让 DA 公司的 29%股份价格为 863.26 万欧元，即每股 3.63 欧元；转让价为评估价的 95.41%。

不论本次交易是否成功，各方承担各自行使权利或履行义务过程中产生的税费及其他费用，包括但不限于专家、顾问、律师费用、和审计评估费用以及差旅费用。

（六）交易结算方式和期限

本次交易由中捷欧洲公司在经济转让日支付全部受让股权的价款 863.26 万欧元，中捷欧洲公司将该股份对价，通过电汇支付至上工欧洲公司在德国的开户银行。

（七）其他重要条款

1. 本次转让各方应在 2010 年 10 月 31 日之前完成交易。

2. 本次交易完成后，中捷欧洲公司三年内未经上工欧洲公司书面同意不得出售和转让 DA 股份，也不得购买和增持 DA 股份。

3. 本次交易完成后，上工欧洲公司三年内未经中捷欧洲公司书面同意不得向第三方出售和转让 DA 股份，但不包括上工欧洲公司以增强 DA 股票交易流动性为目的而向证券市场出售不超过 DA 总股本 1%的股份。

4. DA 公司继续按股东贷款协议对上工欧洲公司履行还本付息义务。

5. 现 DA 公司监事会由六名成员组成，其中上工欧洲公司提名四人。本次股权转让完成后，上工欧洲公司退出一名监事会成员，由中捷欧洲公司提名一名人员作为替换成员。

6. 对于本次交易和股权买卖协议发生的争议，如果各方协商不成，将按中欧仲裁中心汉堡商会仲裁规则解决，仲裁地在德国汉堡。

7. 根据约定，买方享有的所有请求权（下称“买方请求权”）的时效，于经济转让日的第二个周年纪念日到期。买方请求权只能在如下范围内行使：不管所有请求权单个金额，只有当请求权金额总计超过 250,000 欧元时，才允许行使请求权。在买方请求权下卖方的最大责任分两部分：(a) 自完成股权转让日起 12 个月，即截止 2011 年 7 月 16 日不超过 2,000,000 欧元；(b) 自 2011 年 7 月 16 日起 12 个月，即截止 2012 年 7 月 15 日不超过 1,000,000 欧元。

五、本次股权转让的收益预测

本次 DA 公司股份转让完成后，上工欧洲公司可收到股份转让收入 863.26 万欧元，扣

除账面投资成本和评估费、交易手续费等费用支出后，与上工欧洲公司（母公司）历年结转亏损相抵扣，预计上工欧洲公司净收入约为 617 万欧元，该笔收入将合并计入本公司资本公积金。

六、本次股权转让的目的和对本公司的影响

为抵御国际金融危机对中国缝制设备制造业的冲击，本公司通过转让 DA 公司部分股权，与中捷股份形成紧密合作形式，发挥各自优势，合力消化德国 DA 公司先进技术，扩大在中国的高端缝制设备制造，实现互利双赢的目标。

特此公告。

上工申贝（集团）股份有限公司董事会

2010 年 8 月 26 日



Gutachterliche Stellungnahme
zur Ermittlung des Unternehmenswertes der

Dürkopp Adler Aktiengesellschaft
Bielefeld

zum Bewertungsstichtag 31. März 2010

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG	1
B. RECHTLICHE UND WIRTSCHAFTLICHE GRUNDLAGEN.....	3
C. BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE	4
I. Objektivierter Unternehmenswert	4
II. Zukunftserfolgswert	4
III. Sonderwerte	5
IV. Liquidationswert	6
V. Substanzwert	6
D. ERMITTLUNG DES KAPITALISIERUNGSZINSSATZES	7
E. ERMITTLUNG DES UNTERNEHMENSWERTES.....	10
I. Vorgehensweise	10
II. Zukunftserfolgswert	12
III. Sonderwerte	13
IV. Zusammenfassung Bewertungsergebnisse	14
F. SCHLUSSBEMERKUNG	15

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

Die Geschäftsführung der ShangGong (Europe) Holding Corp. GmbH, Bielefeld, hat uns beauftragt, eine Unternehmensbewertung der

Dürkopp Adler Aktiengesellschaft, Bielefeld
(im Folgenden auch „Dürkopp Adler AG“ oder „Gesellschaft“ genannt)

zum Stichtag 31. März 2010 durchzuführen.

Bewertungsanlass ist die beabsichtigte Veräußerung von Anteilen an der Dürkopp Adler AG durch die ShangGong (Europe) Holding Corp. GmbH an die ZOJE Sewing Machine Co. Ltd., Damaiyu/China.

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes im Rahmen dieser gutachtlichen Stellungnahme sind alle wesentlichen wertbeeinflussenden Umstände nach dem Erkenntnisstand zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieser Stellungnahme berücksichtigt worden. Bei Änderungen wesentlicher Grundlagen der vorliegenden Bewertung wären gegebenenfalls Auswirkungen auf den ermittelten Unternehmenswert neu zu untersuchen.

Wir haben unsere Arbeiten im Monat April 2010 in den Geschäftsräumen der Dürkopp Adler AG sowie in unseren Büroräumen in Düsseldorf durchgeführt. Es standen uns hierbei im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Geprüfte und mit uneingeschränkten Bestätigungsvermerken versehene Jahresabschlüsse für die Geschäftsjahre 2005 bis 2009,
- Bericht der Dr. Wieselhuber & Partner GmbH vom 15. Januar 2010 über eine Fortführungsprognose in Anlehnung an IDW S 6
- Planungsrechnungen für die Geschäftsjahre 2010 bis 2012,
- Weitere für die Planungsplausibilisierung und für die Ermittlung des Unternehmenswertes notwendige Unterlagen.

Darüber hinaus wurden uns von Mitarbeitern der Dürkopp Adler AG Auskünfte erteilt. Die Geschäftsführung der Dürkopp Adler AG hat eine Vollständigkeitserklärung abgegeben mit dem Inhalt, dass uns alle Angaben, die für die Ermittlung des Unternehmenswertes und die Erstellung dieses Gutachtens von Bedeutung sind, richtig und vollständig gemacht worden sind.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir die im Standard IDW S 1 des Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) vom 2. April 2008 enthaltenen "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" beachtet. Im Sinne dieser Grundsätze erstatten wir dieses Gutachten als neutraler Gutachter.

Die Ermittlung des Unternehmenswertes erfolgte nach dem Discounted Cash Flow - Verfahren (DCF-Verfahren).

Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2002 sowie unsere Sonderbedingungen für die Erhöhung der Haftung vereinbart, die ebenfalls als Anlage beigefügt sind. Bei der Verwendung dieser Stellungnahme für andere als dem Auftrag zugrunde liegende Zwecke ist dafür Sorge zu tragen, dass auch in diesen Fällen die vorgenannten Allgemeinen Auftragsbedingungen und Sonderbedingungen Anwendung finden.

Die im Folgenden dargestellten Werte und Bewertungsschritte sind EDV-technisch ermittelt. Die Darstellung der Werte erfolgt mittels gerundeter Zahlen, weshalb sich Rundungsdifferenzen ergeben können. Aus diesem Grund kann die manuelle Berechnung der Tabellenwerte zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- und Gesamtsummen führen.

B. RECHTLICHE UND WIRTSCHAFTLICHE GRUNDLAGEN

Die Gesellschaft ist eine im Handelsregister beim Amtsgericht Bielefeld unter der Registernummer HR B 7042 eingetragene börsennotierte Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Bielefeld/Deutschland, und der Geschäftsanschrift Potsdamer Straße 190, 33719 Bielefeld.

Geschäftsgegenstand der Firma sind Entwicklung, Fertigung und Vertrieb von Produkten im Bereich der Näh- und Fördertechnik sowie der erforderlichen Beratungs-, Entwicklungs- und Serviceleistungen in diesen Bereichen.

Auf eine detaillierte Darstellung der wirtschaftlichen Grundlagen, insbesondere im Hinblick auf den Markt, die Wettbewerber und die Wettbewerbsposition der Gesellschaft, wird in dieser Stellungnahme auftragsgemäß verzichtet. Die Darstellung der wirtschaftlichen Grundlagen beschränkt sich daher auf die für die Ermittlung des Unternehmenswertes besonders relevanten Sachverhalte.

C. BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

I. Objektivierter Unternehmenswert

Für die Bewertung der Dürkopp Adler AG sind die nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre, im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer und in der Rechtsprechung anerkannten Bewertungsregeln anzuwenden. Danach bestimmt sich der Wert eines Unternehmens aus dem Nutzen, den das Unternehmen auf Grund seiner im Bewertungszeitpunkt vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann (Zukunftserfolgswert).

Der Zukunftserfolgswert wird nach dem Standard IDW S 1 grundsätzlich als objektivierter Unternehmenswert ermittelt. Der objektivierte Unternehmenswert drückt den Wert des im Rahmen des vorhandenen Unternehmenskonzepts fortgeführten Unternehmens aus, wobei subjektive Wertschätzungen speziell Interessierter keine Berücksichtigung finden. Insofern erfolgt die Bewertung nach Maßgabe der Werteinschätzung eines typisierten Anteilseigners. Im vorliegenden Fall ist die Bewertung aus der Perspektive einer Kapitalgesellschaft als Anteilseigner vorzunehmen.

