

Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates der Canon (Schweiz) AG, Dietlikon

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebotes der Canon Europa N.V., Amsterdam, Niederlande, für alle sich im Publikum befindenden Aktien der Minderheitsaktionäre der Canon (Schweiz) AG, Dietlikon, Schweiz.

Zürich, 31. August 2009

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
Canon Europa	Canon Europa N.V.
Canon Schweiz oder das Unternehmen	Canon (Schweiz) AG
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CBS	Canon Business Solutions
CCI	Canon Consumer Imaging
CDS	Credit Default Swap
CFO	Chief Financial Officer
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EUR	Euro
EV	Enterprise Value
HY1/2	Erstes / zweites Halbjahr
Inc.	Incorporated
Mio.	Millionen
Management	Das Management der Canon (Schweiz) AG
n.a.	Nicht verfügbar
N.V.	Naamloze Vennootschap
p.a.	Per annum
P/E	Price Earnings
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
SIX	Swiss Exchange
SMI	Swiss Market Index
Verwaltungsrat	Verwaltungsrat der Canon (Schweiz) AG
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WRI	Walter Rentsch Immobilien AG
WRL	Walter Rentsch Logistik AG

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	4
1.1	Ausgangslage	4
1.2	Auftrag	4
1.3	Beurteilungsvorgehen	4
1.4	Beurteilungsgrundlagen	5
2	Beschreibung der Canon (Schweiz) AG	7
2.1	Die Canon-Gruppe	7
2.2	Geschäftstätigkeit der Canon Schweiz	7
2.2.1	Canon Business Solutions	7
2.2.2	Canon Consumer Imaging	8
2.3	Beschreibung des nicht-betrieblichen Geschäfts	8
2.4	Finanzielles Ergebnis der Geschäftstätigkeit	8
2.5	Kommentare in Bezug auf die Finanzplanung	9
3	Wertüberlegungen zur Canon (Schweiz) AG	11
3.1	DCF-Bewertung	11
3.1.1	Theoretische Grundlagen der DCF-Bewertung	11
3.1.2	Anwendung der DCF-Methode	12
3.2	Marktbewertung	14
3.2.1	Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen	14
3.2.2	Marktbewertung anhand vergleichbarer Transaktionen	15
3.3	Überlegungen zum Substanzwert	16
4	Analyse des Aktienpreises und des Handelsvolumens	17
5	Zusammenfassung	19
6	Anhang	20
	Anhang 1: Analyse von Beta und Kapitalstruktur	20
	Anhang 2: Herleitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC)	21
	Anhang 3: Multiplikatoren und vergleichbare kotierte Unternehmen	22
	Anhang 4: Multiplikatoren und vergleichbare Transaktionen	23

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Canon (Schweiz) AG ("Canon Schweiz" oder "das Unternehmen") ist ein Schweizer Unternehmen mit Hauptsitz in Dietlikon, Schweiz, dessen Aktien an der Schweizer Börse SIX gehandelt werden. Das Eigenkapital in der Höhe von CHF 247 Mio. (per 30. Juni 2009) verteilt sich auf 2'092'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 10.00. Das Unternehmen ist exklusiver Distributor einer Vielzahl von Canon-Produkten und Dienstleistungen in der Schweiz.

Canon Europa N.V. ("Canon Europa") ist ein in den Niederlanden domiziliertes Unternehmen. Das Unternehmen ist eine Tochtergesellschaft der Canon Inc., Japan, einer weltweit führenden Unternehmung in der Entwicklung und Vermarktung von Produkten und Lösungen zur Bildverarbeitung. Canon Europa ist gegenwärtig Eigentümerin von 98.1% der ausstehenden Aktien von Canon Schweiz.

Canon Europa hat die Absicht bekundet, den Minderheitsaktionären von Canon Schweiz ein öffentliches Kaufangebot zur Übernahme der ausstehenden Aktien zu machen. Das beabsichtigte Angebot von Canon Europa für die ausstehenden Aktien von Canon Schweiz besteht aus einer Barzahlung von CHF 94.00 pro Aktie.

1.2 Auftrag

Der Verwaltungsrat von Canon Schweiz ("der Verwaltungsrat") hat PricewaterhouseCoopers AG ("PwC") mit der Erstellung eines Gutachtens ("Fairness Opinion") beauftragt, um das oben erwähnte Angebot auf dessen finanzielle Angemessenheit zu überprüfen.

Die Fairness Opinion soll den Mitgliedern des Verwaltungsrats sowie den Publikumsaktionären von Canon Schweiz eine Drittmeinung aus neutraler Perspektive geben, ob der offerierte Preis von CHF 94.00 pro Aktie aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist. Dieses Gutachten fasst die Ergebnisse unserer Analysen zusammen. Es darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

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

1.3 Beurteilungsvorgehen

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

Die Wertüberlegungen zu Canon Schweiz basieren dabei auf dem aktuellen Geschäftsmodell, welches durch enge Geschäftsbeziehungen mit Canon Europa charakterisiert ist. Gemäss Canon Schweiz werden alle Transaktionen mit Canon Europa zu normalen Marktkondi-

tionen durchgeführt. Allfällige sich im Rahmen der geplanten Transaktion ergebende Synergien und Integrationskosten wurden nicht berücksichtigt.

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

Unser Gutachten basiert auf der Discounted Cash Flow ("DCF")-Methode. Um dem derzeitigen schwierigen wirtschaftlichen Umfeld Rechnung zu tragen und die Unsicherheit hinsichtlich künftiger Cash Flows angemessen zu berücksichtigen, wurden Sensitivitätsanalysen durchgeführt mittels welcher die finanziellen Auswirkungen bei einer Veränderung der zentralen Werttreiber dargestellt werden.

Die Ergebnisse der DCF-Methode wurden zudem mit den Ergebnissen der Marktbewertungsmethode verglichen. Letztere beinhaltet die Analyse von Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen sowie die Analyse vergleichbarer Transaktionen mit ähnlichen Unternehmen.

Da Canon Schweiz über ein beträchtliches Immobilienportfolio bestehend aus betrieblichen und nicht-betrieblichen Grundstücken und Gebäuden verfügt, haben wir bestehende Wertüberlegungen von Drittparteien zu diesen Vermögenswerten analysiert. Falls notwendig wurden diese Wertüberlegungen aktualisiert und angepasst.

1.4 Beurteilungsgrundlagen

Zur Beurteilung des öffentlichen Kaufangebotes von Canon Europa wurden von PwC die folgenden Informations- und Datengrundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über Canon Schweiz, welche für die Analyse als relevant betrachtet wurden, einschliesslich der jährlichen Geschäftsberichte 2006 bis 2008, Pressemitteilungen und Zeitungsberichte;
- Detaillierte interne Finanzinformationen erstellt durch das Management von Canon Schweiz ("das Management"), welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich der Ergebnisse des laufenden Jahres, des Budgets für das Jahr 2009 sowie der Finanzplanung für die Jahre 2010 bis 2012;
- Verträge und weitere rechtliche Dokumente sowie Unterlagen zu verschiedenen steuerlichen Aspekten;
- Informationen über das Immobilienportfolio, erhalten von Canon Schweiz;
- Kapitalmarktanalysen von Pictet & Cie ("Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926-2008"), von Ibbotson / Morningstar ("2009 Yearbook") sowie von Damodaran (Betas und Kapitalstrukturen nach Branche, Analyse per Januar 2009);
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen aus Bloomberg und relevanten Analystenberichten;
- Daten vergleichbarer Transaktionen, vorwiegend aus den Datenbanken von Mergermarket und Dealogic M&A Global;

- Historische Aktienpreise und Handelsvolumina von Canon Schweiz, vorwiegend aus Bloomberg;
- Besprechungen mit der Geschäftsleitung von Canon Schweiz betreffend die aktuelle Finanz- und Ertragslage, strategische Ausrichtung sowie wirtschaftlichen Aussichten von Canon Schweiz sowie Diskussion zentraler Werttreiber und Annahmen in den Planungsunterlagen.

