



J. SAFRA SARASIN



Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841



Gutachten

zur Feststellung des fairen Wertes der

Swisslog Holding AG, Buchs („Swisslog“)

hinsichtlich des öffentlichen Kaufangebots der Kuka
Aktiengesellschaft, Augsburg, Deutschland („Kuka“)
vom 6. Oktober 2014

Inhaltsverzeichnis

1. Kapitel 1 – Einleitung	1
1.1. Ausgangslage	1
1.2. Auftrag des Verwaltungsrates der Swisslog an die Bank J. Safra Sarasin AG („BJSS“)	2
2. Kapitel 2 – Beurteilungsgrundlagen	3
3. Kapitel 3 – Swisslog	5
3.1. Übersicht	5
3.2. Warehouse & Distribution Solutions („WDS“)	6
3.3. Healthcare Solutions („HCS“)	8
3.4. Strategie	10
3.5. Historische Finanzaahlen	10
3.6. Marktumfeld für die Division WDS	12
3.7. Marktumfeld für die Division HCS	13
4. Kapitel 4 – Bewertungsanalysen	15
4.1. Discounted Cash Flow Methode	20
4.2. Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Compco)	23
4.3. Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen (Compac)	26
4.4. Analyse bezahlter Prämien im Schweizerischen Kapitalmarkt (Prämienanalyse)	28
4.5. Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses	30
5. Kapitel 5 – Ergebnis des Gutachtens	32
Beilagen	33
Beilage 1: Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen (Compco)	33
Beilage 2: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen (Compac)	34
Beilage 3: Prämienanalyse	35
Beilage 4: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften	36

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildung 1: Organisationsstruktur.....	6
Abbildung 2: Umsatzerlöse WDS 2013 nach Geschäftsbereichen und Regionen	7
Abbildung 3: Umsatzerlöse HCS 2013 nach Geschäftsbereichen und Regionen.....	9
Abbildung 4: Sensitivitätsübersicht.....	23
Abbildung 5: Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses	30

Tabelle 1: Kennzahlen Division WDS.....	7
Tabelle 2: Kennzahlen Division HCS	8
Tabelle 3: Finanzielle Konzernübersicht GJ 2012 - 2013 (in CHF Mio.).....	11
Tabelle 4: Finanzielle Konzernübersicht H1 2013 - 2014 (in CHF Mio.).....	12
Tabelle 5: Übersicht über Gesamtkapitalkosten	22
Tabelle 6: Übersicht Vergleichsunternehmen	26
Tabelle 7: Vergleichbare Transaktionen.....	28
Tabelle 8: Meldepflichtige Beteiligungskäufe Swisslog.....	30

Abkürzungsverzeichnis / Glossar

AMTS	Automatisierte Materialtransportsysteme („Automated Material Transport Systems“)
ADMS	Automatisierte Medikamentenmanagementsysteme („Automated Drug Management Systems“)
Beta	Relativer Eigenkapitalrisikofaktor
BJSS	Bank J. Safra Sarasin AG
CAGR	Compound Annual Growth Rate, durchschnittliches jährliches Wachstum über einen Zeitraum (geometrisches Mittel)
Compac Analyse	Bewertungsmethode, die einen Vergleich mit ähnlichen Transaktionen vornimmt
Compco Analyse	Bewertungsmethode, die einen Vergleich mit ähnlichen kotierten Gesellschaften vornimmt
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
EMEA	Europa, Mittlerer Osten und Afrika („Europe, Middle East & Africa“)
FCF	Free Cash Flow (vor Fremdkapitalzinsen); wurden als finanzielle Überschüsse in der DCF-Bewertung verwendet
FTE	Anzahl Vollzeitstellen („Full-Time Equivalents“)
FTS	Fahrerloses Transportsystem
GJ	Geschäftsjahr
HCS	Swisslog Division „Healthcare Solutions“
HJ	Halbjahr
Kuka	Kuka Aktiengesellschaft, 86165 Augsburg (Deutschland), bzw. die Kuka Aktiengesellschaft inkl. ihrer Tochtergesellschaften (Konzern)
LTM	Last twelve months (Erfolgsrechnungszahlen basierend auf den veröffentlichten Finanzaufstellungen der letzten 12 Monate)
Mrd.	Milliarde
Mio.	Millionen
p.a.	jährlich („per annum“)
Residualwert	Unternehmenswert am Ende der Planungsperiode
Swisslog	Swisslog Holding AG, CH-5033 Buchs, bzw. die Swisslog Holding AG inkl. ihrer Tochtergesellschaften (Konzern)
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 Drivers	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)

WDS

Swisslog Division „Warehouse & Distribution Solutions“

Zielgesellschaft

Gesellschaft, die Ziel eines Übernahmeangebots durch einen Käufer ist

Kapitel 1 – Einleitung



1.1. Ausgangslage

Swisslog ist ein an der SIX Swiss Exchange kotiertes Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von CHF 320.2 Mio. per 19. September 2014. Die Swisslog ist ein global agierender Anbieter von Automatisierungslösungen für die Krankenhauslogistik einerseits sowie für Lager- und Verteilzentren andererseits. Insgesamt beschäftigen die Swisslog und ihre Tochtergesellschaften weltweit ca. 2'200 Mitarbeiter. Die Gesellschaft bedient Kunden in über 50 Ländern. Die Geschäftstätigkeit ist in zwei Geschäftsbereiche aufgeteilt, die Division Healthcare Solutions („HCS“) und die Division Warehouse & Distribution Solutions („WDS“). Der Nennwert des ordentlichen Aktienkapitals der Swisslog beträgt per 19. September 2014 CHF 2'512'769.84. Dieses setzt sich aus 251'276'984 ausgegebenen Namenaktien zu einem Nennwert von CHF 0.01 pro Aktie. Per gleichem Stichtag hält die Gesellschaft 965'425 eigene Aktien (0.38% der Namenaktien und Stimmrechte) im Zusammenhang mit einem Aktienbeteiligungsplan.

Die Grenzebach Gruppe, Asbach-Bäumenheim (Deutschland) („Grenzebach“), hält über 25% der Aktien der Swisslog. Einen 15% übersteigenden Anteil hält die SWOCTEM GmbH, Haiger (Deutschland) („Swoctem“).

Kuka bietet gemäss Voranmeldung vom 25. September 2014 bzw. Entwurf Angebotsprospekt im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots („Angebot“) CHF 1.35 netto je Namenaktie für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Swisslog.

Kuka ist eine Aktiengesellschaft deutschen Rechts mit Sitz in Augsburg. Kuka ist ein international tätiger Konzern, welcher Roboter und automatisierte Produktionsanlagen herstellt und damit primär Kunden in der Automobil-, Luftfahrt-, Werkzeugmaschinen-, Lebensmittel- und Elektronikindustrie beliefert. Kuka ist im Prime Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse sowie an der Börse München kotiert. Kuka beabsichtigt, durch den Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung an Swisslog den Zugang zu den attraktiven Wachstumsmärkten Warehouse-Logistik und Healthcare zu verbessern sowie an den Megatrends „E-Commerce“ und „Demographie“ zu partizipieren. Kuka strebt keine vollständige Übernahme der Swisslog an. Sie beabsichtigt, die Kotierung von Swisslog an der SIX Swiss Exchange aufrechtzuerhalten.

Grenzebach hält 19.8% der Aktien von Kuka und Swoctem hält eine Beteiligung von 10.02% an Kuka.

Kuka und Swisslog haben betreffend dem Angebot einen Transaktionsvertrag unterzeichnet, in welchem der Verwaltungsrat von Swisslog das Angebot unterstützt.

1.2. Auftrag des Verwaltungsrates der Swisslog an die Bank J. Safra Sarasin AG („BJSS“)

Der Verwaltungsrat der Swisslog hat die Bank J. Safra Sarasin AG, Zürich am 22. August 2014 mit der Erstellung eines Gutachtens zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebotes durch Kuka beauftragt. Das Gutachten ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat der Swisslog im Rahmen der Erstellung des Verwaltungsratsberichtes gemäss Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote bestimmt und stellt keine Empfehlung gegenüber den Publikumsaktionären der Swisslog dar, das Kaufangebot anzunehmen bzw. abzulehnen. Hingegen nimmt der Verwaltungsrat der Swisslog im Rahmen seines Berichtes an die Aktionäre Stellung zum Angebot und bezieht sich dabei auf dieses Gutachten.

Das Gutachten von BJSS richtet sich weder an die Kuka als Anbieterin noch an deren Aktionäre und ist somit nicht zur Beurteilung der Transaktion aus Sicht der Kuka bzw. deren Aktionäre bestimmt.

Unser Gutachten 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 und sachgerecht erstellt worden sind. Wie in Kapitel 4 unter Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen näher erläutert, wurden die wichtigsten Einflussfaktoren zur Bestimmung des Unternehmenswertes („Value Drivers“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz durch BJSS beurteilt.

Das Gutachten darf mit Ausnahme der Veröffentlichung im Zusammenhang mit dem Bericht des Verwaltungsrates der Swisslog ohne die Erlaubnis von BJSS für keinen anderen Zweck verwendet werden.

In Zusammenhang mit diesem Mandat erhält BJSS keine Entschädigung, die von Aussagen zur Bewertung oder vom Erfolg einer Transaktion mit Swisslog abhängig ist. BJSS bestätigt, dass sie als Bewerterin in analoger Anwendung von UEK Rundschreiben Nr. 3 betreffend Prüfstellen unabhängig zu ihrem Urteil gelangt ist.

Kapitel 2 – Beurteilungsgrundlagen

BJSS hat für ihre Beurteilung die folgenden Grundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen zu Swisslog, welche unseres Erachtens für die Bewertung bzw. für die Beurteilung der Angemessenheit des Kaufangebotes relevant sind. Dazu gehören vor allem die Geschäftsberichte 2011, 2012 und 2013 sowie der Halbjahresbericht per 30. Juni 2012, 2013 und 2014 (nicht testiert);
- Investoren- und Analystenpräsentationen der Swisslog der Jahre 2011 bis 2014;
- Weitere auf www.swisslog.com abrufbare Informationen (z.B. Ad hoc Meldungen betreffend erhaltenen Grossaufträgen);
- Weitere vom Management zur Verfügung gestellte Unterlagen und Präsentationen (z.B. Managementpräsentation der Swisslog vom August 2014);
- Konsolidierungsmatrix zu den Geschäftsabschlüssen 2011, 2012 und 2013 der Swisslog;
- Interne Monthly Reporting Packages der Jahre 2013 und 2014 (bis und mit Juli 2014);
- Budget 2014 sowie Mittelfristplanung 2014 bis 2016 (verabschiedet vom Verwaltungsrat der Swisslog im Dezember 2013);
- Forecast des Managements der Swisslog für das Jahr 2014 vom Juni 2014;
- Diverse Industrieanalysen zum Intralogistik Markt (Drittquellen);
- Management Letter 2012 und 2013 und Verwaltungsratsprotokolle 2013 bis Juli 2014;
- Interview mit dem CFO u.a. zur strategischen Positionierung, dem Wettbewerbsumfeld, der Mittelfristplanung und den langfristigen Zielsetzungen und Aussichten;
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter kotierter Unternehmen (Peer Gruppe);
- Multiplikatoren von vergleichbaren Akquisitionen;
- Bezahlte Kontrollprämien bei in der Schweiz kotierten Industrieunternehmen;
- Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung relevanter Parameter für die Bewertung;
- Verschiedene, aktuelle Research Reports (Aktienanalysen) Dritter;
- Entwurf der Voranmeldung und des Angebotsprospekts von Kuka vom 17. September 2014.

Die Beurteilung von BJSS basiert auf den 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.

