

Bewertungsgutachten

zum öffentlichen Kaufangebot der CMA CGM S.A. für ausstehenden
Namenaktien der CEVA Logistics AG

25. Januar 2019

Bewertungsgutachten CEVA

Inhalt

1.	Einleitung	Seite 3
2.	Bewertungsanalyse	Seite 8
3.	Beurteilung	Seite 17
4.	Anhang	Seite 20

Bewertungsgutachten CEVA

Einleitung

1.1	Ausgangslage	Seite 4
1.2	Unser Auftrag	Seite 6
1.3	Quellen	Seite 7

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

CEVA Logistics AG («CEVA») ist ein führender Logistikdienstleister, der an der SIX Swiss Exchange kotiert ist.

Am 25. Oktober 2018 gaben CEVA und CMA CGM den Ausbau ihrer strategischen Partnerschaft bekannt. Darüber hinaus veröffentlichte CMA CGM ihre Absicht für ein öffentliches Kaufangebot von CHF 30.00 je CEVA-Aktie.

CEVA Logistics AG («CEVA») ist eines der weltweit führenden Logistikunternehmen und bietet eine breite Palette an Dienstleistungen im Bereich Contract Logistics und Freight Managements an. Das Unternehmen entstand 2007 aus dem Zusammenschluss von TNT Logistics und Eagle Global Logistics und hat seinen Hauptsitz in Baar, Schweiz. Im Jahr 2017 erwirtschaftete es einen Umsatz von USD 7 Milliarden und ein adjustiertes EBITDA von USD 280 Millionen. Seit dem erfolgreichen Börsengang («IPO») am 4. Mai 2018 ist CEVA an der SIX Swiss Exchange kotiert und hat zurzeit eine Marktkapitalisierung von CHF 1.6 Milliarden. Per 31. Dezember 2018 waren 55.20 Millionen vinkulierte Namenaktien von CEVA mit einem Nennwert von CHF 0.10 («Aktien») im Umlauf¹.

Am 11. Oktober 2018 unterbreitete das dänischen Transport- und Logistikunternehmen DSV A/S («DSV») dem Verwaltungsrat von CEVA ein Übernahmeangebot von CHF 27.75 pro CEVA Aktie. Der Verwaltungsrat wies das Angebot von DSV zurück und erlaubte der Hauptaktionärin CMA CGM S.A. («CMA CGM»), ihren Anteil auf 33% zu erhöhen. Am 18. Oktober 2018 unterbreitete DSV eine verbesserte Offerte von CHF 30.00 je Titel, zog das Angebot jedoch am 23. Oktober 2018 zurück, nachdem der Verwaltungsrat von CEVA nicht sofort auf direkte Verhandlungen mit DSV eingetreten war. Stattdessen gab CEVA am 25. Oktober 2018 bekannt, dass die strategische Partnerschaft zwischen CEVA und CMA CGM ausgebaut würde. Die beiden Parteien sind der Ansicht, dass die strategische Partnerschaft einen erheblichen Mehrwert schaffen wird, nicht nur durch Synergien aus der Übertragung der Freight Management-Aktivitäten von CMA CGM an CEVA, sondern auch durch die enge Zusammenarbeit zwischen CEVA und CMA CGM. Die wichtigsten Elemente der Vereinbarung zwischen CEVA und CMA CGM sind:²

¹ Vgl. SIX Swiss Exchange & Auszug aus dem Handelsregister von CEVA vom 25. Januar 2019.

² Vgl. CEVA: Roadshow-Präsentation vom November 2018, S. 26.

- CMA CGM bietet den verbleibenden Aktionären von CEVA einen Kaufpreis pro Aktie von CHF 30.00 («öffentliches Kaufangebot»).
- CEVA übernimmt nach Abschluss des Angebots die Freight Management-Aktivitäten von CMA CGM («CCLog») für USD 105 Millionen (ohne liquide Mittel und ohne Schulden).
- Die Aktien von CEVA bleiben mit einem signifikanten Streubesitz an der SIX Swiss Exchange kotiert.

Folglich haben die Aktionäre von CEVA entsprechend ihrer Einschätzung zu den Zukunftsaussichten von CEVA folgende zwei Optionen:

- Aktionäre, die nicht an die zukünftigen Vorteile der strategischen Partnerschaft zwischen CMA CGM und CEVA glauben, können ihre Aktien zu einem Preis von CHF 30.00 andienen.
- Aktionäre, die an den zukünftigen Nutzen aus der strategischen Partnerschaft glauben, bleiben in CEVA investiert und haben das Potential, mittelfristig einen deutlich höheren Wert zu realisieren, als er im Angebotspreis berücksichtigt ist.

Am 26. November 2018 hat CMA CGM die Voranmeldung für ein öffentliches Kaufangebot publiziert. Aufgrund noch ausstehender behördlicher Bewilligungen erstreckte die Übernahmekommission die Frist zur Veröffentlichung des Angebotsprospekts bis zum 28. Januar 2019.

1.2 Unser Auftrag

Das vorliegende Bewertungsgutachten enthält eine Bewertungsanalyse zu CEVA im Rahmen der geplanten Transaktion.

IFBC ist eine unabhängige Corporate Finance-Beraterin und erhält keine Vergütung in Abhängigkeit vom Ergebnis der Bewertungsanalyse oder dem Erfolg der geplanten Transaktion.

Die IFBC AG («IFBC») wurde am 7. Januar 2019 durch den Verwaltungsrat von CEVA beauftragt, einen unabhängigen Bewertungsbericht («Bewertungsgutachten») für das öffentliche Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der CEVA zu erstellen.

Dieses Bewertungsgutachten wurde erstellt, um den Verwaltungsrat von CEVA bei der Entscheidung über das öffentliche Kaufangebot von CMA CGM zu unterstützen. Er dient ausschliesslich zur finanziellen Beurteilung des Angebots von CMA CGM durch den Verwaltungsrat von CEVA. Dieses Bewertungsgutachten stellt keine Empfehlung an Aktionäre von CEVA hinsichtlich des Verhaltens der Aktionäre bezüglich der geplanten Transaktion oder damit zusammenhängender Angelegenheiten dar.