II. Zukunftserfolgswert

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich bei erwerbswirtschaftlichen Unternehmen und rein finanziellen Zielsetzungen der Anteilseigner grundsätzlich als Barwert der zukünftigen Nettoeinnahmen, die den Anteilseignern aufgrund ihres Eigentums an dem Unternehmen in der auf den Bewertungsstichtag folgenden Zukunft voraussichtlich zufließen werden (Zukunftserfolgswert). Demnach wird der Wert eines Unternehmens allein aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

Die Ermittlung des Unternehmenswertes als Zukunftserfolgswert kann gemäß den Grundsätzen zur Durchführung ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung des IDW nach einem DCF-Verfahren oder dem Ertragswertverfahren erfolgen. Beide Bewertungsverfahren basieren auf dem gleichen investitionstheoretischen Fundament, bei dem prognostizierte Einnahmen- bzw. Ertragsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden. Sie sind daher grundsätzlich gleichwertig und führen unter gleichen Bewertungsannahmen zu identischen Ergebnissen. Im vorliegenden Fall ist die Bewertung in Abstimmung mit dem Auftraggeber nach dem DCF-Verfahren erfolgt.

Das Discounted Cash Flow-Verfahren bestimmt den Unternehmenswert als Barwert der zukünftig erwarteten Cash Flows des zu bewertenden Unternehmens, abzüglich der Nettofinanzschulden des Unternehmens. Die künftigen Cash Flows sind jene finanziellen Überschüsse, die unter Berücksichtigung gesellschaftsrechtlicher Ausschüttungsgrenzen allen Kapitalgebern des Unternehmens zur Verfügung stehen. Der Cash Flow stellt insofern den finanziellen Überschuss nach

Investitionen und Unternehmenssteuern, jedoch vor Finanzierung dar. Er lässt sich aus einer integrierten Erfolgs- und Finanzplanung des zu bewertenden Unternehmens ableiten.

Da die Ermittlung des Zukunftserfolgswertes grundsätzlich unter der Annahme der Unternehmensfortführung erfolgt, werden die zukünftigen Cash Flows nach der so genannten Phasenmethode prognostiziert. Die erste Phase entspricht dem Zeitraum der zugrunde liegenden Planungsrechnungen, die hier die Jahre 2010 bis 2012 umfassen. Für den sich anschließenden Zeitraum, der im vorliegenden Fall mit dem Jahr 2013 beginnt, wird eine zweite Phase (Normjahr) mit einem verstetigten Cash Flow unterstellt.

Die für künftige Perioden erwarteten Cash Flows sind mit einem geeigneten Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Im DCF-Verfahren entspricht der Kapitalisierungszinssatz den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten des zu bewertenden Unternehmens. Sie hängen ab von der Höhe der Eigen- und der Fremdkapitalkosten sowie vom Verschuldungsgrad, gemessen als Verhältnis des Marktwerts des Fremdkapitals zum Marktwert des Eigenkapitals.

Der so ermittelte Barwert der Cash Flows entspricht dem Wert des Gesamtkapitals. Von diesem Wert sind die Nettofinanzschulden des zu bewertenden Unternehmens abzuziehen, um zum gesuchten Wert des Eigenkapitals zu gelangen.

III. Sonderwerte

Im Zukunftserfolgswert findet nur das betriebsnotwendige Vermögen des Unternehmens eine angemessene Berücksichtigung. Neben dem betriebsnotwendigen Vermögen verfügt ein Unternehmen häufig über nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Solche Vermögensteile können frei veräußert werden, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium).

Nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, die einzeln veräußert werden können, ohne die Ertragskraft bei Fortführung des Unternehmens zu beeinträchtigen, sind außerhalb der Ertragswertberechnung gesondert mit den aus der Einzelveräußerung erzielbaren Nettoerlösen anzusetzen und in den Unternehmenswert einzubeziehen.

Im vorliegenden Fall hält die Dürkopp Adler AG am Bewertungsstichtag jeweils 100 % der Anteile an der Beisler GmbH, Hösbach, sowie der Dürkopp Fördertechnik GmbH, Bielefeld. Da zum Zeitpunkt der Unternehmensbewertung mit hinreichender Sicherheit von einem Verkauf dieser Gesellschaften auszugehen war, erfolgte die Einbeziehung in den Unternehmenswert außerhalb der Ertragswertberechnung in Höhe der voraussichtlich zu erzielenden Verkaufspreise. Als Veräußerungszeitpunkte wurden der 30. Juni 2010 für die Dürkopp Fördertechnik GmbH und der 30. September 2010 für die Beisler GmbH angenommen.

Ferner verfügt die Gesellschaft über ein Grundstück in Bielefeld (sog. „Reservegrundstück“), welches nicht betriebsnotwendig ist. Im Rahmen der Unternehmensbewertung erfolgte der Ansatz zum Marktwert auf der Grundlage eines aktuellen Immobiliengutachtens vom 7. Dezember 2009. Dabei wurde ein Verkauf dieses Grundstücks zum 31. März 2010 unterstellt.

IV. Liquidationswert

Die Summe der Nettoerlöse, die sich bei unterstellter Beendigung der Geschäftstätigkeit und Einzelveräußerung der Vermögensgegenstände des Unternehmens voraussichtlich erzielen lassen, ist der Liquidationswert. Übersteigt der Liquidationswert den Zukunftserfolgswert unter Fortführungsgesichtspunkten, bildet grundsätzlich der Liquidationswert die Wertuntergrenze für die Unternehmensbewertung.

Aufgrund der Vermögenslage der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag ist davon auszugehen, dass die Liquidation keine Alternative zur Fortführung darstellt. Wir gehen davon aus, dass der Liquidationswert unterhalb des von uns ermittelten Ertragswertes liegt. Auf die Ermittlung des Liquidationswertes für die Gesellschaften ist daher verzichtet worden.

V. Substanzwert

Dem als Teilrekonstruktionswert verstandenen Substanzwert kommt im Rahmen der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung gemäß IDW S 1 keine eigenständige Funktion zu. Auf die Ermittlung eines Substanzwertes wurde daher verzichtet.

Der Substanzwert hat insoweit eine Bedeutung für die Ertragsüberschüsse, als er das Kapitalstruktur- oder Finanzierungsrisiko maßgeblich mitbestimmt. Unterschiede im Finanzierungsrisiko, die sich aus unterschiedlicher beleihungsfähiger Substanz ergeben, müssen im Kapitalisierungszinssatz als Unterschied im Risikozuschlag abgebildet werden, weil der Investor bei einem Investment mit höherer beleihungsfähiger Substanz wegen des geringeren Finanzierungsrisikos eine geringere Verzinsung fordert.

D. ERMITTLUNG DES KAPITALISIERUNGSZINSSATZES

Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Der Kapitalisierungszinssatz spiegelt die Renditeforderungen der Kapitalgeber des Unternehmens im Vergleich zu einer dem Bewertungsobjekt äquivalenten alternativen Kapitalverwendung wider. Die Höhe des Kapitalisierungszinssatzes gibt die Höhe der Verzinsung des investierten Kapitals aus dem Bewertungsobjekt an, die aus Sicht der Kapitalgeber erzielt werden muss, damit diese sich nicht schlechter stellen, als bei einer Anlage in der nächst besten Alternative.

Der Kapitalisierungszinssatz ergibt sich als Summe aus einem risikolosen Basiszinssatz und einem spezifischen Risikozuschlag. Der unternehmensindividuelle Risikozuschlag ist das Produkt der anhand empirischer Kapitalmarktdaten hergeleiteten allgemeinen Marktrisikoprämie und eines an die individuelle Risikostruktur des Unternehmens angepassten Beta-Faktors. Für spezielle, bewertungsrelevante Einzelrisiken ist gegebenenfalls ein zusätzlicher Risikoaufschlag zu berücksichtigen. Für das Normjahr kann zudem ein Wachstumsabschlag zur Abbildung einer langfristig erwarteten Unternehmensentwicklung angesetzt werden.

Bei der Bestimmung des Basiszinssatzes ist von der Zinsstrukturkurve von Staatsanleihen auszugehen. Die Zinsstruktur am Rentenmarkt zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondfaktoren gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.

Zinsstrukturkurven können auf verschiedene Weisen abgeleitet oder geschätzt werden. Aus Objektivierungsgründen ist als Datenbasis auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zurückzugreifen. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden.

Auf Basis der zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinsstrukturdaten der Bundesbank leitet sich ein einheitlicher Basiszinssatz von 4,25 % vor Steuern ab.

Eine Anlage in Unternehmensanteile ist mit einem höheren Risiko behaftet als eine Anlage in festverzinsliche Wertpapiere. Im Gegensatz zu der Anlage in risikofreie Staatsanleihen ist bei der Anlage in ein Unternehmen sowohl die Höhe, als auch die zeitliche Verteilung der zukünftigen Erträge unsicher (operatives Risiko).

Der risikolose Basiszins ist daher um eine Risikoprämie zu ergänzen, um das Risiko eines unternehmerischen Engagements im Rahmen der Beteiligung an einem Unternehmen abzubilden. Mit dieser Risikoprämie werden die Unsicherheit über die zukünftigen finanziellen Rückflüsse aus der Beteiligung sowie die Übernahme der unternehmerischen Unsicherheit (Unternehmerrisiko) abgegolten. Um Risikoäquivalenz mit den zu diskontierenden Ertragsüberschüssen herzustellen, muss sich die Ermittlung der Risikoprämie an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.

Ein Schätzwert für die erwartete Risikoprämie lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, die beispielsweise aus einem Aktienindex errechnet werden kann, und der Rendite (quasi-) risikofreier Kapitalmarktanlagen bestimmen. Gemäß der Empfehlung des FAUB sowie den Diskussionsergebnissen der IDW Arbeitstagung 2008 in Baden-Baden für Bewertungsstichtage ab dem 1. Januar 2009 setzen wir die Marktrisikoprämie mit 5,0 % vor persönlichen Steuern an.