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

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

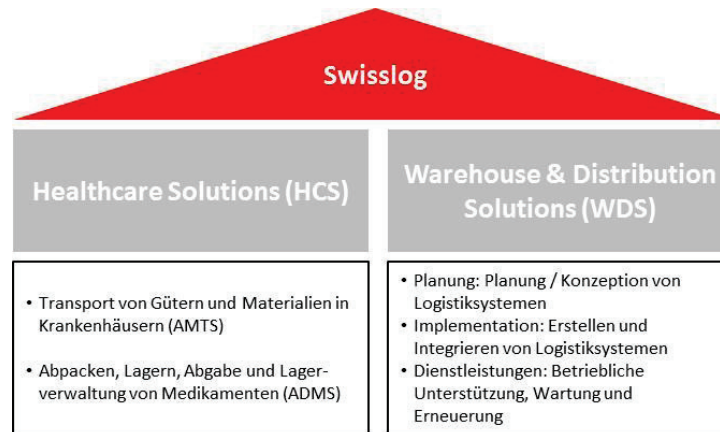
Kapitel 3 – Swisslog

3.1. Übersicht

Swisslog realisiert technologisch und konzeptionell führende Automatisierungslösungen für Krankenhäuser, Lager- und Verteilzentren. Die Gesellschaft beschäftigt rund 2'200 Mitarbeiter und hat Kunden in über 50 Ländern. Die Geschäftstätigkeit ist heute in zwei Divisionen aufgeteilt, die Division Healthcare Solutions („HCS“) und die Division Warehouse & Distribution Solutions („WDS“). Ihren Ursprung hat die Gesellschaft in der traditionsreichen Firma Sprecher + Schuh AG, die 1900 in Aarau, Schweiz, gegründet wurde. Die Kernaktivität von Sprecher + Schuh, die Energieverteilung, wurde in den 80-iger und 90-iger Jahren des letzten Jahrhunderts verkauft. Danach fokussierte sich Sprecher + Schuh auf die Automatisierungstechnik und erwarb in der Folge u.a. die Unternehmen Translift, Digitron und OWL. 1994 erfolgte die Umfirmierung zu Swisslog. Ab 2003 folgte eine Phase der Fokussierung, in welcher insbesondere Beteiligungen aus dem Geschäftssegment „Material Flow Systems & Robotics“ veräussert wurden. Mit dem Verkauf von Wassermann Ende 2008 war die Fokussierung auf die heutigen Bereiche HCS und WDS weitgehend abgeschlossen.

Swisslog erzielte im Jahr 2013 einen Nettoumsatz von CHF 632.6 Mio. und einen Reingewinn von CHF 11.9 Mio. Die Gesellschaft verfügt über 30 Vertretungen in 20 Ländern in Europa, Nordamerika, Asien sowie im Mittleren Osten. Über 50% der Angestellten der Swisslog weisen einen Universitäts- oder Fachhochschulabschluss auf. Abbildung 1 erläutert die Organisationsstruktur der Swisslog.

Abbildung 1: Organisationsstruktur



Quelle: Unternehmensinformationen

Das Kerngeschäft von Swisslog ist die Planung und Konzeption sowie Realisierung von logistischen Automatisierungslösungen für Krankenhäuser sowie für Lager- und Verteilzentren, wobei das Angebot der Swisslog die Ausrüstung als auch die zum Betrieb notwendige Software umfasst. Swisslog offeriert ihren Kunden als Generalunternehmerin schlüsselfertige Gesamtanlagen (sogenannte „Turn-Key Solutions“), aber auch einzelne Subsysteme oder Systemkomponenten. Nebst diesem Neugeschäft kommt dem Geschäftsbereich Customer Service in Bezug auf die Profitabilität eine zentrale Bedeutung zu: Das Servicegeschäft umfasst (präventive) Wartung, 24/7 Support, Ersatzteilmanagement, Schulung, Modernisierung, Erweiterung sowie den Betrieb von Lager- und Verteilzentren.

3.2. Warehouse & Distribution Solutions („WDS“)

Die Division WDS realisiert Automatisierungslösungen für moderne Lager- und Verteilzentren. Das Angebot umfasst integrierte Systeme und Dienstleistungen aus einer Hand, von der Planung und Konzeption über die Realisierung bis hin zum Service über die ganze Lebensdauer der Anlagen. Der Fokus von WDS liegt auf Lösungen für die Segmente Nahrungsmittel und Getränke (tiefgekühlt und gekühlt), Einzelhandel, Pharma und E-Commerce. Geographisch ist die Division hauptsächlich in Europa aktiv, vermehrt aber auch in Nordamerika und Asien, insbesondere auch China. Darüber hinaus wird selektiv der Markteintritt in neuen Märkten angestrebt und umgesetzt (z.B. Südkorea, Naher Osten).

Tabelle 1: Kennzahlen Division WDS

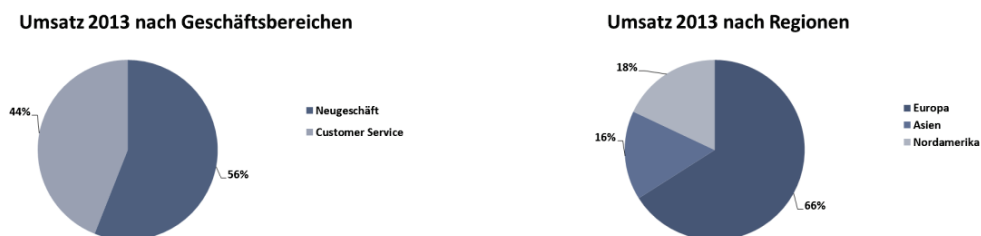
Kennzahlen 2013	
Auftragseingang (CHF Mio.)	484.5
Umsatz (CHF Mio.)	421.3
EBIT (CHF Mio.)	11.3
FTE	1'376

Zum Produktangebot der Division WDS gehören Fahrerlose Transport Systeme („FTS“), Fördersysteme, Regalbediengeräte, Monorail-Transportsysteme, Lagersysteme und Lagerverwaltungs- und Steuerungssoftware. FTS mit unterschiedlichen Fahrzeugtypen werden für den Transport von Paletten eingesetzt. Fördersysteme (SmartCarrier, QuickMove und ProMove) dienen dem Paletten- und Leichtgut-Handling. Modulare Konzepte in unterschiedlichen Ausführungen offerieren hohe Flexibilität in der Konfiguration. Paletten- und Kleinteile-Regalbediengeräte (Vectura und Tornado) erlauben das effiziente Ein- und Auslagern von Paletten und Behältern unter optimaler Raumaussnutzung. Mit Monorail-Transportsystemen (Hängebahnsystem) werden Paletten und Rollcontainer über längere Distanzen zwischen verschiedenen Gebäuden oder Bereichen bzw. über mehrere Ebenen transportiert. Lagerverwaltungs- und Steuerungssoftware stellt einen optimalen Warenfluss sicher und lassen sich über Schnittstellen in die IT-Architektur der Kunden einbinden (z.B. in SAP Applikationen). Lagersysteme wie AutoStore oder CarryPick lassen sich an vorhandene Gebäudestrukturen anpassen und maximieren den verfügbaren Lagerraum.

Bei den angebotenen Systemkomponenten handelt es sich teils um Lösungen, welche Swisslog selbst erstellt bzw. zusammenstellt (z.B. Vectura Palettenkran, Monorail, etc.) oder um Lösungen, die von externen Partnern bezogen werden (z.B. AutoStore Lagersystem, CarryPick FTS, QuickMove Fördersysteme, etc.).

In Abbildung 2 ist die Umsatzaufteilung der Division WDS nach Regionen bzw. nach Geschäftsbereichen für das GJ 2013 dargestellt.

Abbildung 2: Umsatzerlöse WDS 2013 nach Geschäftsbereichen und Regionen



Quelle: Unternehmensinformationen

Wichtige Erfolgsfaktoren für Swisslog in der Division WDS sind nach Einschätzung der Gesellschaft die langjährige Erfahrung und Präsenz in Schlüsselmärkten, das Angebot von innovativen Produkten und Lösungen inkl. der Softwarekompetenz, Sorgfalt in Projektkalkulation und –risikomanagement, die effiziente interne

Organisation von Swisslog (z.B. für die Projektabwicklung), sowie die Schaffung von Mehrwert für den Kunden (z.B. durch Planung und Umsetzung von auf spezifische Kundenbedürfnisse massgeschneiderten „Turn-Key“ Projekten).

Im Bereich WDS investiert Swisslog heute namhaft in Software und Schlüsseltechnologien, um über Alleinstellungsmerkmale Wettbewerbsvorteile und bessere Margen zu erzielen.

3.3. Healthcare Solutions („HCS“)

Die Division HCS realisiert technisch und konzeptionell führende Automatisierungslösungen für zukunftsorientierte Krankenhäuser sowohl im Geschäftsbereich automatisierte Materialtransportsysteme (Automated Material Transport Systems, „AMTS“) wie auch im Geschäftsbereich automatisierte Medikamentenmanagementsysteme (Automated Drug Management Systems, „ADMS“).

Tabelle 2: Kennzahlen Division HCS

Kennzahlen 2013	
Auftragseingang (CHF Mio.)	216.8
Umsatz (CHF Mio.)	211.3
EBIT (CHF Mio.)	15.7
FTE	832

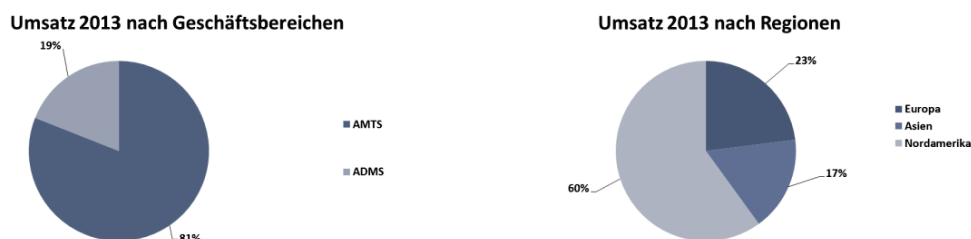
Die Kunden des Geschäftsbereichs AMTS sind dabei in der Regel grössere Spitäler (200 Betten oder mehr), für welche Swisslog krankenhausspezifische Rohrpostlösungen für den Transport von Medikamenten, Instrumenten, Laborproben, sowie Blut- und Medizinalprodukten plant und realisiert. Das Sortiment umfasst dabei TransLogic® Rohrpostlösungen und TranspoNet Rohrpostlösungen für den spontanen, schnellen und sicheren Transport von Laborproben, Blutproben, Medikamenten und Schnellschnitten. Nebst diesen Rohrpostlösungen bietet Swisslog auch den RoboCourier an, einen selbständigen, mobilen Roboter, welcher Laborproben, Medikamente und Arbeitsmaterialien transportiert sowie den TransCar, ein fahrerloses Transportsystem FTS für den geplanten Transport von Containern im Spital (für Wäsche, Mahlzeiten oder Abfälle).

Die Kunden des Geschäftsbereichs ADMS sind grössere Spitalapotheken, für welche Swisslog Lösungen für die automatisierte Lagerung, Kommissionierung und Ausgabe von Arzneimitteln plant und realisiert. Solche Lösungen erhöhen die Sicherheit der Patienten und ermöglichen eine lückenlose Rückverfolgung des Medikamentenverschreibungs- und vergabeprozesses. Die ADMS Systeme von Swisslog ermöglichen den Spitälern, Medikamente korrekt mit Barcode-Identifikation zu verpacken, und zwar automatisiert, patientenspezifisch, tagesaktuell und in der gewünschten Dosierung. Die gesamte Lieferkette bis zum Patienten wird dabei kontrolliert und dokumentiert. Ferner kann das System die Bestände in Stationsschränken, Medikamentenwagen und patientennahen Depots sicher aufbewahren und automatisch auffüllen. Zu den Elementen eines solchen Systems gehört u.a. der PillPick, ein automatisiertes Pack- und

Kommissionierungssystem, der BoxPicker, ein automatisiertes Lagersystem für Apotheken, der MedTower, ein automatisierter Medikamentenschrank sowie die MedPortal Lagerverwaltungssoftware.

In Abbildung 3 ist die Umsatzaufteilung der Division HCS nach Geschäftsbereichen und Regionen im GJ 2013 dargestellt.