Während der Erarbeitung des vorliegenden Gutachtens haben wir die Geschäftslokalitäten von Canon Schweiz weder besichtig noch physisch inspiziert. Die Bewertung der Immobilien basiert auf Gutachten von Drittparteien sowie – falls notwendig – auf zusätzlichen Annahmen von PwC. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen. PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. PwC hat die von Canon Schweiz zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen nicht geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind.

2 Beschreibung der Canon (Schweiz) AG

2.1 Die Canon-Gruppe

Canon Inc. wurde 1937 gegründet und hat sich seither zur weltweit führenden Anbieterin von Bildverarbeitungs-, Digital Home- und Büro-Lösungen mit über 160'000 Mitarbeitern entwickelt. Während sich das Unternehmen lange Zeit hauptsächlich auf die Entwicklung und Produktion von Fotokameras spezialisiert hatte, umfasst die aktuelle Produktpalette ein breites Angebot an elektronischen Geräten, namentlich Foto- und Videokameras sowie Hightech-Office-Systeme, IT-Lösungen und -Dienstleistungen. Zudem engagiert sich Canon Inc. vermehrt im Dienstleistungsbereich, indem Gesamtlösungen, Beratung, Implementierung und dergleichen angeboten werden.

Die europäischen Geschäftsaktivitäten von Canon Inc. werden durch Canon Europa abgewickelt, welche nahezu einen Drittel des weltweiten Umsatzes erwirtschaftet und über 11'000 Mitarbeiter beschäftigt. Während Canon Europa die alleinige Eigentümerin der meisten europäischen Tochtergesellschaften ist, hält sie an Canon Schweiz eine Mehrheitsbeteiligung von 98.1% (per 30. Juni 2009).

Canon Schweiz ist exklusiver Vertriebspartner einer Vielzahl von Canon-Produkten (bezogen von Canon Europa) und -Services. Das Unternehmen unterhält Niederlassungen an elf Standorten in der ganzen Schweiz und beschäftigte per Ende Juni 2009 575 Mitarbeiter.

2.2 Geschäftstätigkeit der Canon Schweiz

Canon Schweiz ist in die beiden Geschäftsbereiche Canon Business Solutions ("CBS") und Canon Consumer Imaging ("CCI") aufgegliedert. Die einzelnen Geschäftsaktivitäten werden im Folgenden näher beschrieben:

2.2.1 Canon Business Solutions

Die Geschäftsaktivitäten der CBS sind darauf fokussiert, Unternehmen in der Entwicklung, Implementierung und Optimierung von Lösungen im Bereich der Integration von Bürosystemen, der Standardisierung von Druckanwendungen und dem professionellen Druck zu unterstützen. CBS liefert Produkte auch an Einzelhändler. Der Geschäftsbereich bietet einerseits integrierte Gesamtlösungen aus Hardware, Software und entsprechenden Dienstleistungen an, andererseits werden auch modulare Lösungen verkauft.

Der Erfolg der CBS-Sparte basierte in der Vergangenheit auf einer Software-Lösung, welche die Integration von Druck-, Fax- und Scanning-Funktionen ermöglichte. In den vergangenen Jahren hat sich der Wettbewerbsdruck jedoch erheblich verstärkt, da neue Konkurrenten in dieses Marktsegment eingetreten sind. Künftig wird eine weitere Verschärfung der Wettbewerbsbedingungen erwartet.

Die Erträge der CBS-Sparte beruhen auf dem Verkauf von physischen Produkten und Serviceverträgen. Der überwiegende Teil der Produkterträge basiert dabei auf mehrjährigen Finanzierungsverträgen, die normalerweise mit einem Servicevertrag verbunden sind.

2.2.2 Canon Consumer Imaging

Die CCI-Geschäftssparte ist auf den Verkauf von Foto-, Video- und Bürokommunikations-Geräten ausgerichtet. Die Produkte werden mehrheitlich an Schweizer Grossisten und Händler verkauft.

Der Erfolg der CCI-Sparte beruhte in der Vergangenheit auf der starken Wettbewerbsposition der Canon-Gruppe im Fotokamera-Bereich. Heute verkauft diese Geschäftssparte eine Vielzahl weiterer Produkte wie Camcorder, Drucker, Scanner, Faxmaschinen, Ferngläser, Projektoren und ähnliches.

Das Geschäft mit Kameras trägt noch immer am meisten zum Umsatz der CCI-Sparte bei. Der CCI-Geschäftsbereich hat 2003 jedoch ein Kommissionärssystem eingeführt und weist seither in den jährlichen Geschäftsberichten nur noch diejenigen Erträge aus, welche auf die erhaltenen Kommissionen zurückgeführt werden können.

Bis im Dezember 2008 wurde die Logistik für beide Geschäftseinheiten durch die Walter Rentsch Logistik AG ("WRL"), einer ehemaligen 100%-igen Tochtergesellschaft, wahrgenommen. Im Dezember 2008 verkaufte Canon Schweiz die Logistik-Sparte an die PostLogistics AG, eine Tochtergesellschaft der Schweizer Post. Seither sind die Logistik-Dienstleistungen ausgelagert und werden von der PostLogistics AG wahrgenommen, die verbliebenen Tätigkeitsgebiete der WRL wurden mit Canon Schweiz fusioniert.

2.3 Beschreibung des nicht-betrieblichen Geschäfts

Neben den beiden Geschäftsbereichen CBS und CCI besitzt Canon Schweiz ein beträchtliches Immobilienportfolio in der Schweiz. Rechtlich betrachtet ist die Walter Rentsch Immobilien AG ("WRI") die Eigentümerin und bewirtschaftet als 100%-ige Tochtergesellschaft von Canon Schweiz den Immobilienbetrieb. Immobilien, die von Canon Schweiz betrieblich nicht genutzt werden, werden an Drittparteien vermietet.

2.4 Finanzielles Ergebnis der Geschäftstätigkeit

Der Nettoumsatz von Canon Schweiz betrug für das Geschäftsjahr 2008 CHF 234 Mio., gegenüber dem Vorjahr ein Rückgang von 1.4% (2007: Umsatzwachstum von 3.7% gegenüber 2006). Während der Umsatz des Geschäftsbereichs CBS um 3.3% auf CHF 218 Mio. abgenommen hat (2007: Umsatzwachstum von 5.2% gegenüber 2006), haben die Erträge der Sparte CCI um 34.4% auf CHF 16 Mio. zugenommen (2007: Umsatzrückgang von 17.7% gegenüber 2006). Gemäss dem Management von Canon Schweiz ist der Umsatzrückgang der Sparte CBS auf das gegenwärtig schwierige wirtschaftliche Umfeld, den Nachfragerückgang in den Hauptabsatzmärkten und den erhöhten Preisdruck aufgrund des zunehmenden Wettbewerbs zurückzuführen. Innerhalb des Geschäftsbereichs CCI ist ein signifikanterer Rückgang im Fotokamera-Geschäft zu verzeichnen. Dieser basiert insbesondere auf der zunehmenden Marktsättigung und des verstärkten Wettbewerbs resultierend aus der wachsenden Verbreitung von Mobiltelefonen mit integrierter Fotokamera.