Um Risikoäquivalenz mit den zu diskontierenden Cash Flows herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren. Hierfür ist die Marktrisikoprämie entsprechend der spezifischen Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens durch Anwendung eines Beta-Faktors zu modifizieren. Der Beta-Faktor ist ein Maß für das systematische, nicht diversifizierbare Risiko einer Kapitalanlage und misst die Schwankungsintensität (Volatilität) einer Aktie im Vergleich zu einem Index über einen definierten Zeitraum. Ein Beta-Faktor größer eins bedeutet, dass das Risiko der zu bewertenden Investition größer als das Marktrisiko ist und die Rendite der Investition stärker als die Marktrendite schwankt; ein Beta-Faktor kleiner eins bedeutet demzufolge, dass die Rendite der Investition weniger als die Marktrendite schwankt und das Risiko somit kleiner als das Marktrisiko ist.

Im Rahmen der für den Jahres- und Konzernabschluss der Dürkopp Adler AG durchgeführten Impairment-Tests zum Stichtag 31. Dezember 2009 wurde ein durchschnittlicher Beta-Faktor in Höhe von 0,57 ermittelt, welcher im Rahmen der vorliegenden Bewertung gleichfalls zur Anwendung kommt.

Der zum 31. Dezember 2009 ermittelte Beta-Faktor von 0,57 wurde nicht anhand von Aktienkursen einer Peer-Group abgeleitet, sondern aufgrund der Börsennotierung direkt aus dem Börsenkurs der Dürkopp Adler AG ermittelt. Dabei ist jedoch zu beachten, dass der Free Float sehr gering ist und infolge dessen die gehandelten Stückzahlen von Dürkopp Adler-Aktien vergleichsweise niedrig sind.

Darüber hinaus sind die für die Dürkopp Adler AG relevanten Märkte, die Bekleidungs- und die Automobilzulieferindustrie, durch erhebliche konjunkturelle Schwankungen gekennzeichnet. Ferner führt die hohe Exportquote, insbesondere an Abnehmer in den USA und in den USD-geprägten asiatischen Wirtschaftsraum, aufgrund der Volatilität der Währungsrelationen zu erhöhten Währungsrisiken.

Diese Aspekte führen u.E. zu einer erhöhten spezifischen Risikosituation, als dies im ermittelten Beta-Faktor von 0,57, welcher erheblich unter dem Durchschnitt deutscher Industrieunternehmen liegt, zum Ausdruck kommt. Wir haben diesem Umstand durch Ansatz eines spezifischen Risikoaufschlags von 3,0 % im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen. Dieser spezifische Risikoaufschlag wurde von uns nach gutachterlichem Ermessen festgelegt.

Hinsichtlich des Finanzierungsrisikos der Dürkopp Adler AG gehen wir davon aus, dass sich dieses vom durchschnittlichen Finanzierungsrisiko der Vergleichsunternehmen nicht unterscheidet und daher keine weitere Anpassung erforderlich ist.

Unternehmensplanungen basieren regelmäßig auf nominalen Größen und bilden Wachstumseffekte direkt in der Planung der Aufwands- und Ertragspositionen ab. Die hieraus resultierenden Ergebniswirkungen hängen im Wesentlichen davon ab, inwieweit das Unternehmen in der Lage ist, inflationsbedingte Kostensteigerungen auf seine Abnehmer durch Preiserhöhungen abzuwälzen bzw. mittels Effizienzsteigerungen zu kompensieren. Während in der Detailplanungsphase Wachstumseffekte direkt in den zu diskontierenden Größen abgebildet werden, ist ein nachhaltiges Gewinnwachstum in der ewigen Rente in Form eines Abschlags vom Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen. In der Bewertungspraxis wie in der Rechtsprechung sind Wachstumsabschläge zwischen 0,5 % und 2,0 % üblich.

Auf Basis der Einschätzungen der Unternehmensleitung halten wir einen Wachstumsabschlag von 0,5 % für angemessen.

Bei dem im vorliegenden Fall angewendeten DCF-Verfahren wird der Wert eines Unternehmens durch Diskontierung künftiger Cash Flows ermittelt. Für die Bewertung wurde der Kapitalisierungszinssatz nach dem WACC-Ansatz als gewichteter Gesamtkapitalkostensatz ermittelt. Die Gewichtung der Kapitalkosten erfolgt hierbei nach den Marktwerten des Eigenkapitals und Fremdkapitals.

Im Ergebnis stellen sich die angewendeten Kapitalisierungszinssätze wie folgt dar:

Dürkopp Adler Konzern	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TV
Kapitalkosten (WACC)							
Eigenkapitalkosten							
Basiszinssatz (vor persönlichen Steuern)	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,75%
Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern)	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta Faktor (unverschuldet)	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57
Spezifischer Risikozuschlag	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Wachstumsabschlag							0,50%
Eigenkapitalkostensatz (inkl. Wachstum)	12,56%	13,35%	12,69%	11,59%	11,22%	11,04%	10,51%
Fremdkapitalkosten							
Basiszinssatz	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%
Spread	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,78%
Tax Shield	1,86%	1,86%	1,86%	1,86%	1,86%	1,86%	1,87%
Fremdkapital-Kostensatz (nach Steuern)	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,16%
Gesamtkapitalkosten							
Eigenkapital-Anteil	44,33%	37,63%	43,10%	56,72%	63,58%	67,47%	68,18%
Fremdkapital-Anteil	55,67%	62,37%	56,90%	43,28%	36,42%	32,53%	31,82%
Gesamtkapital-Kostensatz	7,87%	7,60%	7,82%	8,37%	8,64%	8,80%	8,49%

E. ERMITTLUNG DES UNTERNEHMENSWERTES

I. Vorgehensweise

Grundlage für die Ableitung der Cash Flows war die von der Dürkopp Adler AG aufgestellte Mittelfristplanung für den Prognosezeitraum 2010 bis 2012, wie sie auch der Fortführungsprognose der Dr. Wieselhuber & Partner GmbH zugrunde liegt.

Die Ermittlung des Zukunftserfolgswertes der Gesellschaft erfolgte nach der so genannten Phasenmethode, wobei wir zwei Phasen unterschieden haben. Die erste Phase (Planungsphase) umfasst die Geschäftsjahre 2010 bis 2012, in der die Ergebnisentwicklung der Gesellschaft detailliert prognostiziert wurde. Für die zweite Phase wurde ab dem Geschäftsjahr 2013 ein verestigtes Ergebnis abgebildet (Normjahr).

Als Bewertungsstichtag wurde auftragsgemäß der 31. März 2010 festgelegt.

Die Ableitung des Normjahrs wurde von uns in der Weise vorgenommen, dass das letzte Planjahr als repräsentativ für die Zukunft angesehen und unverändert, lediglich inflationiert mit der angesetzten Wachstumsrate in Höhe von 0,5 % fortgeschrieben wurde.

Nachfolgend ist die der Bewertung zugrunde gelegte Ertrags- und Bilanzplanung dargestellt:

Dürkopp Adler Konzern	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TV
Ertragsplanung (alle Angaben in TEUR)	IST	BUDGET	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN
Umsatz	49.387	59.000	73.501	88.202	88.643	89.086	89.532	89.979
Bestandsveränderung & akt. EL	-1.726	-288	125	127	128	128	129	130
Gesamtleistung	47.661	58.712	73.626	88.329	88.771	89.214	89.661	90.109
Materialaufwand	-23.442	-24.120	-31.561	-38.387	-38.579	-38.772	-38.966	-39.161
Rohertrag	24.219	34.592	42.065	49.942	50.192	50.443	50.695	50.948
Personalaufwand	-38.776	-23.228	-25.005	-26.754				
Sonstiger betrieblicher Ertrag	18.848	6.703	6.991	7.137				
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-14.156	-10.304	-13.266	-15.441				
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	-9.865	7.763	10.785	14.884				
Abschreibungen	-6.605	-5.259	-5.117	-5.219				
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	-16.469	2.504	5.668	9.665	9.713	9.762	9.811	9.860

Dürkopp Adler Konzern Bilanzplanung (alle Angaben in TEUR)	2009 IST	2010 BUDGET	2011 PLAN	2012 PLAN	2013 PLAN	2014 PLAN	2015 PLAN	TV PLAN
Anlagevermögen	33.828	31.991	31.040	30.105	30.105	30.105	30.105	30.105
Immaterielle Vermögensgegenstände	5.724	4.834	4.830	4.830	4.830	4.830	4.830	4.830
Sachanlagen	27.427	26.344	25.997	24.462	24.462	24.462	24.462	24.462
Finanzanlagen	677	813	813	813	813	813	813	813
Vorräte	20.149	20.544	22.904	24.566	24.689	24.812	24.936	24.936
Forderungen aus LuL	10.130	14.127	15.132	14.521	14.591	14.667	14.740	14.740
Forderungen gg. verb. Unternehmen	4.424	3.451	6.127	5.826	5.855	5.884	5.914	5.914
Sonstige Vermögensgegenstände	5.141	2.127	936	972	972	972	972	972
Liquide Mittel	11.220	4.065	2.630	9.991	15.682	21.122	26.033	32.179
Summe Aktiva	84.893	76.305	78.769	85.981	91.896	97.563	102.700	108.846
Eigenkapital	7.800	9.256	13.265	20.780	27.988	34.894	41.271	47.367
Gezeichnetes Kapital	19.684	21.391	21.391	21.391	21.391	21.391	21.391	21.391
Kapitalrücklage	6.510	8.769	8.769	8.769	8.769	8.769	8.769	8.769
Gewinnrücklage	19.735	15.841	15.841	15.841	15.841	15.841	15.841	15.841
Gewinnvortrag (/Verlustvortrag)	-16.750	-38.130	-36.745	-32.736	-25.221	-18.013	-11.107	-4.780
Jahresüberschuss	-21.380	1.385	4.008	7.515	7.208	6.906	6.327	6.146
Rückstellungen	50.285	39.220	36.863	35.615	34.310	33.058	31.855	31.855
Pensionsrückstellungen	36.835	35.093	33.838	32.583	31.278	30.026	28.823	28.823
Sonstige Rückstellungen	13.450	4.127	3.025	3.032	3.032	3.032	3.032	3.032
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	0	0	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.888	2.174	2.260	2.388	2.400	2.412	2.424	2.424
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	19.127	20.999	21.853	22.707	22.707	22.707	22.707	22.707
Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	143	600	100	100	101	101	102	102
Sonstige Verbindlichkeiten	5.651	4.056	4.428	4.391	4.391	4.391	4.391	4.391
Summe Passiva	84.893	76.305	78.769	85.981	91.896	97.563	102.700	108.846

Gegenstand unserer Tätigkeiten war in diesem Zusammenhang auch die Plausibilisierung der in der Planung der Gesellschaft getroffenen Annahmen. Zu diesem Zweck fand eine detaillierte Durchsicht der vorgelegten Planungsrechnung statt. Zu sämtlichen Modellannahmen wurden uns ausführliche Erläuterungen gegeben.

