

Bewertungsgutachten Datacolor AG



SARASIN

Bank Sarasin & Cie AG
Corporate Finance
Löwenstrasse 11
8022 Zürich

Zürich, 14. Dezember 2010

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	3
1.1. Ausgangslage	3
1.2. Auftrag von Werner Dubach an Sarasin	3
2. Beurteilungsgrundlagen.....	5
3. Datacolor im Überblick	6
3.1. Datacolor	6
3.2. Der Digitale Color Management Markt	8
4. Bewertung.....	12
4.1. Bewertungsumfang	12
4.2. Verwendete Planrechnungen	12
4.3. Verwendete Analysemethoden	16
4.4. Discounted Cash Flow Methode (DCF)	16
4.5. Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Compco)	19
4.6. Zusammenfassung des Bewertungsberichts.....	22
5. Ergebnis der Bewertung & Schlussbemerkung.....	23
6. Anhang.....	24
6.1. Beilage 1: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften	24
6.2. Beilage 2: Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen.....	25
6.3. Beilage 3: Abkürzungsverzeichnis / Glossar	26

1. Einleitung

1.1. Ausgangslage

Die Datacolor AG, Luzern („Datacolor“) ist ein an der SIX Swiss Exchange im Domestic Standard kotiertes Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung per 13. Dezember 2010 von rund CHF 65 Mio. Der Buchwert des Eigenkapitals beträgt zum 30.09.2010 CHF rund 26.0 Mio. Die Datacolor ist aus der Eichhof Holding hervorgegangen, die an der Generalversammlung im Jahr 2009 in Datacolor AG umfirmiert wurde. Diese Umbenennung wurde in Folge des Verkaufs der zwei Geschäftsbereiche Eichhof Getränke und Eichhof Immobilien vorgenommen.

Datacolor ist weltweit einer der führenden Hersteller von Soft- und Hardware-Systemen zur Messung und Kommunikation von Farbe. Datacolor erzielte im Geschäftsjahr 2009 / 2010 einen Umsatz von CHF 59.5 Mio. und ein operatives Ergebnis (EBIT) von CHF 5.4 Mio. Hinter der deutlich grösseren X-Rite ist die Datacolor die zweitgrösste Unternehmung im Bereich von Farbmanagementlösungen. Drittgrösster Anbieter ist BYK-Gardner, die zur deutschen Altana AG gehört¹. Datacolor deckt mit ihren Produkten sowohl den Industriebereich wie auch den Konsumgüterbereich ab, wobei der Industriebereich im GJ 2009/2010 fast 79% des Gesamtumsatzes generierte. Die Gesellschaft verfügt im Industriebereich insbesondere in der Textil-, der Kosmetik-, der Automobil- und Kunststoffbranche sowie bei Farb-, Schuh- und Möbelherstellern über eine starke Marktstellung. Im Konsumgüterbereich finden die Produkte hauptsächlich im Bereich der digitalen Photographie Anwendung.

Grösste Aktionäre der Datacolor sind mit 33.25% Werner Dubach sowie mit 16.72% Anne Keller Dubach.²

Da es sich bei der Datacolor Aktie nach den im Rundschreiben Nr. 2 der UEK vom 26. Februar 2010 definierten Kriterien um einen illiquiden Titel handelt, muss nach Art 40 Abs. 4 BEHV-FINMA in Verbindung mit Art. 25 BEHG für den Fall eines Übernahmeangebotes eine Bewertung vorgenommen werden. Die Datacolor ist gemäss Rundschreiben der UEK ein illiquider Titel, weil (i) der Median des täglichen Handelsvolumen der börslichen Transaktionen in 10 von 12 dem voraussichtlichen Angebotszeitpunkt vorausgehenden Monaten kleiner als 0.04% des Freefloats der Aktie und (ii) die Aktie auch nicht Teil des Swiss Leader Index (SLI)³ ist.

1.2. Auftrag von Werner Dubach an Sarasin

Werner Dubach, von Luzern, in Hergiswil/NW, hat Sarasin am 1. November 2010 beauftragt, die Beteiligungspapiere von Datacolor im Rahmen eines Übernahmeangebotes über sämtliche ausstehenden Aktien der Datacolor zu bewerten. In dieser Funktion hat Sarasin eine Unternehmensbewertung nach Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA in Verbindung mit Art. 25 BEHG

¹ Gemäss Schätzung von Management von Datacolor. Da der Markt sehr intransparent ist und es keine detaillierten Marktstudien gibt, sind die Marktanteile der verschiedenen Gesellschaften insgesamt schwer abschätzbar.

² Angaben gemäss Geschäftsbericht 2010, mit Ende des Geschäftsjahres zum 30.09.2010.

³ Der Swiss Leader Index umfasst die 30 liquidsten und grössten Titel des Swiss Performance Index (SPI).

erstellt, die den besonderen Regelungen bei der Bewertung von nicht liquiden Titeln Rechnung trägt. Die Bewertungsmethode, die Bewertungsgrundlagen sowie die Bewertungsparameter werden, wie gemäss Art. 25 BEHG gefordert, in diesem Bericht aufgezeigt.

In Zusammenhang mit diesem Mandat erhält Sarasin keine Entschädigung, die von Aussagen der Bewertung oder vom Erfolg einer Transaktion mit Datacolor abhängig ist. Sarasin ist somit unabhängig in ihrem Urteil. Sarasin Corporate Finance hat keine weiteren Mandate von Herrn Werner Dubach oder der Datacolor inne.

Die Bewertung stützt sich auf die Beurteilung von Informationen, deren Genauigkeit und Vollständigkeit wir annehmen und auf die wir uns verlassen, ohne sie von einem Dritten bestätigen oder prüfen zu lassen. Bezüglich der gemachten Angaben, Informationen und Daten, die uns zur Verfügung gestellt wurden, nehmen wir an, dass diese ordnungsgemäss erstellt worden sind. Wie in Kapitel 4.2 unter Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen näher erläutert, wurden die wichtigsten Einflussfaktoren zur Bestimmung des Unternehmenswertes („Value Drivers“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz durch Sarasin geprüft.



2. Beurteilungsgrundlagen

Sarasin hat für ihre Beurteilung die folgenden Grundlagen verwendet:

- ◆ Öffentlich zugängliche Informationen über Datacolor, welche unseres Erachtens für die Bewertung relevant sind. Dazu gehören vor allem der geprüfte Geschäftsbericht 2008 der Eichhof Holding sowie die geprüften Geschäftsberichte 2009 und 2010 der Datacolor
- ◆ Monthly Performance Reporting November 2009 bis Oktober 2010 von Datacolor
- ◆ Aufdatiertes Budget 2011 (Erfolgsrechnung, Bilanz, Kapitalflussrechnung) per 17.11.2010, sowie aufdatierte Mittelfristplanung 2012/2013 (nur Erfolgsrechnung), Stand per 17.11.2010
- ◆ Management- und Investorenpräsentationen zu Datacolor und zur Farbmanagement Industrie
- ◆ Diverse Besprechungen mit dem CEO und CFO von Datacolor insbesondere bezüglich Finanz- und Ertragslage, Geschäftsaussichten, Werttreibern und Annahmen des Businessplans, Markt- und Wettbewerbsumfeld
- ◆ Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter kotierter Unternehmen (Peer-Gruppe)
- ◆ Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung relevanter Parameter für die Bewertung

Die Bewertung von Sarasin basiert auf aktuellen markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Bedingungen und berücksichtigt die Kapitalmarktverhältnisse sowie weitere Fakten, welche zum Zeitpunkt der Beurteilung bestanden haben oder erwartet wurden und ausgewertet werden konnten.

