



Panalpina World Transport (Holding) Ltd.

Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates
der Panalpina Welttransport (Holding) AG

Bewertung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen
Umtauschangebotes von DSV A/S Hedehusene, Dänemark für
Panalpina Welttransport (Holding) AG Basel, Schweiz

Zürich, 9. Mai 2019

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	5
1.1	Hintergrundinformationen.....	5
1.2	Mandat der KPMG AG	6
1.3	Bewertungsmethode	7
1.4	Bewertungsgrundlage.....	8
2	Marktübersicht	9
3	Unternehmensprofil Panalpina	12
3.1	Übersicht	12
3.2	Luftfracht Segment.....	12
3.3	Seefracht Segment.....	13
3.4	Logistik und Produktion Segment.....	14
3.5	Strategie und Finanzplanung.....	16
4	Bewertung von Panalpina	19
4.1	Ertragswertverfahren.....	19
4.2	Marktwertverfahren.....	25
5	Liquiditäts- und Aktienpreisanalyse	28
5.1	Panalpina.....	28
5.2	DSV.....	30
6	Zusammenfassung der Fairness Opinion	32
7	Anhang	36

Liste der Abbildungen

Abbildung 1: Globaler Speditionsmarkt.....	10
Abbildung 2: Globaler Speditionsmarkt 2020.....	10
Abbildung 3: Nettoumsatz nach Produkten und Regionen (2018).....	12
Abbildung 4: Umsatz und EBIT Marge des Luftfracht Segments	13
Abbildung 5: Umsatz und EBIT Marge des Seefracht Segments	14
Abbildung 6: Umsatz und EBIT Marge des Logistik und Produktion Segments	15
Abbildung 7: Umsatzwachstum Benchmarking	17
Abbildung 8: EBIT Marge Benchmarking	17
Abbildung 9: Bewertung auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren	27
Abbildung 10: Analyse der Handelsliquidität der Panalpina Welttransport (Holding) AG	28
Abbildung 11: Aktienkursentwicklung der Panalpina Welttransport (Holding) AG	29
Abbildung 12: Analyse der Handelsliquidität der DSV A/S.....	30
Abbildung 13: Aktienkursentwicklung der DSV A/S	30
Abbildung 14: Bewertungsübersicht (CHF pro Panalpina Aktie).....	32

Liste der Tabellen

Tabelle 1: Top 10 globale Spediteure	11
Tabelle 2: Management Businessplan.....	16
Tabelle 3: Überleitung des Unternehmenswertes zum Eigenkapitalwert.....	24
Tabelle 4: Sensitivitätsanalyse	25
Tabelle 5: Bewertung auf Basis vergleichbarer Unternehmen.....	26
Tabelle 6: Bewertung auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren	27
Tabelle 7: Kursziel der Equity Research Analysten.....	29

Definitionen

Angebot	In einem öffentlichen Umtauschangebot bietet die DSV 2.375 DSV-Aktien (mit einem Nennwert von DKK 1 je Aktie) für eine Panalpina Aktie an, während Fraktionen von DSV Aktien in bar ausgeglichen werden. Basierend auf dem DSV Schlusskurs von DKK 550.4 und einem Wechselkurs von 0.1498 CHF/DKK per 29. März 2019 entspricht das Tauschangebot einem impliziten Angebotspreis von CHF 195.8 pro Panalpina Aktie.
Bewertungsstichtag	31 März 2019
Nettofinanzposition	Beinhaltet liquide Mittel von CHF 382.4 Millionen abzüglich verzinslicher Verbindlichkeiten von CHF 152.6 Millionen (exkl. IFRS 16 Verbindlichkeiten) per 31. März 2019.
Unternehmenswert	Spiegelt den operativen Wert des Unternehmens wider.

Abkürzungen

AG	Aktiengesellschaft
CAGR	Compound annual growth rate (= Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPM	Capital asset pricing model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
DKK	Dänische Krone
EBIT	Earnings before interest and taxes („EBIT“ = Betriebsergebnis)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization („EBITDA“ = Betriebsergebnis vor Abschreibungen und Amortisationen)
EV	Enterprise Value („EV“ = operativer Unternehmenswert)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Ltd.	Limited
TEU	Twenty-foot Equivalent Unit (= Einheit entsprechend 20 Fuss)
VWAP	Volume weighted average price (=Volumengewichteter Durchschnittspreis)
WACC	Weighted average cost of capital (= Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten)
y-o-y	Year over year
3PL	Third party logistics

1 Einleitung

1.1 Hintergrundinformationen

Panalpina Welttransport (Holding) AG ("Panalpina" oder das "Unternehmen") und ihre Tochtergesellschaften (die "Gruppe") bieten ihren Kunden Supply Chain Lösungen an. Ihre Hauptprodukte sind Luftfracht, Seefracht sowie Logistik und Produktion. Im Jahr 2018 betrug der konsolidierte Umsatz CHF 6.0 Milliarden. Der Konzern beschäftigt weltweit mehr als 14.539 Mitarbeiter.