Zum Zwecke der Ermittlung des Zukunftserfolgswertes waren die zu kapitalisierenden Cash Flows aus der Ertrags- und Bilanzplanung abzuleiten.

Zum 31. Dezember 2009 bei der Dürkopp Adler AG bestehende Verlustvorträge für Körperschaftsteuer in Höhe von TEUR 22.375 und für Gewerbesteuer in Höhe von TEUR 12.990 wurden bei der Ermittlung der Free Cash Flows steuermindernd berücksichtigt.

Die so ermittelten Cash Flows stellen sich wie folgt dar:

Dürkopp Adler Konzern	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TV
Kapitalflussrechnung (alle Angaben in TEUR)	BUDGET	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	2.504	5.668	9.665	9.713	9.762	9.811	9.860
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag (angepasst)	180	-573	-1.069	-1.817	-2.342	-3.029	-3.044
Ergebnis nach angepassten Steuern und vor Zinsen	2.684	5.095	8.596	7.897	7.420	6.782	6.816
Nettoinvestitionen in das Sachanlagevermögen	1.837	951	935	0	0	0	0
Abnahme / Zunahme des Net Working Capital	-4.106	-3.279	-923	-183	-184	-185	0
Zunahme / Abnahme der Rückstellungen	-11.065	-2.357	-1.248	-1.305	-1.253	-1.202	0
Zunahme / Abnahme der sonstigen Aktiva/Passiva	2.849	-1.613	228	-29	-29	-29	0
Free Cash Flow	-7.800	-1.203	7.588	6.380	5.954	5.365	6.816
Vortrag negativer Cash Flows zum Periodenbeginn	0	8.414	10.348	2.976	0	0	0
Veränderung durch Free Cash Flow der Periode	7.800	1.203	-7.588	-2.976	0	0	0
Vortrag negativer Cash Flows zum Periodenende	8.414	10.348	2.976	0	0	0	0
Free Cash Flow (nach Ausgleich negativer CFs)	0	0	0	3.404	5.954	5.365	6.816

II. Zukunftserfolgswert

Für den Stichtag 31. März 2010 war ein zweistufiges Vorgehen geboten, da der Stichtag nicht auf den Beginn eines Geschäftsjahres datiert. Zunächst wurde der Ertragswert für den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2009 ermittelt. Im Anschluss haben wir eine Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag 31. März 2010 durchgeführt.

Aus der nachfolgend dargestellten Kapitalisierung der Cash Flows resultiert ein Zukunftserfolgswert in folgender Höhe:

Dürkopp Adler Konzern	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TV
DCF-Bewertung (alle Angaben in TEUR)	BUDGET	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN	PLAN
Free Cash Flow vor persönlichen Steuern	0	0	0	3.404	5.954	5.365	6.816
Kapitalisierungszinssatz in % (WACC)	7,87%	7,60%	7,82%	8,37%	8,64%	8,80%	8,49%
Marktwert des Gesamtkapitals zum 31.12.2009	59.974						
Nettofinanzschulden zum 31.12.2009	44.742						
Marktwert des Eigenkapitals zum 31.12.2009	15.233						
Aufzinsungsfaktor für den 31.03.2010	1,0314						
Marktwert des Eigenkapitals zum 31.03.2010	15.711						

III. Sonderwerte

Die Beteiligungen an der Dürkopp Fördertechnik GmbH und der Beisler GmbH sowie das sog. „Reservegrundstück“ in Bielefeld wurden als nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände außerhalb der Ertragswertberechnung gesondert mit den aus der Einzelveräußerung voraussichtlich erzielbaren Nettoerlösen angesetzt und als Sonderwerte in den Unternehmenswert einbezogen.

Grundlage für die Ermittlung der Sonderwerte waren für Dürkopp Fördertechnik GmbH und Beisler GmbH aus vorliegenden Vertragsentwürfen abgeleitete Verkaufspreise. Für das Reservegrundstück erfolgte der Ansatz zum Marktwert laut Immobiliengutachten vom 7. Dezember 2009.

Dürkopp Adler Konzern	
Sonderwerte (alle Angaben in TEUR)	
Cash Flow aus Verkauf Dürkopp Adler Fördertechnik GmbH	
Verkaufspreis zum 30.06.2010	10.000
Kapitalisierungszinssatz in % (WACC)	7,87%
Barwertfaktor	0,98
Barwert zum 31.03.2010	9.812
Cash Flow aus Verkauf des Reservegrundstücks	
Verkaufspreis zum 31.03.2010	2.769
Kapitalisierungszinssatz in % (WACC)	7,87%
Barwertfaktor	1,00
Barwert zum 31.03.2010	2.769
Cash Flow aus Verkauf Beisler GmbH	
Verkaufspreis zum 30.09.2010	3.000
Kapitalisierungszinssatz in % (WACC)	7,87%
Barwertfaktor	0,96
Barwert zum 31.03.2010	2.888

IV. Zusammenfassung Bewertungsergebnisse

Der Unternehmenswert der Dürkopp Adler AG ergibt sich als Summe des Ertragswerts (Zukunftserfolgswert) und der Sonderwerte wie folgt:

Eigenkapitalwert Dürkopp Adler AG zum 31.03.2010 (alle Angaben in TEUR)	
Marktwert des betriebsnotwendigen Eigenkapitals	15.711
Sonderwerte	
Verkauf Dürkopp Fördertechnik GmbH	9.812
Verkauf Reservegrundstück	2.769
Verkauf Beisler GmbH	2.888
Marktwert des Eigenkapitals	31.181

Der Unternehmenswert der Dürkopp Adler AG zum Bewertungsstichtag 31. März 2010 beträgt rund

EUR 31,2 Mio.

Das voll eingezahlte Grundkapital der Gesellschaft ist eingeteilt in 8.200.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Hieraus errechnet sich ein Unternehmenswert in Höhe von

EUR 3,80 je Stückaktie.

F. SCHLUSSBEMERKUNG

Die vorstehende Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Dürkopp Adler AG, Bielefeld, haben wir unter Berücksichtigung der vom Institut der Wirtschaftsprüfer herausgegebenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen erstellt.

Diese Stellungnahme ist nur für den Auftraggeber im Rahmen der beabsichtigten Transaktion bestimmt. Sie ist nicht zur Veröffentlichung, Vervielfältigung oder zur Verwendung durch andere Personen oder für einen anderen als den angegebenen Zweck bestimmt. Demgemäß ist die Weitergabe der Stellungnahme, ganz oder in Teilen, an jegliche Dritte oder die Verwendung zu anderen als den vorgesehenen Zwecken ausdrücklich ausgeschlossen, es sei denn, dass wir Ihnen und dem betreffenden Dritten gegenüber unsere ausdrückliche schriftliche Zustimmung erteilt haben. Wir werden keine Haftung oder Verantwortung gegenüber jenen Personen übernehmen, an die diese Stellungnahme nicht adressiert ist.

Düsseldorf, den 30. April 2010

BDO Deutsche Warentreuhand
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



ppa. Fenzl
Wirtschaftsprüfer



Horn
Wirtschaftsprüfer

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2002

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für die Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Beratungen und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Werden im Einzelfall ausnahmsweise vertragliche Beziehungen auch zwischen dem Wirtschaftsprüfer und anderen Personen als dem Auftraggeber begründet, so gelten auch gegenüber solchen Dritten die Bestimmungen der nachstehenden Nr. 9.

2. Umfang und Ausführung des Auftrages

(1) Gegenstand des Auftrages ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrages sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.

(3) Der Auftrag erstreckt sich, soweit er nicht darauf gerichtet ist, nicht auf die Prüfung der Frage, ob die Vorschriften des Steuerrechts oder Sondervorschriften, wie z. B. die Vorschriften des Preis-, Wettbewerbsbeschränkungs- und Arbeitsaufhangrechts beachtet sind; dies gleiche gilt für die Feststellung, ob Subventionen, Zulagen oder sonstige Vergünstigungen in Anspruch genommen werden können. Die Ausführung eines Auftrages umfaßt nur dann Prüfungshandlungen, die gezielt auf die Aufdeckung von Buchfälschungen und sonstigen Unregelmäßigkeiten gerichtet sind, wenn sich bei der Durchführung von Prüfungen dazu ein Anlaß ergibt oder dies ausdrücklich schriftlich vereinbart ist.

(4) Arbeit sich die Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Aufklärungspflicht des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, daß dem Wirtschaftsprüfer auch ohne dessen besondere Aufforderung alle für die Ausführung des Auftrages notwendigen Unterlagen rechtzeitig vorgelegt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrages von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß alles unterlassen wird, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährden könnte. Dies gilt insbesondere für Angebote auf Anstellung und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Hat der Wirtschaftsprüfer die Ergebnisse seiner Tätigkeit schriftlich darzustellen, so ist nur die schriftliche Darstellung maßgebend. Bei Prüfungsaufträgen wird der Bericht, soweit nichts anderes vereinbart ist, schriftlich erstellt. Mündliche Erklärungen und Auskünfte von Mitarbeitern des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrages sind stets unverbindlich.