IFBC erstellte dieses Bewertungsgutachten als unabhängige Corporate Finance-Beraterin und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt und von der Zielgesellschaft unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Bewertungsanalyse haben wir uns auf die Korrektheit und Vollständigkeit der vom Management von CEVA zur Verfügung gestellten Informationen verlassen. Wir gehen weiter davon aus, dass die erhaltenen Informationen in angemessener Weise auf der Grundlage der besten derzeit verfügbaren Schätzungen und nach bestem Wissen und Gewissen des Managements von CEVA erstellt wurden. Unsere Verantwortung beschränkt sich auf die Richtigkeit, professionelle Bewertung und Plausibilität der bereitgestellten Informationen und Berechnungen. Insbesondere wurde von IFBC keine Revision oder Due Diligence durchgeführt.

Dieses Bewertungsgutachten wurde dem Verwaltungsrat von CEVA am 25. Januar 2019 vorgelegt. Der Bewertungsstichtag ist der 25. Januar 2019. Gemäss dem Management von CEVA gab es zwischen dem 31. Dezember 2018 und der Publikation des Bewertungsberichts keine signifikanten Ereignisse oder Transaktionen.

1.3 Quellen

Unsere Bewertung beruht unter anderem auf der Analyse der folgenden Informationen:

- Geprüfte Geschäftsberichte von CEVA 2015 bis 2017 (konsolidiert)
- Nicht geprüfter Zwischenabschluss für das dritte Quartal 2018 vom 30. September 2018
- Vorläufige Informationen zu bestimmten Bilanzpositionen sowie Mitarbeiteroptionen und Restricted Share Units von CEVA vom 31. Dezember 2018
- Business Plan von CEVA vom 11. Januar 2019 inklusive Erfolgsrechnung sowie Geldflussrechnung («MARS Plan»)
- Auszug aus dem Handelsregister von CEVA vom 25. Januar 2019
- Weitere öffentlich zugängliche Informationen zu CEVA, wie z.B. der Emissionsprospekt vom 19. April 2018, Prospekt zur gesicherten Schuldverschreibung (Senior Secured Notes) mit Fälligkeit 2025 vom 27. Juli 2018 sowie die Roadshow-Präsentation vom November 2018
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Quelle: Bloomberg)
- Daten zu ausgewählten vergleichbaren Transaktionen, die auf öffentlich zugänglichen Informationen beruhen
- Weitere öffentlich zugängliche Informationen
- Managementgespräche

Bewertungsgutachten CEVA

Bewertungsanalyse

2.1	Bewertungsansatz	Seite 9
2.2	Business Plan	Seite 11
2.3	Bewertungsergebnisse	Seite 13

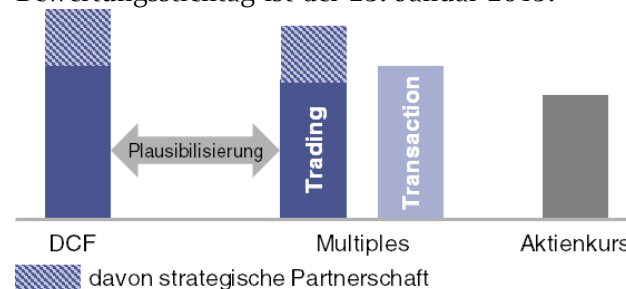
2 Bewertungsanalyse

2.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung von CEVA stützen wir uns, entsprechend der aktuellen „Best Practice“, in erster Linie auf die DCF-Methode ab. Zusätzlich wenden wir Trading und Transaction Multiples an und vergleichen die Resultate zudem mit dem Aktienkurs.

Wir stellen bei unserer Bewertungsanalyse auf den konsolidierten Business Plan von CEVA («MARS Plan») ab. Der MARS Plan berücksichtigt die künftige Entwicklung des bestehenden Geschäfts von CEVA wie auch der geschätzte finanzielle Effekt der Akquisition von CCLog und der Industriepartnerschaft zwischen CEVA und CMA CGM (zusammen «strategische Partnerschaft»)³. Dies erlaubt uns, eine Bewertung von CEVA auf konsolidierter Basis durchzuführen und zusätzlich die aus der strategischen Partnerschaft resultierenden Bewertungseffekte zu analysieren.

Für die Bewertung von CEVA wenden wir die Discounted Cash Flow-Methode («DCF-Methode») an. Zur Plausibilisierung der resultierenden DCF-Werte wenden wir «Trading Multiples» sowie Preise, die in vergleichbaren Transaktionen bezahlt wurden («Transaction Multiples»)⁴ an. Zusätzlich analysieren wir die Liquidität der CEVA-Aktien und vergleichen deren Aktienkurs mit dem resultierenden Wert pro Aktie. Der massgebliche Bewertungsstichtag ist der 25. Januar 2019.



³ Vgl. auch Kapitel 2.2.

⁴ Kann nur auf den Business Plan hinsichtlich der aktuellen Tätigkeit von CEVA angewendet werden, da der EBITDA 2018 bezüglich des Einflusses der strategischen Partnerschaft nicht verfügbar ist.

Einführung in die DCF-Methode

Die Anwendung der DCF-Methode für die Unternehmensbewertung entspricht der aktuellen Corporate Finance-Theorie sowie der aktuellen Best Practice. Allgemein leitet man den Wert eines Unternehmens her, indem man die erwarteten künftigen Free Cash Flows («FCF») mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten («Weighted Average Cost of Capital» oder «WACC») zum definierten Bewertungsstichtag diskontiert.

Für die Bewertung nach der DCF-Methode werden die erwarteten Free Cash Flows bis 2023 gemäss dem Business Plan von CEVA ermittelt. Der Barwert der Free Cashflows nach der Detailplanperiode wird in einem Restwert («Terminal Value») oder («TV») zusammengefasst.

Die erwarteten Free Cash Flows der Detailplanperiode sowie der berechnete Terminal Value werden unter Anwendung eines angemessenen WACC für CEVA per 31. Dezember 2018 diskontiert. Durch die Addition betriebsnotwendiger Aktiven – soweit vorhanden – und der Subtraktion von Finanzschulden und schuldenähnlichen Positionen (Debt-Like-Items) – soweit vorhanden – resultiert der Wert des Eigenkapitals per 31. Dezember 2018. Der resultierende Wert des Eigenkapitals wird anschliessend aufgezinst, um den Eigenkapitalwert zum Bewertungsstichtag (25. Januar 2019) zu erhalten. Da der MARS Plan in USD notiert, muss der Eigenkapitalwert in USD unter Anwendung des aktuellen Wechselkurses in CHF umgerechnet werden. Der resultierende Eigenkapitalwert wird schliesslich durch die Anzahl der sich aktuell im Umlauf befindenden Aktien geteilt, um den Wert je Aktie per 25. Januar 2019 zu erhalten.