Sarasin führte im Rahmen dieser Bewertung keine Besichtigung der Produktionsanlagen und Einrichtungen der Datacolor durch. Sarasin hat auch keine Schätzungen oder Bewertungen der Aktiven und Passiven der Datacolor vorgenommen oder erstellen lassen.

Bei der Erstellung des Gutachtens hat Sarasin die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen zu Datacolor vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.

Im Weiteren hat sich Sarasin auf Zusicherungen des Managements der Datacolor gestützt, dass dieses sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst ist, wonach die verwendeten Informationen ungenau, irreführend oder unvollständig wären.

3. Datacolor im Überblick

3.1. Datacolor

Business Model und Gruppenstruktur

Die Datacolor bietet digitale Farbmanagement-Systeme und Lösungen, bestehend aus Software, Hardware und Dienstleistungen für die Prüfung, Messung, Kalibrierung, Kommunikation und Verarbeitung von Farben an.

Die Produkte von Datacolor sind auf den Konsumgüterbereich und den Industriebereich ausgerichtet. Im Konsumgüterbereich richten sich die Produkte und Anwendungen primär an Designern, professionelle und anspruchsvolle Amateur-Photographen, kleinere Betriebe und privaten Anwendern, welche sich im gesamten digitalen Work-flow (d.h. bei der digitalen Bearbeitung bis hin zum Papierausdruck) auf konsistente, präzise Farben verlassen wollen.

Die Hauptzielgruppe im Industriebereich sind Firmen, bei welchen das professionelle Farbmanagement einen wichtigen Bestandteil der Wertschöpfungs- und Produktionskette darstellt. Diese Firmen haben meist komplexe, global vernetzte Produktionsabläufe, welche nur durch optimales Farbmanagement kostengünstig, qualitativ hochwertig und präzise realisiert werden können. Die Hard- und Software von Datacolor werden vorwiegend in der Textil-, Plastik-, Automobil- sowie Farb- und Lackindustrie, bei Kosmetikherstellern, in der internationalen Schuh- und Möbelproduktion sowie in der Verpackungsindustrie eingesetzt.

Um die Zielgruppen Konsumgüter und Industrie optimal bedienen zu können, ist Datacolor in zwei Business Units organisiert. Die zwei Teilbereiche sind der Industriebereich (Instrumente, Software, Verkauf und Service) sowie der Konsumgüterbereich (primär die „Spyder“ Produktlinie).

Datacolor vertreibt ihre Produkte global via eigene Vertriebsstellen und durch Vertriebspartner und verfügt über Entwicklungs-, Produktions-, Verkaufs- und Servicestandorte in Europa, Asien und Nordamerika. Im Geschäftsjahr 2009/10 betrug der durchschnittliche Personalbestand von Datacolor 258 Vollzeitstellen (254 im Vorjahr).

Datacolor verfügt in Suzhou (China) über eine effiziente und Betriebs- und Produktionsstätte. Zusätzlich werden gewisse Komponenten in Lawrenceville, New Jersey, hergestellt bzw. kalibriert. Forschung und Entwicklung betreibt Datacolor primär in Lawrenceville, New Jersey.

Vom 1. Oktober 2009 bis zum 30. September 2010 erwirtschaftete Datacolor einen konsolidierten Umsatz von CHF 59.5 Mio. (CHF 51.2 Mio. im gleichen Zeitraum 08/09) und ein EBIT von CHF 5.4 Mio. (CHF - 2.0 Mio⁴). Die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung betrugen CHF 5.4 Mio. (CHF 4.9 Mio.).

⁴ Unter Ausklammerung von Sonderbelastungen, mehrheitlich resultierend aus verschiedenen Restrukturierungsmassnahmen, betrug das EBIT CHF 0.3 Mio.

Gruppen- und Beteiligungsgesellschaften der Datacolor AG

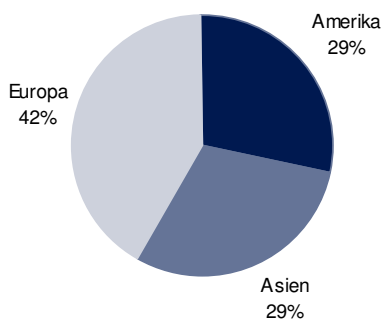
Gesellschaft	Währung	Kapital in Lokalwährung tsd.	Beteiligung in %
Datacolor Holding AG, Luzern, Schweiz	CHF	10'000	100%
Datacolor AG Europe, Dietlikon, Schweiz	CHF	2'000	100%
Datacolor Logistik AG, Luzern, Schweiz	CHF	1'000	100%
Datacolor International France SA, Paris, Frankreich	EUR	274	100%
Datacolor GmbH, Marl, Deutschland	EUR	256	100%
Datacolor Asia Pacific (HK) Ltd., Hong Kong	HKD	10	100%
Datacolor Inc. Lawrenceville, USA	USD	35'808	100%
Datacolor International Ltd., Altrincham, England	GBP	7'500	100%
Datacolor Italia S.r.l., Bergamo, Italien	EUR	20	100%
Datacolor Technology (Suzhou) Co., Ltd., Suzhou, China	USD	3'200	100%
Datacolor Trading (Shanghai) Ltd., Shanghai, China	CNY	1'364	100%
Datacolor Solutions Private Limited, Mumbai, Indien	INR	100	100%
MABAG AG, Luzern, Schweiz	CHF	100	100%

Quelle: Datacolor Geschäftsbericht 2010

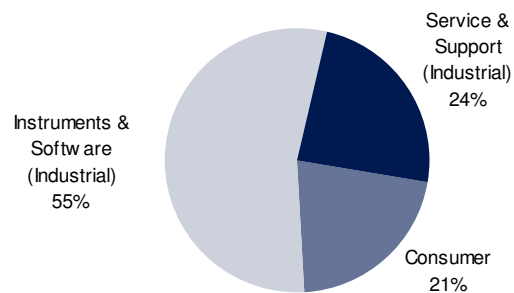
Umsatzverteilung

Die Datacolor erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2010 (Geschäftsjahr vom 1. Oktober 2009 bis 30. September 2010) 29% ihres Umsatzes in Amerika, weitere 29% stammen aus Asien und 42% aus Europa. Datacolor ist auf diesen Märkten in den beiden Sparten Konsumgüter und Industrie aktiv, wobei rund 21% des Gesamtumsatzes von Produkten für den Konsumgütermarkt und die restlichen 79% von auf Industrieanwendungen ausgerichteten Produkten und Dienstleistungen stammen.

Umsatz nach Regionen 09/10



Umsatz nach Segmenten 09/10



Quelle: Datacolor Geschäftsbericht 2010

3.2. Der Digitale Color Management Markt

Marktüberblick

Digitales Farbmanagement im heutigen Sinn beinhaltet das Messen, Kommunizieren und Verwalten von Farben und Farbvariationen. Ferner umfasst es das Analysieren, Überwachen und Reagieren auf sich ändernde Farbanforderungen.

Das Farbmanagement hat in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen, denn viele Firmen haben erkannt, dass durch effizientes Management von Farben in den Bereichen Marketing und Produktion die Kosten gesenkt und die Qualitäts- und Markenwahrnehmung der Kunden gesteigert werden kann. Der richtige und exakte Farbeinsatz ist in der Produktion wie auch in der Vermarktung von Konsumgütern (z.B. Textilien, Schuhe, Automobile, Kosmetika, Druckerzeugnisse, etc.) und in der industriellen Fertigung (Farben, Lacke, etc.) ein entscheidender Qualitäts- und Wettbewerbsfaktor. Der Druck auf Produzenten, deren Produkte von schnelllebigen Trends gekennzeichnet sind, ist in den letzten Jahren gestiegen. Die Anpassung an Trends erfolgt heutzutage vermehrt auch über die Farbgestaltung, was die Nachfrage nach Farbmanagement Lösungen im Hard- und Softwarebereich steigert.