Panalpina ist ein börsenkotiertes Unternehmen. Das im Handelsregister eingetragene Aktienkapital beträgt CHF 2,375,000.00 und ist eingeteilt in 23,750,000 Namenaktien mit einem Nominalwert von je CHF 0.10, die alle an der SIX Swiss Exchange kotiert sind. Darüber hinaus ist der Verwaltungsrat von Panalpina ermächtigt, das Aktienkapital bis zum 3. Mai 2019 jederzeit im Maximalbetrag von CHF 300,000 durch Ausgabe von höchstens 3,000,000 voll zu liberierenden Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.10 zu erhöhen (genehmigtes Kapital).

Am 1. April 2019 gab das dänische Logistikunternehmen DSV A/S ("DSV") seine Absicht bekannt, ein öffentliches Umtauschangebot für alle öffentlich gehaltenen Namenaktien von Panalpina zu unterbreiten. Darüber hinaus hat die DSV bekanntgegeben, dass sie eine Transaktionsvereinbarung mit Panalpina abgeschlossen hat. Im Rahmen der Transaktionsvereinbarung stimmte der Verwaltungsrat von Panalpina unter anderem zu, den Aktionären zu empfehlen, das Angebot anzunehmen. Darüber hinaus hat die DSV mit der Ernst Göhner Stiftung, Cevian Capital II Master Fund LP und Artisan Partners Limited Partnership, die zusammen 69.93% des Aktienkapitals von Panalpina halten, Tendarverträge abgeschlossen. Die drei Aktionäre stimmten zu, alle von ihnen gehaltenen Panalpina Aktien im Rahmen des Umtauschangebots anzudienen.

Die DSV wird 2.375 Namenaktien der DSV im Nennwert von DKK 1.00 für eine Panalpina Aktie anbieten ("Umtauschverhältnis"). Fraktionen von DSV Aktien werden in bar in Schweizer Franken bezahlt.

Auf Basis des Schlusskurses der DSV Aktie an der NASDAQ Kopenhagen und des DKK/CHF-Wechselkurses gemäss WM/Reuters 16:00 GMT Fixing (gemäss Bloomberg) am letzten Handelstag an der NASDAQ Kopenhagen vor der Veröffentlichung dieser Ankündigung

("Ankündigung") entspricht das Umtauschverhältnis einem Angebotspreis von CHF 195.80 pro Panalpina Aktie. Auf Basis des volumengewichteten Durchschnittskurses (volume weighted average price - "VWAP") der an der Börse gehandelten DSV Aktien an der NASDAQ Kopenhagen während der letzten 60 Handelstage vor Veröffentlichung dieser Ankündigung entspricht das Umtauschverhältnis einem Angebotspreis von CHF 186.65 pro Panalpina Aktie.

Der Preis der DSV Aktien und der Wechselkurs (DKK/CHF) können sich zwischen dem Datum der Ankündigung und dem tatsächlichen Umtausch in Panalpina Aktien ändern. Preisänderungen haben Auswirkungen auf den Wert des Aktienangebots und damit auf den Gesamtwert, den die Publikumsaktionäre letztlich für ihre Panalpina Aktien erhalten. Diese Fairness Opinion bezieht sich jedoch ausschliesslich auf den Wert von CHF 195.80 pro Panalpina Aktie zum Zeitpunkt der Ankündigung.

Das Angebot steht unter der Bedingung, dass DSV bis zum Ende der Hauptangebotsfrist eine Annahmeerklärung für eine solche Anzahl von Panalpina Aktien erhalten hat, die zusammen mit den von DSV und ihren Tochtergesellschaften gehaltenen Panalpina Aktien mindestens 80% aller Panalpina Aktien entsprechen.

1.2 Mandat der KPMG AG

Panalpina hat die KPMG AG ("KPMG") am 5. April 2019 beauftragt, eine Fairness Opinion ("Fairness Opinion") abzugeben, die die Angemessenheit des Übernahmeangebots aus Sicht der Publikumsaktionäre von Panalpina beurteilt.

Die Fairness Opinion richtet sich ausschliesslich an den Verwaltungsrat von Panalpina als Teil seines Berichts an die Aktionäre über das Übernahmeangebot in Übereinstimmung mit der Verordnung der Schweizerischen Übernahmekommission ("UEK") über öffentliche Übernahmeangebote. Die Fairness Opinion als Ganzes kann im Rahmen des Angebots veröffentlicht, interessierten Parteien vorgelegt und im Angebotsprospekt erwähnt werden. Eine Nutzung für andere Zwecke ist nicht gestattet.

Der Fairness Opinion liegen Panalpina und ihre Tochtergesellschaften als Bewertungsgegenstand zugrunde. Die Bewertung erfolgte zum 31. März 2019 (dem "Bewertungsstichtag"). Eine Bewertung von DSV oder DSV Aktien ist nicht Bestandteil der Fairness Opinion. Die Fairness Opinion stellt weder eine Empfehlung an die Publikumsaktionäre von Panalpina dar, das Angebot von DSV anzunehmen oder abzulehnen, noch enthält sie eine Bewertung der folgenden Punkte:

- Bedingungen des Übernahmeangebots
- Rechtliche und steuerliche Beurteilung der Transaktionsstruktur
- Auswirkungen, die die Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung auf die Aktionäre haben kann
- Zukünftiger Wert der Panalpina Aktie
- Zukünftiger Wert der DSV Aktien nach dem Bewertungsstichtag

KPMG hat im Rahmen dieser Fairness Opinion weder eine Due Diligence durchgeführt noch eine aktienrechtliche Revision durchgeführt. Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat KPMG keines der Gebäude und Standorte der Gruppe physisch inspiziert.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat KPMG die Richtigkeit und Vollständigkeit der finanziellen und sonstigen Informationen über Panalpina angenommen und sich darauf verlassen, ohne die Verantwortung für die unabhängige Überprüfung dieser Informationen zu übernehmen.