Einführung in die Multiples-Analyse

Die Bewertungen anhand der Trading und Transaction Multiples werden zur Plausibilisierung der aus der DCF-Analyse resultierenden Werte je Aktie verwendet. Für die Bewertung anhand der Trading Multiples muss eine Peer Group bestehend aus

vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen definiert werden.⁵ Für jedes ausgewählte Unternehmen wird der EBITDA-Multiple berechnet, indem der Gesamtunternehmenswert (Eigenkapitalwert plus Nettoverschuldung) in Relation zu seinem EBITDA gesetzt wird. Der Median aller EBITDA-Multiples der Unternehmen der Peer Group wird dann zur Berechnung des Eigenkapitalwerts von CEVA herangezogen, unter Berücksichtigung des geschätzten EBITDA und der prognostizierten liquiden Mitteln, Finanzschulden und Debt-Like-Items per 31. Dezember 2018. Dieser Eigenkapitalwert per 31. Dezember 2018 wird anschliessend auf den Bewertungsstichtag 25. Januar 2019 aufgezinst, von USD in CHF umgerechnet und durch die Gesamtzahl der sich im Umlauf befindenden Aktien dividiert, um den Wert je Aktie in CHF zu berechnen.

Die Bewertung anhand der Transaction Multiples wird in gleicher Art und Weise vorgenommen wie diejenige anhand der Trading Multiples, mit dem Unterschied, dass die Peer Group neben börsenkotierten Gesellschaften auch privat gehaltene Unternehmen, die im Rahmen einer Transaktion erworben wurden, umfasst.

2.2 Business Plan

Der für die Bewertung verwendete Business Plan deckt sich mit den EBITDA-Prognose gemäss der Roadshow-Präsentation vom November 2018.

Die Bewertung von CEVA basiert auf dem vom Management vorgelegten Business Plan vom 11. Januar 2019. Der MARS Plan wurde anhand einer detaillierten Bottom-up-Analyse pro Region bzw. Segment in der jeweiligen Lokalwährung entwickelt und zu konstanten Wechselkursen in USD umgerechnet.

Der MARS Plan, der für unsere Bewertungsanalyse herangezogen wird, deckt sich mit den wichtigsten, im November 2018 publizierten Annahmen von CEVA.⁶ Gemäss der Roadshow-Präsentation erwartet das Management von CEVA im Jahr 2021 einen Umsatz von mehr als USD 9 Milliarden und eine Steigerung des adjustierten EBITDA⁷ von USD

⁵ Eine detaillierte Liste der Unternehmen der Peer Group für die Analyse anhand der Trading Multiples findet sich im Anhang.

⁶ CEVA: Roadshow-Präsentation vom November 2018.

⁷ EBITDA inklusive Anteil von CEVA am EBITDA-Beitrag des Anji-Joint Venture, vor ausserordentlichen Positionen und aktienbasierter Vergütung.

280 Millionen im Jahr 2017 auf USD 470 – 490 Millionen im Jahr 2021. Gegenüber des im Rahmen des Börsengangs («Initial Public Offer» oder «IPO») angekündigten EBITDA-Ziels für das Jahr 2021 liegt die neue EBITDA-Schätzung für 2021 um USD 90 – 110 Millionen höher. Langfristig erwartet das Management aufgrund der folgenden strategischen Initiativen sogar eine Steigerung des adjustierten EBITDA um USD 160 Millionen:

1. Durch die **beschleunigte Transformation** innerhalb von CEVA soll das aktuell geplante EBITDA-Niveau um zusätzlich USD 80 Millionen gesteigert werden.
2. Das Management geht davon aus, dass die **Akquisition von CCLog** einen zusätzlichen Beitrag von USD 50 Millionen zum langfristig erwarteten adjustierten EBITDA leisten wird. Dies beinhaltet erwartete Synergieeffekte von USD 30 Millionen zwischen CEVA und CCLog.
3. Zusätzlich nimmt das Management eine Verbesserung des EBITDA um etwa USD 30 Millionen infolge der **Industriepartnerschaft zwischen CEVA und CMA CGM** an. Dieser Betrag soll durch die gemeinsame Nutzung der Backoffice-Infrastruktur sowie durch die höhere Verhandlungsmacht im Einkauf von CEVA und CMA CGM eingespart werden.

Um das Synergiepotential von CCLog und CMA CGM zu nutzen werden insgesamt Restrukturierungskosten von etwa USD 40 Millionen berücksichtigt.

Der MARS Plan berücksichtigt alle erwarteten Auswirkungen der drei Initiativen inklusive der Restrukturierungskosten. Dies erlaubt uns eine Bewertung von CEVA auf einer konsolidierten Basis (inklusive der drei Initiativen und der erwarteten Restrukturierungskosten) und darüber hinaus die Analyse des Werteffekts der strategischen Partnerschaft (Akquisition von CCLog und die Industriepartnerschaft zwischen CEVA und CMA CGM).

2.3 Bewertungsergebnisse

2.3.1 Discounted-Cash-Flow-Analyse

Für die DCF-Analyse werden die erwarteten künftigen Free Cash Flows mit einem WACC von 8.25% diskontiert.

Sensitivitätsanalyse des Werts je Aktie per 25. Januar 2019 (in CHF)

MARS Plan						
		WACC				
		8.50%	8.38%	8.25%	8.13%	8.00%
Delta EBITDA Marge im TV	25.0 bps	41.2	42.8	44.3	46.0	47.7
	12.5 bps	39.4	40.9	42.4	44.0	45.6
	0.0 bps	37.6	39.0	40.5	42.0	43.6
	-12.5 bps	35.7	37.1	38.5	40.0	41.6
	-25.0 bps	33.9	35.2	36.6	38.0	39.5

Quelle: IFBC.

Die für die DCF-Analyse verwendeten Free Cash Flows für den Zeitraum zwischen 2019 und 2023 werden auf Basis des im Kapitel 2.2 beschriebenen MARS Plans und unter Berücksichtigung der Veränderung der betrieblichen liquiden Mitteln berechnet. Für die Cash Flows nach dem Jahr 2023 – die im Terminal Value zusammengefasst werden – gehen wir von einem inflationären Wachstum von 2.0% analog zur WACC-Ermittlung aus.