Ferner setzt der heute übliche, globale und stark fragmentierte Design und Produktionsprozess voraus, dass Lieferanten, Outsourcing-Partner und Auftraggeber ein einheitliches Farbschema bei Design und Produktion verwenden, was ein standardisiertes Farbmanagement erforderlich macht. Folglich hat sich ein standardisiertes, digitales Farbmanagement zu einer wichtigen Komponente der weltweiten Supply Chain Management von weltweit agierenden Firmen entwickelt. Dies gilt insbesondere für Firmen, die als sogenannte „Specifier“ in der Supply Chain die Farbanwendung definieren. Hauptanwendungsbereiche sind die Textil-, internationale Schuh- und Möbelindustrie, Kosmetikhersteller, die Verpackungs-, Automobil- sowie Farb- und Lackindustrien.

Der Markt für Produkte und Anwendungen im Bereich von „Farbmanagement“ wird vom Management der Datacolor auf eine Grösse von USD 600 Mio. p.a. geschätzt. Bedingt durch seine vergleichsweise geringe Grösse kann der Farbmanagementmarkt als ein Nischenmarkt bezeichnet werden, welcher im heutigen Zeitpunkt relativ unattraktiv für den Einstieg



von grossen Konzernen wie z.B. Microsoft, Adobe etc. ist.⁵ Der Farbmanagementmarkt ist ausgeprägt technologiegetrieben, weil die Kunden ständig nach neuen und technologisch hochwertigeren, aber günstigeren und einfacher anzuwendenden Lösungen suchen, was die Anbieter von Farbmanagement Lösungen zwingt, einen hohen Anteil des Umsatzes in Forschung und Entwicklung zu investieren. Zusätzlich ist der Farbmanagementmarkt sehr fragmentiert, d.h. er gliedert sich in zahlreiche, mittlere und kleinere Teilmärkte, in denen die jeweiligen Kunden auf ihre spezifischen Bedürfnisse zugeschnittene Produkte und Anwendungen verlangen. So werden Hersteller von Farbmanagementlösungen gezwungen, auf der Basis gleicher technologischen Grundlagen zahlreiche anwenderspezifische Produkte und Lösungen zu entwickeln und die einzelnen Teilmärkte separat zu bearbeiten. Das hat auf der Herstellerseite zu einer gewissen Spezialisierung geführt. Die meisten Hersteller fokussieren sich auf bestimmte Teilmärkte, für die sie marktspezifische Produkte und Lösungen anbieten und in denen sich die Konkurrenz regelmässig auf einen oder maximal zwei alternative Anbieter beschränkt. Einzig X-Rite, der grösste Anbieter von Farbmanagementlösungen ist in einer Mehrzahl dieser Teilmärkte aktiv.

Geographisch kann der Markt für Farbmanagementlösungen in die drei Hauptabsatzgebiete Nordamerika, Europa und Asien gegliedert werden. Die Kunden in diesen Absatzgebieten haben unterschiedliche Anforderungen an die Produkte. So werden in den USA und Europa fast ausschliesslich technisch hochwertige, vielseitig anwendbare und innovative Produkte nachgefragt, während in Asien kostengünstigere Produkte mit beschränkten technischen Möglichkeiten und einfacher Handhabung bevorzugt werden. Datacolor geht davon aus, dass Asien als Werkplatz der Welt zukünftig das grösste Wachstumspotential bieten und dass auch in Asien mittelfristig die Nachfrage nach hochwertigeren Produkten steigen wird.

Das Consumer Segment wuchs in den letzten 10 Jahren durch die gesteigerte Nachfrage nach Kalibrierungslösungen für Bildschirme und Drucker. Zentraler Treiber war hierbei die verstärkte Marktdurchdringung der digitalen Photographie. Damit einher ging das Bedürfnis von professionellen und ambitionierten Hobbyfotographen sicherzustellen, dass die Farben von der Aufnahme bis zum Ausdruck konsistent bleiben. Da Datacolor diesen Trend mit der Entwicklung von Farbkalibrierungslösungen aufgenommen hat, konnte sie in diesem Segment von hohen Wachstumsraten profitieren. Diese positive Entwicklung hat sich mittlerweile abgeschwächt, Wachstum lässt sich jedoch insbesondere noch auf dem chinesischen Markt realisieren. Um zukünftiges Wachstum zu generieren, hat Datacolor ihr Produktsegment in den Bereichen Objektive/Linse und der Kalibrierung von Kameras ausgeweitet. Des Weiteren sollen die Produkte neben der Digitalfotographie in weiteren potentiellen Segmenten Anwendung finden.

Hauptwachstumstreiber im Bereich des Farbmanagement sind die zunehmende Digitalisierung von Arbeitsabläufen, der Trend zur Personalisierung von Produkten, die steigende Tendenz zum Outsourcing der Produktion, des Produktdesigns sowie der Produktentwicklung und die damit verbundene Erhöhung der Komplexität der weltweiten Supply Chains.

Neben dem Angebot von Hardware und Software zum Management von Farben gewinnt der Servicebereich zunehmend an Bedeutung. Datacolor beabsichtigt diesen Bereich gezielt auszubauen. Der Servicebereich ist nur im Industriesegment von Bedeutung.

⁵ Als einziger Grosskonzern bietet Minolta gewisse "Farbmangement" Produkte und Anwendungen an.

Auf mittel- bis langfristige Sicht entwickelt Datacolor Hardware zur Farbkalibrierung, die direkt in die Endprodukte (Monitor, Drucker etc.) eingebaut werden soll („embedded“ Lösungen). Im Erfolgsfall würde diese Entwicklung den Anwendungsbereich von Farbmanagementlösungen verbreitern und damit neues Wachstumspotential schaffen.

Marktanteile und Wettbewerbssituation

Wie oben erwähnt, wird der Markt für Farbmanagementlösungen vom Management zum heutigen Zeitpunkt auf rund USD 600 Mio. p.a. geschätzt. Aufgrund der mangelnden Markttransparenz und fehlender Marktanalysen ist diese Schätzung mit einer gewissen Unsicherheit behaftet.

Mit einem Umsatz von CHF 59.5 Mio. hatte Datacolor gemäss Management im Geschäftsjahr 2010 einen Marktanteil von rund 10% bezogen auf den Gesamtmarkt. Weitere wichtige Anbieter sind X-Rite (33%), Konica Minolta (6%) und BYK-Gardner (Altana) (8%), wobei insbesondere die Werte von Konica Minolta und BYK-Gardner auf Schätzungen des Managements beruhen. Daneben gibt es in diesem stark fragmentierten Markt neben einer Vielzahl kleinerer Anbieter immer noch viele Firmen, die firmeninterne Lösungen und Anwendungen benutzen.

Positionierung und Wettbewerbsumfeld

Der Hauptfokus der Datacolor liegt im Industriebereich (79% des Umsatzes), wobei die Textilindustrie das wichtigste Segment darstellt. Die Umsätze mit Firmen aus der Textil- und Farbindustrie weisen einen hohen Sättigungsgrad und entsprechend tiefe Wachstumsraten auf. Als klarer Weltmarktführer im Textilbereich ist es für Datacolor zudem schwierig, weitere Marktanteile zu gewinnen.