6. Schutz des geistigen Eigentums des Wirtschaftsprüfers

Der Auftraggeber steht dafür ein, daß die im Rahmen des Auftrages vom Wirtschaftsprüfer gefertigten Gutachten, Organisationspläne, Entwürfe, Zeichnungen, Aufstellungen und Berechnungen, insbesondere Massen- und Kostenberechnungen, nur für seine eigenen Zwecke verwendet werden.

7. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Berichte, Gutachten und dgl.) an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, soweit sich nicht bereits aus dem Auftragsinhalt die Einwilligung zur Weitergabe an einen bestimmten Dritten ergibt.

Gegenüber einem Dritten haftet der Wirtschaftsprüfer (im Rahmen von Nr. 9) nur, wenn die Voraussetzungen des Satzes 1 gegeben sind.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers zu Werbezwecken ist unzulässig; ein Verstoß berechtigt den Wirtschaftsprüfer zur fristlosen Kündigung aller noch nicht durchgeführten Aufträge des Auftraggebers.

8. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen der Nacherfüllung kann er auch Herabsetzung der Vergütung oder Rückgängigmachung des Vertrages verlangen; ist der Auftrag von einem Kaufmann im Rahmen seines Handelsgewerbes, einer juristischen Person des öffentlichen Rechts oder von einem öffentlich-rechtlichen Sondervermögen erteilt worden, so kann der Auftraggeber die Rückgängigmachung des Vertrages nur verlangen, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muß vom Auftraggeber unverzüglich schriftlich geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z. B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers inhaltliche Ergebnisse in Frage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Prüfungen gilt die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Haftung bei Fahrlässigkeit, Einzelner Schadensfall

Falls weder Abs. 1 eingreift noch eine Regelung im Einzelfall besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gem. § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt; dies gilt auch dann, wenn eine Haftung gegenüber einer anderen Person als dem Auftraggeber begründet sein sollte. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfaßt sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünftel der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen.

(3) Ausschlussfrist

Ein Schadensersatzanspruch kann nur innerhalb einer Ausschlussfrist von einem Jahr geltend gemacht werden, nachdem der Anspruchsberechtigte von dem Schaden und von dem anspruchsbegründenden Ereignis Kenntnis erlangt hat, spätestens aber innerhalb von 5 Jahren nach dem anspruchsbegründenden Ereignis. Der Anspruch erlischt, wenn nicht innerhalb einer Frist von sechs Monaten seit der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folgen hingewiesen wurde.

Das Recht, die Forderung der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt. Die Sätze 1 bis 3 gelten auch bei gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen mit gesetzlicher Haftungsbeschränkung.

SONDERBEDINGUNGEN FÜR DIE ERHÖHUNG DER HAFTUNG IM RAHMEN DER ALLGEMEINEN AUFTRAGSBEDINGUNGEN VOM 1. JANUAR 2002

An die Stelle der in Nr. 9 Abs. 2 der beiliegenden Allgemeinen Auftragsbedingungen genannten Beträge von EUR 4 Mio. bzw. EUR 5 Mio. tritt einheitlich der Betrag von EUR 5 Mio.

Falls nach Auffassung des Auftraggebers das voraussehbare Vertragsrisiko EUR 5 Mio. nicht unerheblich übersteigt, ist die BDO Deutsche Warentreuhand Aktiengesellschaft auf Verlangen des Auftraggebers bereit, bei Möglichkeit einer Höherversicherung bei einem deutschen Berufshaftpflichtversicherer dem Auftraggeber eine entsprechend höhere Haftungssumme anzubieten, wobei über einen dadurch entstehenden Prämienmehraufwand noch eine gesonderte Vereinbarung zwischen dem Auftraggeber und der BDO Deutsche Warentreuhand Aktiengesellschaft zu treffen wäre.

Die vorstehenden Regelungen finden keine Anwendung, soweit für eine berufliche Leistung, insbesondere bei einer gesetzlichen Prüfung, eine höhere oder niedrigere Haftungssumme gesetzlich bestimmt ist. Hier muss es bei der gesetzlichen Haftungsregelung bleiben.

Bei Zusammentreffen mehrerer Schadensursachen haftet die BDO Deutsche Warentreuhand Aktiengesellschaft im Rahmen der erhöhten Haftungssumme nur in dem Maße, in dem ein Verschulden ihrerseits oder ihrer Mitarbeiter im Verhältnis zu anderen Ursachen an der Entstehung des Schadens mitgewirkt hat; dies gilt insbesondere in jedem Falle der gemeinschaftlichen Auftragsdurchführung mit anderen Berufsangehörigen. Wird im Einvernehmen mit dem Auftraggeber zur Auftragsdurchführung ein Dritter eingeschaltet, so haftet die BDO Deutsche Warentreuhand Aktiengesellschaft nur für ein Verschulden bei der Auswahl des Dritten.

BDO Deutsche Warentreuhand
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

杜克普·阿德勒股份有限公司 公司价值评估报告

评估基准日：2010年3月31日

(翻译稿 2010/06/08 供参阅)

目 录

- A. 审计委托和执行审计
- B. 法律和经济背景
- C. 评估原则
 - I. 客观性的企业价值
 - II. 未来效益价值
 - III. 特殊值
 - IV. 清算价值
 - V. 资本价值
- D. 资本化率的计算
- E. 企业价值的计算
 - I. 过程
 - II. 未来效益价值
 - III. 特殊值
 - IV. 评估结果综述
- F. 结束语

A. 委托和委托执行

比勒费尔德，上工（欧洲）控股有限责任公司管理层委托我方对

位于比勒费尔德市，杜克普·阿德勒股份有限公司进行企业价值评估
（以下简称“DA 公司”或“公司”）

评估日自 2010 年 3 月 31 日开始。

此次评估的起因是，上工（欧洲）控股有限责任公司考虑将其在 DA 公司的部分股份转卖给中国大麦屿，中捷缝纫机股份有限公司（通过其全资子公司中捷欧洲有限责任公司受让）。

一旦我方签署此评估鉴定意见书，则此评估报告将向公司所有对评估结果产生影响的经济事项负责。如有重大事项的变动，则根据其对评估结果的影响，会分别作出新的调查。

评估工作于 2010 年 4 月展开，工作地点在 DA 公司，以及我方在杜塞尔多夫事务所办公室内。并收到以下重要的原始资料和文献：

1. 经过审计，可进行标注的 2005 至 2009 年年度公司财务报告；
2. 依据“德国审计机构准则 6”，Dr. Wieselhuber & Partner 有限公司（企业咨询公司）2010 年 1 月 15 日出具的经营前景预测报告；
3. 2010 至 2012 财务年度的预算报告；
4. 对于预算可信度和企业评估产生重要意义的其它所需资料；

除此，在评估过程中，DA 公司的员工也向我们提供了咨询意见。DA 公司的管理层也做出了完整性申明，保证此次公司价值评估以及出具的鉴定报告中所提供的资料和

信息全部完整和真实。

在评估执行过程中,我们参照了 2008 年 4 月 2 日颁布的德国审计机构准则 1 所包含的企业评估执行基本原则。我方在评估过程中为中立方鉴定人。

此次企业评估运用了现金流量折现法此类操作方式。(DCF-操作方式)

我们在执行审计任务的过程中所承担的责任 — 也包括同第三者的关系— 都在 2002 年 1 月 1 日版的委任经济审计师和经济审计公司的一般性条件中,一般性条件连同提高责任金额的特殊条件都在附件中。出于某种目的,此评估报告另作他用,如果发生此类情况,其处理方式可在一般性条件和特殊条件中找到。

以下所公布的企业评估价值及其步骤都运用了电算化技术。数据使用四舍五入处理,这有可能导致数字之间的近似差异。因此,在对本评估鉴定书所列出的核算表格进行人工汇总计算时,不免会发生与总合计数有偏差的情况,特此申明!

B. 法律和经济背景

公司在比勒费尔德法院工商登记处的工商注册号为 HR B 7042，是根据德国法律注册的上市公司，公司所在地为德国比勒费尔德市。公司地址是比勒费尔德波茨坦大街 190 号，邮编 33719。

公司的经营范围：研发、生产和销售缝制设备和物料传输领域的产品，以及此领域内的相关咨询、发展和售后服务。

此次的评估鉴定没有对经济基础进行详细阐述，例如公司市场定位、行业竞争者以及竞争者的处境。一般经济基础的描述也只针对企业价值评估以及法律情况。

C. 评估原则

I. 客观性的企业价值

DA 公司的企业价值评估是以企业管理、审计人员的职业操守和公认评估规则的法律决议为主导思想。一个企业的价值理所当然来自于效益，而公司效益的评估是建立在评估之日的实际资产、公司的研发创新能力、产品所占市场的份额、内部的组织管理结构以及未来的创收盈利能力（未来效益价值）。

未来效益价值原则上是根据德国审计机构准则 1 作为客观性企业价值计算得出。客观性企业价值，是假设公司可持续经营的情况下所得出的价值，但主观意识的价值估计不作考虑。就这方面而言，根据有关措施，企业评估也存在由股东估计的一个标准化评估，此类企业评估是一个股份公司以股东利益为优先。

II. 未来效益价值

一个企业价值的计算是指在一个正常经营活动的公司里，当股东们把净财务目标原则上视为未来净收益现值的时候，股东们在评估基准日预测他们在公司里所有资产流入未来的价值（未来效益价值）。因此，一个公司的价值完全起源于其资产，这是有利于公司所有者得知财务上的盈利或亏损。

根据德国审计机构准则中相关企业评估执行原则，企业现值在未来收益的计算可以通过现金流量折现法（DCF）或者收益法得出。两种评估方法都基于相同的投资理论基础，都是对将来的净流入量或者净流出量进行预测，然后将其折现到评估日当日的现值，因此，它们原则上是一样的，随着相同的评估臆测其计算结果也一致。经我方和委托方的协商，一致通过使用现金流量折现法（DCF）。