Die Free Cash Flows wie auch der Terminal Value werden mit einem WACC von 8.25%⁸ diskontiert. Vom resultierenden operativen Unternehmenswert per 31. Dezember 2018 ziehen wir die geplanten Finanzverbindlichkeiten und Debt-Like-Items sowie den Marktwert der Minderheitsanteile per 31. Dezember 2018 ab. Zusätzlich werden die vom Management von CEVA prognostizierte Überschussliquidität per 31. Dezember 2018 sowie andere nicht betriebsnotwendige Aktiven, die bei der Berechnung des Free Cash Flows nicht berücksichtigt wurden, addiert. Der resultierende Eigenkapitalwert von CEVA per 31. Dezember 2018 wird schliesslich auf den Bewertungstichtag (25. Januar 2019) aufgezinnt und anschliessend unter Anwendung eines Wechselkurses von 0.9954⁹ von USD in CHF umgerechnet. Daraus ergibt sich einen Wert des Eigenkapitals per 25. Januar 2019 von CHF 2.25 Milliarden. Davon entfallen CHF 0.55 Milliarden auf die Effekte der vereinbarten strategischen Partnerschaft zwischen CEVA und CMA CGM. Folglich wäre der Eigenkapitalwert von CEVA CHF 1.70 Milliarden, unter der Annahme, dass aus der strategischen Partnerschaft kein Nutzen entsteht.

Per 31. Dezember 2018 waren insgesamt 55'203'096 Aktien im Umlauf.¹⁰ Gemäss Angaben des Managements hält CEVA derzeit 4'617 eigene Aktien. Darüber hinaus wird

⁸ Details zur Berechnung des WACC finden Sie im Anhang.

⁹ USD/CHF-Kassakurs per 25. Januar 2019, Quelle: Bloomberg.

¹⁰ Quelle: Management von CEVA.

MARS Plan ohne strategische Partnerschaft						
Delta EBITDA Marge im TV	WACC					
		8.50%	8.38%	8.25%	8.13%	8.00%
	25.0 bps	31.4	32.7	34.0	35.4	36.8
	12.5 bps	29.8	31.0	32.3	33.6	35.0
	0.0 bps	28.1	29.3	30.6	31.8	33.2
	-12.5 bps	26.5	27.6	28.8	30.1	31.4
	-25.0 bps	24.9	26.0	27.1	28.3	29.5

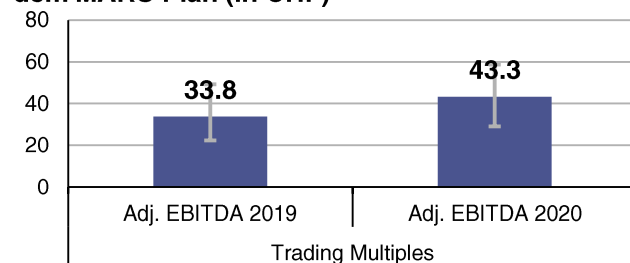
Quelle: IFBC.

der Verwässerungseffekt der ausstehenden Mitarbeiteroptionen und Restricted Share Units nach der Treasury-Stock-Methode berücksichtigt. Teilt man das Eigenkapital per 25. Januar 2019 durch das verwässerte Total der Anzahl Aktien von 55'575'743 resultiert ein Wert je Aktie von CHF 40.5 auf der Basis des MARS Plans. Zieht man den möglichen künftigen Nutzen der strategischen Partnerschaft zwischen CEVA und CMA CGM nicht in Betracht, resultiert ein Wert je Aktie von CHF 30.6.

Die Tabellen auf der linken Seite zeigen Sensitivitätsanalysen für den Wert je Aktie auf Basis des MARS Plans und des MARS Plans ohne den erwarteten Effekt aus der strategischen Partnerschaft. Dabei führt eine Veränderung der EBITDA-Marge im Terminal Value (TV) und des WACC um je ± 25 Basispunkte zu einer Wertbandbreite zwischen CHF 33.9 und CHF 47.7 entsprechend dem MARS Plan und CHF 24.9 und CHF 36.8 ohne den Einfluss der strategischen Partnerschaft.

2.3.2 Multiples-Analyse

Wert je Aktie per 25. Januar 2019 basierend auf dem MARS Plan (in CHF)



Bandbreite, 25% - 75% Quartil

Die DCF-Werte werden anhand von Trading Multiples vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie mit Transaction Multiples vergleichbarer Transaktionen plausibilisiert. Die Aussagekraft der Bewertung anhand von Multiples ist jedoch begrenzt. Auch wenn ausschliesslich Unternehmen aus derselben Branche für die Peer Groups berücksichtigt wurden, können sich die jeweiligen Geschäftsmodelle und die individuelle Unternehmenssituation der einzelnen Vergleichsunternehmen unterscheiden.

Für die Bewertung von CEVA auf der Grundlage von Trading Multiples werden die adjustierten EBITDA-Prognosen¹¹ für die Jahre 2019 und 2020¹² gemäss dem MARS Plan mit dem entsprechenden Median der Multiples der Peer Group multipliziert.¹³ Da der Bedarf an betriebsnotwendigen liquiden Mittel bei den Unternehmen der Peer Group nicht

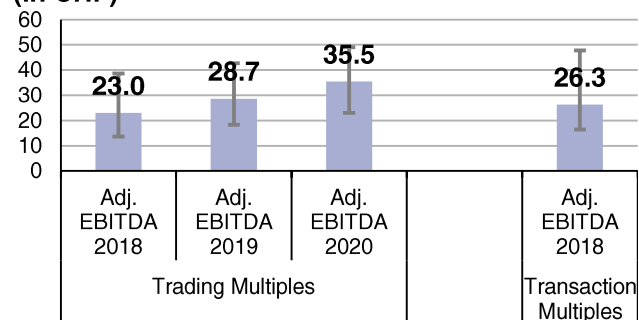
¹¹ EBITDA inklusive Anji-Joint Venture und unter Ausschluss von Sonderpositionen und Einmaleffekte.

¹² Da der EBITDA 2018 die Auswirkungen der strategischen Partnerschaft nicht berücksichtigt, wurde der EBITDA 2018 nicht in die Multiples-Analyse einbezogen.

¹³ Details zu den verwendeten Trading Multiples finden Sie im Anhang.

Quelle: Bloomberg; Analyse: IFBC.