Entsprechend legt Datacolor den Fokus insbesondere auf Bereiche, in denen die Gesellschaft noch nicht über eine vergleichbar starke Markstellung verfügt. In diesem Kontext wurde beispielsweise die Automobilindustrie als einer der wachsenden Märkte identifiziert und soll entsprechend intensiver bearbeitet werden. Zur Erschliessung neuer Verkaufs- und Entwicklungsoportunitäten geht Datacolor zudem vermehrt strategische Partnerschaften ein.

Aus geographischer Sicht werden die Märkte Brasilien, Türkei und Asien (insbesondere China und Indien) als primäre Wachstumsmärkte betrachtet. Um von diesem Wachstum zu profitieren, richtet sich die Datacolor vertriebs- und produktionsseitig entsprechend aus.

Im Gegensatz zum Konsumgüterbereich zeichnet sich das Industriesegment in der Regel durch einen starken „lock-in“ Effekt zwischen Kunden und Anbieter von Farbmanagementanwendungen aus. Wenn sich ein Kunde für eine Farbmanagementlösung entscheidet, bezieht er diese Lösung in der Regel aus einer Hand. Die Lösung muss nicht nur beim Kunden selbst eingeführt werden, sondern meist auch entlang der ganzen Supply Chain bei Lieferanten und Outsourcing Partnern. Die damit verbundenen hohen Anfangsinvestitionen führen zu einer starken Bindung zwischen Kunde und Anbieter.

Grosskunden entscheiden sich in der Regel nicht für den Anbieter mit dem besten Einzelprodukt, sondern für das beste Gesamtangebot, d.h. die beste Kombination von Hardware, Software, Service und Weiterentwicklungspotential. Nicht zuletzt deshalb ist Datacolor bestrebt, weltweit kompetente Service- und Supportdienstleistungen zu erbringen und baut zu

diesem Zweck sein Serviceangebot weiter aus. Im Geschäftsjahr 2010 betrug der Umsatzanteil der Service- und Supporteinnahmen 24% des Gesamtumsatzes.

Als stark technologieabhängiges Unternehmen kommt bei Datacolor zudem der Forschung und Entwicklung eine hohe Bedeutung zu. Um die Entwicklung und Einführung neuer bzw. verbesserter Produkte voranzutreiben und zu beschleunigen, werden die Ausgaben in diesem Bereich in den nächsten Jahren erhöht.

Vor rund zwei Jahren hat Datacolor die Produktion zudem weitestgehend von Lawrenceville, New Jersey nach Suzhou (China) verlegt, um die Produktionskosten signifikant zu senken. Die installierten Produktionskapazitäten ermöglichen es Datacolor bei wachsenden Volumen von Skalenerträgen zu profitieren.

Zusätzlich investiert Datacolor über die nächsten Jahre in den primären Wachstumsregionen (z.B. China) in den Ausbau der Verkaufsorganisation. Damit soll der Bekanntheitsgrad der Produkte gesteigert werden und in diesen Regionen zunehmend einem breiteren Industriespektrum zur Verfügung gestellt werden.



4. Bewertung

4.1. Bewertungsumfang

Stand-alone / Synergien / Kontrollprämie

Artikel 40 Abs. 4 BEHV-FINMA in Verbindung mit Art. 25 BEHG stipuliert, dass im Rahmen eines Übernahmeangebots auf eine an der Schweizer Börse kotierten Gesellschaft eine Bewertung der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft vorzunehmen ist, falls die Aktie als illiquide im Sinne des Rundschreibens der UEK gilt.

Im Verständnis von Sarasin hat der Bewerter dabei denjenigen Preis zu ermitteln, welcher sich in einem liquiden Markt bilden würde. Damit steht bei der Bewertung der Marktpreis unabhängig von potentiellen oder tatsächlichen Kaufangeboten im Vordergrund. Die Fragestellung unterscheidet sich somit von derjenigen der Fairness Opinion, welche sich damit befasst, ob im Rahmen eines Kaufangebots der offerierte Preis für die Aktien der Zielgesellschaft aus Optik der Aktionäre finanziell angemessen und damit „fair“ ist.

Damit kann im Unterschied zur Fairness Opinion auf die Quantifizierung von Kontroll- und Transaktionsprämien verzichtet werden. Infolgedessen erfolgt die Bewertung von Datacolor auf Basis der DCF Methode (vgl. Kap. 4.4) und anhand der Ermittlung von Multiplikatoren ähnlicher börsenkotierter Gesellschaften (vgl. Kap. 4.5).

Bewertungsstichtag und anschliessende Ereignisse

Ausgangspunkt für die Planrechnungen war die Bilanz per 30. September 2010. Das Management von Datacolor hat gegenüber Sarasin bestätigt, dass seither keine Ereignisse eingetreten sind, welche nicht in den Planrechnungen dargestellt sind bzw. die einen materiellen Einfluss auf die Bewertung hätten. Die Sarasin bekannten Geschäftsentwicklungen wurden entsprechend berücksichtigt.

4.2. Verwendete Planrechnungen

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen spezifischen Erfolgsfaktoren - einschliesslich seiner materiellen Substanz, Innovationskraft, Produkte und Marktpositionierung, innerer Organisation, Mitarbeiter und seines Managements - in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass letztlich ausschliesslich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Ein grosser Teil des Umsatzes und der Kosten von Datacolor fallen in USD bzw. in an den USD gekoppelten Währungen (chinesischer Renminbi) an. Deshalb erfolgen die Planrechnungen ebenfalls in USD. Durch die hohe Kongruenz der Währungen auf Kosten- und Ertragsseite ergibt sich eine entsprechende natürliche Absicherung dieser Wechselkursrisiken. Verbleibende Nettopositionen, die insbesondere zwischen USD und EUR ent-

stehen können, werden von der Gesellschaft überwacht und bei Bedarf durch Devisengeschäfte abgesichert.

Die Discounted Cash Flow Bewertung erfolgte deshalb in USD. Das Bewertungsergebnis wurde anschliessend in CHF umgerechnet. Dafür wurde der Schlusskurs des Wechselkurses zwischen USD und CHF vom 13.12.2010 ($\text{USD/CHF}=0.97$) verwendet.

Planungshorizont und Residualwert

Um die zukünftigen finanziellen Überschüsse zu berechnen, hat Sarasin als Ausgangsbasis die historische Entwicklung sowie den Mittelfristplan 2011-2013 (inkl. aufdatiertes Budget 2011) und den längerfristigen Ausblick von Datacolor als Grundlage für ihre Analysen herangezogen. Als Planungshorizont wurde ein Zeitraum bis 2016 gewählt, wobei für das Jahr 2016 ein normalisierter, mit den Annahmen für die Berechnung des Residualwertes im Einklang stehender finanzieller Überschuss hergeleitet wurde. Im Rahmen der Normalisierung im Jahr 2016 wurde darauf geachtet, dass das Wachstum, die Margen, die Investitionen und der Steuersatz vor dem Hintergrund historischer Werte und der zukünftigen Strategie von Datacolor plausibel und konsistent erscheinen. Die langfristigen Annahmen bezüglich Umsatzwachstum und Profitabilität reflektieren u.a. die starke Zyklizität des Geschäfts von Datacolor, d.h. es handelt sich um die erwartete Entwicklung über einen Geschäftszyklus, wobei insbesondere die Profitabilität innerhalb eines Geschäftszykluses starken Schwankungen unterliegt.

Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen

Im Rahmen der Bewertungsarbeiten hat Sarasin die wichtigsten Einflussfaktoren des Unternehmenswertes („Value Driver“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz unter Berücksichtigung der historischen Entwicklung untersucht. Zusätzlich wurden die Planrechnungen mit dem Management von Datacolor diskutiert, was insbesondere im Hinblick auf die Beurteilung von Wachstums- und Margenperspektiven von Bedeutung war.