Abbildung 3: Umsatzerlöse HCS 2013 nach Geschäftsbereichen und Regionen



Quelle: Unternehmensinformationen

Zu den wichtigen Erfolgsfaktoren im Geschäftsbereich AMTS gehören neben der Lösungskompetenz und Kundenreferenzen insbesondere auch innovative technologische Lösungen. So bietet Swisslog z.B. auslaufsichere Transportbehälter an oder Rohrpostelemente, mit deren Analysedaten sich die g-Beschleunigung der Transportbehälter messen und optimieren lässt.

Der Geschäftsbereich AMTS ist stark abhängig von der allgemeinen Bauaktivität im Gesundheitswesen, d.h. AMTS Lösungen werden in der Regel bei grösseren Spitalneu- oder anbauten bzw. bei Gesamtanierungen von grösseren Spitälern installiert.

Im Bereich ADMS sind neben der gesteigerten Kosteneffizienz insbesondere auch die ständig steigenden Anforderungen an den Medikamentenvergabeprozess und die Compliance (Rückverfolgbarkeit, Reduktion Fehlerquote) wesentliche Treiber für die Nachfrage nach ADMS Lösungen. Swisslog setzt im Bereich ADMS auf zentrale, vollautomatisierte Lösungen, weil diese letztlich eine höhere Sicherheit für die Patienten bieten und den ständig wachsenden Anforderungen an die Medikamentenabgabe besser entsprechen.

Swisslog investiert heute insbesondere in verschiedene Produkte im Bereich ADMS Lösungen (z.B. Unipick 2, Pill Pick Gen2+, MedRover) und im Bereich AMTS in das Rohrpostsystem (z.B. auslaufsicheres Produkt, TransCheck), um Wettbewerbsvorteile zu sichern und auszubauen.

3.4. Strategie

Die Strategie der Swisslog basiert auf den folgenden vier Grundpfeilern:

1. Erfahrung und Präsenz in den Schlüsselmärkten
2. Technologisch führende Produkte und Lösungen
3. Mehrwert für Kunden
4. Exzellente Umsetzung

(1) In den Schlüsselmärkten von Nordamerika, Europa und Asien ist Swisslog vor Ort bereits präsent. Selektiv werden neue Märkte erschlossen.

(2) Für den Markterfolg ist sowohl die Software- wie auch die Hardwarekompetenz entscheidend. Neben laufender Innovation ist auch die weitere Standardisierung und Modularität des Angebots entscheidend, um wettbewerbsfähige, aber dennoch kundenspezifische Lösungen anbieten zu können.

(3) Swisslog bietet den Kunden Mehrwert als Anbieter von Logistiklösungen aus einer Hand. Die Lösungen von Swisslog müssen dem Kunden über die gesamte Anwendungsdauer einen Mehrwert bieten und sich einfach an veränderte Bedürfnisse anpassen bzw. einfach skalierbar sein. Wartungs- und Servicedienstleistungen werden über den ganzen Lebenszyklus sichergestellt.

(4) Mittels einer exzellenten Umsetzung von Logistiklösungen und -projekten auf Basis von möglichst standardisierten Prozessen stellt Swisslog sicher, dass Projekte in der erwarteten Zeit und in der mit dem Kunden vereinbarten Qualität mit einem Minimum an Qualitätskosten implementiert werden.

Im grossen und fragmentierten Markt der Intralogistik fokussiert sich Swisslog auf zwei Geschäftssegmente mit hohem Potential. In beiden Divisionen bietet Swisslog technologische führende Lösungen und Systeme an. Als Anbieter von „Turn-Key“ Projekten und Lösungen ist es für Swisslog im wettbewerbsintensiven Marktumfeld für Neuanlagen entscheidend, über den Lebenszyklus der Anlagen auch den profitableren Customer Service anbieten und sicherstellen zu können.

3.5. Historische Finanzzahlen

Das GJ 2013 der Swisslog führte in einem schwierigen Marktumfeld in Europa wie auch im nordamerikanischen Spitalmarkt zu einem Rückgang von Umsatz und EBIT gegenüber dem GJ 2012. Andererseits wurde dank einem hohen Auftragseingang eine grundsätzlich gute Ausgangslage für das GJ 2014 geschaffen. In der Division HCS war der Auftragseingang nach einem guten Start ab dem 2. Quartal 2013 verhalten, insbesondere im Bereich AMTS. Die Unsicherheiten rund um die Einführung der als „Obamacare“ bekannten Gesundheitsreform in den USA führten zu einem Rückgang der Investitionen der Krankenhäuser. Bei WDS führten Verzögerungen im Auftragseingang verbunden mit zusätzlichem Aufwand in der

Auftragsabwicklung zu einem tieferen Umsatz als im Vorjahr. Im zweiten Halbjahr 2013 konnte ein Grossteil des erlittenen Rückstandes aber wieder wettgemacht werden.

Der Auftragseingang des Swisslog Konzerns erhöhte sich im GJ 2013 gegenüber dem Vorjahr um 10.9% auf CHF 701.3 Mio. Der Umsatz andererseits reduzierte sich um 3.0% auf CHF 632.6 Mio., was auch zu einem tieferen operativen Ergebnis (EBIT) von CHF 20.5 Mio. (-17.7% im Vergleich zum Vorjahreswert von CHF 24.9 Mio¹) führte. Die erzielte EBIT-Marge von 3.2% verfehlte die mittelfristig angestrebte Zielmarge von 5% deutlich. Swisslog erzielte im Jahr 2013 einen Reingewinn von CHF 11.9 Mio. (siehe Tabelle 3)

Tabelle 3: Finanzielle Konzernübersicht GJ 2012 - 2013 (in CHF Mio.)

	Einheit	2013	2012	Veränderung zum Vorjahr in %
Auftragsbestand	CHF Mio.	542.2	487.4	11.2%
Auftragseingang	CHF Mio.	701.3	632.4	10.9%
Umsatz	CHF Mio.	632.6	652.0	-3.0%
EBIT	CHF Mio.	20.5	16.9	21.3%
<i>EBIT-Marge</i>	%	3.2%	2.6%	25.0%
Gesamtergebnis	CHF Mio.	14.0	8.5	NM

Quelle: Unternehmensinformationen

Im ersten Halbjahr 2014 erzielte der Swisslog Konzern einen gegenüber der Vorjahrsperiode um 11.4% gesteigerten Auftragseingang von CHF 298.3 Mio. Der Umsatz stieg ebenfalls um 4.4% auf CHF 319.5 Mio. Das operative Ergebnis (EBIT) verbesserte sich um 13.0% auf CHF 6.1 Mio., wobei die EBIT Marge 1.9% betrug. Allerdings verbuchte WDS im ersten Halbjahr 2014 den Eingang einer bereits wertberechtigten Forderung in der Höhe von CHF 2.4 Mio. Ohne diesen Einmaleffekt hätte sich das EBIT im ersten Halbjahr 2014 verschlechtert, insbesondere aufgrund der schwierigen Nachfragesituation in Bezug auf die Deckungsbeiträge im wichtigen Geschäftsbereich AMTS in den USA (siehe Tabelle 4).

¹ CHF 24.9 Mio. entspricht dem EBIT 2012 vor Restrukturisierungskosten. Nach Restrukturisierungskosten beträgt das EBIT 2012 CHF 16.9 Mio.

Tabelle 4: Finanzielle Konzernübersicht H1 2013 - 2014 (in CHF Mio.)

	Einheit	1. HJ 2014	1. HJ 2013	Veränderung zum Vorjahr in %
Auftragsbestand	CHF Mio.	520.9	450.5	15.6%
Auftragseingang	CHF Mio.	293.3	263.4	11.4%
Umsatz	CHF Mio.	319.5	305.9	4.4%
EBIT	CHF Mio.	6.1	5.4	13.0%
EBIT-Marge	%	1.9%	1.8%	8.2%
Gesamtergebnis	CHF Mio.	-0.9	4.4	NM

Quelle: Unternehmensinformationen

3.6. Marktumfeld für die Division WDS

Es gibt keine allgemein anerkannte Abgrenzung des Intralogistikmarktes und folglich auch keine einheitlichen Schätzungen für die Marktgrösse und das Marktwachstum dieses Marktes bzw. des Marktes für Automatisierungslösungen für Lager- und Verteilzentren. Dies liegt auch daran, dass der Automatisierungsgrad eines Lagers oder Verteilzentrums vom Betreiber je nach Anforderungen und lokalen Arbeitskosten individuell gewählt werden kann, d.h. Swisslog steht als Anbieter von hochautomatisierten kapitalintensiven Lösungen nicht nur mit direkten Systemkonkurrenten im Wettbewerb, sondern auch mit Anbietern, welche sich vor allem auf arbeitsintensive manuelle Lösungen abstützen.

Swisslog schätzt den für die Division WDS zugänglichen Markt (aufgrund der derzeitigen geographischen und branchenspezifischen Marktpräsenz) auf rund USD 14 Mrd. pro Jahr. Auf diese Basis gerechnet ist der Marktanteil für die WDS nur im tieferen einstelligen Prozentbereich, was bereits als Hinweis für die relativ hohe Fragmentierung des Marktes in Bezug auf direkte Konkurrenzierung einerseits und die unterschiedliche Systemarchitektur andererseits gesehen werden kann.

Die für Swisslog relevanten grössten Industriesektoren innerhalb des zugänglichen Marktes von USD 14 Mrd. sind – mit einem Marktvolumen von jeweils rund USD 3 Mrd. – Nahrungsmittel & Getränke, Einzelhandel sowie Pharma. Das Marktvolumen für E-Commerce Lösungen wird derzeit noch auf etwas weniger als die Hälfte dieser drei Hauptsektoren geschätzt. Für die Division WDS ist geographisch Europa der grösste zugängliche Markt mit einem Volumen von ca. USD 6 Mrd.; Asien und Nordamerika folgen mit je rund USD 4 Mrd. Allerdings wächst der europäische Markt gemäss den Schätzungen der Swisslog weniger rasch (< 5% p.a.) als die nordamerikanischen und die asiatischen Märkte mit 6% bzw. knapp 9% p.a.

In Bezug auf Wettbewerbsumfeld und Wertschöpfung lassen sich die Herstellung von Komponenten² und Subsystemen³ sowie die Planung und Realisierung von komplexen logistischen Gesamtlösungen (z.B. Turn-Key-Projekte) unterscheiden. Der Fokus der Swisslog WDS ist im Engineering der Gesamtsysteme inkl. Software. Für die Realisation der erarbeiteten Intralogistik-Lösungen bezieht WDS teilweise Komponenten wie auch Subsysteme von Dritten bzw. entwickelt und montiert diese selbst. WDS bezieht somit auch Produkte und Subsysteme von Anbietern, die sowohl im Produkt- als auch im (Sub-)Systemgeschäft tätig sind und damit auch als Wettbewerber von WDS auftreten können. Das Wettbewerbsumfeld der Swisslog WDS ist damit relativ stark fragmentiert.

Auf globaler Ebene sind die integrierten Anbieter von Logistiklösungen die wichtigsten direkten Konkurrenten der WDS, d.h. also Dematic, SSI Schäfer und Daifuku, aber auch Intelligrated. Witron, Knapp und TGW Logistics sind weitere wichtige Wettbewerber der WDS. Je nach Region und Kundenbedürfnis können auch lokale Anbieter als Wettbewerber auftreten. Damit ist die Zahl der tatsächlichen oder potentiellen Wettbewerber im Hauptmarkt Europa, insbesondere in Deutschland, hoch, was sich auch auf die Margensituation im Projektgeschäft auswirkt.

In diesem fragmentierten Wettbewerbsumfeld gehört WDS mit einem Umsatz von rund USD 500 Mio. zu den mittelgrossen Anbietern, hinter der Gruppe der drei globalen Marktführer SSI Schäfer, Dematic und Daifuku.

3.7. Marktumfeld für die Division HCS

Swisslog schätzt, dass es weltweit ca. 18'000 grössere Spitäler (mit mehr als 200 Betten) gibt, davon ca. die Hälfte in China und dem übrigen Asien, und ca. ein Viertel in Europa. Vom restlichen Viertel ist der Grossteil, d.h. knapp 3'500 Spitäler, in Nordamerika angesiedelt.