Wert je Aktie per 25. Januar 2019 basierend auf dem MARS Plan ohne strategische Partnerschaft (in CHF)



— Bandbreite, 25% - 75% Quartil
Quelle: Bloomberg; Analyse: IFBC.

bekannt ist, wird der Eigenkapitalwert von CEVA per 31. Dezember 2018 dementsprechend auf der Grundlage der Nettoverschuldung berechnet. Entsprechend der DCF-Bewertung von CEVA werden gewisse Positionen des Anlagevermögens, schuldenähnliche Positionen (Debt-Like-Items) sowie der Marktwert von Minderheitsanteilen berücksichtigt. Aufgezinst mit dem WACC ergibt sich entsprechend dem MARS Plan schliesslich eine Bandbreite für den Wert je Aktie zwischen CHF 33.8 und CHF 43.3 per 25. Januar 2019.

Bei der Analyse anhand der Trading Multiples gemäss dem MARS Plan, ohne den erwarteten Einfluss der strategischen Partnerschaft, kann neben den adjustierten EBITDA für die Jahre 2019 und 2020 auch der EBITDA 2018 berücksichtigt werden.

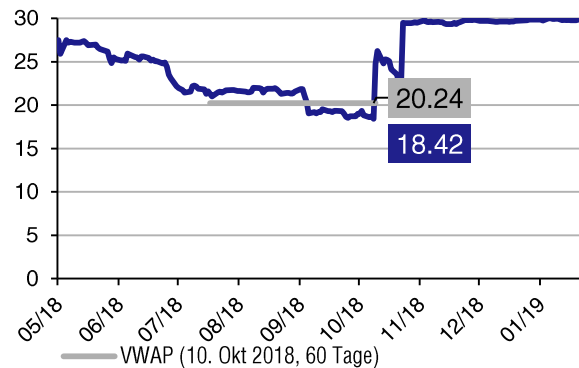
Gestützt auf den Median der EBITDA-Multiples für die Jahre 2018 – 2020 und den erwarteten EBITDA von CEVA ohne Berücksichtigung des Einflusses der strategischen Partnerschaft resultiert eine Wertbandbreite zwischen CHF 23.0 und CHF 35.5.

Für die Bewertung basierend auf dem Transaction Multiples-Ansatz wurden vergleichbare Transaktionen zwischen Januar 2014 und Dezember 2018 analysiert. Der resultierende Median der Transaction Multiples wurde auf dem EBITDA 2018 gemäss MARS Plan ohne den möglichen Einfluss der strategischen Partnerschaft zwischen CEVA und CMA CGM angewendet.

Das durchschnittliche Transaktionsvolumen der vergleichbaren Unternehmen liegt deutlich unter der Marktkapitalisierung von CEVA. Dementsprechend sind die impliziten Size Premium bei den vergleichbaren Transaktionen höher. In der Bewertung mittels Transaction Multiples berücksichtigen wir entsprechend die relativen Unterschiede bei den impliziten Size Premium. Unter Anwendung der gleichen Berechnungsmethoden wie bei der Bewertung anhand der Trading Multiples resultiert ein Wert je Aktie von CHF 26.3, wenn man den potentiellen Einfluss der strategischen Partnerschaft nicht in Betracht zieht.

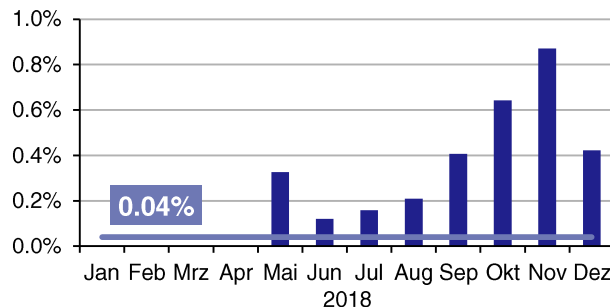
2.3.3 Aktienkurs

Aktienkurs von CEVA ab Mai 2018 (in CHF)



Quelle: Bloomberg; Analyse: IFBC.

Median der Anzahl gehandelter Aktien in % der ausstehenden Aktien (Free Float) pro Monat



Quelle: Bloomberg; Analyse: IFBC.

Die CEVA-Aktien wurden am 4. Mai 2018 an der SIX Swiss Exchange kotiert.

Nach dem Börsengang sank der Aktienkurs von CHF 27.50 per 4. Mai 2018 auf CHF 18.42 am 10. Oktober 2018, dem Tag bevor DSV ihr Interesse bekundete CEVA zu übernehmen. Der angebotene Kaufpreis von CHF 30.00 ist 63% höher als der letzte Preis vor der Bekanntgabe des Übernahmeangebots von DSV (CHF 18.42). Verglichen mit dem volumengewichteten Durchschnittspreis («Volume Weighted Average Price» oder «VWAP») von CHF 20.24 der letzten 60 Handelstage vor dem 10. Oktober 2018 entspricht der angebotene Kaufpreis einer Prämie von 48%. Diese Prämie liegt über dem langfristigen Median der bezahlten Prämien im Rahmen freiwilliger öffentlicher Übernahmeangebote in der Schweiz.¹⁴

Gemäss dem anwendbaren Übernahmerecht gelten Beteiligungspapiere von nicht im Swiss Leader Index («SLI») gelisteten Unternehmen als liquid, «wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.»¹⁵

Die Aktien von CEVA sind erst seit dem 4. Mai 2018 im Handel, entsprechend ist die Vorschrift des Rundschreibens Nr. 2 der schweizerischen Übernahmekommission («UEK») nicht anwendbar. Jedoch überstieg der massgebliche Median des täglichen Handelsvolumens in jedem Monat nach dem Börsengang die Schwelle von 0.04% des Free Floats von CEVA. Dies gilt insbesondere für die Monate vor der Ankündigung durch DSV vom 11. Oktober 2018. Auch wenn die Aktien der CEVA die Anforderungen der UEK hinsichtlich der Liquidität von Beteiligungspapieren nicht erfüllen, ist es trotzdem sinnvoll, den Aktienkurs bei der Bewertung des Angebots aus einer finanziellen Perspektive zu berücksichtigen.

¹⁴ Vgl. Anhang.