用现金流量折现法计算企业价值规定，就是将评估企业预期的现金流量的现值减去企业的净金融负债。未来的现金流量是指在考虑到公司法中公司所有投资者利润分配底线后的每项财务上的盈利。而现金流量是指扣除了投资和税金之后，在融资之前的财务上盈利。它是由评估企业的利润及融资计划预算分析计算推导得出。

由于未来效益价值的计算原则上基于企业的持续经营，因此未来的现金流量是根据所选择的时间阶段来预测的。其中，第一个阶段是基于公司所制定的计划核算的时间段，这里指 2010 年至 2012 年。其后的时间段，从 2013 年开始，第二阶段设定为现金流量持续稳定（正常年度）。

未来效益价值是将未来时期所预期的现金流量配以一个合理的资本化率，在评估基准日进行折现。资本化率通过现金流量贴现法（DCF）计算出被评估公司的平均资本成本比重。资本化率主要取决于自有资本成本和外借资本成本的金额以及企业的负债率，即外借资金的市场价值占自有资金市场价值的比率。

据上所求出的现金流量的现值即相当于企业总资本，再从总资本中扣除评估公司的净负债，得出自有资本的价值。

III. 特殊值

未来效益价值只考量企业经营所需的资产。一个企业除了经营所需的资产，经常有一些非经营所需的资产。那些不会影响公司主营业务的非经营资产部分是可以自由出售（功能性标准）。

这种可单独出售的，在企业持续经营时不会减少企业盈利能力的非经营性资产在企业评估时是另行计算的，根据其出售净收入将其汇总到企业价值中去。

当前，在评估基准日 DA 公司仍持有赫斯巴赫市拜斯勒有限公司，以及比勒费尔德市杜克普物料输送有限公司 100% 的股权。因为截止评估基准日，公司已确定出售上

述两家公司，所以两家公司的单独出售价格也包含在 DA 公司价值评估内。暂定杜克普物料输送有限公司的出售时间为 2010 年 6 月 30 日，拜斯勒有限公司的出售时间为 2010 年 9 月 30 日。

此外，公司在比勒费尔德的一处房地产（所谓的“储备房地产”）属于非经营性资产。它在此次价值评估中的市场估价是基于 2009 年 12 月 7 日作出的一个不动产鉴定结果。此处房地产在 2010 年 3 月 31 日已委托出售。

IV. 清算价值

清算价值是指公司终止经营活动，并零售公司资产预计能获得的净收益总和。原则上清算价值是企业评估中的价值下限，但也有可能清算价值超过持续经营中的未来效益价值。

截止评估基准日，跟据公司的财务状况，公司并非无法持续经营下去而需清算。我们认为我们计算所得的预计收益是高于清算价值。此次不对公司的清算价值作出计算。

V. 资本价值

根据德国审计机构准则 1，在规定企业评估范围内，资本价值不能单独地理解为部分再建价值。此次也对资本价值作出计算。

如果资产价值对资本结构或融资风险有决定性作用的话，则资本价值收益额也具有意义。由不同具有抵押放款能力的资产所产生的融资风险的差别必须作为风险补贴内的差异计算入资本化率，因为由于追求更低的融资风险，投资者在用更高的具有抵押放款能力的资本进行投资时会要求更低的利息。

D. 资本化率的计算

未来财务上的收益结合一个合理的利率在评估基准日折算成现值，由此评估一家企业的价值。资本化率反映了企业投资者在一个评估对象相对的资金投入的收益率。资本化率数值指出了在评估对象上投资资本的投资回报率高低，从投资者的角度就是所获取的回报价值，因此在一次投资中不能把它设定得过低。

资本化率等于一个无风险利率和一个特殊风险补贴的结合。根据资本市场数据所导出的普遍市场风险补贴，配以一个在企业个别风险结构下得出适当的贝塔系数得出企业的个别风险补贴。有一点要注意，在评估时，有关个别风险还要考虑一个额外的风险溢价。对于一个正常年份，可以通过设定一个增长率折扣来预测企业的长期发展。

基础利率的设定是以政府的利息结构曲线为出发点。息金证券市场中的利息结构表明了利率和无贷款亏损风险的定期零息债券之间的关系。同一时期的定期零债券系数也可以推导出利息结构曲线中的基础利率。

利息结构曲线可以通过多种方式推导或预估出来，宏观上可以借鉴德意志联邦银行公布的数据，可以通过关注息票债券的流动收益率，例如政府债券、政府债券基金、带息票中的中短期债券，估计其数值。

在对当前联邦银行利息结构数据分析的基础上，截止评估基准日推导出税前 4.25 % 的基础利率。

投资一家公司的股票，其风险远高于投资固定利率债券。相对于投资无风险的国家债券，投资一家公司不管是未来收益的金额，还是未来收益时间上的分布都是不确定的（操作风险）。

无风险的基础利率配以一个风险补贴，这是为了体现投资一家公司时对企业经营信心所要承担的风险。此类风险补贴是为了反映投资中对未来财务上回报的不确定性，以及企业收购后经营的不确定性（经营风险）。为了设定预期收益折现值的风险相对值，风险补贴的计算要以被评估企业的风险结构为导向。

预期风险补贴的估值可以从存在风险的有价证券收益率（从证券市场股票指数中算出有价证券的收益率）和无风险的资本市场投资收益率(quasi-)之间的历史差额中确定。根据 FAUB 的建议以及 2008 年在巴登-巴登 IDW 研讨会的讨论结果，对基准日自 2009 年 1 月 1 日起的企业价值评估，我们设置个人所得税前 5% 的市场风险补贴。

为了设定现金流折现值的风险相对值，风险补贴的计算要以被评估企业的风险结构为导向。通过应用一个贝塔系数来调整符合被评估企业特殊风险结构的市場风险补贴。贝塔系数是以度量一项资本投资中系统非分散风险的指针，可以测定在一个规定时期内一种股票相对于其指数的波动强度（波动性）。贝塔系数大于 1 表示，投资风险大于市场风险，即投资回报率大于市场回报率。贝塔系数小于 1 则表示，投资回报率小于市场回报率，其风险也小于市场风险。

截止 2009 年 12 月 31 日的 DA 公司年度报表和集团年度财务报表所执行的减值测试就是用平均贝塔系数 0.57 计算得出，此评估报告亦是如此。

截止 2009 年 12 月 31 日计算用的贝塔系数 0.57 不是根据一个 peer 团体的股票价格引导得出，而是根据交易所标价，直接从 DA 公司的股票市价中计算得出。在此要注意，由于公众持股量非常少，DA 公司的股票交易量相对地也很低。

此外，贝塔系数针对 DA 公司的相关市场，例如服装和汽车配套行业表现出强烈的周期性波动。基于不稳定的外汇关系导致越来越高的外汇风险，进一步导致高额的出口比率，特别是美国的客户以及用美金支付亚洲经济区。

上述情况导致一个越来越高的特殊风险状态，根据德国工业企业平均指数，由 0.57 贝塔系数计算得出的结果已经显而易见了。我们用一个 3% 的特殊风险补贴估值计算入资本化率。我们是通过专业的评估，才设定这个特殊风险补贴。

关于 DA 公司的融资风险，我们认为它和对比企业的平均融资风险并无区别，在此没有再调整。

企业经营预测基于有规律的特定额度，其预期开支和收益两个项目中反映出增长率。由此得出预计盈利或亏损实质上取决于企业所处的经济形势，例如，通货膨胀影响成本增加，通过对客户提高价格，或通过提高效率来弥补。在详细的预测阶段，增长率直接影响折算成现值的大小，因此在资本化率中要考虑一个持续盈利的增长率折扣。在实际评估和裁定中，增长率折扣通常在 0.5%-2.0%之间。

基于企业管理层的评估，我们设定增长率折扣为 0.5%。

当前情况可以运用现金流量折现法，一个企业的价值可以通过将未来现金流量折成现值计算得出。资本化率则通过加权平均资本成本法（WACC）换算成总资金成本率计算得出。资金成本的比重是根据自有资本和外借资本的市场价值决定。

最终，设定的资本化率如下表所示：

DA 集团：资金成本（WACC）	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TV
自有资金成本							
基础利率（从个人税得出）	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%
市场风险贴水（从个人税得出）	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
贝塔系数（无负债）	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57
特殊风险贴水	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
增长率折扣							0.50%
自有资金成本贴现率（包括增长率）	12.56%	13.35%	12.69%	11.59%	11.22%	11.04%	10.51%
外借资金成本							
基本利率	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%
利率差异	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.78%
税额差异	1.86%	1.86%	1.86%	1.86%	1.86%	1.86%	1.87%
外借资金成本贴现率（税后）	4.14%	4.14%	4.14%	4.14%	4.14%	4.14%	4.16%
总资金成本							
自有资金所占总资金比率	44.33%	37.63%	43.10%	56.72%	63.58%	67.47%	68.18%
外借资金所占总资金比率	55.67%	62.37%	56.90%	43.28%	36.42%	32.53%	31.82%
总资金成本贴现率	7.87%	7.60%	7.82%	8.37%	8.64%	8.80%	8.49%

E. 企业价值的计算

I. 过程

基于 DA 公司的现金流量所制订的中期规划，其预测时期为 2010 至 2012 年，Dr Wieselhuber & Partner 有限公司所设定的持续经营时间也由此得来。

根据所设定的时间段，公司未来效益价值的计算分为两个阶段：第一阶段（规划时期），即 2010 至 2012 财务年度，在此期间公司的收益会被详细的预测分析。第二阶段，即从 2013 年起，将描绘出一个持续增长的收益（正常年份）。