Die Zunahme der Kommissionseinnahmen resultierte hauptsächlich aus der Veränderung des Kommissionärssystems, indem seit 2008 erstmals auch die Marketingausgaben in die Berechnung der Kommissionen integriert wurden. Zuvor wurden diese Ausgaben separat abgerechnet. Auf den operativen Erfolg hat diese Veränderung jedoch keinen Einfluss.

Der Bruttoertrag in Prozent des Umsatzes verbesserte sich im Jahr 2008 auf 49.4%, verglichen mit 46.9% im Jahr 2007. Teilweise resultierte diese Zunahme aus den höheren Kommissionserträgen wie oben beschrieben (die Prozentzahlen sind etwas höher als die in der Jahresrechnung ausgewiesenen Zahlen, da gewisse Kosten, welche zuvor dem Warenaufwand zugerechnet wurden, neu klassifiziert wurden; einen Einfluss auf das operative Ergebnis hat dies jedoch nicht). Der EBIT für das Geschäftsjahr 2008 betrug CHF 3.4 Mio. und widerspiegelt damit eine starke Verbesserung gegenüber dem Geschäftsjahr 2007, in welchem ein negativer EBIT von CHF 4.4 Mio. resultierte (2006: CHF -0.1 Mio., angepasst an das neue Reportingformat), welcher unter anderem massgeblich durch hohe Personalausgaben aufgrund eines neuen Enterprise Resource Planning Systems für die Sparte CBS beeinflusst wurde.

Die nachfolgende Grafik zeigt die Umsatzanteile der Geschäftsbereiche von Canon Schweiz:

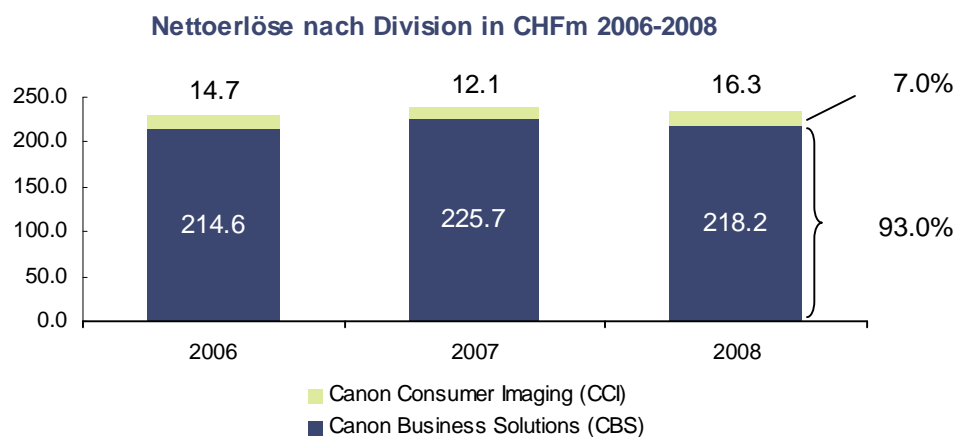


Abbildung 1: Umsatzanteile (Quelle: Jahresberichte).

2.5 Kommentare in Bezug auf die Finanzplanung

Für die DCF-Bewertung von Canon Schweiz wurden basierend auf dem vom Management von Canon Schweiz aufgestellten Business Plan die zukünftigen Freien Cash Flows abgeleitet. Die grundlegenden Annahmen für die Detailplanungsperiode von 2009 bis 2012 werden nachfolgend kurz beschrieben:

- Der Bewertungsstichtag ist der 1. Juli 2009. Konsequenterweise wurden deshalb nur die Freien Cash Flows für das zweite Halbjahr 2009 berücksichtigt.
- Im Jahr 2008 erlitt Canon Schweiz einen geringen Umsatzrückgang von CHF 238 Mio. im Jahr 2007 auf CHF 234 Mio. im Jahr 2008. Für die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres 2009 ist ein erheblicher Umsatzrückgang festzustellen. Extrapoliert man die Halbjahreszahlen linear (Verdoppelung der HY1 2009 Resultate) ergibt sich für das gesamte Geschäftsjahr ein Umsatzrückgang von mehr als 10% gegenüber dem Vorjahr. Basierend auf den aktuellen Halbjahreszahlen HY1 2009 und aufgrund des schwierigen wirtschaftlichen Umfelds, der gesättigten Märkte und des vorherrschenden Preisdruckes, hervorgerufen durch den sich stetig verschärfenden Wettbewerb, erwartet das Management von Canon Schweiz für das Jahr 2009 einen Umsatzrückgang von fast 10% auf CHF 214 Mio. Für das Geschäftsjahr 2010 wird mit einer Stagnation des Umsatzvolumens gerechnet, für die Jahre 2011 und 2012 wird demgegenüber ein moderates Umsatzwachstum erwartet.

Die Wertüberlegungen basieren auf einem nachhaltig erzielbaren jährlichen Umsatzvolumen von CHF 227 Mio.

- Die Bruttomarge in Prozent des Umsatzes betrug zwischen 2006 und 2008 durchschnittlich 48.8% (nach Neuklassifizierung einiger Aufwandpositionen). Bis zu einem gewissen Ausmass können historische Schwankungen der Bruttomarge mit Veränderungen der Wechselkurse erklärt werden. Canon Schweiz kauft die Waren von Canon Europa in Schweizer Franken ein. Die Einkaufspreise in Schweizer Franken basieren auf in Euro festgelegten europäischen Transferpreisen. Diese Europreise werden mit einem periodisch angepassten Kurs in Schweizer Franken umgerechnet. Gemäss dem Management werden Geschäftsbeziehungen mit Canon Europa zu normalen Marktkonditionen durchgeführt. Für die Jahre 2009 bis 2012 wird mit einem graduellen Rückgang der Bruttomargen gerechnet; die nachhaltige ewige Bruttomarge für die Jahre nach 2012 wird auf leicht über 48% geschätzt.
- Während der expliziten Planungsperiode wird mit einem Rückgang der operativen Ausgaben in Prozent vom Umsatz gerechnet. Eine Erhöhung der EBIT-Marge wird dennoch nicht erwartet, da diese Verbesserung durch den erwarteten Rückgang der Bruttomarge kompensiert wird. Das Management erwartet für die Jahre 2009 bis 2012 eine durchschnittliche jährliche EBIT-Marge von 3.8%. Für die Geschäftsjahre nach 2012 wird eine nachhaltige jährliche EBIT-Marge von 3.6% unterstellt. Diese basiert auf der durchschnittlichen EBIT-Marge der Jahre 2009 bis 2012, nach Elimination eines einmaligen positiven Wechselkurseffekts im Jahre 2009.
- Das Investitionsbudget für die Jahre 2009 bis 2012 sieht Investitionen ins Anlagevermögen und in Maschinen (Operating Leasing) vor. Investitionen in Immobilien wurden separat berücksichtigt, da das Immobilienportfolio separat bewertet wurde.
- Im Allgemeinen finanziert Canon Schweiz das Leasinggeschäft intern. Nimmt der Umsatz aus dem Leasinggeschäft zu, steigen die kurz- und langfristigen Leasingforderungen entsprechend ebenfalls an. Dies wiederum führt zu einer beträchtlichen Mittelbindung im Umlaufvermögen. Aufgrund der Tatsache, dass zum einen die Erträge aus dem Leasinggeschäft in der letzten Zeit signifikant abgenommen haben und zum anderen Leasinggeschäfte üblicherweise durch mehrjährige Laufzeiten gekennzeichnet sind, wird angenommen, dass diese Bilanzpositionen konstant bleiben und kein weiterer Anstieg des diesbezüglich gebundenen Kapitals erfolgt.