Die Verantwortung von KPMG beschränkt sich auf die sorgfältige und professionelle Analyse und Auswertung der KPMG zur Verfügung gestellten Informationen.

KPMG stützt sich ferner auf die schriftliche Zusicherung des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung von Panalpina ("Management"), dass ihnen keine Tatsachen oder Umstände bekannt sind, die dazu führen könnten, dass die bereitgestellten Informationen unvollständig, ungenau oder irreführend sind.

1.3 Bewertungsmethode

KPMG führte eine umfassende Analyse von Panalpina durch, um die Angemessenheit des Angebots zu beurteilen. Gegenstand der Bewertung sind Panalpina und ihre Tochtergesellschaften auf konsolidierter Basis. Das Ergebnis unserer Aktivitäten ist eine Bandbreite von Werten für das operative Unternehmen und Eigenkapital von Panalpina. Die Bandbreite der Werte pro Panalpina Namenaktie stellt den Vergleichsmaßstab dar, zu dem ein Kaufangebot als finanziell fair und angemessen angesehen wird.

Die Wertüberlegungen basieren auf dem Ansatz, der von einem allein operierenden Unternehmen ausgeht. Mögliche Synergien aus den Transaktions- und Integrationskosten wurden daher nicht berücksichtigt. Auch Effekte auf der Ebene des einzelnen Gesellschafters, wie z.B. Steuereffekte, werden nicht berücksichtigt.

Die Wertbandbreite für Panalpina als Ganzes und der daraus resultierende Wert pro Namenaktie

wurden primär auf der Grundlage der Discounted Cash Flow Methode ("DCF") ermittelt. Darüber hinaus wurden im Rahmen der DCF Methode Sensitivitätsanalysen mittels Änderungen wesentlicher Werttreiber durchgeführt. Ein auf Multiplikatoren basierender Marktansatz wurde ebenfalls durchgeführt, um die Plausibilität der mit der DCF Methode erzielten Ergebnisse zu überprüfen.

1.4 Bewertungsgrundlage

Die Beurteilung von KPMG stützt sich auf die folgenden Punkte:

- Öffentlich zugängliche Informationen über Panalpina. Dazu gehören die Geschäftsberichte 2016 bis 2018, Analystenberichte verschiedener Banken, Zeitungsberichte und Pressemitteilungen
- Interne Informationen von Panalpina, die für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich der Mittelfristplanung 2020
- Gespräche mit dem Management von Panalpina über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, das aktuelle und zukünftige Marktumfeld, Werttreiber und Annahmen in den Planungsunterlagen
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten von Panalpina und ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen (Quelle: Capital IQ)
- Daten zu Unternehmenstransaktionen, die als vergleichbar angesehen werden (Quellen: Capital IQ, mergermarket)

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf das Datum der Erstellung dieses Dokuments und können daher Änderungen unterliegen.

2 Marktübersicht

Spediteure sind Vermittler, die Transporte für verschiedene Industrien vom Hersteller bis zum finalen Bestimmungsort organisieren. Sie sind Logistikdienstleister, die Teil der weiteren Lieferkette und Logistikindustrie sind.

Spediteure schliessen einen Vertrag mit einem Transporteur oder oft mehreren Transporteuren ab, um Waren zu transportieren. Zu ihren Dienstleistungen gehören unter anderem die kommerzielle Rechnungsstellung, Lagerung, Verpackung, Dokumentation und Distribution bis zum Endbestimmungsort.

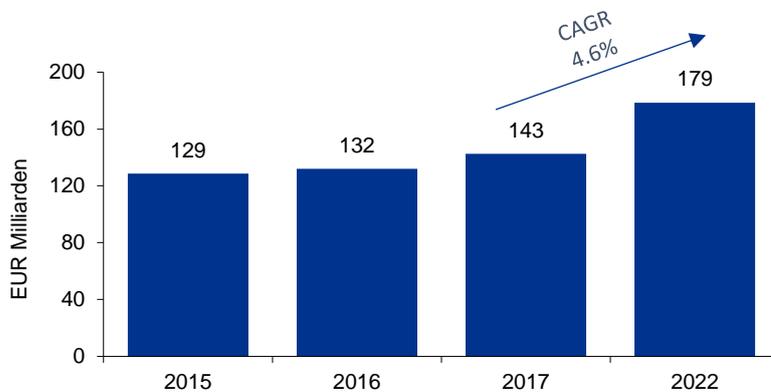
Laut Transport Intelligence ("TI"), einem führenden Anbieter für Marktforschung für die globale Logistikbranche, verzeichnete der globale Speditionsmarkt 2017 ein geschätztes Wachstum von real 8.0% zum Vorjahr, das sich gegenüber den 2.7% im Jahr 2016 deutlich erhöhte. Die bemerkenswerte Wachstumsverbesserung ist auf die Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und das höhere internationale Handelsvolumen im Laufe des Jahres 2017 zurückzuführen. Insbesondere die USA, China und Japan sowie die Europäische Union trugen zu einem erhöhten globalen Nachfragewachstum bei, das zu einem höheren Handelsvolumen führte. Dies zeigt sich auch im Wachstum des internationalen Warenverkehrs von 2.2%-2.3% im Jahr 2016 auf 5.2%-5.5% im Jahr 2017.