Sofern aus Sicht Sarasin Anpassungen an der Mittelfristplanung der Datacolor gerechtfertigt erschienen, wurden diese vorgenommen. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die von Sarasin für die Bewertung verwendeten Annahmen zu den wichtigsten Value Drivers:

WACHSTUM	2011 – 2015	2016 ff.
Nominales Bruttoumsatzwachstum (Durchschnitt p.a.) Datacolor generiert heute rund 79% des Umsatzes im Industriebereich. Es wird davon ausgegangen, dass sich der Umsatzanstieg von Datacolor zunächst überdurchschnittlich entwickeln wird, da sich verschiedene neue Produkte in Entwicklung befinden und in den nächsten Jahren signifikante Investitionen in R&D geplant sind. Zudem wird mit einem partiellen Ersatz von internen Farbmanagementlösungen mit Produkten spezialisierter Anbieter wie Datacolor gerechnet. Längerfristig wird sich das	Durchschnitt 6.3% p.a.	2.0% p.a.



WACHSTUM	2011 – 2015	2016 ff.
<p>jährliche Wachstum u.a. aufgrund des erwarteten, steigenden Wettbewerbsdruckes verlangsamten.</p> <p>Das mittelfristige Umsatzwachstum von Datacolor wird von der aktuellen, neuen Produktgeneration sowie der sich in Entwicklung befindlichen Nachfolgeprodukten getrieben. Weiter wird Datacolor von der angestrebten verbesserten Erschließung des asiatischen Marktes mit einfacheren, kostengünstigeren Produkten profitieren. Die Prognose der Umsätze erfolgt auf Basis einer Bottom-up-Analyse auf Produktebene</p> <p>Unter Berücksichtigung des Marktwachstums, der Produktpalette und der strategischen Positionierung von Datacolor erachten wir ein nominales Bruttoumsatzwachstum von durchschnittlich 6.3% p.a. als realistisch. In der Vergangenheit ist der Umsatz der Datacolor zwischen den Geschäftsjahren 2004/2005 und 2009/2010 durchschnittlich um 5% p.a. zurückgegangen. Ursachen für den Rückgang sind die Folgen der ab 2008 eingetretenen globalen Wirtschaftskrise sowie ein zunehmender Preisdruck. Langfristig gehen wir von einem Umsatzwachstum in Höhe der Inflationsrate aus (2%).</p>		

PROFITABILITÄT	2011 – 2015	2016 ff.
<p>Bruttomarge</p> <p>Datacolor hat im vergangenen Geschäftsjahr eine Bruttomarge von 63.5% erzielt. Mittelfristig wird lediglich mit einer marginalen Verbesserung auf durchschnittlich 63.9% gerechnet. Diese relativ geringe Verbesserung der Bruttomarge erklärt sich einerseits durch die bereits heute sehr effiziente Produktion und andererseits durch den erwarteten, zunehmenden Wettbewerbsdruck. In den Geschäftsjahren 2004/2005 bis 2009/2010 betrug die Bruttomarge durchschnittlich 62.4%.</p>	<p>Durchschnitt 63.9%</p>	<p>63.2%</p>
<p>Forschung und Entwicklung in % des Umsatzes</p> <p>In den Geschäftsjahren 2009 bzw. 2010 lagen die Forschungs- und Entwicklungsausgaben in Relation zum Umsatz bei 9.5% bzw. 9.1%. Um ein höheres Wachstum als der Gesamtmarkt zu erzielen, ist trotz des sich erhöhenden Umsatzes im Planungszeitraum eine Steigerung auf durchschnittlich knapp 13% des Nettoumsatzes geplant.</p>	<p>Durchschnitt 12.9%</p>	<p>12.6%</p>



PROFITABILITÄT	2011 – 2015	2016 ff.
EBIT-Marge In den Geschäftsjahren 2004/2005 bis 2009/2010 betrug die EBIT Marge vor Restrukturierungskosten 6.6%. Die zukünftige mittelfristige durchschnittliche EBIT-Marge wird mit 9.1% veranschlagt und entspricht der EBIT-Marge des Geschäftsjahres 2009/2010. Für die Residualwertberechnung wurde eine langfristige, durchschnittliche EBIT-Marge von 10% angenommen. Die höhere EBIT Marge 2016ff. ist u.E. durch den steigenden Umsätze und die höheren Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowie den Ausbau des Vertriebs gerechtfertigt.	Durchschnitt 9.1%	10.0%

INVESTITIONEN	2011 - 2015	2016 ff.
Investitionen in % des Umsatzes Datacolor tätigt Investitionen hauptsächlich in Sachanlagen wie Gebäude, Produktionsanlagen, Maschinen und sonstige Ausstattungen. Laut Angaben des Managements waren wegen der Investitionen für die Produktionsstätte in China und die Beschaffung der ERP Software die Investitionen in den vergangenen Geschäftsjahren überdurchschnittlich hoch und deshalb nicht repräsentativ für die Zukunft. In den nächsten zwei Jahren fallen aufgrund von Ersatzinvestitionen in IT und Renovationsarbeiten in Lawrenceville ebenfalls überdurchschnittlich hohe Investitionen an, mittel- bis langfristig wird indessen ein realer jährlicher Investitionsbetrag von rund USD 1.0 Mio. als nachhaltig angesehen.	Durchschnitt 2.5%	2.0%

WEITERE VALUE DRIVER
Residualwert: Wachstumsannahme nach dem Jahr 2015 Die Wachstumsrate für die Berechnung des Residualwerts beeinflusst das Bewertungsergebnis massgeblich, da bei Discounted Cash Flow Bewertungen typischerweise dem Residualwert ein hohes Gewicht zukommt. Für die Bewertung der Datacolor wurde von Sarasin ein ewiges Wachstum von 2.0% p.a. angenommen, was einer durchschnittlichen, moderaten Inflationserwartung in den Hauptabsatzmärkten von Datacolor entspricht.



WEITERE VALUE DRIVER**Steuersatz**

Die Geschäftsleitung der Datacolor erachtet einen langfristigen durchschnittlichen Steuersatz von 23.0% als angemessen, da ein grosser Teil des Gewinns in Ländern mit moderaten Steuersätzen anfällt. Kurz- bis mittelfristig liegt der Steuersatz aufgrund von Verlustvorträgen tiefer.

4.3. Verwendete Analysemethoden

Wie einleitend bemerkt, stellt die Bewertung aufgrund der Fragestellung im Wesentlichen auf die Discounted Cash Flow Methode und die Comparable Company Methode ab. Grundsätzlich erachtet Sarasin bei der gegebenen Fragestellung die Comparable Company Methode als aussagekräftiger, weil sie besser geeignet ist, die erwartete Preisbildung für die Aktie des zu bewertenden Unternehmens in einem liquiden Markt zu reflektieren, da diese Bewertungsmethode im Wesentlichen auf öffentlich zugänglichen Informationen beruht.

Die Bewertung mittels der Discounted Cash Flow Methode auf Basis der detaillierten Mittelfristplanung des zu bewertenden Unternehmens hat im vorliegenden Fall den methodischen Nachteil, dass die Discounted Cash Flow Bewertung auf Basis von Informationen und Einschätzungen des Managements der zu bewertenden Gesellschaft erfolgt, die dem Markt für die Preisbildung in dieser Form nicht zur Verfügung stehen.

Deshalb sind wir der Auffassung, dass die Discounted Cash Flow Methode im gegebenen Fall beim Vorliegen einer aussagekräftigen und verlässlichen Comparable Company Bewertung primär zur Plausibilisierung des Resultats der Comparable Company Bewertung dienen soll.