Die oben aufgeführten Annahmen wurden analysiert und mit dem Management von Canon Schweiz besprochen. Sie basieren hauptsächlich auf historischen Daten, den Erfahrungen und Kenntnissen des Managements sowie auf Marktinformationen und Prognosen.

3 Wertüberlegungen zur Canon (Schweiz) AG

Zur Ermittlung des Unternehmenswerts von Canon Schweiz wurden Wertüberlegungen mittels der folgenden Methoden durchgeführt:

- DCF-Methode;
- Marktbewertung mittels der Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen.

Unsere Überlegungen zur Bestimmung des Eigenkapitalwerts von Canon Schweiz sowie des Wertes pro Aktie basieren primär auf den Resultaten der DCF-Methode. Die Marktbewertung bezweckte die Überprüfung und Validierung der Resultate dieser Methode.

3.1 DCF-Bewertung

3.1.1 Theoretische Grundlagen der DCF-Bewertung

Der Unternehmenswert entspricht den zu erwartenden Nettoeinnahmen des Investors (Eigen- und Fremdkapitalgeber), welche aufgrund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden müssen.

In der Praxis wird als Annäherung dieser Grösse von zukünftig zu erwartenden Freien Cash Flows ausgegangen, welche im Rahmen der DCF-Methode mit Hilfe der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital – "WACC") auf den Gegenwartswert diskontiert werden. Dabei wird unter dem Freien Cash Flow der sogenannte operative Brutto Cash Flow abzüglich Investitionen in das Anlage- und das Umlaufvermögen verstanden.

Um den operativen Unternehmenswert zu erhalten, wird die Summe aus den diskontierten zukünftigen Freien Cash Flows der expliziten Planungsperiode und dem Endwert gebildet, wobei letzterer basierend auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit berechnet wird.

Die Berechnung des Residualwertes basiert auf der Kapitalisierung des nachhaltigen ewigen Freien Cash Flows mit dem WACC abzüglich der langfristig unterstellten Wachstumsrate. Diese Berechnung basiert auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit und berücksichtigt eine ewige, der langfristig erwarteten Inflation in der Schweiz entsprechende Wachstumsrate.

Der Diskontierungssatz, mit welchem die Freien Cash Flows abgezinst werden, entspricht dem WACC. Dieser basiert auf den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten nach Steuern sowie der unterstellten Finanzierungsstruktur.

Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus zwei Komponenten zusammen: Dem risikolosen Zinssatz und der Eigenkapitalrisikoprämie. Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt das Capital Asset Pricing Model ("CAPM") zugrunde, wonach die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des "levered" Betas mit der Marktrisikoprämie entspricht. Dabei ist das "levered" Beta ein Mass für das systematische Unternehmensrisiko im Vergleich zum Gesamtmarktrisiko und hängt unter anderem von der Finanzierungsstruktur ab.

Die Fremdkapitalkosten setzen sich aus dem risikolosen Zinssatz und der unternehmensspezifischen Fremdkapitalprämie zusammen. Durch Einbezug einer Fremdkapitalprämie wird berücksichtigt, dass ein Unternehmen nicht zum risikolosen Zinssatz Fremdkapital aufnehmen kann, sondern aufgrund des Unternehmensrisikos den Fremdkapitalgebern einen Zinsaufschlag bezahlen muss.

Die Addition des nicht-betrieblichen Vermögens (z.B. nicht-betriebliche Liquidität) zum operativen Unternehmenswert ergibt den Gesamtunternehmenswert (Enterprise Value). Nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals sowie weiterer liquiditätswirksamer Verbindlichkeiten resultiert der Eigenkapitalwert.

3.1.2 Anwendung der DCF-Methode

Für die Bewertung von Canon Schweiz basierend auf der DCF-Methode wurden die zukünftigen Freien Cash Flows für die explizite Planungsperiode (2009 bis 2012) abgeschätzt. Diese basieren auf der im Abschnitt 2.5 beschriebenen Finanzplanung und den entsprechenden Annahmen.

Der Residualwert, welcher auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit basiert, enthält alle Freien Cash Flows nach dem Jahr 2012. Der Residualwert wurde dabei auf Basis der nachfolgenden Annahmen berechnet:

- Es wird eine nachhaltige jährliche Wachstumsrate von 1.5% unterstellt, welche der erwarteten langfristigen Inflationsrate für die Schweiz, dem Hauptmarkt von Canon Schweiz, entspricht. Ausgangspunkt für die Ableitung des ewigen Freien Cash Flows bildete der Umsatz des letzten Planjahres 2012, welcher um die ewige jährliche Wachstumsrate von 1.5% erhöht wurde. Zudem wurde eine nachhaltige EBIT-Marge von 3.6% unterstellt.
- Der EBIT basiert auf der durchschnittlichen EBIT-Marge über die explizite Planungsperiode, korrigiert um einen einmaligen positiven Wechselkurseffekt im Jahr 2009;
- Im Weiteren wurde von der Annahme ausgegangen, dass sich die nachhaltigen Abschreibungen und Investitionen entsprechen.

Um den Barwert der zukünftigen Freien Cash Flows sowie des Residualwertes zu erhalten, wurden diese mit dem WACC diskontiert. Der abgeleitete WACC für Canon Schweiz wurde auf 7.71% geschätzt. Dieser beruht auf einem Eigenkapitalkostensatz von 9.07% sowie einem Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 2.84%.

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

<p>Risikoloser Zinssatz</p> <p>Der risikolose Zinssatz entspricht der Rendite von Schweizer Bundesobligationen mit einer Restlaufzeit von 20 Jahren. Auf dieser Basis wurde ein risikoloser Zinssatz zum Bewertungsstichtag in der Höhe von 3.01% hergeleitet.¹</p>
<p>Marktrisikoprämie</p> <p>Der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten liegt eine Marktrisikoprämie von 5.00% zu Grunde. Diese basiert auf der Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite des schweizerischen Aktienmarktes und derjenigen von Schweizer Obligationen seit 1926.²</p>
<p>Beta</p> <p>Das "unlevered" Beta wurde anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen der Bildverarbeitungsbranche sowie anhand von Industrie-Vergleichswerten hergeleitet. Das für Canon Schweiz abgeleitete "unlevered" Beta beträgt 0.95. Detaillierte Angaben zu den Beta-Werten der Vergleichsunternehmen sowie zu den verwendeten Industrie-Vergleichswerten sind im Anhang 1 aufgeführt. Das "levered" Beta entspricht dem an die Zielkapitalstruktur von Canon Schweiz angepassten "unlevered" Beta.³</p>
<p>Finanzierungsverhältnis</p> <p>Die langfristige durchschnittliche Kapitalstruktur mit einem Fremdkapital/Eigenkapital-Verhältnis von 27.93% wurde basierend auf dem durchschnittlichen Finanzierungsverhältnis vergleichbarer kotierter Unternehmen sowie Industrie-Vergleichswerten hergeleitet. Zusätzliche Details zu der Herleitung des Finanzierungsverhältnisses sind im Anhang 1 dargestellt.</p>
<p>Fremdkapitalprämie</p> <p>Die Fremdkapitalprämie wurde basierend auf Credit Default Swaps ("CDS") für Canon Inc. hergeleitet und beträgt 0.54%. Damit wurde berücksichtigt, dass Canon Schweiz über ihre Hauptaktionärin Canon Europa Zugang zu Fremdkapital hat. Aufgrund dieser gruppeninternen Finanzierungsmöglichkeit profitiert Canon Schweiz von einer Fremdkapitalprämie, die tiefer ist, als wenn eine vollständige Eigenständigkeit unterstellt würde.</p>
<p>Steuersatz</p> <p>Basierend auf Gesprächen mit dem Management von Canon Schweiz wurde der Berechnung des WACC ein langfristig zu erwartender effektiver Durchschnittssteuersatz für ein in Dietlikon, Schweiz, ansässiges Unternehmen von 20.04% zugrunde gelegt.</p>

Canon Schweiz ist Teil der europäischen Canon-Gruppe. Deshalb wurde in der vorliegenden Analyse davon abgesehen, eine Prämie für kleinkapitalisierte Firmen, wie es für Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung vergleichbar mit derjenigen von Canon Schweiz üblich ist, zu berücksichtigen.