Darüber hinaus stellt TI fest, dass der globale Lagerzyklus auch ein wichtiger Treiber war, insbesondere für die Luftfrachtindustrie, die dadurch im Jahr 2017 um 10.2% gegenüber dem Vorjahr expandierte.

Im ersten Halbjahr 2018 verzeichnete der globale Speditionsmarkt ein Wachstum von 4.9% zum Vorjahr, wobei die Luftfracht um 5.3% und die Seefracht um 4.3% wuchs. TI geht davon aus, dass sich das Wachstum nach dem ersten Halbjahr 2018 teilweise verlangsamt, vor allem aufgrund des bevorstehenden Endes des globalen Lagerzykluses, was zu einem Wachstum von 4.1% im Gesamtjahr 2018 führt.

Für die Zukunft rechnet TI aufgrund eines verbesserten Welthandelsvolumens mit einem jährlichen Marktwachstum von 4.6% in den Jahren 2017-22. Zu den Schlüsselfaktoren, die zum Wachstum der Spediteure führen werden, gehören die Digitalisierung des Betriebs, die Steigerung von Volumen und Effizienz, die Erweiterung der geographischen Reichweite und die Anwendung kundenorientierter Ansätze.

Abbildung 1: Globaler Speditionsmarkt



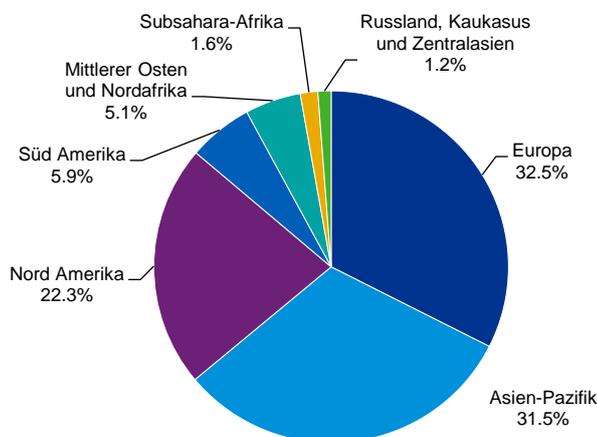
Quelle: Transport Intelligence

TI Analysen zeigen, dass 85% des Luftfrachtvolumens inzwischen von Spediteuren und die restlichen 15% von Fluggesellschaften gehandhabt werden, während bei der Seefracht 40% des Volumens der Reedereien von Spediteuren gehandhabt werden, aber 60% weiterhin von Reedereien kontrolliert werden.

Darüber hinaus zielen Spediteure in der Region Asien/Pazifik auf weiteres Wachstum ab, da China, Singapur und Südkorea die verkehrsreichsten Containerhäfen der Welt sowie die verkehrsreichsten Flughäfen gemessen am Frachtvolumen haben. Darüber hinaus sind Länder wie China, Indien, Singapur und Vietnam Produktionsstandorte, wobei das Wirtschaftswachstum Indiens und Chinas den internationalen Handel antreibt.

TI geht davon aus, dass Asien/Pazifik im Jahr 2020 mit einem Marktanteil von 32.5% am globalen Transportmarkt dicht an Europa anschliessen wird, gefolgt von Nordamerika (22.3%).

Abbildung 2: Globaler Speditionsmarkt 2020



Quelle: Transport Intelligence

Armstrong and Associates, ein führender Beratungs- und Marktforschungsanbieter für Third-Party-Logistik ("3PL"), hat auf der Grundlage der Bruttoumsätze/Umsatz und Speditionsvolumina von 2017 eine Liste der 25 wichtigsten Akteure in der Speditionslandschaft erstellt. Die folgende Tabelle listet die Top 10 Spieler auf:

Tabelle 1: Top 10 globale Spediteure

Top 10 Globale Speditionsfirmen (in USDm)				
A&A Rang	Unternehmen	Bruttoumsatz	Seefracht TEU's ¹	Luftfracht Tonnen
1*	DHL Supply Chain & Global Forwarding	27,598	3,259,000	2,248,000
1*	Kuehne + Nagel	22,574	4,355,000	1,570,000
2	DB Schenker	18,560	2,169,000	1,300,000
3	Sinotrans	9,530	3,360,300	533,300
4	DSV	11,374	1,389,611	635,655
5	Expeditors	6,921	1,070,424	985,549
6	Panalpina	5,621	1,520,500	995,900
7	Nippon Express	16,720	600,000	835,755
8	UPS Supply Chain Solutions	7,981	600,000	935,300
9	Bolloré Logistics	5,012	864,000	640,700
10	CEVA Logistics	6,994	729,000	480,000