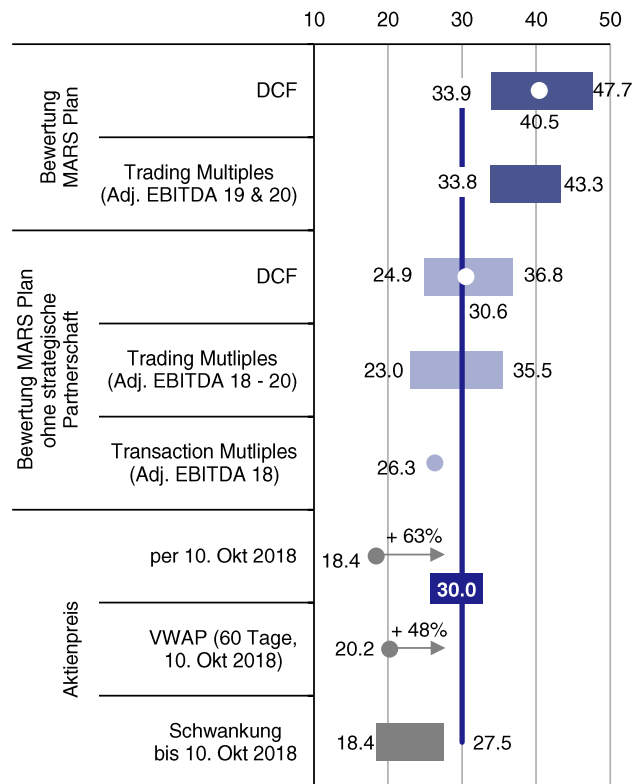
¹⁵ Vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010.

Bewertungsgutachten CEVA

Beurteilung

3 Beurteilung

Gegenüberstellung der Bewertungsergebnisse für CEVA per 25. Januar 2019 (Wert pro Aktie in CHF)



Quelle: IFBC.

Basierend auf den vorangehend beschriebenen Analysen, daraus abgeleiteten Wertüberlegungen und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen gelangt IFBC zu folgender Einschätzung:

- Entsprechend der Best Practice haben wir verschiedene Bewertungsmethoden angewandt, um den Wert je Aktie von CEVA zu ermitteln.
- Die Bewertung des MARS Plans mittels DCF-Methode resultiert in einem Wert je Aktie von CHF 40.5 bei einer Bewertungsbandbreite zwischen CHF 33.9 und CHF 47.7 per 25. Januar 2019. Im Rahmen dieses Bewertungsgutachtens messen wir dem Resultat der DCF-Analyse die grösste Bedeutung zu, weil dieser Ansatz die unternehmensspezifischen Umstände von CEVA am besten berücksichtigt.
- Die Bewertung des MARS Plans mittels Trading Multiples resultiert in einer Wertbandbreite je Aktie zwischen CHF 33.8 und CHF 43.3 per 25. Januar 2019.
- Obwohl die Unternehmen der Peer Group sorgfältig ausgewählt wurden, beurteilen wir die Aussagekraft der Resultate der Multiples-Analyse als begrenzt, da die spezifische Situation der Unternehmen der Peer Group die aktuelle Unternehmenssituation und Entwicklung von CEVA nicht vollständig widerspiegelt. Darüber hinaus wird im für die Jahre 2019/2020 angewandten EBITDA-Niveau von CEVA die Wirkung der strategischen Partnerschaft nicht vollständig berücksichtigt.

Aktionäre, die nicht an den positiven Effekt der strategischen Partnerschaft zwischen CEVA und CMA CGM glauben, haben die Möglichkeit, ihre Aktien zu einem Preis von je CHF 30.0 anzudienen. Auf der Grundlage dieser Annahme und unserer Analyse bewerten wir diese Option wie folgt:

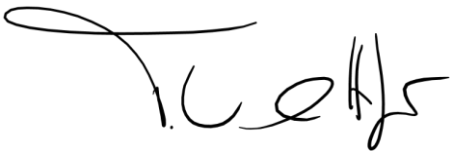
- Unter Anwendung des DCF-Ansatzes, der Bewertung des MARS Plans ohne Berücksichtigung des Effekts aus der strategischen Partnerschaft resultiert ein Wert je

Aktie von CHF 30.6 mit einer Bewertungsbandbreite zwischen CHF 24.9 und CHF 36.8 per 25. Januar 2019.

- Die Anwendung der Trading Multiples-Analyse resultiert in einem Wert je Aktie zwischen CHF 23.0 und CHF 35.5.
- Bei Anwendung der Transaction Multiples führt dies zu einem Wert je Aktie von CHF 26.3 per 25. Januar 2019, wenn man nicht an den erwarteten Einfluss der strategischen Partnerschaft glaubt.
- Das Angebot von CMA CGM von CHF 30.0 je Aktie liegt 63% über dem Aktienkurs vom 10. Oktober 2018 (letzter Handelstag vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots von DSV) von CHF 18.4 und 48% über dem volumengewichteten Durchschnittspreis der 60 Tage vor dem 10. Oktober 2018 von CHF 20.2.

Anhand der DCF-Bewertung gemäss MARS Plan wurde der Wert je CEVA-Aktie auf CHF 40.5 festgelegt. Demzufolge gelangen wir zum Schluss, dass die Aktionäre, die ihre Beteiligung an CEVA aufrecht erhalten, das Potenzial haben, mittelfristig deutlich mehr Wert zu realisieren, als im Angebotspreis von CHF 30.0 enthalten ist. Allerdings erscheint für diejenigen Aktionäre, die nicht an den Effekt aus der strategischen Partnerschaft (Akquisition von CCLog und Industriepartnerschaft zwischen CEVA und CMA CGM) glauben, der Angebotspreis von CHF 30.0 pro Aktie aus einer finanziellen Perspektive angemessen und fair.

Zürich, 25. Januar 2019



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Gätzi, CFA
Partner

Bewertungsgutachten CEVA

Anhang

4.1	WACC	Seite 21
4.2	Beta Analyse per 31. Dezember 2018	Seite 23
4.3	Trading Multiples	Seite 24
4.4	Transaction Multiples	Seite 25
4.5	Analyse der Prämien bei öffentlichen Kaufangeboten in der Schweiz	Seite 26
4.6	Abkürzungsverzeichnis	Seite 27

