

M C G M [Arabellastraße 17 • D-81925 München]

An die Teilnehmer
der Hauptversammlung 2015 der
SKW Stahl-Metallurgie Holding AG

MCGM GmbH
Management & Capital Group
Arabellastraße 17
D-81925 München

Telefon +49 (0)89 – 122 890 880
Telefax +49 (0)89 – 122 890 888
e-Mail info@mcg-m.com
Internet www.mcg-m.com

München, 9. Juni 2015

Fragenkatalog und Stellungnahmen zur Hauptversammlung 2015 von SKW

Sehr geehrter Aufsichtsrat,
sehr geehrter Versammlungsleiter,
sehr geehrter Vorstand,
sehr geehrte Aktionäre und Investoren,
sehr geehrte Damen und Herren,

herzlichen Dank – Herr Dr. Michel – für Ihre Ausführungen zum abgelaufenen Geschäftsjahr und zur weiteren Ausrichtung der SKW. Ihre Ausführungen – als auch die bisherige Kapitalmarktkommunikation insgesamt – lassen jedoch weiterhin (viele) Fragen und Themen unbeantwortet.

Einige der Fragen – die wir nachfolgend stellen – kennen Sie bereits aus unserem Schreiben vom 18.05.15. Seinerzeit ließen Sie uns wissen, dass Sie zu keiner der an Sie gerichteten Fragen eine Antwort geben möchten. Dennoch werden wir weiterhin auf einen konstruktiven Dialog um die besten Ansätze für SKW drängen – als Anteilseigner für Anteilseigner, um den Wert des Unternehmens nachhaltig zu steigern.

Wir sind überzeugt, dass SKW über ein großes Wertsteigerungspotenzial verfügt.

Sicherlich stimmen Sie mir zu, dass sich jede strategische Entscheidung an den Auswirkungen auf den Unternehmenswert und den Shareholder Value messen lassen muss.

Deshalb erachten wir Ihr Vorgehen, zum jetzigen Zeitpunkt eine Kapitalerhöhung durchzuführen, um weiteres Wachstum zu finanzieren grundsätzlich für falsch. SKW kann im jetzigen Zustand Zukäufe gar nicht erfolgreich integrieren bzw. managen. In der Vergangenheit hat SKW dabei häufig Werte vernichtet. Andererseits wäre die Verwendung einer Kapitalerhöhung zur Schuldentilgung nicht nur falsch sondern auch überflüssig.

In beiden Fällen – Herr Dr. Michel – vernichten Sie Werte der Anteilseigner.

Wir sind überzeugt, dass das Unternehmen zuerst stabilisiert werden muss, indem die Ertragskraft und der Free Cash Flow aus eigener Kraft weiter gesteigert werden.

Wir sind der Meinung, dass SKW noch viel stärker und umfassender an der Steigerung der operativen Leistungsfähigkeit arbeiten muss.

Leider haben Sie sich bisher zu keinen Zielen, die Sie erreichen möchten – z.B. einer Ziel-EBIT-Marge – committed – so, wie das in anderen Unternehmen üblich ist.

Doch kommen wir nun zu den offenen Themenbereichen und Fragen im Einzelnen:

Strategische Neuausrichtung: Eine Gesamtstrategie ist noch nicht klar erkennbar. Die Aufhebung der Rückwärtsintegration und die Fokussierung auf einen integrierten Marktzugang in Nordamerika stellen insgesamt noch keine durchgängige strategische Neuausrichtung dar.