Quelle: Armstrong and Associates Inc., Unternehmensberichte

Notizen: Umsatz und Volumen werden vom Unternehmen ausgewiesen oder von Armstrong & Associates, Inc. geschätzt; *Geteilter 1. Platz

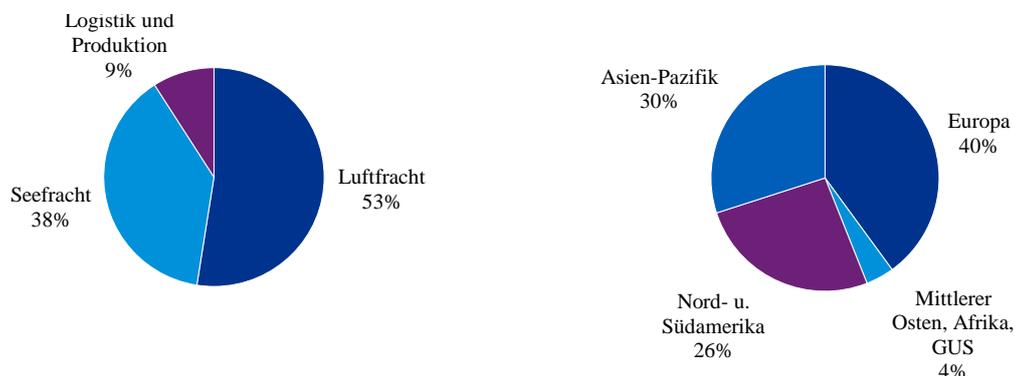
¹ TEU = Twenty-foot Equivalent Unit (20 Fuss Container)

3 Unternehmensprofil Panalpina

3.1 Übersicht

Panalpina ist ein führender Anbieter von Supply-Chain-Lösungen und kombiniert seine Kernprodukte – Luftfracht, Seefracht sowie Logistik und Produktion – zu global integrierten Lösungen für elf Kernindustrien. Die Gruppe verfügt über ein globales Netzwerk mit 500 Niederlassungen in rund 70 Ländern. Panalpina gehörte 2018 zu den weltweit führenden 4 Unternehmen in der See- und Luftfrachtindustrie. Hauptkonkurrenten in beiden Branchen sind die Schenker AG (Tochtergesellschaft der Deutschen Bahn AG), die DHL International GmbH und die Kühne + Nagel International AG. Im Jahr 2018 betrug der Umsatz (Nettopeditionsumsatz) von Panalpina CHF 6.0 Milliarden, was einer Steigerung von 9.1% gegenüber 2017 entspricht. Der grösste Teil der Umsätze wurde im Segment Luftfracht erzielt (Abbildung 3).

Abbildung 3: Nettoumsatz nach Produkten und Regionen (2018)



Quelle: Panalpina Geschäftsbericht (2018)

Die Abbildung oben zeigt, dass Panalpina im Jahr 2018 40% ihres Umsatzes in Europa erzielte, gefolgt von Asien/Pazifik (30%) und Amerika (26%). Der Mittlere Osten und Afrika tragen nur einen relativ geringen Anteil (4%) bei.

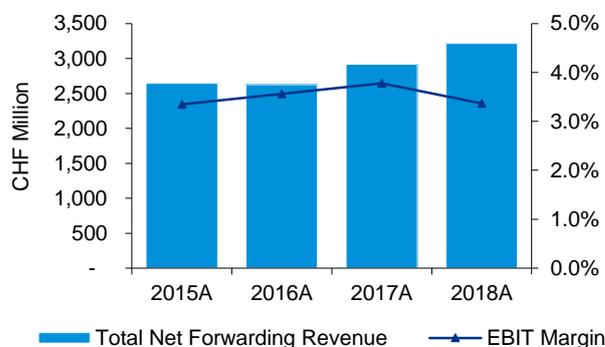
3.2 Luftfracht Segment

Panalpina bietet seinen Kunden verschiedene Luftfrachtprodukte an, darunter intermodale See-/Luftfracht oder Temperatur kontrollierte Dienstleistungen. Darüber hinaus bietet die Gruppe Hub-, Charter- und Notfalldienste an. Historisch gesehen ist dies das wichtigste Segment für Panalpina, da es den grössten Anteil am Umsatz und Betriebsergebnis (earnings before interest and taxes – „EBIT“) hat. Im Jahr 2018 erreichte dieser Geschäftszweig das höchste

Luftfrachtvolumen in der Geschichte des Unternehmens. Dies wurde teilweise durch den Ausbau des Charter Netzwerks sowie durch den Erwerb von zwei Unternehmen erreicht, was zu einem höheren Marktanteil bei verderblichen Gütern führte.