Swisslog schätzt den Weltmarkt für automatisierte Materialtransporte in Krankenhäusern auf rund CHF 440 Mio.; mehr als die Hälfte davon auf Nordamerika, knapp 30% auf Asien und der Rest auf Europa. Obschon sich also nur rund 20% aller grösseren Spitäler in Nordamerika befinden, macht dieser Markt mehr als die Hälfte des Weltmarktes aus, d.h. der nordamerikanische Markt für automatisierte Materialtransporte in Krankenhäusern ist am weitesten entwickelt.

Auf dem nordamerikanischen Markt für automatisierte Spitallogistik (AMTS) ist Swisslog der dominierende Anbieter mit einem Marktanteil von rund 80% (gemäss

² Bei den Komponenten werden in der Regel statische Komponenten (z.B. Gestelle ohne Softwaresteuerung) als auch automatisierte Komponenten (z.B. Förderanlagen) unterschieden

³ Bei den Subsystemen werden in der Regel unabhängige Subsysteme (z.B. Regalbediengeräte und Kommissionierungssysteme, aber auch z.B. Fahrerlose Transportsysteme) wie auch integrierte Subsysteme (Warehouse-Management und Fulfillment Software) unterschieden.

Schätzung der Swisslog). Die übrigen Anbieter halten Marktanteile von jeweils weniger als 10%, d.h. sind entweder mittelgrosse oder kleinere Privatfirmen (wie z.B. Pevco), oder betreiben die automatisierte Krankenhauslogistik als Nischengeschäft (wie z.B. JBT Corporation). In Europa erreicht AMTS gemäss Swisslog einen Marktanteil von 25% und steht vor allem im Wettbewerb mit Aerocom und Sumetzberger sowie weiteren, kleineren und lokalen Anbietern. Global betrachtet hält Swisslog einen Marktanteil von ca. 40%. Im Gegensatz zum asiatischen Markt, in welchem zweistellige jährliche Wachstumsraten erwartet werden, ist in Nordamerika aber kaum mit grösserem Wachstum zu rechnen, während für den europäischen Markt für automatisierte Krankenhauslogistik noch von einem gewissen mittelfristigen Wachstumspotenzial ausgegangen wird⁴.

Der zweite Geschäftsbereich von HCS, der Markt für automatisiertes Medikamentenmanagement für Krankenhäuser (ADMS), ist wesentlich grösser als jener der automatisierten Materialtransporte und beträgt gemäss Swisslog weltweit CHF 1.5 Mrd. Bisher existiert dieser Markt aber fast nur in Nordamerika, wo er nicht zuletzt aus Sicherheits- und Compliance-Gründen weiterhin im höheren einstelligen Prozentbereich wächst. Ein noch höheres Wachstumspotenzial wird für das automatisierte Medikamentenmanagement in Europa und Asien gesehen. Ausserdem besteht in China eine grosse Nachfrage nach Automationslösungen für Spitalapotheken, da diese auch die Medikamentenabgabe an nicht hospitalisierte Kunden gewährleisten. Aufgrund der steigenden Anforderungen an die Sicherheit des Medikamentenverschreibungs- und Vergabeprozesses sieht Swisslog hier ein hohes Wachstumspotenzial.

Im Gegensatz zu automatisierten Materialtransporten (AMTS) ist der Marktanteil von Swisslog im automatisierten Medikamentenmanagement (ADMS) mit ca. 2% noch sehr gering und lediglich im einstelligen Prozentbereich. Allerdings ist der Marktanteil im Bereich von zentralen Produkten und Lösungen deutlich höher, während verschiedene Konkurrenten nur dezentrale Lösungen anbieten. Die grössten Anbieter in diesem Markt sind CareFusion, Omnicell, Emerson, aber auch Aesynt (vormals McKesson Automation). Ausserdem drängen aufgrund des Wachstumspotentials diverse Newcomers in diesen Markt. Für HCS steht damit eine Strategie als Innovationsführer im Vordergrund. Im Gegensatz zu CareFusion und Omnicell, welche teilautomatische und dezentrale Lösungen und Systeme anbieten, setzt Swisslog (wie Aesynt) auf zentrale, vollautomatische Lösungen und Systeme.

⁴ Quelle Marktanteile / Markteinschätzung: Management Swisslog

Kapitel 4 – Bewertungsanalysen

Stand-alone / Synergien / Kontrollprämie

Die von BJSS verwendeten Planrechnungen zur Bewertung beschränken sich auf Swisslog als Zielgesellschaft, d.h. es wird in den Planrechnungen von einer selbständigen zukünftigen Geschäftsentwicklung der Swisslog ausgegangen („stand-alone“), ohne dass potentielle Folgen des von Kuka angemeldeten Übernahmeangebots berücksichtigt werden.

Eine Übernahme der Swisslog würde es einem Käufer, der in einem vergleichbaren Sektor tätig ist, eventuell ermöglichen, Synergiepotenziale in bestimmten Bereichen zu nutzen. Grundsätzlich können je nach Käufer Synergien in den Bereichen Vertrieb, Produkte- und Dienstleistungsangebot, Marktpräsenz, Engineering, Know-How sowie Produktion, Corporate Center und Einkauf erwartet werden. In diesem Zusammenhang können sich somit sowohl Ertrags- wie auch Kostensynergien ergeben. Je nach Käufer wären gegebenenfalls auch Synergien bei nicht-operativen Themen denkbar (z.B. bessere Nutzung von Verlustvorträgen o.ä.). Eine Bewertung von Swisslog auf Basis der DCF-Methode und die Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften berücksichtigen diese Synergiepotenziale nicht, da diese von Swisslog in einem stand-alone Szenario nicht realisiert werden können. Wie nachstehend dargelegt wird, stellt die vorliegende Bewertung primär auf die DCF-Methode ab.

Die Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen und die Prämienanalyse erlauben einen Vergleich mit den Werten, die im Rahmen anderer (vergleichbarer) Transaktionen bezahlt wurden. Diese Werte können einen Hinweis auf die Entschädigung der Aktionäre der Zielgesellschaft für das zukünftige Synergiepotenzial im konkreten Einzelfall geben. Das von den Aktionären einer Zielgesellschaft eingebrachte Synergiepotenzial wird je nach spezifischer Konstellation (z.B. im Falle eines Bieterwettbewerbs) mehr oder weniger entschädigt. Kontrollprämien, welche nur einzelnen Aktionären bezahlt werden, sind im Schweizerischen Übernahmerecht nicht mehr erlaubt.

Bewertungsstichtag, Anpassung Planzahlen, Nettoverschuldung, Vollständigkeitserklärung Management Swisslog

Als Bewertungsstichtag wurde der 19. September 2014 festgelegt. Ausgangspunkt für die Planrechnungen bilden insbesondere die Bilanz per 31. Dezember 2013, das Budget bzw. der Forecast 2014 sowie der Business Plan

der Swisslog für die Jahre 2015 und 2016. Die Aufwendungen für Bankgarantien zu Gunsten Dritter (insb. Kunden), welche üblicherweise im Finanzergebnis verbucht werden, haben wir im operativen Ergebnis der Swisslog berücksichtigt. Da das Budget im Jahr 2014 voraussichtlich nicht ganz erreicht wird und zudem ein positiver Einmaleffekt verbucht wird, wurde der Forecast 2014 verwendet sowie die Mittelfristplanung für das Jahr 2015 leicht zurückgenommen. Da es andererseits auch gewisse Optimierungspotenziale gibt, die nicht im Business Plan berücksichtigt sind und gewisse Projekte aus heutiger Sicht lediglich aufgeschoben sind, wird für das Jahr 2016 auf die Mittelfristplanung 2014 - 2016 abgestellt.

In Bezug auf die Nettoverschuldung wurden gewisse ausländische Pensionsverbindlichkeiten eingerechnet, andererseits Verlustvorträge, welche langfristig als nutzbar erscheinen, separat bewertet. Ausserdem wurde berücksichtigt, dass die Swisslog einen gewissen Liquiditätsbestand für ihr operatives Geschäft benötigt.

Das Management von Swisslog hat gegenüber BJSS bestätigt, dass zum Bewertungszeitpunkt keine Änderungen oder Entwicklungen eingetreten sind, die einen wesentlichen Einfluss auf die Bewertung haben könnten, welche nicht im Forecast 2014 und/oder in der Mittelfristplanung (inkl. der oben beschriebenen Anpassungen derselben) berücksichtigt sind.

BJSS hatte im Rahmen mehrerer Management Interviews mit dem CFO der Swisslog auch Gelegenheit, die Bewertung und die ihr zu Grunde liegenden wesentlichen Bewertungsannahmen zu plausibilisieren.

Finanzielle Überschüsse als Basis der Bewertungsmethoden

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.

Planungshorizont und Residualwert

Um die zukünftigen finanziellen Überschüsse zu berechnen, hat BJSS als Ausgangsbasis die historische Entwicklung, den Forecast 2014 sowie den

Mittelfristplan 2015 - 2016 herangezogen. Als Planungshorizont wurde ein Zeitraum bis 2018 gewählt, und anschliessend ein normalisierter, mit den Annahmen für die Berechnung des Residualwertes im Einklang stehender finanzieller Überschuss für das Jahr 2019 hergeleitet. Im Rahmen dieser Normalisierung wurde darauf geachtet, dass das Wachstum, die Margen, die Investitionen und der Steuersatz vor dem Hintergrund historischer Werte und der zukünftigen Strategie von Swisslog plausibel und konsistent erscheinen.

Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen

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

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

WACHSTUM	2013 – 2018	2019
<p>Nominales Wachstum der Umsatzerlöse (Durchschnitt p.a.)</p> <p>Der Auftragseingang und Umsatz von Swisslog ist in der Division WDS bezüglich Neugeschäft von Grossprojekten geprägt; in der Division HCS spielen nebst einzelnen Grossprojekten (Krankenhausneu- oder umbauten) auch die politischen und finanziellen Rahmenbedingungen im Gesundheitswesen eine Rolle. Aufgrund von Projektverschiebungen und -verzögerungen sowie regulatorischen und finanziellen Einflüssen im Spitalbereich können Auftragseingang und Projektfortschritt kurzfristig erheblichen Schwankungen unterliegen. In 2013, aber auch in der ersten Hälfte 2014, waren z.B. im Bereich HCS die Unsicherheiten im Zusammenhang mit der US-Gesundheitsreform („Obamacare“) negativ spürbar.</p> <p>Das Umsatzwachstum in der Division HCS soll hauptsächlich, bei einem überproportionalen Wachstum in Asien, im Bereich ADMS erfolgen.</p> <p>Es ist geplant, dass sich die Division WDS einerseits hauptsächlich auf die Wachstumsopportunitäten in Asien und Nordamerika fokussiert, andererseits auf die wach-</p>	<p>Durchschnitt 4.8%</p>	<p>1%</p>

<p>tumsträchtigen Industriesegmente wie z.B. E-Commerce. Gleichzeitig wird mit einem anhaltenden Preisdruck gerechnet, so dass erwartet wird, dass auch aufgrund einer konsequenten Projektselektion der Umsatz im WDS-Neugeschäft über die Planungsperiode weniger stark wächst als HCS.</p> <p>In beiden Divisionen, d.h. bei HCS wie auch bei WDS, soll der Customer Service überproportionale Wachstumsbeiträge liefern, d.h. Swisslog erwartet vom überdurchschnittlich margenträchtigen Servicegeschäft auch wachsende Umsatzbeiträge. Das angenommene Wachstum in der Periode 2013 bis 2018 liegt damit im Rahmen der Wachstumsaussichten der Märkte für die beiden Divisionen von Swisslog (gemäss Management 3-5% für die Division WDS und 5 - 7% für die Division HCS).</p> <p>Die langfristige Wachstumsrate wird mit 1% p.a. angenommen und entspricht der langfristigen Inflationserwartung.</p>		
---	--	--