- SKW stellt sich als einzig globaler Anbieter auf. Warum muss SKW global tätig sein? Wo liegen die Globalisierungsvorteile und welche quantitativen Effekte erwarten Sie daraus?
- Die Regionen Nordamerika, Südamerika, Asien und Europa weisen erhebliche Unterschiede und regionale Besonderheiten auf. Teilweise stellen sie in sich geschlossene Einheiten dar. Welche regionalen Strategien haben Sie formuliert und ausdifferenziert? Welche Übertragungseffekte planen Sie aus der Umsetzung des Umbrella-Approaches in Nordamerika für andere Regionen?
- *Muss die Beschaffungsstrategie ggf. differenzierter nach den jeweiligen Rohstoffen (Kalziumcarbid, Kalziumsilizium, Magnesium) ausgestaltet werden und welche Ausdifferenzierung verfolgen Sie?*
- *Wie beurteilen Sie die strategische Bedrohung durch AlzChem in Europa, im Hinblick auf die Rohstoffversorgung mit Kalziumcarbid und eine verstärkte Vorwärtsintegration, durch die AlzChem vermehrt als direkter Konkurrent auftreten könnte?*
- *Kann SKW den Trend zu Magnesium als „Game Changer“ vorantreiben und sich dadurch einen strategischen Wettbewerbsvorteil erarbeiten – insbesondere in Europa? Welche Rolle spielt dabei die Magnesiumverarbeitungseinheit ESM Tianjin?*
- Bhutan: Welche strategische Ausrichtung verfolgen Sie (Nähe zu den Wachstumsmärkten Indien und China), welche operativen Schwierigkeiten haben Sie um das Werk profitabel zu machen (Managementkompetenz, qualifizierte Mitarbeiter) und welche Gesamteinschätzung sowie Lösung leiten Sie nun daraus ab? Warum gibt es bis heute noch keine Lösung?

- *SKW strebt an, Einkaufspreisvorteile durch globale Bündelung der Beschaffungsvolumina zu realisieren. Andererseits setzt SKW als Full-Service-Provider unterschiedliche Rohstoffe ein. Das konterkariert den Bündelungseffekt. Wie wirken sich beide Effekte quantitativ aus?*

Ertragskraft und Effizienz: SKW setzt sich keine klar vereinbarten und kommunizierten quantitativen Ziele – was für andere Unternehmen allerdings völlig normal ist. Insgesamt wirkt das Management dadurch wenig ambitioniert und macht den Eindruck, dass es unter seinen Möglichkeiten (in einer Komfortzone) bleibt – zum Nachteil der Shareholder. Um die operative Leistungsfähigkeit zu steigern – und historische Werte wieder zu erreichen – sind nach unserer Meinung größere Anstrengungen erforderlich.

- Welche operative Ergebnisverbesserung soll das Projekt ReMaKe insgesamt und in welchem Zeitraum erzielen? Zum Vergleich: Das aktuelle Leistungssteigerungsprogramm „impact 2015“ von ThyssenKrupp zielt darauf, das operative Ergebnis (EBIT) in den nächsten drei Geschäftsjahren insgesamt um 2,5 Mrd. EUR zu verbessern, 850 Mio. EUR davon im laufenden Geschäftsjahr. Welche vergleichbaren Aussagen tätigen Sie?
- Ist das Modul „Efficiency Management“ aus dem Projekt ReMaKe für Sie tatsächlich bereits abgearbeitet – so wie Sie es im Conerence Call Q1/2015 geäußert haben? Mit einer bereinigten EBIT-Marge von 5,4% und negativem Free Cash Flow in Q1/2015 bleibt das Unternehmen weit unter seinen Möglichkeiten.
- Auf der Basis MCGM-eigener DCF-Modelle (die wir auch gerne offen legen) und unter Einbeziehung von Benchmarkwerten halten wir eine operative Marge (EBIT) i.H.v. 7,1% für erreichbar und realistisch (siehe Anlage 1). Welche operative Leistungsfähigkeit planen Sie zu erreichen: Welche EBIT Marge, welche Cash Flow Marge und welcher Free Cash Flow soll erreicht werden? Welche Region leistet welchen Beitrag hierzu?

Finanzierung und Kapitalerhöhung: SKW plant bei einem hohen Verschuldungsgrad, niedriger Ertragskraft und aktuell immer noch negativem Free Cash Flow weitere Zukäufe durch eine Kapitalerhöhung zu finanzieren. Andererseits wäre die Verwendung einer Kapitalerhöhung zur Schuldentilgung falsch und überflüssig zugleich. Konkrete Informationen fehlen.