4 Anhang

4.1 WACC

Parameter	in CHF	Bemerkung
Inflation	2.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Gerundete, umsatzgewichtete langfristige Inflationsprognose, basierend auf Abrechnungswährungen unter Berücksichtigung von Währungen mit einem Umsatzanteil von über 5.0%. ■ Quelle: CEVA; IMF, World Economic Outlook, Oktober 2018.
Minimaler realer risikoloser Zinssatz	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld wird ein nachhaltiger realer risikoloser Zinssatz von 1.00% angewendet.
Risikoloser Zinssatz (Eigenkapital)	3.00%	
Marktrisikoprämie	5.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz. Sie reflektiert die zusätzliche Prämie, die ein Anleger von einer Aktieninvestition im Vergleich zu einer risikofreien Anlage erwartet. Entsprechend der Best Practice wird eine nachhaltige Marktrisikoprämie von 5.00% angewendet. ■ Quelle: IFBC.
Unlevered Beta	0.85	<ul style="list-style-type: none"> ■ Das unlevered Beta erfasst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren unverschuldeten Unternehmens. ■ Das gerundete unlevered Beta wurde per 31. Dezember 2018 basierend auf den wöchentlichen Renditen über 2 Jahre berechnet. ■ Quelle: Bloomberg.
Leverage Faktor	0.31	<ul style="list-style-type: none"> ■ Berechnung des Leverage Faktors unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur und des entsprechenden relevanten Steueransatzes (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	1.12	<ul style="list-style-type: none"> ■ Das levered Beta spiegelt das systematische Risiko wider und umfasst sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.
Small Cap Premium	1.50%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Empirische Daten und die Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen signifikant höhere Eigenkapitalkosten als vergleichbare grössere Unternehmen haben. ■ Daher wird dem Eigenkapitalkostensatz gemäss Capital Asset Pricing Model («CAPM») ein Size Premium hinzugerechnet. Das Size Premium wird gestützt auf die Marktkapitalisierung des Unternehmens statistisch ermittelt. ■ Gestützt auf die aktuelle Marktkapitalisierung von CEVA von CHF 1.6 Milliarden wird ein Small Cap Premium von 1.5% (gerundet auf 25 Basispunkte) angewandt. ■ Quelle: Bloomberg, Duff & Phelps.
Eigenkapitalkostensatz	10.08%	

Parameter	in CHF	Bemerkung
Eigenkapitalkostensatz	10.08%	
Eigenkapitalanteil	70.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Definition einer Zielkapitalstruktur unter Berücksichtigung der aktuellen Kapitalstruktur von CEVA, der geplanten Reduktion der Nettoverschuldung sowie der aktuellen Kapitalstruktur der Peer Group Unternehmen (zu Marktwerten). ■ Quelle: Management von CEVA, Bloomberg.
Risikoloser Zinssatz (Fremdkapital)	2.50%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Niedrigerer risikoloser Zinssatz (Fremdkapital) im Vergleich zum risikolosen Zinssatz (Eigenkapital) aufgrund unterschiedlicher Annahmen zur Laufzeit der beiden Finanzierungsinstrumente.
Credit Spread	3.40%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Gewichteter Credit Spread von CEVA basierend auf den spezifischen Refinanzierungsbedingungen von CEVA im August 2018.
Fremdkapitalkostensatz	5.90%	
Steuersatz	26.87%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erwarteter langfristiger Steuersatz von CEVA ■ Quelle: Management von CEVA.
Steueradjustierter Fremdkapitalkostensatz	4.31%	
Fremdkapitalanteil	30.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Definition einer Zielkapitalstruktur unter Berücksichtigung der aktuellen Struktur, der geplanten Lieferung sowie der aktuellen Kapitalstruktur der Peer Group (zu Marktwerten). ■ Quelle: Management von CEVA, Bloomberg.
WACC (nominal, gerundet)	8.25%	

4.2 Beta Analyse per 31. Dezember 2018

Unternehmen	Land	Steuer- satz ¹⁾	Leverage ²⁾	Levered adj. Beta ³⁾	Unlevered adj. Beta	Markt- Buchwert- Verhältnis 12/2018	Eigenkapital- quote (Durchschnitt zu Marktwerten) 12/2018
Ceva Logistics AG	Schweiz	18%	0.65	n/a	n/a	6.2	56%
Agility Public Warehousing Co KSC	Kuwait	15%	0.08	1.33	1.23	1.2	90%
CH Robinson Worldwide Inc	USA	27%	0.07	0.91	0.85	7.4	92%
DSV A/S	Dänemark	22%	0.07	0.95	0.88	5.1	94%
Expeditors International of Washington Inc	USA	27%	0.00	1.08	1.08	6.0	100%
Hitachi Transport System Ltd	Japan	31%	0.25	0.86	0.69	1.6	78%
ID Logistics Group	Frankreich	33%	0.03	0.78	0.76	4.0	96%
Kerry Logistics Network Ltd	Hong Kong	17%	0.17	0.82	0.70	1.0	83%
Kuehne + Nagel International AG	Schweiz	18%	0.00	0.82	0.82	7.2	100%
Nippon Express Co Ltd	Japan	31%	0.21	1.05	0.87	1.1	77%
Panalpina Welttransport Holding AG	Schweiz	18%	0.01	0.97	0.96	5.5	96%
Sinotrans Ltd	China	25%	0.03	1.00	0.97	0.8	88%
Wincanton PLC	UK	19%	0.08	0.93	0.87	-3.3	90%
XPO Logistics Inc	USA	27%	0.40	1.26	0.90	1.7	74%
Median			0.07	0.95	0.87	2.8	90%

Anmerkungen:

1) Quelle: KPMG, 2019, Corporate Tax Rates Table, Januar 2019.

2) Leverage = 2-Jahres-Mittelwert (Nettoverschuldung x (1-Steuersatz) / Eigenkapital zu Marktwerten).

3) Quelle: Bloomberg, adj. wöchentliches Beta (2 Jahre), Januar 2019.