PROFITABILITÄT	2014 - 2018	2019
<p>EBIT-Marge</p> <p>Im GJ 2013 erzielte Swisslog mit einem Konzernumsatz von CHF 632.6 Mio. ein operatives Ergebnis von CHF 20.5 Mio., was einer EBIT-Marge von 3.2% entspricht. In der kleineren Division HCS (Umsatz CHF 211.3 Mio. gegenüber CHF 421.3 Mio. im Bereich WDS) erzielte die Swisslog relativ betrachtet eine höhere EBIT-Marge (7.4% versus 2.7% im Bereich WDS), jeweils vor Kosten auf Gruppenstufe. Die geplante Verbesserung des Business Mix (rascheres Wachstum im Bereich HCS im Vergleich zum Bereich WDS aufgrund der erwarteten dynamischen Entwicklung im ADMS-Markt einerseits, überproportionale Umsatzentwicklung im Customer Service andererseits) soll dabei wesentlich zur angestrebten EBIT-Margenverbesserung auf den Zielbereich von 5% in 2016 beitragen. Weiter sollen verschiedene Neuentwicklung im Produktportfolio, Initiativen in den geographischen Verkaufskanälen und Verbesserungen der Organisationsstruktur dazu beitragen, die angestrebte Zielmarge von 5% zu erreichen und anschliessend auch zu halten. Die spezifischen Projektrealisierungsrisiken im Neugeschäft werden auf Basis der historischen Erfahrungen in der Planung berücksichtigt. In der Periode 2014-2018 beträgt die durchschnittliche EBIT-Marge 4.5% auf Gruppenebene. Es wird seitens BJSS unterstellt, dass langfristig im Durchschnitt über einen Konjunkturzyklus hinweg eine EBIT-Marge von 5% erzielt werden kann, welche mit der Zielsetzung von Swisslog, eine mittelfristig eine nachhaltige EBIT-Marge von 5% zu erzielen, übereinstimmt.</p>	<p>Durchschnitt 4.5%</p>	<p>5%</p>

INVESTITIONEN	2014 - 2018	2019
<p>Investitionen in Anlagevermögen</p> <p>Aufgrund verschiedener laufender bzw. neuer Produktentwicklungen rechnet Swisslog in den nächsten drei Jahren mit relativ hohen Investitionen in das Anlagevermögen in der Höhe von knapp 3% des Umsatzes. Anschliessend orientieren sich die Investitionen in das Anlagevermögen bis zum Jahr 2019 am langfristigen und historisch stabilen Niveau von knapp 2% des Umsatzes.</p> <p>Darüber hinaus führt der Expansionsfokus auf Asien und HCS zu einer höheren erwarteten Kapitalbindung im Umlaufvermögen. Langfristig geht BJSS davon aus, dass die Kapitalbindung im Nettoumlaufvermögen aufgrund des überproportionalen Umsatzwachstums im HCS leicht zunimmt.</p>	<p>1.9% - 3% vom Umsatz</p>	<p>1.9% vom Um- satz</p>

WEITERE WERTETREIBER
<p>Residualwert bei der DCF Bewertung: Wachstumsannahme nach dem Jahr 2019</p> <p>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 Swisslog wurde von BJSS ein ewiges Wachstum von 1.0% p.a. angenommen, was einer durchschnittlichen, moderaten Inflationserwartung in Schweizer Franken entspricht. Die Planungswährung der Swisslog ist der Schweizer Franken.</p>
<p>Steuersatz</p> <p>Die angespannte bzw. teilweise negative Ertragslage in diversen europäischen Märkten, kombiniert mit einer relativ hohen Profitabilität in Nordamerika, führt zu einem relativ hohen aktuellen Konzernsteuersatz (GJ 2013: 37%). Langfristig geht BJSS davon aus, dass sich die Profitabilität in den einzelnen Ländern etwas angleicht und mittel- bis längerfristig ein durchschnittlicher Konzernsteuersatz von 32% realisiert werden kann. Die erwartete Nutzung der Verlustvorträge wird bei der Bestimmung der Nettoverschuldung berücksichtigt.</p>

Verwendete Analysemethoden

Zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots steht die DCF-Methode im Vordergrund. Zur Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses wurde zusätzlich eine Analyse vergleichbarer Gesellschaften (Compco Analyse), eine Analyse vergleichbarer Transaktionen (Compac Analyse) sowie eine Analyse von im Schweizerischen Markt bei Börsentransaktionen bezahlten Kontrollprämien (Prämienanalyse) durchgeführt.

4.1. Discounted Cash Flow Methode

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 wurden als Diskontsatz die gewichteten Fremd- und Eigenkapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital) verwendet. Die Berechnung der Kapitalkostenkomponenten basiert auf dem Capital Asset Pricing Model.

Da die Planrechnungen in CHF dargestellt sind, wurde der Diskontsatz auf Basis der CHF-Kapitalkosten berechnet. Die folgenden Inputvariablen fanden bei der Berechnung des Diskontsatzes Verwendung.

Das Bewertungsergebnis der DCF-Methode ist immer von der Erreichbarkeit der langfristigen Planrechnungen abhängig, während andere Methoden wie Compcoc und Compac nur die kurzfristigen Ergebnisse berücksichtigen.

Risikoloser Zinssatz

Für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes wird vom CHF-Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage ausgegangen. Dabei wird für den risikolosen Zinssatz die langfristig erzielbare Rendite von Anleihen öffentlicher Emittenten herangezogen. Da Laufzeiten aber zeitlich begrenzt sind, muss eine Annahme bzgl. des Zinsniveaus bei der Wiederanlage getroffen werden. Zur Orientierung wurde dazu die historische Zinsentwicklung herangezogen.

Anleihen der Eidgenossenschaft mit Restlaufzeit von 30 Jahren wiesen am 18. September 2014 eine Rendite von 1.2%⁵ auf. Der tiefe Zinssatz ist geprägt durch das aktuelle Tiefzinsumfeld. Über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten war das Zinsniveau jedoch klar über 4%⁶. Unter Berücksichtigung der Zinsentwicklung in der Vergangenheit und der aktuellen Rendite dieser langfristigen Anleihen wurde deshalb der Bewertung ein risikoloser Basiszinssatz in der Höhe von 4% zugrunde gelegt.

⁵ Quelle: Bloomberg

⁶ Quelle: Fictet & Cie, Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926 - 2013), Januar 2014

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 Capital Asset Pricing Model („CAPM“). Dieses ist im Rahmen dieses Gutachtens angewendet worden.

Die unternehmensspezifische Risikoprämie 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. Kapitalmarktuntersuchungen langjähriger Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Unter Berücksichtigung der langfristigen Aktienmarktrendite in der Schweiz in Höhe von ca. 8% bis ca. 10%⁷ errechnet sich, nach Abzug des angenommenen risikolosen Zinssatzes in Höhe von 4%, eine der Bewertung zugrunde gelegte Marktrisikoprämie in Höhe von 5%.

Zur Herleitung des Beta-Faktors für Swisslog wurden die Beta-Faktoren vergleichbarer Gesellschaften verwendet (vgl. Beilage 4 Betas). Dabei wurden die Betas von Interroll und Wincanton nicht berücksichtigt, da diese unter 0.5 lagen und somit wenig plausibel erschienen.

Damit die Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen vergleichbar sind, wurden diese um die unternehmensspezifische Verschuldung bereinigt (verschuldungsbereinigtes bzw. unlevered Beta). Der durchschnittliche

⁷ Quelle: Fictet & Cie, Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926 - 2013), Januar 2014

verschuldungsbereinigte (schuldenfreie) Beta-Faktor der Vergleichsunternehmen beträgt 0.79⁸.

Im Projektgeschäft der Swisslog sind die Gewährleistungen und Garantien an die Kunden wie auch die Vorauszahlungen von Kunden oft durch Bankgarantien abzusichern. Die „bilanzielle“ Verschuldungskapazität der Swisslog wird dadurch stark eingeschränkt. Da die Reputation von Swisslog im Rahmen des von ihr betriebenen Projektgeschäfts eine wichtige Rolle spielt, ist eine solide Bilanz wichtig, um die Geschäftsentwicklung, wie im Businessplan dargestellt, zu erreichen. Vor diesem Hintergrund hat BJSS für Swisslog als Zielkapitalstruktur ein Gearing von 0 (d.h. keine Fremdkapitalfinanzierung) verwendet. Basierend auf den Gesprächen mit der Swisslog wird dies als angemessen erachtet. Eine hohe Eigenfinanzierung vergrößert ausserdem die operative und strategische Flexibilität und damit die rasche Wahrnehmung von Marktchancen bzw. Anpassung an Marktrisiken, womit die operative Zielerreichung über einen Marktzyklus erleichtert wird.

Fremdkapitalkosten

Aufgrund der von BJSS verwendeten Zielkapitalstruktur (nur Eigenkapital) entfällt eine Modellierung der Fremdkapitalkosten bei der Berechnung der Kapitalkosten.

Gesamtkapitalkosten

Auf Basis der oben erläuterten Annahmen errechnen sich die Gesamtkapitalkosten, die aufgrund der Zielkapitalstruktur den Eigenkapitalkosten entsprechen, für Swisslog wie folgt:

Tabelle 5: Übersicht über Gesamtkapitalkosten

Gesamtkapitalkostenberechnung		
(Zahlen teilweise gerundet)	Swisslog	Quelle:
Risikofreier Zinssatz	4.0%	Rendite Schweizer Staatsanleihen, Pictet
Marktrisikoprämie	5.0%	(Aktienmarktrendite - risikofreier Zinssatz), Pictet
Unlevered Beta=Relevered Beta	0.79	Peergroupanalyse; Bloomberg
Gesamtkapitalkosten	7.95%	= Risikofreier Zinssatz + (Marktrisikoprämie*Relevered Beta)

Quelle: siehe Definitionen in Abbildung

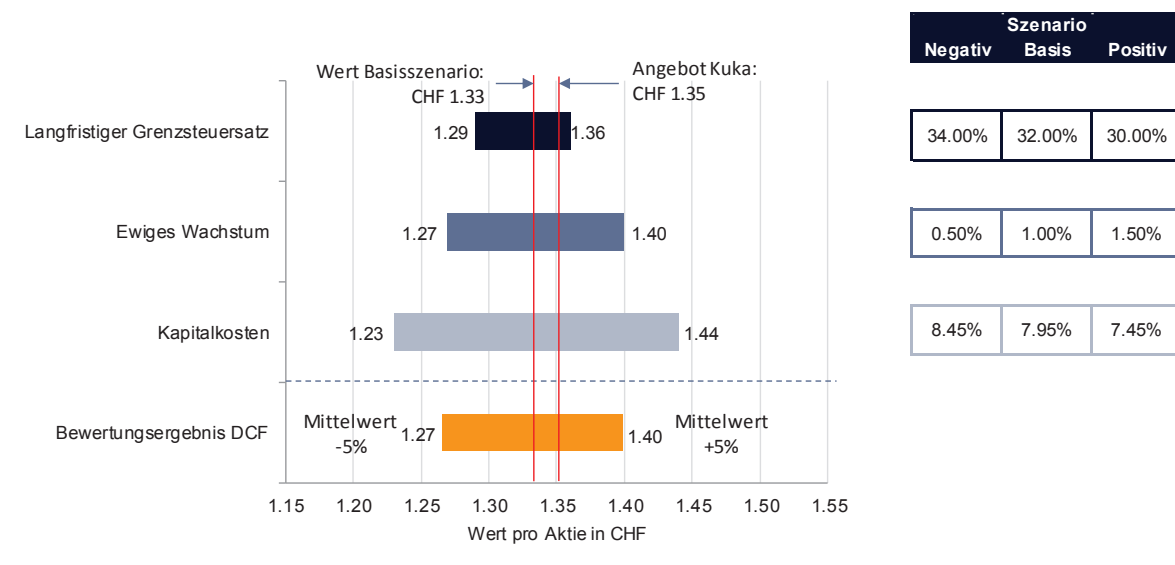
⁸ Stichtag: 19.9.2014

Resultat DCF-Bewertung und Sensitivitätsanalyse

Auf Basis der oben spezifizierten Annahmen ergibt sich im Basisszenario ein DCF-Wert von CHF 1.33 pro Namenaktie Swisslog.