Die EBIT Marge (EBIT/Umsatz) sank 2018 um 0.4 Prozentpunkte (siehe Abbildung 4). Dies ist zum Teil auf ein herausforderndes Marktumfeld zurückzuführen, das zum Beispiel auf Beschränkungen bei den Flughafen Slots in Europa und Asien, einen weltweiten Pilotenmangel und Schwankungen der Treibstoffpreise zurückzuführen ist. Dennoch ist das Management von Panalpina zuversichtlich, dass das Wachstum aus Digitalisierung, Innovation sowie die Fokussierung auf Schlüsselmärkte und relativ stabile Kosten zu einer Steigerung der EBIT Marge ab 2019 führen werden. Das Umsatzergebnis des ersten Quartals 2019 für diesen Geschäftsbereich von CHF 757.2 Millionen stellt eine leichte Verbesserung gegenüber dem Ergebnis des ersten Quartals 2018 von CHF 750.1 Millionen dar. Die EBIT Marge von 3.3% im ersten Quartal 2019 liegt leicht unter der Marge für das Gesamtjahr 2018 von 3.4% und sollte sich noch verbessern.

Abbildung 4: Umsatz und EBIT Marge des Luftfracht Segments

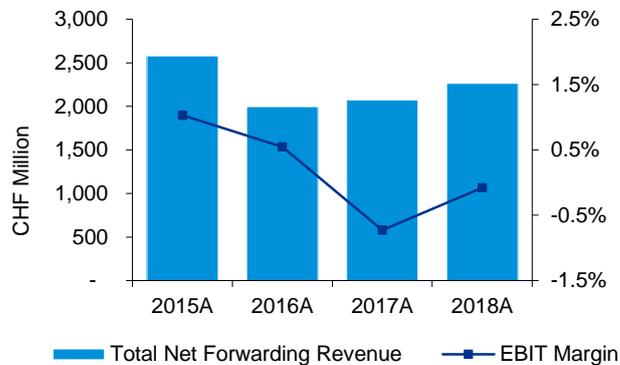


Quelle: Panalpina Geschäftsbericht

3.3 Seefracht Segment

Der Seefracht Geschäftszweig ist für Panalpina das zweitwichtigste Geschäft gemessen am Umsatz. Der Konkurs von Hanjin im Jahr 2016 sowie eine Nachfrageverlagerung von traditionell margenstarker Massengutladung hin zu Containern führten zu einem starken Rückgang der Erträge von Panalpina. Dieser Schock wirkte sich auch auf die EBIT Marge aus (siehe Abbildung 5).

Abbildung 5: Umsatz und EBIT Marge des Seefracht Segments



Quelle: Panalpina Geschäftsbericht

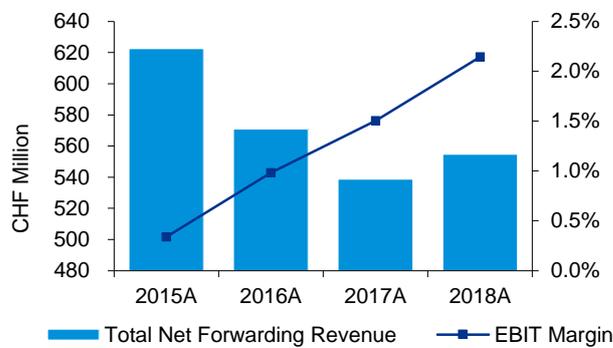
Während der Umsatz 2017 langsam wieder zu steigen begann, sank die EBIT Marge weiter auf minus 0.7%. Um diesem Trend entgegenzuwirken, hat Panalpina mehrere Massnahmen ergriffen, unter anderem die Implementierung eines neuen IT-Systems. Die Ergebnisse dieser Massnahmen sind bereits in der Abbildung im Jahr 2018 zu sehen.

Während die EBIT Marge 2018 noch negativ war (minus 0.1%), erwartet das Management von Panalpina, dass das Segment im Zuge der Einführung der neuen Plattform wieder profitabel wird und Produktivitätssteigerungen erzielt werden. Der Umsatz des Seefrachtgeschäfts im ersten Quartal 2019 ist gegenüber dem Ergebnis im ersten Quartal 2018 mit CHF 580.9 Millionen gegenüber CHF 534.7 Millionen deutlich gestiegen. Die EBIT Marge liegt im ersten Quartal 2019 bei 0.1% und zeigt einen leichten Rückgang gegenüber der im Jahr 2018 erreichten EBIT Marge.

3.4 Logistik und Produktion Segment

Der Geschäftszweig Logistik und Produktion von Panalpina bietet seinen Kunden verschiedene Dienstleistungen an, z.B. Produktionsdienstleistungen für Logistik oder fortschrittliche Technologielösungen. Ähnlich wie im Seefracht Segment hat sich die Logistik- und Fertigungsindustrie in den letzten Jahren mehrfach verändert, was 2016 und 2017 zu einem Rückgang der Umsätze führte. Die fortschreitende Angleichung der Arbeitskosten, neue Technologien – wie künstliche Intelligenz – und Handelszölle sind jedoch nur einige der Gründe, die die Hersteller ermutigen, ihre Produktionsanlagen näher an ihre Märkte heranzuführen. Konsequenterweise hat Panalpina ihr Produktangebot auf die Kundenbedürfnisse ausgerichtet und konnte den Umsatz 2018 erneut steigern.