4.3 Trading Multiples

Unternehmen	Währung (LC)	Market Cap per 31.12.2018	Unternehmenswert per 31.12.2018*	EBITDA annualisiert in LC Mio.	EV/EBITDA Multiples		
		in LC Mio.	in LC Mio.	12/2018E	12/2018E	12/2019E	12/2020E
Ceva Logistics AG	USD	1'671	3'018	217	13.9x	10.9x	9.6x
Agility Public Warehousing Co KSC	KWD	1'160	1'395	n/a	n/a	n/a	n/a
CH Robinson Worldwide Inc	USD	11'786	12'830	987	13.0x	12.1x	11.5x
DSV A/S	DKK	79'452	86'235	6'255	13.8x	12.8x	12.0x
Expeditors International of Washington Inc	USD	12'064	11'075	839	13.2x	12.4x	11.8x
Hitachi Transport System Ltd	JPY	348'036	490'680	50'806	9.7x	9.2x	8.8x
ID Logistics Group	EUR	688	730	79	9.2x	7.7x	6.9x
Kerry Logistics Network Ltd	HKD	19'758	26'910	2'892	9.3x	8.6x	8.0x
Kuehne + Nagel International AG	CHF	15'162	15'354	1'221	12.6x	11.7x	10.9x
Nippon Express Co Ltd	JPY	587'569	950'632	125'946	7.5x	7.3x	7.1x
Panalpina Welttransport Holding AG	CHF	3'110	3'275	267	12.3x	10.9x	9.6x
Sinotrans Ltd	CNY	18'063	25'370	4'498	5.6x	5.4x	4.8x
Wincanton PLC	GBP	304	364	64	5.7x	5.4x	5.2x
XPO Logistics Inc	USD	7'792	12'060	1'577	7.6x	6.8x	6.0x
75%-Quartil					13.0x	11.7x	10.9x
Median					9.7x	9.2x	8.8x
25%-Quartil					7.6x	7.3x	6.9x

Bemerkungen

*) unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung inkl. Netto-Pensionsverbindlichkeiten

Quelle: Bloomberg.

4.4 Transaction Multiples

Datum	Zielunternehmen	Käufer/Investor	Equity Value (100%) in CHFm	Enterprise Value (EV, 100%) in CHFm	EV/EBITDA
Apr 2014	XPO Intermodal Inc	XPO Logistics Inc	272	237	11.7x
Dec 2014	Contrans Group Inc	TFI International Inc	419	528	7.7x
Jun 2015	Matson Alaska Inc	Matson Inc	28	538	6.4x
Jun 2015	XPO Logistics Europe SADIR	XPO Logistics Inc	2'241	3'102	9.0x
Oct 2015	XPO CNW Inc	XPO Logistics Inc	2'664	2'947	5.9x
May 2016	Hitachi Transport System Ltd	SG Holdings Co Ltd	n/a	2'584	7.5x
Jul 2016	Trimac Transportation Ltd	Trimac Holdings Ltd	132	207	5.4x
Jan 2017	Pekaes SA	KH Logistyka Sp zoo Spk, PEK II SCSp	109	109	12.2x
Dec 2018	Sinotrans Air Transportation Development Co Ltd	Sinotrans Ltd	1'813	1'813	171.7x
Mar 2018	Traconf Srl	Nippon Express Co Ltd	168	168	24.3x
75%-Quartil			1813	2'391	12.1x
Median			272	533	8.4x
25%-Quartil			132	215	6.7x

Quelle: Bloomberg.

4.5 Analyse der Prämien bei öffentlichen Kaufangeboten in der Schweiz seit 2011¹⁶

Jahr	Zielunternehmen	Käufer/Investor	Angebotspreis (in CHF)	VWAP 60 Tage (in CHF)	Prämie	Erfolgsquote
2011	Newave Energy Holding SA	ABB Schweiz AG	56.0	41.2	35.9%	95.3%
2011	Escor Casinos & Entertainment AG	Highlight Communications AG	17.5	17.4	0.4%	39.2%
2011	Schulthess Group AG	NIBE Industrier AB	59.2	47.9	23.6%	95.0%
2011	Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen II AG	350.0	326.9	7.1%	72.2%
2011	Edipresse SA	Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; registered shares	90.0	69.1	30.2%	37.6%
2011	Edipresse SA	Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; bearer shares	450.0	324.7	38.6%	37.6%
2011	EGL AG	Axpo Holding AG	850.0	703.7	20.8%	98.0%
2013	Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	115.0	75.3	52.8%	93.6%
2013	Fortimo Group AG	Forty Plus AG, Fortimo Group	136.0	114.3	19.0%	98.6%
2013	Tornos Holding AG	Walter Fust	4.7	4.5	3.8%	14.3%
2014	Swisslog Holding	KUKA Aktiengesellschaft	1.4	1.2	14.4%	92.2%
2014	Advanced Digital Broadcast Holding SA	4T S.A	15.5	12.9	20.2%	73.4%
2014	Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	17.1	16.0	6.7%	77.2%
2014	National Versicherung	Helvetia Holding aG	80.0	60.1	33.2%	95.4%
2015	Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	7.5	4.4	70.5%	90.5%
2016	Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding IV Sarl (EQT)	370.0	275.6	34.3%	87.2%
2016	Syngenta AG	CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina)	489.0	370.7	31.9%	94.7%
2016	gategroup Holding AG	HNA Aviation Air Catering Holding Co.	53.0	38.7	37.0%	96.1%
2016	Charles Vögele AG	Sempione Retail AG (OVS)	6.4	6.4	0.0%	94.1%
2016	Looser Holding AG	AFG Arbonia-Foster Holding AG	106.8	67.6	58.0%	94.7%
2017	Actelion Ltd	Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson)	280.0	191.2	46.4%	92.5%
2018	Goldbach Medien	Tamedia	35.5	24.2	46.6%	96.9%
2018	Hügli Holding AG	Bell Food Group AG	915.0	800.0	14.4%	97.6%
2018	Bank Cler AG	Basler Kantonalbank	52.0	42.3	22.9%	93.3%
75%-Quartil					37.4%	95.3%
Median					26.9%	93.4%
25%-Quartil					14.4%	76.2%

Quelle: UEK.

¹⁶ Diese Liste enthält freiwillige Kaufangebote in bar ohne Übernahmeangebote für Investment- und Immobiliengesellschaften.

4.6 Abkürzungsverzeichnis

Adj.	adjustierter
Aktien	Vinkulierte Namenaktien von CEVA mit einem Nominalwert von CHF 0.10
Bps	Basispunkte
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CCLog	Freight Management-Aktivitäten von CMA CGM
CEVA	CEVA Logistics AG
CHF	Schweizerfranken
CMA CGM	CMA CGM S.A.
DCF	Discounted Cash Flow
DSV	DSV S/A
EV	Enterprise Value, Unternehmenswert
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EUR	Euro
FCF	Free Cash Flows
IFBC	IFBC AG
IPO	Initial Public Offering (Börsengang)
LC	Lokalwährung
m	Millionen
S.	Seite
TV	Terminal Value

Öffentliches Kaufangebot	Angebot von CMA CGM von CHF 30.00 je CEVA-Aktie
SLI	Swiss Leader Index
UEK	Schweizerische Übernahmekommission
VWAP	Volume weighted average price, volumengewichteter Durchschnittskurs