¹ Quelle: Bloomberg, Renditeanalyse.

² Quelle: Pictet & Cie.: Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2008).

³ Unlevered Beta = Levered Beta / (1 + (Fremdkapital / Eigenkapital)). Dabei entspricht das Fremdkapital dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich der nicht operativen flüssigen Mittel (Annahme: operative flüssige Mittel = 2.8% des Nettoumsatzes gemäss Management von Canon Schweiz). Quelle der Betas der Vergleichsunternehmen: Bloomberg, 1. Juli 2009. Quelle der Industrie-Betas: Damodaran Homepage, letzte Aktualisierung im Januar 2009. Quelle bzgl. operativen flüssigen Mitteln: Management von Canon Schweiz und Damodaran Homepage, letzte Aktualisierung im Januar 2009.

Die Summe der Barwerte aller Freien Cash Flows der expliziten Planungsperiode sowie des Endwerts ergibt den operativen Unternehmenswert von Canon Schweiz. Um den Wert des Eigenkapitals von Canon Schweiz zu ermitteln, muss wie oben erwähnt das nicht-betriebliche Vermögen (bspw. nicht-betrieblich genutzte Grundstücke und Gebäude, steuerlich nutzbare Verlustvorträge und nicht operative flüssige Mittel) addiert und das verzinsliche Fremdkapital subtrahiert werden.

Um die auf der DCF-Methode basierenden Werte zu plausibilisieren, hat PwC Sensitivitätsrechnungen mittels Variation der nachfolgenden Werttreiber durchgeführt: WACC, nachhaltige Wachstumsrate im Endwert und EBIT-Marge. Um den Einfluss dieser Veränderungen auf den Eigenkapitalwert zu analysieren, wurden verschiedene vom Businessplan des Managements abweichende Szenarien durchgerechnet.

Im Folgenden sind die wichtigsten Erkenntnisse dargestellt:

Sensitivitätsanalyse					
Variation der ewigen Wachstumsrate	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
<i>Einfluss auf Aktienpreis</i>	-4.7%	-2.5%	0.0%	2.9%	6.4%
Variation der Kapitalkosten	8.71%	8.21%	7.71%	7.21%	6.71%
<i>Einfluss auf Aktienpreis</i>	-7.1%	-3.8%	0.0%	4.5%	9.8%
Variation der ewigen EBIT-Marge	3.06%	3.31%	3.56%	3.81%	4.06%
<i>Einfluss auf Aktienpreis</i>	-6.3%	-3.2%	0.0%	3.2%	6.3%

Abbildung 2: Sensitivitätsanalyse (Quelle: Berechnungen PwC).

Basierend auf der DCF-Bewertung sowie den durchgeführten Sensitivitätsanalysen ergibt sich für den Eigenkapitalwert von Canon Schweiz eine Wertbandbreite von CHF 174 Mio. bis CHF 195 Mio. Bei insgesamt 2'092'000 ausstehenden Namenaktien resultiert eine gerundete Wertbandbreite von CHF 83.00 bis CHF 94.00 pro Namenaktie von Canon Schweiz.

3.2 Marktbewertung

Bei der Marktbewertung kann der Unternehmenswert basierend auf dem Unternehmenswert vergleichbarer kotierter Unternehmen oder anhand vergleichbarer historischer Transaktionen kotierter und nicht-kotierter Unternehmen bestimmt werden. Der Wert des Eigenkapitals wird durch Addition allfälliger nicht-betrieblicher Vermögenswerte sowie Subtraktion aller verzinslichen Verbindlichkeiten vom Unternehmenswert berechnet.

3.2.1 Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen

Bei der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen wurde der Marktwert des kotierten Unternehmens basierend auf dem Eigenkapital (Marktkapitalisierung) sowie den offenen Verbindlichkeiten zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen ins Verhältnis gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren wurden anschliessend auf die entsprechenden Finanzkennzahlen von Canon Schweiz angewendet, um den hypothetischen Marktwert zu erhalten.

Als Vergleichsunternehmen wurden börsenkotierte Firmen herangezogen, die in der Bildverarbeitungsindustrie tätig sind. Die entsprechenden Unternehmen sind an europäischen, amerikanischen oder asiatischen Börsen kotiert.

Die Finanzkennzahlen der kotierten Vergleichsunternehmen basieren auf Einschätzungen von verschiedenen Analysten für die Jahre 2009, 2010, 2011 sowie 2012. Der Medianwert dieser Multiplikatoren wurde anschliessend auf die entsprechenden Finanzkennzahlen von Canon Schweiz angewendet.

Alle kotierten Vergleichsunternehmen haben eigene Produktionsanlagen und können deshalb nicht als reine Distributoren klassifiziert werden. Deshalb erachten wir es als angebracht, die Marktbewertung ausschliesslich auf EBIT-Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen abzustützen, da dieser Multiplikator weniger anfällig für Verzerrungen ist, welche durch eine unterschiedliche Ertragskraft sowie Abschreibungspolitik eintreten können. Die hergeleiteten Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen sind im Anhang 3 dargestellt.

Basierend auf der Bewertung anhand der EBIT-Multiplikatoren von kotierten Vergleichsunternehmen lässt sich für den Eigenkapitalwert von Canon Schweiz eine Wertbandbreite von CHF 174 Mio. bis CHF 193 Mio. ableiten. Bei insgesamt 2'092'000 ausstehenden Namenaktien resultiert eine gerundete Wertbandbreite von CHF 83.00 bis CHF 93.00 pro Namenaktie der Canon Schweiz. Dieses Ergebnis bestätigt die mittels der DCF-Methode hergeleitete Wertbandbreite hinreichend.

3.2.2 Marktbewertung anhand vergleichbarer Transaktionen

Als Ergänzung zur Bewertungsanalyse anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen wurde eine Analyse zur Identifikation von vergleichbaren Transaktionen in der Bildverarbeitungsindustrie durchgeführt, welche in den letzten vier Jahren stattgefunden haben.

Dabei gilt es zu beachten, dass im Unterschied zu den Multiplikatoren anhand kotierter Vergleichsunternehmen Transaktions-Multiplikatoren durch bezahlte Prämien für die Übernahme einer Kontrollmehrheit nach oben verzerrt sein können. Aus diesem Grund kann die Aussagekraft der verfügbaren Transaktionen und der damit verbundenen Multiplikatoren eingeschränkt sein. Ausserdem ist anzufügen, dass historisch vergleichbare Transaktionen nicht zwingend die im historischen Vergleich derzeit aussergewöhnlichen Bewertungsverhältnisse reflektieren, was die Aussagekraft im aktuellen Umfeld zusätzlich relativiert.

Wir haben verschiedene Transaktionen identifiziert, bei denen Unternehmen aus der globalen Bildverarbeitungsindustrie beteiligt waren. Unter anderem analysierten wir die Übernahme der Ikon Office Solutions durch Ricoh im Jahr 2008, die Akquisition von Danka Office Imaging Company durch Konica Minolta im Jahr 2008 und den Kauf von Imagistics International durch Océ N.V. im Jahr 2005.