Die Wertbandbreite der DCF-Bewertung wurde durch eine Sensitivitätsanalyse eingegrenzt, anhand welcher Werttreiber innerhalb einer gewissen Spanne variiert wurden. Als Parameter wurden die Kapitalkosten, das ewige Wachstum sowie der langfristige Steuersatz bestimmt. Das Resultat der Sensitivitätsanalyse ist in der folgenden Graphik (Abbildung 4) dargestellt:

Abbildung 4: Sensitivitätsübersicht



Quelle: BJSS

Wie die Graphik zeigt, ist die Sensitivität des Wertes pro Aktie in Bezug auf die Kapitalkosten am grössten. Die Sensitivitätsanalyse der DCF-Bewertung führt zu einer Wertbandbreite von CHF 1.27 bis CHF 1.40 pro Namenaktie von Swisslog, wobei die Wertbandbreite mit +/- 5% des Wertes gemäss Basisszenario von CHF 1.33 je Aktie festgelegt wurde.

4.2. Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Compco)

Stellenwert

Diese Methode wird insbesondere in der Finanzanalyse häufig verwendet, da die Kapitalmarktteilnehmer in der Regel nicht über detaillierte Planrechnungen der

Unternehmen verfügen. Da EJSS die Planrechnungen von Swisslog zur Verfügung gestellt wurden und diese in Diskussion mit dem Management plausibilisiert werden konnten, beurteilen wir die DCF-Bewertung als die aussagekräftigere Bewertungsmethode. Die Bewertung mit Hilfe von ähnlichen kotierten Gesellschaften dient damit primär der Überprüfung und Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses der DCF-Methode.

Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes (aktueller Börsenwert plus finanzielle Nettoschulden, steueradjustierte Pensionsverpflichtungen und Minoritäten sowie abzüglich nutzbarer, diskontierter steuerlichen Verlustvorträgen) von vergleichbaren, kotierten Gesellschaften mit den aktuellen bzw. erwarteten finanziellen Kennzahlen (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT, Reingewinn) für die beiden folgenden Kalenderjahre⁹ werden Multiplikatoren errechnet und ein Durchschnitt gebildet (siehe Beilage 1 Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen). Die Anwendung dieser Durchschnittsmultiplikatoren auf die finanziellen Kennzahlen von Swisslog (EBITDA und EBIT) 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 Swisslog, auf die der Multiplikator angewendet wird.

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

Da die Bewertung mittels Vergleichsgesellschaften in der Regel auf dem erwarteten Ergebnis der nächsten zwei Jahre basiert (Kalenderjahr 2014E sowie Kalenderjahr 2015E), widerspiegeln diese Ergebnisse den Unternehmenswert aus einer eher 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.

⁹ Um eine bessere Vergleichbarkeit zu erreichen, wurden die Multiplikatoren kalendarisiert, wenn die Bilanzstichtage der Unternehmen nicht auf Ende des Jahres fallen.

Auswahl der Vergleichsgesellschaften für Swisslog

Die Auswahl von Vergleichsgesellschaften für Swisslog gestaltet sich anspruchsvoll, da das Unternehmen in einer (zumindest bezogen auf börsenkapitalisierte Vergleichsunternehmen) einzigartigen Kombination von Geschäftsbereichen und Endmärkten mit einem sehr spezifischen Geschäftsmodell tätig ist. Einerseits bietet Swisslog als Systemintegrator auch eine Vielzahl von Komponenten und stand-alone Subsystemen aus eigener Hand an, andererseits ist die Gesellschaft neben dem Geschäftsbereich Intralogistik für Lager- und Verteilzentren auch im Healthcare-Segment als Lösungsanbieter für Intralogistikleistungen und für das automatisierte Medikamentenhandling in Krankenhäusern tätig. Obwohl Swisslog global aufgestellt ist, wird ein grosser Anteil der Erlöse im Bereich HCS in Nordamerika erwirtschaftet (ca. 60% im GJ 2013). Der restliche Umsatz wird in Europa (ca. 23% im GJ 2013) und in Asien (ca. 17% im GJ 2013) erwirtschaftet, wobei der in Asien generierte Umsatzanteil in Zukunft überproportional steigen dürfte. Insgesamt erwirtschaftete Swisslog im GJ 2013 51% des Umsatzes in Europa, 32% in Nordamerika und 17% in Asien.

Um diesen Umständen Rechnung zu tragen, wurde von BJSS eine Vergleichsgruppe gebildet, die die oben beschriebenen Unternehmenscharakteristika von Swisslog betreffend Produkten und Dienstleistungen, Geografie und Endmärkte möglichst gut widerspiegelt. Dabei handelt es sich hauptsächlich um international tätige Systemintegratoren und Komponentenhersteller im Intralogistikmarkt mit vergleichbarer Profitabilität auf Stufe EBITDA und EBIT. Es ist anzumerken, dass mit Omnicell nur eine im Healthcare-Bereich tätige und kotierte Vergleichsgesellschaft mit einem zumindest teilweise vergleichbaren Produkte- und Profitabilitätsprofil für den Geschäftsbereich HCS verfügbar war. Was die geographische Vergleichbarkeit betrifft, befinden sich die Heimmärkte einer Mehrheit der Vergleichsunternehmen in Europa und Asien, wobei vor allem auch die asiatischen Vergleichsunternehmen einen relativ hohen Anteil des Umsatzes in Nordamerika erwirtschaften. Weiter wird die Tätigkeit von Swisslog in Nordamerika, insbesondere was den Bereich HCS betrifft, durch den Miteinbezug der amerikanischen Gesellschaft Omnicell berücksichtigt. Die konkreten Auswahlkriterien sowie die ausgewählten Vergleichsunternehmen sind in nachstehender Tabelle zusammengefasst (Tabelle 6).

Tabelle 6: Übersicht Vergleichsunternehmen

Vergleichsunternehmen		
Auswahlkriterien	1) Konkurrent von Swisslog im Intralogistikbereich (Lager- und Verteilzentren und Healthcare)	
	2) Vergleichbares Produkteportfolio	
	3) Ähnliche Profitabilitätsprofile	
	4) Ausgewogener geographischer Fit	
Ausgewählte Unternehmen	Kardex	Interroll
	Daifuku	Wincanton
	Tsubakimoto	Jungheinrich
	Omniceil	

Quelle: BJSS

Für die ausgewählten Vergleichsunternehmen wurde der EBITDA sowie der EBIT Multiplikator für die kommenden zwei Jahre (2014E und 2015E) berechnet. Obwohl potentiell vergleichbare Unternehmen, welche aber stark abweichende Profitabilitätskennzahlen auf Stufe EBITDA und EBIT aufwiesen, von der Vergleichsgruppe ausgeschlossen wurden, bestehen auch bei den ausgewählten Unternehmen noch signifikante Margenunterschiede. Auf eine Bewertung mittels eines Umsatz-Multiplikators wurde aus diesem Grund verzichtet.

Resultat der Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften

Bei Gleichgewichtung von EBITDA und EBIT Multiplikatoren ergibt sich eine Bewertungsbandbreite von CHF 1.10 bis CHF 1.21 je Swisslog Aktie bei einer Bewertungsbandbreite von +/- 5% um den Mittelwert.

Das Resultat der Compco Analyse liegen damit unter dem Resultat der DCF-Bewertung, was sich u.a. auch damit erklärt, dass Swisslog in den Jahren 2014 und 2015 die angestrebte Zielmarke von 5% EBIT noch nicht erreicht.

4.3. Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen (Compac)

Stellenwert

Wollen sich ein strategischer Käufer und ein Verkäufer auf einen Kaufpreis im Hinblick auf eine Übernahme einigen, müssen sich die beiden Parteien im Rahmen ihrer Bewertungs-Gutachten Überlegungen zum Synergie- und kombinierten Marktpotenzial machen. Um als Käufer den Zuschlag zu erhalten, kann sich dieser bereit erklären, einen Teil des zukünftigen Potenzials in seine

Preisofferte einzubeziehen, was zu einer Prämie auf den Börsenkurs führt. Eine Analyse ähnlicher Transaktionen kann Aufschluss über bezahlte Multiplikatoren in Übernahmesituationen geben. Allerdings muss festgehalten werden, dass es schwierig ist, vergleichbare und gleichzeitig aktuelle Transaktionen zu finden. Diese dürfen nicht zu weit zurückliegen, weil sich bezahlte Multiplikatoren – wie die Bewertung der Aktienmärkte – über die Zeit stark verändern können.

Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes, der im Rahmen einer Übernahme bezahlt wurde, mit ausgewählten finanziellen Kennzahlen der Zielgesellschaft (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT, Reingewinn) erhält man den „bezahlten“ Multiplikator. Mittels vergleichbarer Transaktionen wird so ein Durchschnittsmultiplikator ermittelt, der dann durch Multiplikation mit den entsprechenden finanziellen Kennzahlen der Zielgesellschaft zu einem impliziten Unternehmenswert für die Zielgesellschaft führt.

Auswahl ähnlicher Transaktionen

Obwohl im Intralogistikbereich in den letzten Jahren eine Vielzahl von Transaktionen stattgefunden hatten, zeigte sich, dass aus verschiedenen Gründen nur eine Handvoll relevanter Vergleichstransaktionen identifiziert werden konnte. Dies ist primär darauf zurückzuführen, dass die Zielgesellschaften zum Teil nicht kotiert oder der Kaufpreis respektive die Multiplikatoren nicht öffentlich verfügbar waren.

Die wichtigsten von uns angewendeten Kriterien für die Auswahl der Transaktionen waren die folgenden:

- Transaktionen, die im Zeitraum 2008 bis 2014 angekündigt wurden (der lange Zeitraum wurde gewählt, um die Chancen, vergleichbare Transaktionen zu finden, zu erhöhen);
- Unternehmen mit Eusinessaktivitäten im Bereich Intralogistik;
- Verfügbarkeit von Multiplikatoren;
- Reine Barangebote;
- Kontrollerwerb;
- Transaktion wurde erfolgreich abgeschlossen.

Die resultierenden Multiplikatoren ähnlicher Gesellschaften sind in untenstehender Tabelle 7 ersichtlich. Da für die meisten Transaktionen keine EBIT Multiplikatoren verfügbar waren, wurde auf die EBITDA Multiplikatoren abgestellt.

Der durchschnittliche EBITDA-Multiplikator unter Ausschluss der minimalen und maximalen Werte aller ausgewählten Transaktionen beträgt 8.7x¹⁰.

Tabelle 7: Vergleichbare Transaktionen

Zielgesellschaft	Übernehmende Gesellschaft	Datum Ankündigung	Zahlungsart	EV (in Mio. CHF)	LTM EBITDA Multiple
Dematic	AEA / OTPP	Nov 12	Cash	936	7.8x
Fives	AXA PE	Jul 12	Cash	960	8.1x
Intelligrated	Permira	Jun 12	Cash	475	9.0x
AS Accu Sort Systems	Datalogic	Nov 11	Cash	120	7.5x
Rowa	CareFusion	Jul 11	Cash	125	8.3x
Demag Cranes	Terex	Mai 11	Cash	1'186	13.7x
Mecalux	Caja Madrid	Jun 08	Cash	1'034	10.4x

Quelle : Mergermarket, Unternehmensinformation, öffentliche Medien

Resultat der Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen

Damit ergibt sich basierend auf dem EBITDA 2014 der Swisslog eine Bewertung von CHF 1.14 je Aktie bzw. bei Anwendung einer Bewertungsbandbreite von +/-5% ein Wert je Aktie von CHF 1.09 bis CHF 1.19.

Die Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen liegt deutlich unter dem Resultat der DCF-Bewertung. Dies liegt primär daran, dass das Resultat auf Stufe EBITDA von Swisslog stark geprägt wird durch das schwierige Marktumfeld v.a. in Nordamerika und damit deutlich unter dem mittel- bis langfristigen Ertragspotential der Gesellschaft liegt. Entsprechend erachten wir die Aussagekraft der Compac Analyse als sehr beschränkt.