4.4. Discounted Cash Flow Methode (DCF)

Bei der DCF-Methode wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Als finanzielle Überschüsse werden die Free Cash Flows herangezogen, die den Aktionären und den Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen. Die Summe der Barwerte der Free Cash Flows (inkl. Residualwert) zuzüglich allfälliger nicht-betriebsnotwendiger Aktiven, ergibt den Unternehmenswert brutto. Von diesem werden die zinstragenden Verbindlichkeiten, bereinigt um die überschüssigen flüssigen Mittel, in Abzug gebracht, um den Unternehmenswert netto, d.h. den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln.

Zur Berechnung der Barwerte der finanziellen Überschüsse wird als Diskontsatz die gewichteten Fremd- und Eigenkapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital) verwendet. Zur Berechnung der Kapitalkostenkomponenten wurde das Capital Asset Pricing Model (CAPM) angewandt.

Da die Planrechnungen in USD dargestellt sind und auch ein wesentlicher Teil des Umsatzes und der Kosten in USD sowie in sich am USD anlehnenden Währungen anfallen, wurde

der Diskontsatz auf Basis der USD-Kapitalkosten berechnet. Die folgenden Inputvariablen fanden bei der Berechnung des Diskontsatzes Verwendung.

Risikoloser Zinssatz

Für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes wird vom USD Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage ausgegangen. Dabei wird für den risikolosen Zinssatz die langfristig erzielbare Rendite von Anleihen öffentlicher Emittenten herangezogen.

Gemäss Ibbotson (2010) beläuft sich die langfristige, durchschnittliche Rendite von US-Staatsanleihen auf 4.6%⁶.

Risikozuschlag

Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme des Unternehmerrisikos lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelden. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen eingehen, ist ein Zuschlag zum risikolosen Zinssatz notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.

Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das CAPM, welches hier angewendet wurde.

Die spezifische Risikoprämie eines Unternehmens erhält man durch Multiplikation des Beta-Faktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Beta-Faktor ist ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta-Faktor grösser eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals gemessen am Aktienkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass sich der Wert im Durchschnitt unterproportional ändert.

Die Berechnung der Marktrisikoprämie erfolgt durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in Aktien und risikolosen Anlagen (siehe oben). Kapitalmarktuntersuchungen langjähriger Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Gemäss Ibbotson (2010) beläuft sich die Marktrisikoprämie in den USA auf 6.7%.

Zur Herleitung des Beta-Faktors für Datacolor wurden die Beta-Faktoren vergleichbarer Gesellschaften verwendet (vgl. Beilage 6.1). Um die Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen vergleichbar zu machen, wurden diese um die unternehmensspezifische Verschuldung bereinigt. Der durchschnittliche verschuldungsbereinigte (schuldenfreie) Beta-Faktor dieser Vergleichsunternehmen beträgt 0.98.

Damit aus dem so ermittelten verschuldungsbereinigten Beta-Faktor der Vergleichsgruppe der Beta-Faktor für Datacolor abgeleitet werden kann, ist dieser wiederum der unternehmensspezifischen Verschuldung von Datacolor anzupassen. Zur Berechnung des Beta-

⁶ Ibbotson (2010), Ibbotson Cost of Capital: 2010 Yearbook.

Faktors von Datacolor wurde eine langfristige Zielverschuldung von 25% Nettofinanzschulden zu 75% Eigenkapital (zu Marktwerten) angenommen.

Fremdkapitalkosten

Nach gemeinsamer Einschätzung von Sarasin⁷ und dem Management der Datacolor beträgt der langfristige Risikozuschlag auf den sicheren Zinssatz, unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur, rund 250 Basispunkte. Diese Annahme erfolgt auf einer stand-alone Betrachtung.

Gesamtkapitalkosten

Auf Basis der oben erläuterten Angaben errechnen sich die Gesamtkapitalkosten für Datacolor wie folgt:

WACC Berechnung		
(Zahlen teilweise gerundet)	Datacolor	Quelle:
Risikofreier Zinssatz	4.6%	Aktuelle Rendite amerikanischer Staatsanleihen; Ibbotson
Marktrisikoprämie	6.7%	(Aktienmarktrendite - risikofreier Zinssatz); Ibbotson
Unlevered Beta	0.98	Peergroupanalyse; Bloomberg
Relevered Beta	1.23	= Unlevered Beta * (1+(1-s) * Gearing)
Eigenkapitalkosten	12.85%	= Risikofreier Zinssatz + (Marktrisikoprämie*Relevered Beta)
Risikofreier Zinssatz	4.60%	
Risikozuschlag	2.50%	
Fremdkapitalkosten	7.10%	
Fremdkapitalkosten (steueradj.)	5.47%	= Fremdkapitalkosten * (1-s)
Gearing (net debt / equity*)	0.3	Unterstellte, langfristige Zielkapitalstruktur
Anteil Fremdkapital	25%	
Anteil Eigenkapital	75%	
Steuerrate (s)	23.0%	Grenzsteuersatz
WACC (steueradjustiert)	11.01%	Gewichtete Gesamtkapitalkosten steueradjustiert

* Marktwert

Besonderheiten

Gemäss Datacolor verfügt die Gesellschaft über keine nennenswerten nicht-betriebsnotwendigen Vermögenswerte. Zudem wurden seit dem Jahresabschluss per September 2010 keine nicht operativen Geldabflüsse (Aktienrückkäufe, Dividendenzahlungen, etc.) festgestellt.

Die betriebsnotwendige Liquidität wird mit rund USD 6.5 Mio. veranschlagt und floss nicht in die Berechnung des Nettofinanzvermögens ein.

⁷ Basierend auf aktuellen Refinanzierungskosten kleiner, börsenkotierter US Unternehmen (Quelle: IFR).

Resultat DCF-Bewertung

Auf Basis der oben spezifizierten Annahmen ergibt sich im Basisszenario ein DCF-Wert von CHF 70.8 Mio oder CHF 438.4 pro Aktie.

Die Wertbandbreite der DCF-Bewertung wurde durch eine Sensitivitätsanalyse festgelegt, mittels welcher bestimmte Value Driver innerhalb einer Wertspanne variiert wurden. Als Value Driver wurden der WACC, das ewige Wachstum, die normalisierte EBIT Marge 2016ff. sowie der Grenzsteuersatz 2016ff. bestimmt.

Die Resultate der Sensitivitätsanalyse sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Value Driver	Basisszenario	Δ Value Driver	Sensitivitäts-Szenario	EK-Wert in CHF Mio.	EK-Wert je Aktie
WACC	11.01%	+ 0.5 %	11.51%	67.7	419.3
		- 0.5 %	10.51%	74.2	459.5
Ewiges Wachstum	2.00%	+ 0.5 %	2.50%	73.1	452.7
		- 0.5 %	1.50%	68.7	425.5
Steuersatz *	23.00%	+ 1.00 %	24.00%	70.2	434.8
		- 1.00 %	22.00%	71.3	441.6
EBIT Marge 2016	10.00%	+ 0.5 %	10.50%	72.9	451.5
		- 0.5 %	9.50%	68.6	424.9

* keine Anpassung WACC

Die Sensitivitätsanalyse der DCF-Bewertung ergibt einen Eigenkapitalwert von Datacolor zwischen **CHF 67.7 Mio.** und **CHF 74.2 Mio** bzw. ein Mittelwert von **CHF 71.0 Mio.**, was pro Aktie einem **Eigenkapitalwert von CHF 439.4** entspricht und sehr nahe am Wert des Basis-szenarios liegt.

4.5. Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Compco)

Stellenwert

Diese Methode wird insbesondere in der Finanzanalyse bevorzugt, da die Kapitalmarktteilnehmer meist nicht über detaillierte Planrechnungen der Firmen verfügen. Im Vergleich zur DCF-Methode liefert die Methode ein Bewertungsergebnis, das durch kurz- und mittelfristige Effekte geprägt ist, und somit weniger abhängig von langfristigen Annahmen ist.

Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes (aktueller Börsenwert plus Nettoschulden, Minoritäten) von vergleichbaren, kotierten Gesellschaften mit den von Analysten erwarteten finanziellen Kennzahlen (z.B. Sales, EBITDA, EBIT, Net Income, Book Value) für die Jahre 2010 bis 2012, werden Multiplikatoren errechnet und ein Durchschnitt gebildet (siehe Beilage 6.2). Die Anwendung dieser Durchschnittsmultiplikatoren auf die finanziellen Kennzahlen (Sales, EBITDA, EBIT, Net Income, Book Value) von Datacolor ergibt ein Bewertungsergebnis für jeden berechneten Durchschnittsmultiplikator.



Die folgenden zwei Faktoren haben einen wesentlichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis:

- ◆ der ermittelte Durchschnittsmultiplikator und
- ◆ die Auswahl und Ermittlung der finanziellen Kennzahlen von Datacolor, auf die der Multiplikator angewendet wird

Der Durchschnittsmultiplikator ist primär abhängig von der Auswahl der Vergleichsgesellschaften. Nur wenn Gesellschaften zur Verfügung stehen, die im Bezug auf die wesentlichen Charakteristiken der zu bewertenden Gesellschaft vergleichbar sind, ergibt sich ein aussagekräftiger Multiplikator.

Da die Bewertung mittels Vergleichsgesellschaften auf den erwarteten Ergebnissen für die Jahre 2010 bis 2012 Jahre basiert, widerspiegeln diese Ergebnisse den Unternehmenswert aus einer kurzfristigen Optik. Mittelfristig realisierbares Wachstums- und Margensteigerungspotenzial sowie ein spezifisches Stadium im Rahmen eines Geschäftszyklus werden in der Regel nur erfasst, wenn die Vergleichsgesellschaften ähnliche Wachstums- und Margenpotenziale aufweisen bzw. sich im selben Stadium des Geschäftszyklus befinden.

Auswahl der Vergleichsgesellschaften für Datacolor

Geeignete Vergleichsgesellschaften für Datacolor auszuwählen, gestaltete sich als sehr schwierig. Für den grössten Konkurrenten von Datacolor, die börsenkotierte X-Rite, welche über ein weitgehend vergleichbares Geschäftsmodell verfügt, gibt es zum Bewertungsstichtag keine Analystenschätzungen zur erwarteten Entwicklung in den kommenden Jahren. Andere Konkurrenten sind Teil von multinationalen Unternehmen wie z.B. BYK Gardner (Teil der Altana AG) und das Color Management Segment von Konica Minolta. Weitere Anbieter von Farbmanagementlösungen sind nicht börsenkotiert und eignen sich damit nicht für einen Vergleich.

Vor diesem Hintergrund wurde die Suche nach vergleichbaren Unternehmen über den Kreis der Anbieter von Farbmanagementlösungen hinaus ausgedehnt und für die Auswahl vergleichbarer Unternehmen die folgenden Kriterien formuliert

- ◆ Hersteller von Messgeräten, vorzugsweise im Farbmanagementbereich
- ◆ Verbindung von „Hardware“ mit „Software“
- ◆ Service Geschäft als wichtiger Bestandteil des Gesamtertrages
- ◆ Zwei aktive Kundensegmente, „Industrial“ und „Consumer“, wobei „Industrial“ dominiert
- ◆ Fokussiertes Unternehmen (keine Konglomerate)
- ◆ Globaler Marktauftritt
- ◆ Profitabel
- ◆ Vergleichbare Grösse (Marktkapitalisierung idealerweise kleiner als USD 500 Mio.)
- ◆ Börsenkotierung an einer Börse mit vergleichbaren Bewertungsmultiplikatoren

Idealerweise würde jedes ausgewählte Unternehmen sämtliche vorstehend erwähnten Kriterien kumulativ erfüllen. U.E. sind jedoch durchaus auch Unternehmen für den Vergleich ge-

eignet, die nur den überwiegenden Teil der Kriterien erfüllen bzw. gewisse Kriterien nur bedingt erfüllen.

Als vergleichbare Unternehmen wurden ermittelt:

Vergleichsunternehmen Datacolor	
♦ Hexagon	♦ Basler
♦ Advanced Vision	♦ Perceptron
♦ Logitech	♦ National Instruments
♦ Mettler Toledo	♦ Cognex
♦ Analytik Jena	

Auf Basis der obgenannten Kriterien erachten wir diese Unternehmen als grundsätzlich geeignet für die Bestimmung der Durchschnittsmultiplikatoren. Der Zeitraum der Multiplikatorenanalyse wurde auf drei Jahre festgelegt. Das Jahr 2012 wurde mit einbezogen, da das Jahr 2011 gemäss Business Plan der Datacolor durch gesteigerte Ausgaben in Forschung und Entwicklung sowie den Ausbau der Verkaufsorganisation geprägt ist. Auf eine Multiplikatorenberechnung für die letzten 12 Monate (LTM) wurde verzichtet, da sich diverse Vergleichsgesellschaften teilweise noch in Turn-around Situationen befinden und die sich damit ergebenden LTM-Multiplikatoren grossen Schwankungen unterliegen.

Für die Bewertung der Datacolor erachten wir EBIT und EBITDA Multiplikatoren als am Besten geeignet. Sales und Book Value Multiple sind aufgrund von gewissen Unterschieden bei den Vergleichsgesellschaften weniger aussagekräftig. Aufgrund von Turn-around Situationen bei gewissen Vergleichsgesellschaften ergeben sich bei den P/E Multiplikatoren Verzerrungen. Für die Durchschnittsbildung wurden jeweils der tiefste und höchste Wert eliminiert, um eine Verzerrung des Ergebnisses durch einzelne „Ausreisser“ zu vermeiden.

Resultat der Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften

Der ermittelte Eigenkapitalwert unter Berücksichtigung des Nettofinanzvermögens abzüglich betriebsnotwendiger Liquidität beträgt bei Gleichgewichtung von EBIT und EBITDA Multiplikatoren **CHF 70.6 Mio.** Damit ergibt sich ein **Eigenkapitalwert von CHF 437.5** pro Aktie. Hierbei sind die Verwässerung durch Aktienoptionen des Managements sowie die von der Gesellschaft gehaltenen „eigenen Aktien“ berücksichtigt.

Mio. CHF	Durchschnitt (EBITDA; EBIT)				Eigenkapitalwert pro Aktie (in CHF)
	2010E	2011E	2012E	2010E - 2012E	
Vergleichsgesellschaften ohne Min/Max	91.1	55.0	65.8	70.6	437.5

Aufgrund der oben beschriebenen Herausforderung, geeignete Vergleichsgesellschaften zu finden und aufgrund des Umstandes, das die börsenkotierte und bestens vergleichbare X-Rite mangels Analystenschätzungen nicht zum Vergleich hinzugezogen werden konnte, erfüllt die Comparable Company Analyse u.E. nicht uneingeschränkt die Anforderungen an eine aussagekräftige Comparable Company Analyse. Dazu kommt, dass die für 2011 und 2012 geplanten Ausgabensteigerungen im Bereich Forschung und Entwicklung und zum

Ausbau des Verkaufsnetzes das EBITDA und EBIT belasten, während die Früchte dieser Ausgaben sich erst in den Folgejahren positiv auf EBITDA und EBIT auswirken werden.