- Welche konkreten strategischen, operativen und finanziellen Ziele möchten Sie mit der Kapitalerhöhung erreichen? Wofür möchten Sie die Mittel einsetzen?
- Haben wir Frau Kauper bei der Vorstellung der Quartalszahlen am 13.05.15 richtig verstanden: Die Nettofinanzverbindlichkeiten sollen auf dem aktuell hohen Niveau in der Größenordnung 75-80 Mio. EUR bleiben? Eine Reduzierung der Finanzverbindlichkeiten ist demnach nicht geplant?

- Welches Rating wollen bzw. müssen Sie ggü. den finanzierenden Banken erreichen? Aktuell (Q1/2015) befindet sich das Unternehmen bei den Banken bei wesentlichen Kennzahlen im Non Investment Grade (bereinigt um Währungseffekte):
 - EBITDA / Zinsaufwand = 2,6
 - EBIT / Zinsaufwand = 2,0
 - Brutto-Verschuldung / EBITDA = 15,4
 - Brutto-Verschuldung / Kapital = 47,7%
 - Netto-Finanzverschuldung / Eigenkapital = 2,8 (Net Gearing)

- Das lässt den Schluss zu, dass doch ein größerer Teil einer Kapitalerhöhung zur Schuldentilgung eingesetzt werden soll. Ist die Kapitalerhöhung dem Druck der Banken geschuldet? Gibt es hier eine Hidden Agenda?

- Warum reicht die bereits in der Satzung verankerte mögliche Kapitalerhöhung um 50% des Grundkapitals nicht aus? Was spricht dagegen, bei einem höheren Kapitalbedarf eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen?

- Die MCGM hat die geplante Kapitalerhöhung in verschiedene DCF-Modelle einfließen lassen und Sensitivitäten abgeleitet:
 - Ergebnisverbesserung (ohne KE)
 - Ergebnisverbesserung + KE zur Schuldentilgung
 - Ergebnisverbesserung + KE: Wachstum / Zukauf in Europa
 - Ergebnisverbesserung + KE: Wachstum / Zukauf in Asien

- SKW hat nach den Berechnungen der MCGM ein Kurs-Ziel bzw. einen Fair Value i.H.v. 17 EUR/Share. Damit ist SKW aus heutiger Sicht stark unterbewertet, wenn das Unternehmen seine operative Leistungsfähigkeit aus eigener Kraft (ohne Kapitalerhöhung) steigert und eine EBIT-Marge von 7,1% erreicht (Anlage 2 u. 3).

In allen Fällen, in denen sich das Unternehmen ambitionierte EBIT-Ziele setzt (z.B. 7,1%), vernichtet eine Kapitalerhöhung erhebliche Werte und schädigt die Anteilseigner.

Bei derselben Ziel-EBIT-Marge i.H.v. 7,1% erreicht das Unternehmen nach unseren Berechnungen mit einer Kapitalerhöhung nur 67-86% des soeben genannten Kurs-Ziels:

- Schuldentilgung voraussichtlich max.	11,40 EUR/Share (67%)
- Wachstum in Europa voraussichtlich max.	13,40 EUR/Share (79%)
- Wachstum in Asien voraussichtlich max.	14,60 EUR/Share (86%)

Außerdem ist zu bedenken, dass SKW in der Vergangenheit mit Zukäufen oft

Werte vernichtet hat und nur über geringe Kompetenzen verfügt, Zukäufe zu managen (und zu integrieren). Damit ist ein erhebliches zusätzliches Risiko bei einer Kapitalerhöhung noch gar nicht eingepreist.

Nur, wenn die Ertragskraft (EBIT-Marge) auf dem heutigen noch immer niedrigen Niveau bleibt, und die Ziele wenig ambitioniert sind, rechnen sich Zukäufe über eine Kapitalerhöhung. Dann ist aber das Kurspotenzial bei ca. 8 EUR/Share ausgeschöpft.

Dann wäre SKW ein Übernahme- und Zerschlagungskandidat.

Kann SKW zusätzliches Kapital in der aktuellen Situation überhaupt gewinnbringend arbeiten lassen?