Basierend auf öffentlich zugänglichen Informationen zu diesen Transaktionen wurden Multiplikatoren für jede Transaktion berechnet. Da die meisten Unternehmen, welche in den analysierten Transaktionen übernommen wurden, einen klaren Fokus auf den Grosshandel hatten, erachteten wir Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren als geeignet, um die Resultate der DCF-Analyse zu verifizieren.

Auf Basis dieser vergleichbaren Transaktionen ergibt sich für das Eigenkapital von Canon Schweiz eine Wertbandbreite von CHF 194 Mio. bis CHF 206 Mio. Bei insgesamt 2'092'000 ausstehenden Namenaktien resultiert damit eine gerundete Wertbandbreite von CHF 92.00 bis CHF 99.00 pro Namenaktie von Canon Schweiz. Unter Berücksichtigung der im Rahmen von Transaktionen möglichen Preisverzerrungen, bestätigt dieses Ergebnis die mittels der DCF-Methode hergeleitete Wertbandbreite hinreichend.

3.3 Überlegungen zum Substanzwert

Canon Schweiz hat die strategische Entscheidung getroffen, das Leasinggeschäft intern zu finanzieren um so eine engere Kundenbeziehung aufzubauen und damit letztlich einen Wettbewerbsvorteil zu generieren. Daraus resultiert eine bedeutende Kapitalbindung in der Bilanz von Canon Schweiz (über 50% der gesamten Aktivseite der Bilanz besteht aus Leasingforderungen). Klammert man zudem das Immobilienvermögen aus, steigt der Anteil der Leasingforderungen auf über 70% der gesamten Bilanzsumme an (per 30. Juni 2009).

Vergleicht man die betrieblichen Umsätze von Canon Schweiz mit dem signifikanten Bestand an investiertem Kapital, resultiert eine relativ tiefe Rendite auf dem investierten Kapital, d.h. die aktuellen und zukünftigen Erträge sind zu tief, um eine sogenannte Normalrendite auf dem eingesetzten Kapital erzielen zu können, welche den gewichteten Kapitalkosten entspricht. Mit anderen Worten kann gesagt werden, dass die Rendite der Vermögenswerte von Canon Schweiz unterhalb des erforderlichen Niveaus liegt.

Als Konsequenz daraus übersteigt der Buchwert des Eigenkapitals von Canon Schweiz im Umfang von CHF 247 Mio. die mittels der DCF-Methode hergeleitete und durch die Marktbeurteilung plausibilisierte Wertbandbreite von CHF 174 Mio. bis CHF 195 Mio. deutlich. In einem solchen Fall ist gemäss Theorie der Liquidationswert eines Unternehmens in Betracht zu ziehen, da dieser die Untergrenze des Eigenkapitalwertes repräsentiert.

Der Buchwert des Eigenkapitals von Canon Schweiz in der Höhe von CHF 247 Mio. basiert auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit. Im Fall dass die unterschiedlichen Vermögenswerte von Canon Schweiz im Rahmen einer Liquidation veräussert werden müssten, könnte der erzielbare Erlös wesentlich von den aktuellen, auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit basierenden Werten abweichen. Insbesondere die Leasingforderungen könnten wohl nur im Falle der Fortführung der Geschäftstätigkeit im vollen Umfang geltend gemacht werden. Sollte das Unternehmen liquidiert werden, müsste mit hoher Wahrscheinlichkeit ein Abschlag in Kauf genommen werden. Dasselbe Argument kann für weitere Positionen innerhalb der Bilanz von Canon Schweiz ins Feld geführt werden.

Wird berücksichtigt, dass im Falle einer Liquidation Abschläge auf den Leasingforderungen wahrscheinlich sind und dass negative steuerliche Auswirkungen zu erwarten wären, würde der Substanzwert von Canon Schweiz wohl unterhalb der Wertbandbreite liegen, welche mittels der DCF-Methode ermittelt wurde.

4 Analyse des Aktienpreises und des Handelsvolumens

Das Preisangebot von CHF 94.00 pro registrierte Namenaktie von Canon Schweiz liegt 33.2% über dem durchschnittlichen Schlusskurs der Canon Schweiz-Aktie während der letzten 60 Handelstage vor dem Bewertungsstichtag (CHF 70.58 pro Namenaktie, die Aktien wurden nicht täglich gehandelt).

Während der zwei Monate vor dem Bewertungsstichtag wurde die Aktie 37 mal nicht gehandelt (88.1% der Zeit), änderte den Preis einmal nicht (2.4% der Zeit), fiel einmal im Wert (2.4% der Zeit) und stieg dreimal an (7.1% der Zeit). Die nachfolgende Grafik zeigt den historischen Verlauf des Aktienpreises und das tägliche Handelsvolumen im Zeitraum von drei Jahren vor dem Bewertungsstichtag.

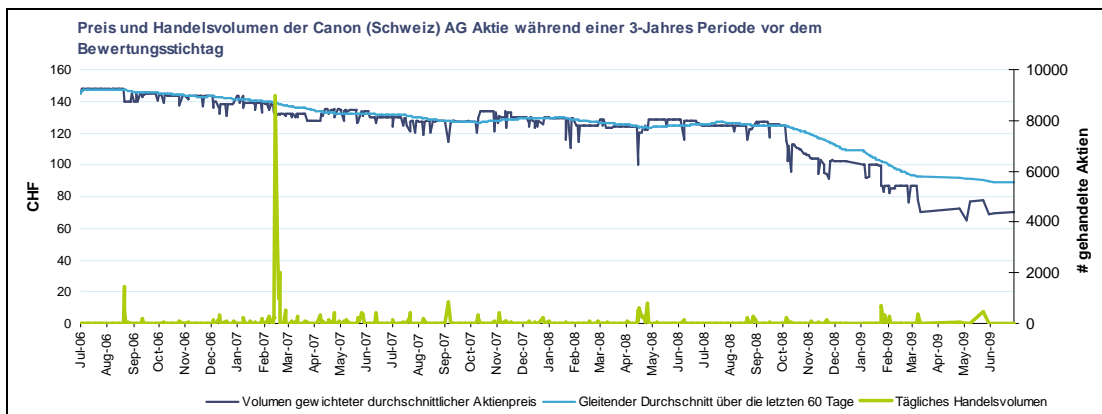


Abbildung 3: Aktienpreis und Handelsvolumen (Quelle: Bloomberg).

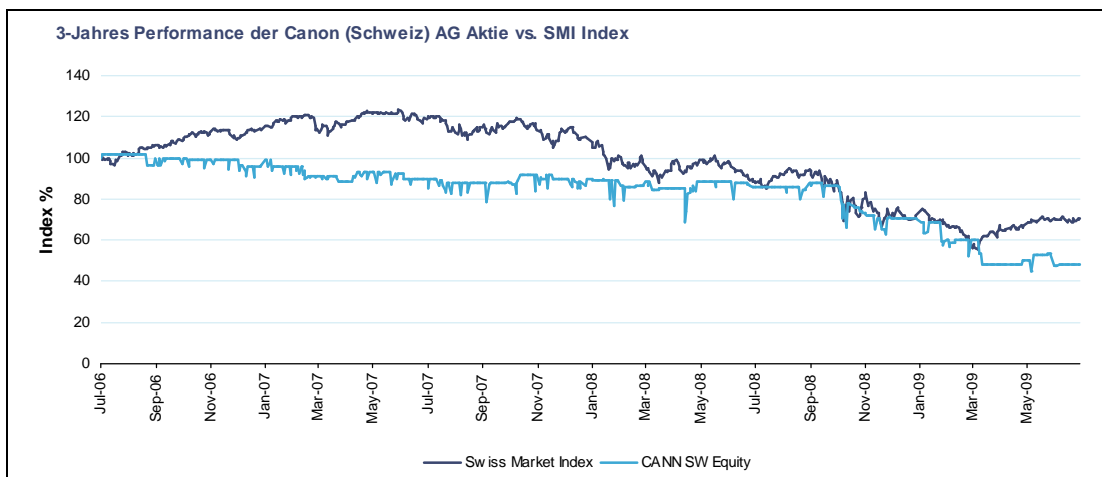


Abbildung 4: Relative historische Performance (Quelle: Bloomberg).