Abbildung 6: Umsatz und EBIT Marge des Logistik und Produktion Segments



Quelle: Panalpina Geschäftsbericht

Im Gegensatz zu den sinkenden Umsätzen zwischen 2015 und 2017 (nach der Restrukturierung des Segments und der Neuausrichtung auf profitablere Geschäfte) konnte Panalpina ihre EBIT Marge stetig steigern und erreichte 2018 2.1%. Panalpina plant den Umsatz weiter zu steigern, indem es bestehende Anlagen weiter verbessert und gleichzeitig seine Fähigkeiten erweitert, neue Dienstleistungen einführt und neue Märkte erschliesst. Der Nettospeditionsumsatz des Segments liegt im ersten Quartal 2019 bei CHF 147.1 Millionen und ist damit um 13.6% höher als das Ergebnis des ersten Quartals 2018 mit CHF 129.5 Millionen. Die EBIT Marge für das erste Quartal 2019 beträgt 2.0%.

3.5 Strategie und Finanzplanung

Die Bewertung von Panalpina für diese Fairness Opinion erfolgte auf der Grundlage des Budgets 2019 und der Mittelfristplanung 2020, welche vom Management entwickelt und vom Verwaltungsrat in 2018 genehmigt wurden. Im Folgenden werden die wesentlichen Annahmen der Planung für 2019 und 2020 dargestellt:

Tabelle 2: Management Businessplan

Businessplan				
In CHF Millionen	Historisch 2017	Historisch 2018	Geschätzt 2019	Geschätzt 2020
Umsatz	5,533	6,036	6,282	6,596
Wachstum	-	9.1%	4.1%	5.0%
Rohhertrag	1,398	1,500	1,563	1,641
Marge	25.3%	24.9%	24.9%	24.9%
Betriebsergebnis	103	118	169	233
Marge	1.9%	2.0%	2.7%	3.5%
Jahresüberschuss	57	76	116	164
Marge	1.0%	1.3%	1.8%	2.5%

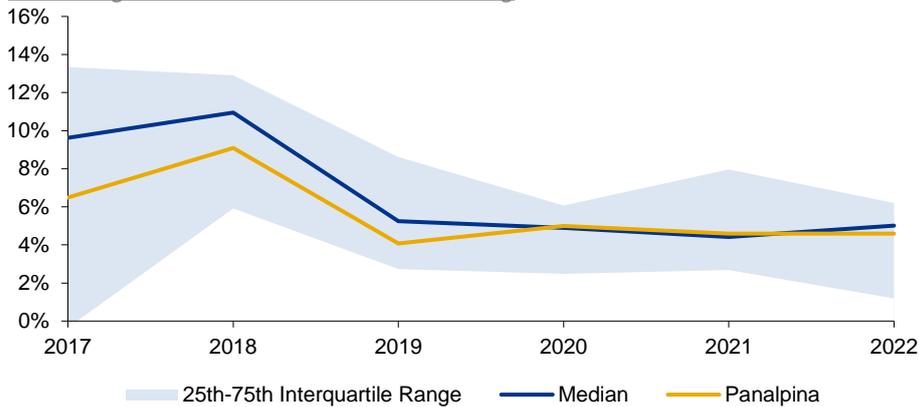
Quelle: Panalpina Management

Es wird davon ausgegangen, dass sich das Umsatzwachstum stabilisiert und über dem erwarteten globalen Marktdurchschnitt der Logistik Industrie von rund 4.6% liegt. Es ist geplant, die Margen weiter zu verbessern.

Der obige Businessplan und die getroffenen Annahmen wurden auf seine Plausibilität hin überprüft. KPMG hat sowohl den vom Management erstellten expliziten Prognosezeitraum von 2019 bis 2020 als auch den erweiterten Prognosezeitraum von 2021 bis 2022 überprüft. Zur Überprüfung der Angemessenheit des Businessplans wurden verschiedene Benchmarking Analysen durchgeführt. Insbesondere das Umsatzwachstum und die EBIT Marge von Panalpina wurden mit denen einer Reihe von identifizierten Vergleichsunternehmen verglichen.

Die folgende Grafik zeigt einen Vergleich der Umsatzwachstumsraten von Panalpina mit denen der Vergleichsunternehmen:

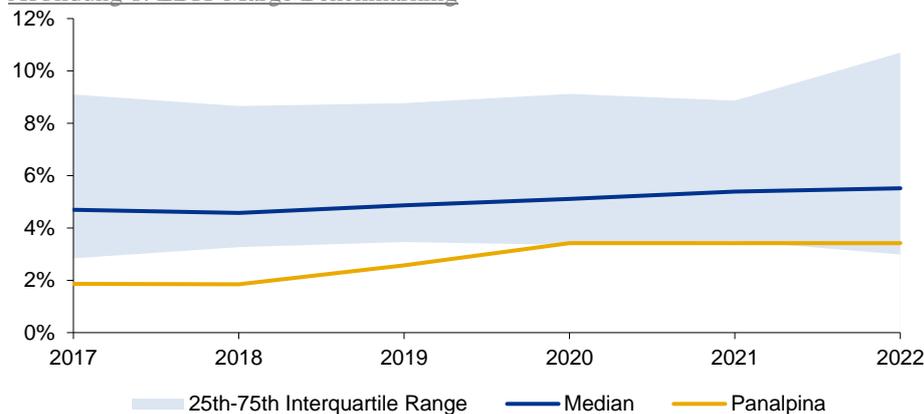
Abbildung 7: Umsatzwachstum Benchmarking



Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Die Analyse zeigt, dass die Wachstumsrate von Panalpina in der Vergangenheit leicht unter dem Median des Wachstums der Vergleichsunternehmen für die Jahre 2017 und 2018 lag. Panalpinas Umsatzwachstum wird voraussichtlich noch leicht unter dem der Vergleichsunternehmen im Jahr 2019 liegen, dann aber ab 2020 auf dem Niveau der Vergleichsunternehmen liegen.