4.4. Analyse bezahlter Prämien im Schweizerischen Kapitalmarkt (Prämienanalyse)

In einer weiteren Analyse haben wir beurteilt, wie sich die Prämie auf den volumengewichteten Durchschnittskurs (VWAP) der letzten 60 Börsentage der Swisslog Aktie vor Ankündigung einer möglichen Offerte zu den bezahlten Prämien in vergleichbaren vergangenen Börsentransaktionen verhält.

Die besondere Konstellation im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots beeinflusst die Prämie wesentlich. So ist es beispielsweise wichtig, wie hoch der Anteil des Anbieters am Zielunternehmen zum Zeitpunkt der Voranmeldung ist. Verfügt der Anbieter bereits über eine komfortable Mehrheit des Aktienkapitals, wird seine Bereitschaft, den übrigen Aktionären eine zusätzliche Kontrollprämie auf dem Aktienkurs zu gewähren, kleiner sein, da er die Kontrolle über das Unternehmen faktisch bereits ausübt. Weiter ist die Art der Entschädigung zu berücksichtigen, weshalb in dieser Analyse nur Barofferten einbezogen wurden.

¹⁰ Ohne Berücksichtigung des Maximal- und Minimalwertes der Vergleichsgruppe

Ferner wurde die Analyse auf Transaktionen beschränkt, welche ein Volumen von zwischen CHF 100 Mio. und CHF 2 Mrd. aufwiesen, also Transaktionen von Gesellschaften mittlerer Grösse. Zudem wurden in der Vergangenheit in verschiedenen Fällen höhere Prämien an Aktienklassen bezahlt, welche über eine Stimmbevorzugung resp. einen tieferen Nennwert bei gleichem Stimmrecht verfügten.

Darauf basierend, wurden die Kriterien zur Berücksichtigung vergleichbarer Transaktionen wie folgt festgelegt:

- Berücksichtigung von Transaktionen seit 1. Januar 2005;
- Zielgesellschaft ist / war an der SIX Swiss Exchange kotiert;
- Transaktionswert mindestens CHF 100 Mio. bzw. maximal CHF 2 Mrd.;
- Gesellschaft mit industriellen Geschäftsaktivitäten (d.h. bspw. ohne Banken, Versicherungen, Dienstleistungen, Immobilien, Investment-Gesellschaften, etc.);
- Reines Barangebot;
- Das Aktienkapital der Zielgesellschaft besteht aus nur einer Aktienklasse;
- Kontrollerwerb, d.h. die Anbieterin hielt vor Lancierung des Übernahmeangebots keine Mehrheitsbeteiligung von >33.3% an der Zielgesellschaft.

Ausgehend von einer durchschnittlich bezahlten Prämie in der Höhe von 33.2% und dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Swisslog Namenaktien in den letzten 60 Tagen vor dem 19. September 2014 in Höhe von CHF 1.17 errechnet sich ein Aktienpreis von CHF 1.55. Wenn als Basis der volumengewichtete Durchschnittskurs der letzten 12 Monate vor dem 19. September 2014 in Höhe von CHF 1.12 hinzugezogen wird, ergibt sich ein Preis pro Aktie von CHF 1.50.

Die Ermittlung der im Schweizerischen Kapitalmarkt erzielten Prämien bei Barangeboten ist in Beilage 3 Prämienanalyse dargestellt. Zum Ergebnis der Prämienanalyse ist festzuhalten, dass die Ausgangsbasis, d.h. der 60 Tage VWAP wenig aussagekräftig ist. Wir gehen davon aus, dass der Aktienkurs seit längerem, d.h. seit Mitte 2012, durch die wiederholten Beteiligungskäufe von Grenzebach und Swotem (siehe nachfolgend in Tabelle 8), in einem nicht näher quantifizierbaren Ausmass bereits eine Übernahmeprämie enthält. Bei Anwendung der sich aus der Prämienanalyse ergebenden durchschnittlich bezahlten Übernahmeprämie am Schweizer Markt auf den 60 Tage VWAP vor der Bekanntgabe des Angebots würde also mit hoher Wahrscheinlichkeit die Übernahmeprämie (wenigstens teilweise) zweimal berücksichtigt. Vor diesem

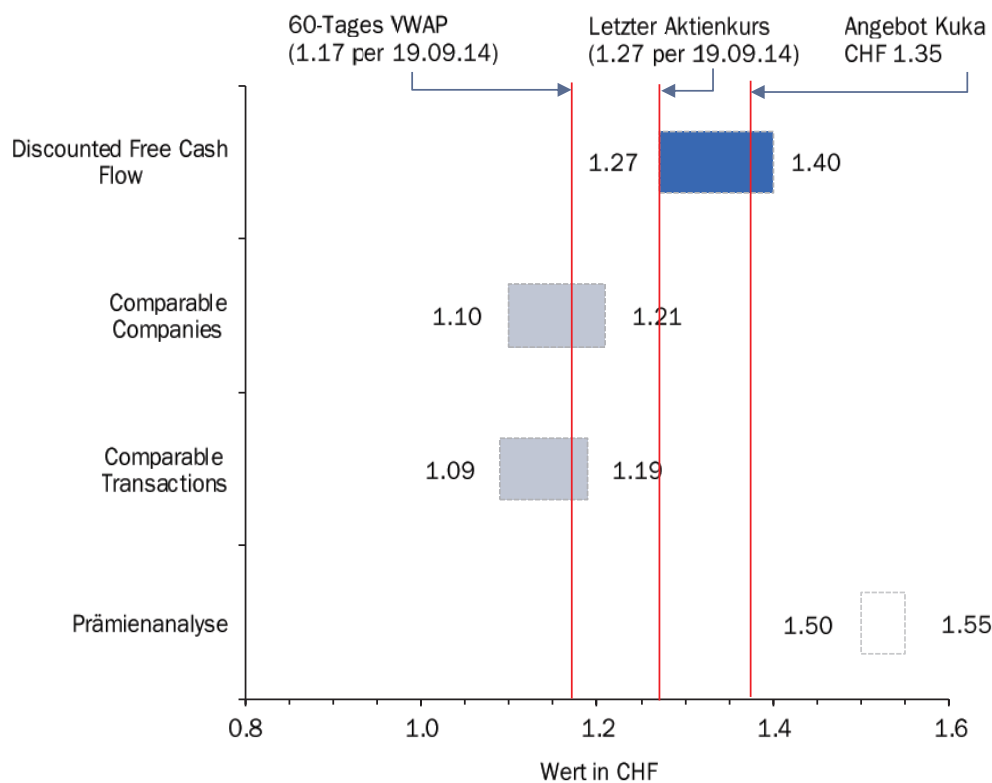
Hintergrund verzichten wir vorliegend auf eine Verwendung der Prämienanalyse bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Kaufangebots.

Tabelle 8: Meldepflichtige Beteiligungskäufe Swisslog

Datum der Meldung	Aktionär	Meldepflichtige Schwelle
06.09.2014	SWOCTEM	15%
24.01.2014	SWOCTEM	10%
11.12.2013	Grenzebach	25%
29.05.2013	SWOCTEM	5%
12.09.2012	Grenzebach	20%
12.09.2012	Grenzebach	15%
22.05.2012	Grenzebach	10%

4.5. Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses

Abbildung 5: Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses



Quelle: BJSS

Das Bewertungsergebnis der DCF-Methode liegt deutlich über dem Ergebnis der Analyse vergleichbarer Unternehmungen (Comparable Companies) bzw. deutlich über dem Resultat der Analyse vergleichbarer Transaktionen (Comparable Transactions). Es ist üblich, dass das Ergebnis auf Basis vergleichbarer Unternehmen tiefer liegt als das Ergebnis der DCF Analyse. Dieser Umstand erklärt sich vorliegend u.a. auch dadurch, dass Swisslog auf Basis der Planrechnungen in den Jahren 2014 und 2015 die mittelfristig angestrebte EBIT Marge von 5% relativ deutlich verfehlt.

Eher untypisch ist das Resultat auf Basis vergleichbarer Transaktionen. Dieses liegt, gut vergleichbare Transaktionen vorausgesetzt, oft im Streubereich des mittels DCF-Methode ermittelten Bewertungsergebnisses. Die Differenz im vorliegenden Fall ist darauf zurückzuführen, dass Swisslog auf Basis der Planrechnungen im Jahr 2014 eine EBIT Marge von 2.7% erzielen wird, während das Bewertungsergebnis der DCF Methode von der nachhaltigen EBIT-Zielmarge von 5% geprägt ist.

Wie bereits in Abschnitt 4.4 erläutert, ist gemäss Auffassung von BJSS die Prämienanalyse im vorliegenden Fall nicht aussagekräftig, da der volumen-gewichtete Durchschnittskurs der letzten 60 Tage bzw. der letzten 12 Monate vor Stichtag¹¹ nicht aussagekräftig ist. Es fehlt damit an einer geeigneten Basis zur Ermittlung einer Bewertungsbandbreite unter Anwendung der Prämienanalyse. Damit stellen wir im vorliegenden Fall auf das Ergebnis der DCF-Bewertung ab, da diese unseres Erachtens ein aussagekräftiges Bewertungsergebnis liefert. BJSS konnte vertieften Einblick in die Geschäftstätigkeit und in die Planrechnungen der Gesellschaft nehmen und die daraus gewonnenen Erkenntnisse in der DCF-Bewertung berücksichtigen. Nach Auffassung von BJSS plausibilisieren die Ergebnisse der Analyse vergleichbarer Transaktionen wie auch vergleichbaren Gesellschaften das Bewertungsergebnis mittels DCF-Bewertung, weil sich die Unterschiede in den Bewertungsergebnissen gut nachvollziehen und erklären lassen.

Auf Basis des oben erläuterten Vorgehens bei der Bewertung von Swisslog ergibt sich unter Anwendung einer Bewertungsbandbreite von +/- 5% auf das Bewertungsergebnis der DCF Analyse, d.h. CHF 1.33 je Aktie Swisslog, eine Bewertungsbandbreite von zwischen CHF 1.27 und CHF 1.40.

Der von Kuka im Rahmen des Angebots offerierte Preis von CHF 1.35 liegt damit leicht über dem Bewertungsergebnis der DCF Analyse und innerhalb der mit dieser Methode ermittelten angemessenen Bewertungsbandbreite.

¹¹ 19.9.2014

Kapitel 5 – Ergebnis des Gutachtens

Basierend auf den diesem Gutachten zugrunde liegenden Bewertungsanalysen und Überlegungen sollte der Angebotspreis im Sinne der finanziellen Angemessenheit in der ermittelten Bewertungsbandbreite in Höhe von CHF 1.27 bis CHF 1.40 pro Namenaktie Swisslog liegen. Diese Aussage stützt sich primär auf das Ergebnis der DCF Bewertung.

Damit erachten wir den von Kuka im Rahmen des Angebots offerierten Preis von CHF 1.35 als finanziell angemessen.

Das Ergebnis wird durch die Resultate der Analyse vergleichbarer Unternehmen und vergleichbarer Transaktionen plausibilisiert.

Wichtig für die Privataktionäre

Das Ergebnis dieses Gutachtens berücksichtigt die potentiellen Steuerfolgen einzelner Aktionäre nicht. Diesbezügliche Angaben finden sich im Angebotsprospekt von Kuka.