Das Allzeit-Hoch von CHF 157.50 pro Aktie wurde im November 2005 beinahe wieder erreicht, als die Aktie bei CHF 155.00 notierte. Dieser Anstieg vollzog sich jedoch innerhalb einer kurzen Zeitspanne, welche durch ausserordentlich hohe Handelsvolumina gekennzeichnet war. Seit dem 1. Januar 2008 ist der Aktienpreis von Canon Schweiz um 46.2% gefallen. Im Vergleich zum Swiss Market Index hat die Aktie klar schlechter abgeschnitten, auch über einen längeren Zeithorizont betrachtet.

Aufgrund des tiefen Streubesitzes und der geringen Handelsvolumina erachten wir die Aussagekraft der Preis- und Volumenanalyse als limitiert.

5 Zusammenfassung

Basierend auf den in dieser Fairness Opinion dargestellten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen ergibt sich für das Eigenkapital von Canon Schweiz eine Wertbandbreite von CHF 174 Mio. bis CHF 195 Mio. Bei insgesamt 2'092'000 ausstehenden Namenaktien resultiert eine Wertbandbreite von CHF 83.00 bis CHF 94.00 pro Namenaktie von Canon Schweiz. Diese gerundeten Werte basieren auf der mittels der DCF-Methode ermittelten Wertbandbreite sowie den verschiedenen durchgeführten Sensitivitätsanalysen.

Die Ergebnisse der DCF-Berechnungen wurden mittels der Resultate aus der Marktbewertung überprüft und konnten diesbezüglich hinreichend plausibilisiert werden.

Gestützt auf den dargelegten Analysen beurteilen wir den im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots von Canon Europa offerierten Preis von CHF 94.00 pro Namenaktie von Canon Schweiz mit einem Nennwert von CHF 10.00 aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Die vorliegende Fairness Opinion basiert auf Arbeiten und Analysen, welche im Rahmen unseres Auftrages bis zu dessen Abschluss am 31. August 2009 durchgeführt wurden.