- Also: Muss SKW nicht im ersten Schritt seine Ertragskraft nachhaltig steigern und einen dauerhaft positiven Free Cash Flow aufweisen (Stabilität gewinnen), um dann im zweiten Schritt – aufbauend auf einer verbesserten operativen Leistungsfähigkeit – weitere Zukäufe bei einem kalkulierbaren Risiko zu tätigen? Kommt damit die Kapitalerhöhung nicht zu früh?

Organisation und Vernetzung: Auf dem Weg von der Finanzholding zur operativen Holding ist die Zielorganisation sowie der aktuelle Stand (der Reorganisation) unklar und bisher nicht kommuniziert.

- Wird SKW durch den Wandel von der Finanz- zur operativen Holding zukünftig zentraler oder dezentraler ausgerichtet? Wie vernetzen Sie die Konzernzentrale mit den Regionen? Welche Funktionen werden dann in der Konzernzentrale wahrgenommen, welche in den Regionen? Wie werden die Regionen zukünftig geführt und mit welchem Autonomiegrad? Welche Maßnahmen sind, über die Einrichtung des konzernweiten Executive Committee hinaus, geplant bzw. in Umsetzung?
- *Warum wird die wichtige Entscheidung über eine ggf. erforderliche Neuausrichtung der Segmentorganisation erst im zweiten Halbjahr 2015 getroffen?*
- *Welche interne Personalkapazität und welcher Personalaufwand wird für die Umsetzung des Projektes ReMaKe abgestellt bzw. eingesetzt?*

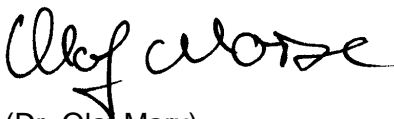
Q1/2015: Positive Tendenzen sind durchaus erkennbar. SKW profitiert vermutlich auch von steigenden Stahlimporten aus Südamerika in die USA. Der aktuelle Ergebnisanstieg resultiert aber möglicherweise im Wesentlichen aus geringeren Rohstoffkosten (für Kalziumcarbid und -silizium). Damit wäre die Nachhaltigkeit der aktuellen Ertragsituation nicht gesichert.

- Wie setzt sich konkret die Verbesserung der Ertragslage in Q1/2015 (Bereinigtes EBIT 5,4%) gegenüber dem Vorquartal bzw. Vorjahresquartal (Bereinigtes EBIT 1,4%) zusammen – bei immer noch negativem Cash Flow? Wie stellt sich die Ertragslage in den einzelnen Regionen dar? Welche Maßnahmen werden ergriffen, um das Working Capital wieder zu reduzieren?
- Welcher Ergebniseffekt (EBIT) stammt aus verringerten Rohstoffkosten, für CaC2 (Überkapazitäten wegen Nachfragerückgang) und CaSi (Überkapazitäten wegen neuer Wettbewerber aus China)? *Verringerte Rohstoffkosten werden üblicherweise nicht direkt an die Stahlhersteller weitergegeben und laufen voraus – bis die Stahlhersteller auf der Kundenseite von SKW den Preisdruck erhöhen und die Marge damit wieder reduzieren. Damit würde der positive Ergebniseffekt bei tendenziell steigenden Rohstoffkosten wieder zunichtegemacht.*

Sehr geehrter Herr Dr. Michel, seien Sie versichert, dass unsere Fragen nicht dazu dienen, Beratungsprojekte für die MCGM zu akquirieren. Mit unseren Fragen nehmen wir vielmehr unsere Funktion als aktiver Shareholder wahr und decken gerne Verkrustungen und Potenziale für SKW auf. Es geht darum, als Anteilseigner für Anteilseigner den Wert des Unternehmens zu steigern.

Jeder Aktionär und Investor sollte sich deshalb insbesondere die Frage stellen, ob eine Kapitalerhöhung in der aktuellen Situation unter den gegebenen Bedingungen nicht vertagt werden sollte.

Herzlichen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.



(Dr. Olaf Marx)