4.6. Zusammenfassung des Bewertungsberichts

Entgegen den in Abschnitt 4.3. gemachten grundsätzlichen Überlegungen sind wir im Falle der Bewertung von Datacolor zur Auffassung gelangt, dass wir nicht primär auf das Ergebnis der Comparable Company Analyse abstellen können, da deren Aussagekraft für die Verwendung als primäre Bewertungsmethode nicht genügt.

Vor diesem Hintergrund erachten wir es als sachgerecht, sowohl auf die Comparable Company Analyse wie auch auf die Discounted Cash Flow Analyse abzustellen und den Durchschnitt der beiden Ergebnisse für die Bestimmung des Bewertungsergebnisses zu verwenden (d.h. beide Methoden werden gleich gewichtet).

Wert	Compco	DCF	Durchschnitt
Eigenkapital (CHF Mio.)	70.6	71.0	70.8 ⁸
Pro Aktie (CHF)	437.5	439.4	438.4

⁸ Die wertmässige Übereinstimmung des Endergebnisses mit dem Resultat des Basisszenarios der DCF Analyse unterliegt keinerlei Systematik, sondern ist rein zufällig.

5. Ergebnis der Bewertung & Schlussbemerkung

Basierend auf den dieser Bewertung zugrunde liegenden Bewertungsanalysen und Überlegungen liegt der ermittelte Wert für die ausstehenden Aktien der Datacolor bei **CHF 70.8 Mio** bzw. **CHF 438.4** pro Aktie. Diese Aussage stützt sich in gleichermassen auf das Resultat der Comparable Company Bewertung und der Discounted Cash Flow Bewertung ab.

Zürich, 14. Dezember 2010

Bank Sarasin & Cie AG

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

6. Anhang

6.1. Beilage 1: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften

	Adjusted Beta ⁽¹⁾	Capital Structure ⁽²⁾	Marginal Company Tax Rate	Unlevering Factor ⁽³⁾	Unlevered Beta ⁽⁴⁾
Hexagon	1.45	22.5%	22.0%	1.18	1.24
Advanced Vision	0.63	-23.3%	34.0%	0.85	NC ⁽⁵⁾
Logitech	1.20	-16.6%	22.0%	0.87	1.37
Mettler Toledo	0.85	0.1%	23.0%	1.00	0.85
Analytik Jena	0.55	42.0%	29.0%	1.30	0.42
Basler	0.38	12.1%	27.0%	1.09	0.35
Perceptron	0.86	-50.9%	34.0%	0.66	1.30
National Instruments	0.91	-14.6%	24.0%	0.89	1.03
Cognex	1.13	-16.1%	24.0%	0.88	1.28
Average					0.98

¹⁾ Source: Bloomberg

²⁾ Capital Structure: Net Debt / Market Cap

³⁾ Unlevering Factor = $1 / (1 + (1 - \text{Tax Rate}) * (\text{Net Debt} / \text{Market Cap}))$

⁴⁾ Unlevered Beta = Adjusted Beta * Unlevering Factor

⁵⁾ Not Considered as stock is rather illiquid

6.2. Beilage 2: Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen

Company	Exchange	Currency	Market Cap	Price / Book Ratio	Sales Multiples			EBITDA Multiples			EBIT Multiples			P/E Multiples		
			(in mio of LC)		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
Hexagon	Stockholm	SEK	35'742.45	2.7x	3.3x	2.4x	2.3x	14.1x	9.8x	8.8x	19.7x	11.4x	10.4x	21.6x	12.5x	11.1x
Advanced Vision	Frankfurt	USD	19.71	1.1x	0.4x	0.3x	0.3x	6.0x	4.3x	3.2x	9.5x	6.2x	4.5x	13.5x	8.5x	7.2x
Logitech	NYSE	CHF	3'898.90	3.6x	1.5x	1.4x	1.2x	14.3x	12.7x	10.1x	21.8x	18.0x	13.0x	27.4x	24.3x	18.0x
Mettler Toledo	Frankfurt	USD	5'635.25	7.5x	2.9x	2.8x	2.6x	14.9x	13.9x	12.9x	17.0x	15.7x	14.6x	24.8x	22.7x	21.0x
Analytik Jena	Frankfurt	EUR	43.87	1.1x	0.8x	0.7x	0.6x	8.7x	5.8x	4.9x	15.6x	8.7x	6.9x	16.9x	11.5x	8.6x
Basler	Nasdaq	EUR	38.50	1.0x	0.9x	0.8x	0.7x	3.8x	3.7x	3.1x	9.0x	7.8x	5.9x	10.9x	10.3x	7.6x
Perceptron	Nasdaq	USD	45.45	0.8x	0.4x	0.4x	0.4x	NM	43.0x	8.9x	NA	NA	18.6x	NM	NM	50.9x
National Instruments	Nasdaq	USD	2'959.94	4.2x	2.9x	2.6x	2.3x	14.6x	12.6x	10.5x	18.9x	15.7x	13.5x	27.3x	23.2x	19.3x
Cognex	Nasdaq	USD	1'303.32	3.0x	3.8x	3.5x	3.2x	14.4x	13.5x	9.3x	14.4x	13.5x	11.3x	22.5x	20.9x	17.6x
AVERAGE (All Comparables w/o Min & Max)				2.4x	1.8x	1.6x	1.5x	12.0x	10.4x	8.0x	15.8x	12.1x	10.8x	21.1x	16.9x	14.7x

LC: local currency
Source: Bloomberg, Sarasin

NM Not Meaningful
NA Not Available

Für die Datacolor selbst betragen die Analystenschätzungen gemäss Bloomberg für den Umsatz im Jahr 2011 CHF 63.5 Mio. und im Jahr 2012 CHF 67.5 Mio. Hinsichtlich EBITDA werden CHF 7.7 Mio. (2011E) und CHF 8.7 Mio. (2012E) prognostiziert. Das EBIT wird mit CHF 6.2 Mio. (2011E) und CHF 7.1 Mio. (2012E) angegeben.⁹ Sarasin hat für die Comparable Company Bewertung nicht diese Analystenschätzungen, sondern die Planzahlen des Budget 2011 bzw. der Mittelfristplanung für das Jahr 2012 verwendet, d.h. die gleichen Zahlen, die auch in der Discounted Cash Flow Bewertung verwendet wurden.

⁹ Die Analystenschätzungen für Datacolor basieren nur auf einer einzelnen Quelle.

6.3. Beilage 3: Abkürzungsverzeichnis / Glossar

Beta	Relativer Eigenkapitalrisikofaktor
CAPM	Capital Asset Pricing Model
Compco Analyse	Bewertungsmethode, die einen Vergleich mit ähnlichen kotierten Gesellschaften vornimmt
DCF	Discounted Cash Flow
ERP System	Enterprise Resource Planning System; Anwendungssoftware zur Unterstützung der Ressourcenplanung
FCF	Free Cash Flow (vor Fremdkapitalzinsen); wurden als finanzielle Überschüsse in der DCF-Bewertung verwendet
EBIT	Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
Free Float	Streubesitz
LTM	Last twelve months (Erfolgsrechnungszahlen basierend auf den veröffentlichten Finanzaufstellungen der letzten 12 Monate)
Residualwert	Unternehmenswert am Ende der Planungsperiode
Unternehmenswert brutto	Wert einer Gesellschaft vor Abzug des verzinslichen Fremdkapitals (allenfalls bereinigt um überschüssige Liquidität)
Unternehmenswert netto	Wert einer Gesellschaft nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals; entspricht dem Wert des Eigenkapitals
Value Driver	Bewertungsparameter, der einen wesentlichen Einfluss auf das Resultat der DCF-Bewertung hat
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Gewichtete Gesamtkapitalkosten, bestehend aus Eigen- und Fremdkapitalkosten)