根据委托要求，设定 2010 年 3 月 31 日为评估基准日。

最后一个规划年份对未来起着重要意义，我们没有变化它的计算方式，只是乘上一个已设定的增长率 0.5%，由此推导出正常年份。

预测的利润表和资产负债表如下所示：

DA 集团 利润预测 (单位：千欧元)	2009 实际	2010 预算	2011 预测	2012 预测	2013 预测	2014 预测	2015 预测	TV 预测
销售额	49387	59000	73501	88202	88643	89086	89532	89979
库存变动以及自用的建造	-1726	-288	125	127	128	128	129	130
总收入合计	47661	58712	73626	88329	88771	89214	89661	90109
材料成本费用	-23442	-24120	-31561	-38387	-38579	-38772	-38966	-39161
毛收益	24219	34592	42065	49942	50192	50443	50695	50948
工资费用	-38776	-23228	-25005	-26754				
其他业务收入	18848	6703	6991	7137				
其他业务支出	-14156	-10304	-13266	-15441				
息税折旧前收益 (EBITDA)	-9865	7763	10785	14884				
折旧	-6605	-5259	-5117	-5219				
息税前收益 (EBIT)	-16469	2504	5668	9665	9713	9762	9811	9860

DA 集团 资产负债表预测 (单位: 千欧元)	2009 实际	2010 预算	2011 预测	2012 预测	2013 预测	2014 预测	2015 预测	TV 预测
不动产	33828	31991	31040	30105	30105	30105	30105	30105
- 无形资产	5724	4834	4830	4830	4830	4830	4830	4830
- 固定资产	27427	26344	25397	24462	24462	24462	24462	24462
- 金融资产	677	813	813	813	813	813	813	813
存货	20149	20544	22904	24566	24689	24812	24936	24936
供货和劳务的应收款	10130	14127	15132	14521	14594	14667	14740	14740
针对关联公司的应收款	4424	3451	6127	5826	5855	5884	5914	5914
其他资产	5141	2127	936	972	972	972	972	972
货币资金	11220	4065	2630	9991	15682	21122	26033	32179
资产合计	84893	76305	78769	85981	91896	97563	102700	108846
所有者权益	7800	9256	13265	20780	27988	34894	41221	47367
- 实收资本	19684	21391	21391	21391	21391	21391	21391	21391
- 资本公积	6510	8769	8769	8769	8769	8769	8769	8769
- 盈余公积	19735	15841	15841	15841	15841	15841	15841	15841
- 以前年度累计利润 或者亏损结转	-16750	-38130	-36745	-32736	-25221	-18013	-11107	-4780
- 本年转入利润	-21380	1385	4008	7515	7208	6906	6327	6146
计提准备金	50285	39220	36863	35615	34310	33058	31855	31855
- 养老准备金	36835	35093	33838	32583	31278	30026	28823	28823
- 其他准备金	13450	4127	3025	3032	3032	3032	3032	3032
针对贷款机构的应付款	0	0	0	0	0	0	0	0
应付账款	1888	2174	2260	2388	2400	2412	2424	2424
针对股东的的应付款	19127	20999	21853	22707	22707	22707	22707	22707
预收账款	143	600	100	100	101	101	102	102
其他应付款	5651	4056	4428	4391	4391	4391	4391	4391
负债合计	84893	76305	78769	85981	91896	97563	102700	108846

综上所述，我们的工作就是公司预测中相关假设的可信性。为了达到这个目的，我们开始详细审阅以上的规划预算。对于所有模式的假设，我们都可以给出详尽地解释。

为了计算未来效益价值，因此从预测的利润表和资产负债表推导出了资本化的

现金流量。

截止 2009 年 12 月 31 日 DA 公司所得税的亏损转结金额为 22,375,000 欧元，营业税的亏损转结金额为 12,990,000 欧元，在计算自由现金流量的时候，两者都考虑了税务减免。

DA 集团 资本化现金流量预算 (单位：千欧元)	2010 预算	2011 预测	2012 预测	2013 预测	2014 预测	2015 预测	TV 预测
息税前收益 (EBIT)	2504	5668	9665	9713	9762	9811	9860
工资税和公司所得税 (调整过的)	180	-573	-1069	-1817	-2342	-3029	-3044
经调整过的息税后收益	2684	5095	8596	7897	7420	6782	6816
-对固定资产的净投资	1837	951	935	0	0	0	0
-营运资本的流出或流入	-4106	-3279	-923	-183	-184	-185	0
-准备金的流入或流出	-11065	-2357	-1248	-1305	-1253	-1202	0
-其他有关资产负债表项目的流入或流出	2849	-1613	228	-29	-29	-29	0
自由现金流量	-7800	-1203	7588	6380	5954	5365	6816

由此计算所得的现金流量如下表所示：

期初负现金流量结转	0	8414	10348	2976	0	0	0
期间自由现金流量的变动	7800	1203	7588	2976	0	0	0
期末负现金流量结转	8414	10348	2976	0	0	0	0
自由现金流量 (负现金流量弥补后)	0	0	0	3404	5954	5365	6816

II. 未来效益价值

因为 2010 年 3 月 31 日并非一个财务年度的开始，所以针对此基准日，我们分成两步进行计算。首先在 2009 年 12 月 31 日技术上计算出预计收益，然后我们在 2010 年 3 月 31 日进行一个累计利息。

从下表所呈现出的资本化现金流量得出一个未来效益价值，其金额如下表所示：

DA 集团 现金流量折现法评估 (DCF) (单位: 千欧元)	2010 预算	2011 预测	2012 预测	2013 预测	2014 预测	2015 预测	TV 预测
个人税前自由现金流量	0	0	0	3404	5954	5365	6816
资本化利率 % (WACC)	7.87%	7.60%	7.82%	8.37%	8.64%	8.80%	8.49%
截止 2009 年 12 月 31 日总资本的市场价	59974						
截止 2009 年 12 月 31 日净金融负债	44742						
截止 2009 年 12 月 31 日自有资本的市场价	15233						
截止 2010 年 03 月 31 日累计利息系数	10314						
截止 2010 年 03 月 31 日自有资本的市场价	15711						

III. 特殊值

杜克普物料输送有限公司和拜斯勒有限公司的股份，及在比勒费尔德所谓的“储备房地产”都被当作非经营所需资产，其单独出售预计可实现的净收入分别作预计盈利计算，并作为特殊值归入企业价值中。

当前协议草案中对杜克普物料输送有限公司和拜斯勒有限公司的出售价格都放在特殊值中计算。而储备房地产是根据 2009 年 12 月 7 日的房地产鉴定结果估计其市场价。

DA 集团 特殊值 (单位: 千欧元)	
出售杜克普物料输送技术有限公司所得现金流	
截止 2010 年 6 月 30 日 出售价	10000
资本化利率 % (WACC)	7.87%
现金价值系数	0.98
截止 2010 年 3 月 31 日现金价值	9812
出售储备房地产所得现金流	
截止 2010 年 3 月 31 日 出售价	2769
资本化利率 % (WACC)	7.87%
现金价值系数	1.00
截止 2010 年 3 月 31 日现金价值	2769
出售拜斯勒有限公司所得现金流	
截止 2010 年 9 月 30 日 出售价	3000
资本化利率 % (WACC)	7.87%
现金价值系数	0.96
截止 2010 年 3 月 31 日现金价值	2888

IV. 评估结果综述

DA 公司企业价值就是预期收益（未来效益价值）与特殊值的总和，如下表所示：

DA 公司 自有资本价值 截止 2010 年 3 月 31 日 (单位: 千欧元)	
经营所需自有资本的市场价值	15711
特殊值	
出售杜克普物料输送有限公司	9812
出售储备房地产	2769
出售拜斯勒有限公司	2888

截止评估基准日 2010 年 3 月 31 日, DA 公司的企业价值金额为 **3120 万欧元**。

公司实收的注册资本分摊在 820 万不记名股份上, 由此计算出企业价值金额为: **每股 3.80 欧元**。

F. 结束语

我们依照审计机构公认的准则来执行此次企业评估, 从而发表上述对于比勒费尔德, DA 公司企业价值计算的意见。

此次评估意见只针对有交易意向的客户, 它不能对外公开、复印、给第三方使用或另作他用。综上所述, 明令禁止将其部分或者完全转交给任何第三方使用或另作他用。但是, 经由我们书面同意可以转交有关联的第三方。我们对在此项评估意见上写明收件姓名、地址不承担任何责任和义务。

杜塞尔多夫, 2010 年 4 月 30 日

BDO 国际德国会计师事务所股份有限公司

审计师: Gorny 博士, 审计师: Horn

注: 此件为 BDO 国际德国会计师事务所股份有限公司出具的《杜可普·阿德勒股份有限公司公司价值评估报告》(德文原稿) 的翻译稿不具有法

律效力。

关于“杜克普·阿德勒股份有限公司
公司价值评估报告”
的复核意见

沪银信汇业核（2010）04号

上海银信汇业资产评估有限公司

2010年7月2日

目 录

一、现金流量折现法的基本原理	2
二、评估报告的计算过程符合行业惯例	4
三、复核意见	8
四、特别事项说明	8

关于“杜克普·阿德勒股份有限公司公司价值评估报告” 的复核意见

沪银信汇业核（2010）04 号

上工申贝（集团）股份有限公司：

上海银信汇业资产评估有限公司接受贵公司的委托，对 BDO 国际德国会计师事务所股份有限公司（以下简称：BDO（德国））出具的“杜克普·阿德勒股份有限公司公司价值评估报告”进行复核。

该评估报告基准日为 2010 年 3 月 31 日，评估对象为杜克普·阿德勒股份有限公司（简称 DA 公司）的股东全部权益价值。评估值为 3,120 万欧元，评估方法为现金流量折现法。