Zürich, 25. September 2014

Bank J. Safra Sarasin AG

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

Beilagen

Beilage 1: Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen (Compco)

Gesellschaft	Land	Währung	Aktienkurs 19.09.2014	Markt- kapital- isierung (in Mio.)	EBITDA Multiplikatoren			EBIT Multiplikatoren			LFY	
					CY 2014E	CY 2015E	CY 2016E	CY 2014E	CY 2015E	CY 2016E	EBITDA Margin in %	EBIT Margin in %
SWISSLOG HLDG-R	SWITZERLAND	CHF	1.3	322	10.6x	9.1x	8.4x	15.5x	12.7x	11.5x	4.8%	3.2%
KARDEX AG-REG	SWITZERLAND	CHF	43.7	282	6.7x	6.1x	5.8x	8.2x	7.4x	6.9x	11.9%	9.8%
DAIFUKU CO LTD	JAPAN	JPY	1328.0	161'122	10.9x	9.5x	8.6x	14.0x	12.5x	11.7x	6.8%	5.2%
TSUBAKIMOTO CHAI	JAPAN	JPY	908.0	169'897	7.2x	6.9x	6.5x	10.4x	10.2x	9.5x	14.9%	9.7%
OMNICELL INC	UNITED STATES	USD	27.1	812	8.4x	7.3x	6.4x	12.2x	10.2x	8.5x	14.1%	9.3%
INTERROLL HLDG-R	SWITZERLAND	CHF	550.0	468	10.7x	9.1x	8.3x	19.3x	14.2x	12.4x	14.4%	8.7%
WINCANTON PLC	BRITAIN	GBP	1.4	172	7.3x	7.2x	7.1x	9.8x	9.6x	9.4x	5.8%	4.4%
JUNGHEINRICH-PFD	GERMANY	EUR	43.0	1'460	7.3x	6.8x	6.3x	13.3x	12.0x	10.9x	15.1%	7.5%
Durchschnitt					8.4x	7.6x	7.0x	12.5x	10.9x	9.9x		
Durchschnitt (ohne Min/Max)					8.2x	7.5x	6.9x	11.9x	10.9x	10.0x		
Median					7.3x	7.2x	6.5x	12.2x	10.2x	9.5x		

Beilage 2: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen (Compac)

Zielgesellschaft	Übernehmende Gesellschaft	Datum Ankündigung	Zahlungsart	EV (in Mio. CHF)	LTM EBITDA Multiple
Dematic	AEA / OTPP	Nov 12	Cash	936	7.8x
Fives	AXA PE	Jul 12	Cash	960	8.1x
Intelligrated	Permira	Jun 12	Cash	475	9.0x
AS Accu Sort Systems	Datalogic	Nov 11	Cash	120	7.5x
Rowa	CareFusion	Jul 11	Cash	125	8.3x
Demag Cranes	Terex	Mai 11	Cash	1'186	13.7x
Mecalux	Caja Madrid	Jun 08	Cash	1'034	10.4x
Durchschnitt					9.3x
Durchschnitt ohne Min/Max					8.7x
Median					8.3x

Beilage 3: Prämienanalyse

Zielgesellschaft	Übernehmende Gesellschaft	Datum der Ankündigung ¹⁾	Total Transaktionswert (Eigenkapital in CHF Mio.)	Beteiligung Zielgesellschaft bei Ankündigung	Beteiligung Zielgesellschaft erreicht	Minimales Akzeptanzniveau	Prämie basierend auf VWAP ²⁾	Cash Anteil
Büro-Fürer	Holding Lyreco International	11.03.2005	54	15%	100%	-	40%	100%
EIC Electricity SA	Gehold SA	18.02.2005	40	74%	96%	-	6%	100%
Absolute Managers SA	Absolute Private Equity SA	24.11.2005	136	24%	97%	N/A	2%	100%
Société Montreux-Palace SA ⁷⁾	Sodereal Holding SA	30.11.2005	58	84%	99%	N/A	67%	100%
Gomergat Bahn AG ⁷⁾	BVZ Holding AG	23.05.2005	48	44%	96%	-	51%	15%
Saia-Burgess ³⁾	Gatebrook (Johnson)	30.06.2005	695	0%	99%	50%	40%	100%
Leica Geosystems ³⁾	Hexagon AB	13.06.2005	1463	1%	97%	50%	51%	80%
Sarna Kunststoff	Sika	12.09.2005	399	0%	98%	67%	15%	100%
Berna Biotech	Cruell	01.12.2005	589	0%	97%	67%	19%	0%
Amazys	X-Rite	31.01.2006	364	0%	97%	70%	38%	73%
Leclanché Switzerland	EnergyGroup Holding	21.02.2006	25	51%	79%	-	8%	100%
Generali (Schweiz) Holding	Assicurazioni Generali S.p.A.	06.03.2006	1091	67%	95%	90%	24%	100%
Aare-Tessin AG für Elektrizität	Motor Columbus SA	24.03.2006	0	91%	92%	-	1%	0%
Energie Electrique du Simplan	Energie Ouest Suisse	28.06.2006	101	90%	91%	-	14%	100%
Agie Chamillies	Georg Fischer	22.08.2006	733	80%	93%	90%	14%	100%
Saurer	Unaxis (today's OC Oerikon)	06.09.2006	1964	45%	99%	50% + 1 share	36%	100%
SIG ³⁾	Rank Group	25.09.2006	2739	0%	75%	67%	52%	100%
Bank Linth ³⁾	LLB	03.11.2006	435	1%	72%	67%	31%	100%
Serono S.A.	Merck Vierte Allgemeine Beteiligungsges.	21.09.2006	21931	76%	99%	-	31%	100%
Gétaz Romang Holding	CRH Europe Holding	06.03.2007	537	33%	99%	67%	25%	100%
Conventum Holding AG	SCOR	26.03.2007	2997	33%	96%	50%	16%	20%
Unilabs S.A. 10)	Capio Laboratories AB	07.08.2007	754	38%	99%	-	30%	100%
Henniez	Nestlé	04.09.2007	212	62%	100%	-	-5%	100%
Implenia ⁴⁾	LIL Investments (Laxey Partners)	01.11.2007	614	34%	-	-	6%	100%
SEZ	LAM	11.12.2007	639	7%	95%	67%	54%	100%
Von Roll ⁴⁾	Aktionärsgruppe von Fink	12.12.2007	1567	44%	63%	-	0%	100%
Baumgartner ⁹⁾	Behr Bircher Cellpack	29.02.2008	60	26%	91%	67%	11%	100%
Eichhof Getränke Holding AG ⁴⁾	Heineken International B.V.	10.04.2008	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	100%
Speedel	Novartis	10.07.2008	1016	61%	100%	-	80%	100%
Hestand Holding AG	IAWS Group	09.06.2008	962	64%	-	-	2%	0%
sia Abrasives ³⁾	Bosch	26.08.2008	316	23%	100%	keine	17%	100%
Ciba	BASF	15.09.2008	3'346	1%	95%	67%	64%	100%
Quadrant	Aquamit BV	05.04.2009	237	33% ⁹⁾	95%	67%	58%	100%
Metraux Services Holding AG	Swiss Automotive Group AG	13.05.2009	68	54%	99%	-	51%	100%
Jelmoli Holding AG	Swiss Prime Site AG	02.06.2009	1'500	28%	97%	-	15%	0%
LO holding Lausanne-Ouchy S.A.	Mobimo Holding AG	23.07.2009	162	22%	99%	67%	8%	0%
Canon Schweiz AG	Canon Europa N.V.	17.09.2009	197	98%	100%	-	43%	100%
Athris Holding AG	Pelham Investments AG	18.09.2009	801	92%	95%	-	16%	100%
Day Software Holding AG	Adobe Systems Benelux B.V.	28.07.2010	219	11%	99%	67%	59%	100%
Neue Aargauer Bank AG	Credit Suisse Group AG	22.09.2010	2'681	99%	100%	-	24%	100%
Cham Paper Holding AG ⁴⁾	Buru Holding AG	02.11.2010	121	39%	40%	-	0%	100%
Winterthur Technologie AG	3 M (Schweiz)	06.12.2010	363	14%	85%	67%	23%	100%
Datacolor ⁷⁾	Werner Dubach	16.12.2010	71	33%	77%	-	25%	100%
Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen III AG	17.01.2011	267	33%	81%	50%	7%	100%
Genolier Swiss Medical Network SA	M.R.S.I. Medical Research, Services & In	20.01.2011	116	55%	84%	-	8%	100%
Schulthess Group AG	Nibe Industrier AB	11.04.2011	629	31%	97%	67%	26%	60%
Edipresse SA ⁸⁾	Lamunière SA	17.05.2011	2'378	78%	92%	-	N/A	100%
EGL AG	AXPO Holding AG	20.06.2011	2'244	91%	100%	-	21%	100%
Escor Casinos & Entertainment AG ⁷⁾	Highlight Communications AG	16.09.2011	22	30%	58%	50%	0.4%	100%
Uster Technologies AG ⁹⁾	Toyota Industries Corporation	08.11.2011	393	28%	99%	67%	48%	100%
Newave Energy Holding AG	ABB Schweiz AG	12.12.2011	169	0%	99%	67%	36%	100%
Bank Sarasin & Cie AG ¹⁰⁾	JSH S.A.	31.07.2012	1'391	69%	99%	-	3%	100%
Fortimo Group AG	Forty Plus AG / Fortimo Group AG	10.04.2013	200	87%	90%	-	19%	100%
Schmolz+Bickenbach AG ⁴⁾	Venetos Holding AG	28.06.2013	337	40%	41%	-	0%	100%
Società Elettrica Sopracenerina SA	SES Holding SA	05.08.2013	164	74%	98%	-	2%	100%
Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	02.10.2013	398	0%	94%	67%	53%	100%
Absolute Invest AG ⁷⁾	Alpine Select AG	09.10.2013	165	57%	99%	-	3%	100%
Tornos Holding AG ⁴⁾	Walter Fust (private investor)	25.11.2013	93	33%	43%	-	4%	100%
Victoria Jungfrau Collection AG ³⁾	Aevis Holding SA	24.10.2013	86	11%	71%	50%+1 share	70%	100%
Publigruppe AG ^{3) 9)}	Swisscom AG	17.04.2014	473	19%	98%	67%	73%	100%
Durchschnittliche Prämie 100% Cash Transaktionen mit Kontrollerwerb							33.2%	

¹⁾ Ankündigungsdatum der ersten Offerte

²⁾ Volumengewichteter Durchschnittspreis (VWAP) der 60 Handelstage vor Ankündigung

³⁾ Bieterwettbewerb

⁴⁾ Keine Intention der Anbieterin, zusätzliche Aktien zu erwerben (d.h. Minnum Price Rule angewandt; floss nicht in Durchschnittsberechnung ein)

⁵⁾ Kein Marktpreis verfügbar, da Getränkedivision nicht separat gelistet

⁶⁾ Zusätzlich 4.1% via Optionen

⁷⁾ Illiquider Titel (Mindestpreis)

⁸⁾ Freiwilliges Angebot unterliegt nicht dem 60 Tage VWAP

⁹⁾ Angebot wurde von der Anbieterin erhöht

¹⁰⁾ Bank Sarasin: 46% Beteiligung entsprachen ca. 69% der Stimmrechte / Unilabs: Anbieter hielt 50.08% der Stimmrechte

Quellen: Bloomberg, Schweizerische Übernahmekommission (UEK)

Beilage 4: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften

Vergleichsunternehmen	Levered adj. Beta ¹⁾	Nettoverschuldung/ Marktkapitalisierung	Grenzsteuersatz ²⁾	Unlevering factor ³⁾	Unlevered adj. Beta ⁴⁾
KARDEX AG-REG	0.816	0%	21.7%	1.00	0.82
DAIFUKU CO LTD	1.007	23%	35.6%	0.87	0.88
TSUBAKIMOTO CHAI	0.968	18%	35.6%	0.90	0.87
OMNICELL INC	0.788	0%	31.6%	1.00	0.79
JUNGHEINRICH-PFD	0.893	70%	30.0%	0.67	0.60
Durchschnitt	0.89	22.2%	30.9%	0.89	0.79

1) Quelle: Bloomberg

2) Grenzsteuersatz: wie vom Unternehmen Jahresbericht angegeben; wenn nicht verfügbar: aus KPMG company tax rate survey 2013

3) Unlevering Factor = $1/(1+(1-\text{Grenzsteuersatz}) \cdot (\text{Nettoverschuldung} / \text{Marktkapitalisierung}))$

4) Unlevered Beta = Adjusted Beta * Unlevering Factor

Kontakt Daten

Kontaktpersonen

Bank J. Safra Sarasin AG

General Guisan-Quai 26
CH-8022 Zurich

Alexander Cassani

Corporate Finance
Managing Director
+41 58 317 36 73
alexander.cassani@jsafrasarasin.com

Matthias Spiess

Corporate Finance
Managing Director
+41 58 317 36 80
matthias.spiess@jsafrasarasin.com