Freundliche Grüsse

PricewaterhouseCoopers AG



Markus Bucher
Partner



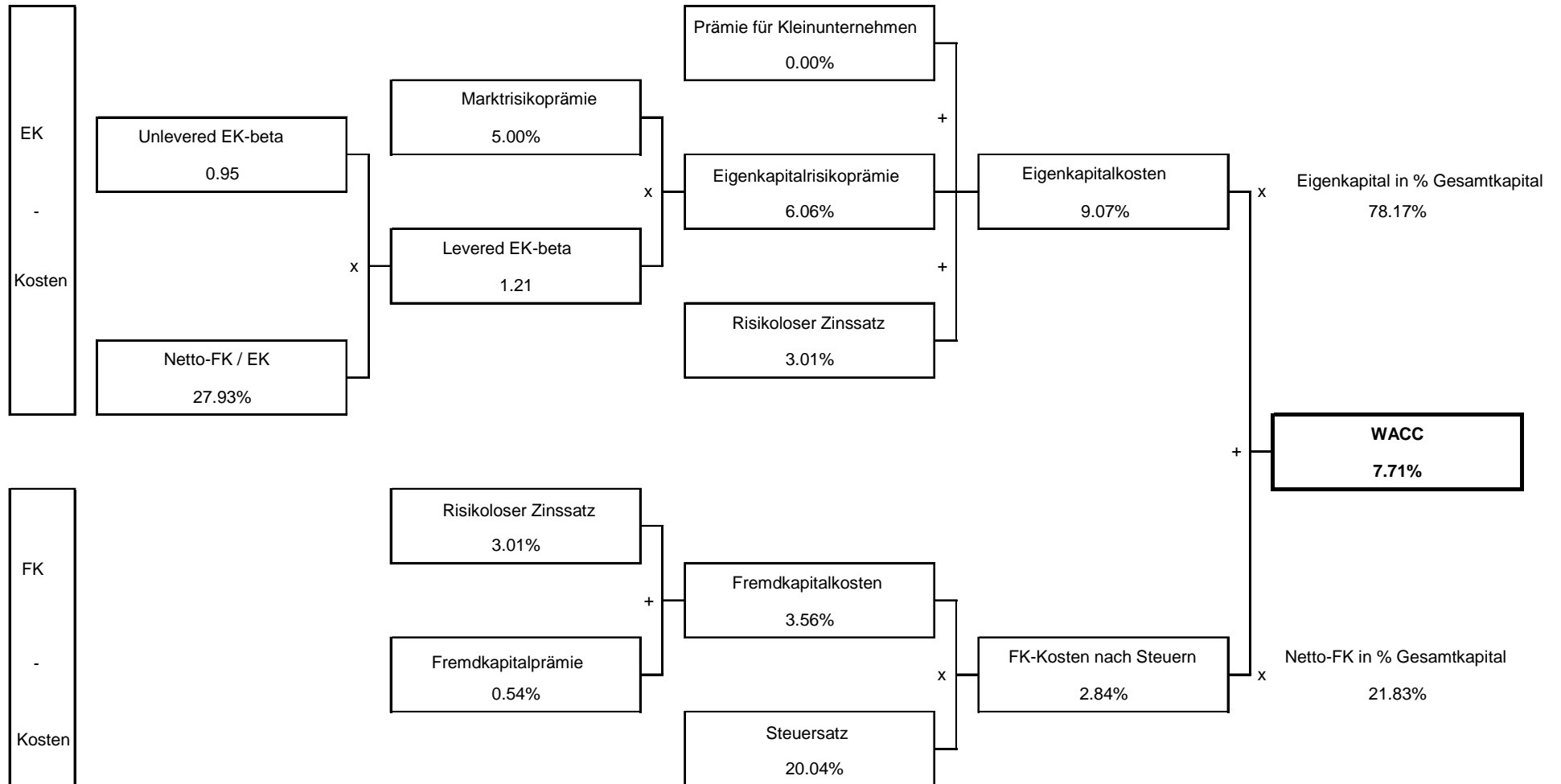
Patrick Schwendener
Manager

6 Anhang

Anhang 1: Analyse von Beta und Kapitalstruktur

Vergleichbare Unternehmen	Marktdaten zum Bewertungsstichpunkt						Kapitalstruktur		Beta	
	Währung	EK	Fin. FK	Total FlüMi	Überschuss FlüMi	Netto Fin. FK	Netto Fin. FK/ equity	Netto Fin. FK/ Gesamtkap.	Levered 3 Jahre	Unlevered 3 Jahre
Vergleichsgruppe										
CANON INC	JPY	4'494'771.0	13'963.0	686'847.0	572'210.5	(558'247.5)	-12.42%	-14.18%	1.21	1.38
OCE NV	EUR	292.8	611.1	79.4	(2.1)	613.2	209.46%	67.69%	0.97	0.31
XEROX CORP	USD	6'898.4	8'384.0	1'229.0	736.0	7'648.0	110.87%	52.58%	1.34	0.63
RICOH CO LTD	JPY	896'129.3	779'195.0	260'527.0	201'959.5	577'235.5	64.41%	39.18%	1.15	0.70
LEXMARK INTERNATIONAL INC-A	USD	1'146.1	654.2	973.3	846.5	(192.3)	-16.78%	-20.16%	0.91	1.10
HEWLETT-PACKARD CO	USD	98'434.1	17'852.0	10'246.0	6'931.8	10'920.2	11.09%	9.99%	0.92	0.83
AVISION INC	TWD	2'477.7	-	413.8	288.4	(288.4)	-11.64%	-13.17%	0.97	1.09
KONICA MINOLTA HOLDINGS INC	JPY	522'626.0	230'407.0	133'753.0	107'213.4	123'193.6	23.57%	19.08%	1.29	1.05
BROTHER INDUSTRIES LTD	JPY	227'024.3	30'401.0	46'835.0	33'333.3	(2'932.3)	-1.29%	-1.31%	1.09	1.10
Mittelwert enge Vergleichsgruppe							41.92%	15.52%	1.09	0.91
Median enge Vergleichsgruppe							11.09%	9.99%	1.09	1.05
Industrie Betas										
Foreign electronics							42.29%	29.72%	1.18	0.97
Office equipment / supplies							60.35%	37.64%	1.11	0.73
Industrie Durchschnitt								33.68%	0.85	
Gewählte Parameter								21.83% *	0.95 *	

* Durchschnitt vom Median der Vergleichsgruppe und Industrie Durchschnitt

Anhang 2: Herleitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC)

Anhang 3: Multiplikatoren und vergleichbare kotierte Unternehmen

Unternehmen	Währung	P/E				EV/Sales				EV/EBITDA				EV/EBIT			
Vergleichsunternehmen																	
(Alle Beträge in LW Mio.)		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
CANON INC	JPY	40.9x	25.2x	19.5x	14.7x	1.3x	1.2x	1.1x	1.1x	8.0x	6.8x	6.0x	6.8x	22.0x	12.4x	10.8x	14.2x
OCE NV	EUR	25.5x	10.8x	9.2x	14.2x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	4.5x	3.9x	3.6x	3.9x	24.2x	12.5x	11.4x	13.4x
XEROX CORP	USD	14.9x	11.4x	n/a	n/a	1.0x	1.0x	n/a	n/a	9.0x	8.9x	n/a	n/a	14.4x	13.4x	n/a	n/a
RICOH CO LTD	JPY	30.0x	50.3x	22.5x	19.0x	0.7x	0.7x	0.7x	0.7x	8.5x	12.3x	9.8x	8.5x	16.6x	37.8x	20.9x	15.9x
LEXMARK INTERNATIONAL INC-A	USD	6.7x	8.7x	7.2x	n/a	0.3x	0.3x	0.3x	n/a	2.2x	2.5x	2.4x	n/a	4.5x	5.7x	n/a	n/a
HEWLETT-PACKARD CO	USD	10.8x	10.2x	9.3x	8.5x	1.0x	0.9x	0.9x	0.8x	6.7x	6.3x	5.8x	5.8x	9.4x	9.1x	7.9x	7.6x
AVISION INC	TWD	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KONICA MINOLTA HOLDINGS INC	JPY	23.5x	35.5x	20.9x	15.9x	0.7x	0.8x	0.7x	0.7x	4.8x	6.0x	5.3x	5.0x	10.4x	16.9x	12.3x	10.8x
BROTHER INDUSTRIES LTD	JPY	13.3x	25.8x	23.3x	14.1x	0.5x	0.6x	0.5x	0.5x	5.4x	7.2x	5.8x	5.2x	11.9x	-69.7x	41.9x	18.9x
Average		20.7x	22.2x	16.0x	14.4x	0.7x	0.7x	0.7x	0.7x	6.1x	6.7x	5.5x	5.9x	14.2x	11.7x	12.7x	13.5x
Median		19.2x	18.3x	19.5x	14.5x	0.7x	0.8x	0.7x	0.7x	6.0x	6.5x	5.8x	5.5x	13.2x	12.5x	11.4x	13.8x


Wie im Kapitel 3.2.1 des Reports erläutert, haben wir uns auf EBIT-Multiplikatoren von kotierten Vergleichsunternehmen abgestützt.



Von der Berechnung des Durchschnitts / Medians ausgeschlossen.

Anhang 4: Multiplikatoren und vergleichbare Transaktionen

Abschluss- datum	Zielgesellschaft	Bieter	Währung	Transaktions- wert (m)	Unternehmens- wert (m)	Umsatz multiple	EBITDA multiple	EBIT multiple
Comparable transactions								
26.09.2005	Danka Business Systems plc (Central and South American operations)	Toshiba American Business Solutions, Inc.	GBP	6	5.6	0.3X	n.a.	6.6X
12.10.2005	Kafevend Group Limited	ISIS Private Equity Partners plc	GBP	12	12.0	1.1X	6.1X	7.1X
11.07.2005	Ikon Office Solutions (Holdings) SAS	NRG France SA	GBP			n.a.	n.a.	n.a.
31.10.2005	Imagistics International Inc	Oce NV	GBP	417.0	416.8	1.3X	7.1X	17.0X
01.11.2005	Scitex Vision Ltd.	Hewlett-Packard Company	GBP	140.0	140.5	1.7X	n.a.	n.a.
31.10.2006	Jetrion LLC	Electronics for Imaging Inc	GBP	22.0	21.9	n.a.	n.a.	n.a.
01.02.2007	Danka European Business	Ricoh Europe B.V.	GBP	113.0	113.0	0.4X	n.a.	22.6X
12.09.2007	Asterion SAS	Pitney Bowes Inc	GBP	16	16.4	0.4X	n.a.	n.a.
01.10.2007	Konica Minolta Holdings Inc (Photo imaging division)	RKM Solutions S.A.S.	GBP	3.0	2.6	n.a.	n.a.	n.a.
05.11.2007	Global Imaging Systems Inc	Xerox Corp	USD	1707.6	1707.6	1657.9X	15.0X	15.0X
07.01.2008	Oce Document Technologies GmbH	Captaris Inc.	GBP	8.0	7.5	n.a.	n.a.	n.a.
29.02.2008	NUR Macroprinters Ltd	Hewlett-Packard Company	GBP	57.0	58.2	1.5X	137.3X	n.a.
03.06.2008	Veenman B.V	Xerox Corporation	GBP	34.0	34.5	n.a.	n.a.	n.a.
18.06.1999	OmniFax	Xerox Corporation	GBP	28.0	28.2	0.4X	n.a.	3.5X
27.06.2008	Danka Office Imaging Company	Konica Minolta Business Solutions U.S.A. Inc	GBP	122.0	121.8	0.5X	n.a.	n.a.
31.07.2008	Arkwright Inc (coated related products and operations)	Diatec Group	GBP	15.0	15.1	0.6X	n.a.	n.a.
31.10.2008	IKON Office Solutions Inc	Ricoh Co Ltd	USD	2335.8	2335.8	0.6X	11.5X	11.5X
19.05.2009	Carl Lamm Holding AB	Ricoh Europe Holdings PLC	GBP	55.0	55.2	n.a.	n.a.	n.a.
Durchschnitt						0.7X	9.9X	13.3X
Median						0.6X	9.3X	13.3X

 Von der Berechnung des Durchschnitts / Medians ausgeschlossen.