一、现金流量折现法的基本原理

现金流量折现法是目前国际上最通行的评估企业价值和股东全部权益价值的方法。为了规范企业价值评估行为，2004 年 12 月 30 日中国注册资产评估协会，以中评协 [2004] 134 号文“中国资产评估协会关于印发《企业价值评估指导意见（试行）》的通知”正式予以发布，自 2005 年 4 月 1 日起施行。

对于存在控制权的企业价值评估，通常是采用全投资现金流作为折现现金流，公式如下：

$$P = \sum A_t / (1+i)^t + A_{t+1} / (i-g) / (1+i)^n$$

其中：

P: 企业价值

A_t : 预测的全投资自由现金流

n: 确定的预测年限

i: 即 Wacc

t: 预测期

g: 资产在 n 年后达到稳定增长状态，稳定增长率为 g

净现金流（全投资现金流）= 销售收入 - 销售成本 - 期间费用 +
折旧/摊销 + 利息 - 所得税 - 营运资金增加 - 资本性支出

股东权益价值 = 企业价值 - 财务负债 + 特殊值

二、评估报告的计算过程符合行业惯例

评估报告的计算过程完全符合上述公式和行业惯例，复核如下：

1、全投资现金流：

BDO（德国）对全投资现金流的预测如下：

资本化现金流量预算 (单位：千欧元)	2010 预算	2011 预测	2012 预测	2013 预测	2014 预测	2015 预测	TV 预测
息税前收益 (EBIT)	2,504	5,668	9,665	9,713	9,762	9,811	9,860
工资税和公司所得税 (调整过的)	180	-573	-1,069	-1,817	-2,342	-3,029	-3,044
经调整过的息税后收益	2,684	5,095	8,596	7,897	7,420	6,782	6,816
-对固定资产的净投资	1,837	951	935	0	0	0	0
-营运资本的流出或流入	-4,106	-3,279	-923	-183	-184	-185	0
-准备金的流入或流出	-11,065	-2,357	-1,248	-1,305	-1,253	-1,202	0
-其他有关资产负债表项目的流 入或流出	2,849	-1,613	228	-29	-29	-29	0
自由现金流量	-7,800	-1,203	7,588	6,380	5,954	5,365	6,816
期初负现金流量结转	0	8,414	10,348	2,976	0	0	0
期间自由现金流量的变动	7,800	1,203	7,588	2,976	0	0	0
期末负现金流量结转	8,414	10,348	2,976	0	0	0	0
自由现金流量 (负现金流量弥补后)	0	0	0	3,404	5,954	5,365	6,816

从预测表格的逻辑关系看，完全符合原公式定义：

净现金流（全投资现金流）= 销售收入 - 销售成本 - 期间费用 +
 折旧/摊销 + 利息 - 所得税 - 营运资金增加 - 资本性支出

2、预测年限：

评估报告采用了预测年限为无限年的方式。其中评估预测期为 2010 年至 2012 年，包括两个阶段：

(1) 2010 年至 2012 年，为计划期，即前公式中的 t 为 3 年，评估报告称“许多指标被做了细致的预测分析”。

(2) 从 2013 年起，称为正常年度。经济指标从此开始以 0.5% 的年增长率持续稳定增长。

上述评估方式也符合中国评估惯例的要求，0.5%的年增长率低于中国平均水平，但与欧洲的经济的发展基本匹配。

3、Wacc:

企业价值评估收益现值法的应用需要确定一个恰当的折现率。折现率，又称期望投资回报率，是采用收益法评估的重要参数。目前，最常采用的折现率就是加权资金成本（Weighted Average Cost of Capital 或 WACC）。它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算，截至评估基准日率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股率和债权回报率。

1. 股权回报率的确定

通常利用资本定价模型（Capital Asset Pricing Model 简称“CAPM”）。CAPM 是通常估算股权投资者期望收益率的方法。通常用下列公式表述：

$$Re = Rf + \beta \times ERP + Rt$$

其中：

Re : 股权回报率

Rf : 无风险回报率

β : Beta 风险系数

ERP : 市场风险超额回报率

Rt : 公司特有风险超额回报率

分析估算 CAPM，行业惯例采用以下几步：

第一步：确定无风险收益率 R_f 国债收益率通常被认为是无风险的。

评估报告反映根据评估日德国国家银行公布的基础利率为税前 4.25%，符合行业惯例要求。

第二步：确定股权市场风险超额收益率 ERP

股权风险超额收益率是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分。正确地确定风险收益率一直是许多股票分析师的研究课题。例如：在美国，Ibbotson Associates 的研究发现从 1926 年到 1997 年，股权投资平均年复利回报率为 11.0%，超过长期国债收益率约 5.8%。如果以几何平均计算，这个差异（5.8%）被认为是股权投资风险收益率。ERP 是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分。

中国市场的 ERP 情况如下：

序号	年分	Rm 算术平均值	Rm 几何平均值	无风险收益率 R_f (距到期剩余年限超过 10 年)	ERP=Rm 算术平均值-Rf	ERP=Rm 几何平均值-Rf	无风险收益率 R_f (距到期剩余年限超过 5 年)	ERP=Rm 算术平均值-Rf	ERP=Rm 几何平均值-Rf
1	2000	32.47%	26.92%	3.46%	29.01%	23.47%	3.46%	29.01%	23.47%
2	2001	15.06%	11.15%	3.83%	11.23%	7.32%	2.92%	12.14%	8.23%
3	2002	7.49%	1.93%	3.00%	4.49%	-1.07%	2.79%	4.70%	-0.86%
4	2003	9.80%	3.89%	3.77%	6.03%	0.12%	3.27%	6.53%	0.63%
5	2004	7.69%	1.93%	4.98%	2.71%	-3.05%	4.71%	2.98%	-2.78%
6	2005	4.49%	-0.78%	3.56%	0.93%	-4.34%	3.14%	1.36%	-3.91%
7	2006	23.86%	13.23%	3.55%	20.31%	9.68%	3.18%	20.68%	10.05%
8	2007	52.60%	30.32%	4.30%	48.30%	26.02%	4.03%	48.57%	26.30%
9	2008	44.28%	9.68%	3.80%	40.48%	5.88%	3.42%	40.86%	6.26%
10	2009	45.94%	16.51%	4.09%	41.85%	12.42%	3.77%	42.17%	12.74%
11	平均值	24.37%	11.48%	3.83%	20.53%	7.65%	3.47%	20.90%	8.01%

评估报告中描述：“根据带有风险的有价证券之间的历史差异，即证券市场股票指数计算得出。根据德国资本市场数据反映，平均风险贴水为 4%到 5%。在审计机构的咨询下，风险贴水规定为 5%”。

上述风险贴水与股权市场风险超额收益率 ERP 为同一概念，考虑欧洲市场的波动原小于中国市场，其 ERP 小于中国市场也算合理。

3、确定对比公司相对于股票市场风险系数 β （含杠杆），然后计算对比公司不含杠杆的 Beta，估算被评估企业不含杠杆 Beta。

β 被认为是衡量公司相对风险的指标。投资股市中一个公司，如果其 β 值为 1.1 则意味着其股票风险比整个股市平均风险高 10%；相反，如果公司 β 为 0.9，则表示其股票风险比股市平均低 10%， β 通过证券市场的数据得出。

评估报告反映：“截止 2009 年 12 月 31 日的 DA 公司年度报表和集团年度财务报表所执行的减值测试就是用平均贝塔系数 0.57 计算得出，此评估报告亦是如此。”，是将取得对比公司含杠杆 beta 和去除杠杆 beta 的步骤合一了，行业中也有这种操作方式。从最终不含杠杆取值 0.57 看，较国内平均水平低，但考虑其基准日尚未运用财务杠杆的客观事实，取值并未超过合理范围。

另外，评估报告增加了其他特殊风险贴水 3%，（根据德国工业企业平均指数得出）最终得到的 Wacc 在 7.60%~8.8%之间，略低于中国市场的水平。

4、在估算出企业价值后扣减财务负债再加上特殊值，得到股东全部权益价值。

评估报告中的特殊值为未包含在收益法模型中考虑的资产价值，包括股权和房地产 2 类，具体如下：

(1) 杜克普物料输送技术有限公司和拜斯勒有限公司股权，出售上述 2 项股权的价格分别为 1,000 万欧元和 300 万欧元；

(2) 储备房地产，根据 2009 年 12 月 7 日的房地产鉴定结果估计其市场价为 276.9 万欧元。

上述特殊值在我国的评估实践中一般定义为溢余资产，即在企业正常经营中不需使用到的资产，DCF 方法结果不能覆盖此部分价值，需在最终结果中加计。这与国内评估实践中与评估报告中的处理方法一致。

三、复核意见

纵观评估报告，采用的评估方法符合国际惯例和中国的一般操作规范，未见参数选择与行业经验有明显差异，评估报告也披露“许多指标被做了细致的预测分析”。

故我们认为：如果报告采用的基础数据符合被评估企业的实际情况，与市场有关的数据确实来自德国证券市场，评估报告的结论是合理的，且符合中国资产评估的惯例。

四、特别事项说明

1、本次复核工作未采用现场调查和核对的方式，数据核对时，参阅了被评估公司 2007 年、2008 年和 2009 年的审计报告。

上海银信汇业资产评估有限公司
地 址：上海市南京东路 61 号 5F
电 话：021-63391166 63392558(总机)
传 真：021-63391116 邮 编：200002

2、本次复核未对德国评估师报告中披露的、来自于德国证券市场的数据进行再核实，我们假设其披露的数据来源真实、可靠。

上海银信汇业资产评估有限公司

2010 年 7 月 2 日

附 件

- 1、 上海银信汇业资产评估有限公司营业执照复印件
- 2、 上海银信汇业资产评估有限公司证券业务评估资格证书复印件
- 3、 上海银信汇业资产评估有限公司资产评估资格证书复印件