Abbildung 8: EBIT Marge Benchmarking



Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Die Analyse zeigt, dass die EBIT Marge des Unternehmens deutlich unter der der Vergleichsunternehmen in den Jahren 2018 und 2019 liegt. Dies wird durch die oben beschriebenen historischen Ineffizienzen im Seefrachtgeschäft von Panalpina erklärt. Ab 2020 verbessert sich die Performance von Panalpina jedoch bis an die untere Grenze des Interquartil Bereich der Vergleichsunternehmen. Es ist jedoch anzumerken, dass trotz dieser prognostizierten

Verbesserungen davon auszugehen ist, dass die Rentabilität von Panalpina im Vergleich zu seinen Vergleichsunternehmen niedrig bleiben wird.

Insgesamt werden sowohl das Umsatzwachstum als auch die EBIT Marge von Panalpina für den Prognosezeitraum 2019 bis 2022 als in einem angemessenen Rahmen angesehen.

Strategie

In diesem wirtschaftlichen Umfeld ist Panalpina nach wie vor bestrebt, die kundenorientiertesten Dienstleistungen anzubieten und das Geschäft organisch, durch Akquisitionen und Innovationen wachsen zu lassen, während gleichzeitig operative Verbesserungen verfolgt werden. Das bisher wichtigste und greifbarste Ergebnis dieser Strategie ist die Einführung einer neuen IT-Plattform, dem SAP TM (Transport Management), auf welchem bereits 50% aller Transaktionen von Panalpina abgewickelt werden. Panalpina wird somit durch mehr Flexibilität bei der Anpassung an Marktveränderungen und durch eine einfachere Integration neuer Kunden zum Kostenführer. Darüber hinaus hat sich das Unternehmen bemüht, die Bedeutung von Technologien rund um das Internet der Dinge (Internet of Things – „IoT“), Predictive Analytics und Künstliche Intelligenz („KI“) hervorzuheben. Neben der Schaffung einer neuen Position für den Head of Digital Innovation investierte das Unternehmen in seine digitale und innovative Zukunft über Plattformen wie das Plug and Play Accelerator Programm, das Blockchain in Transport Alliance (BiTA) Forum und das schweizerische Konsortium Cargo Sous Terrain (CST).

Dieses Ziel wird durch operative Verbesserungen unterstützt, bei denen das Unternehmen plant, die defizitären Bereiche zu restrukturieren und eine strengere Kostenkontrolle zu betreiben. Darüber hinaus ist geplant, das Wachstum sowohl durch externe M&A Aktivitäten als auch durch interne Prozesse zu stärken. Diese Ziele und Strategien spiegeln sich in den oben genannten Umsatzwachstums- und Margenverbesserungen wider, die in den kommenden Jahren erwartet werden.

Darüber hinaus wird erwartet, dass die Reedereien im Jahr 2019 die Auswirkungen der neuen Umweltvorschriften spüren werden. Dies bedeutet höhere Kosten für umweltfreundlichere Kraftstoffe, die Panalpina jedoch über kompetitive Preismechanismen an nachfolgende Vertragspartner weitergeben will. Für den gleichen Zeitraum wird eine allgemeine Abschwächung im Luftfrachtgeschäft erwartet, da davon ausgegangen wird, dass die Exporte weltweit zurückgehen werden.

4 Bewertung von Panalpina

Die finanzielle Angemessenheit des Übernahmeangebots für Panalpina wurde hauptsächlich auf der Grundlage der DCF Methode nach dem Ertragswertverfahren ermittelt. Darüber hinaus wurden eine Analyse der Ergebnisse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie eine Analyse vergleichbarer Transaktionen im Rahmen des Marktansatzes durchgeführt, um die Plausibilität der Ergebnisse zu überprüfen.

4.1 Ertragswertverfahren

Der Wert eines Unternehmens entspricht den erwarteten Nettozuflüssen des Investors (Fremd- und Eigenkapitalgeber). Im vorliegenden Fall wurde der Wert des Eigenkapitals auf der Grundlage der international anerkannten DCF Methode ermittelt.

Eine Anwendung der DCF Methode ist der WACC-Ansatz. Nach dem WACC-Ansatz wird der Marktwert des Gesamtunternehmens durch Diskontierung der zukünftigen Zahlungsströme (Free Cash Flows – "FCFs") mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital – "WACC") auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Diese zukünftigen FCFs sind finanzielle Überschüsse, die allen Kapitalgebern (Eigen- und Fremdkapitalgebern) des Unternehmens zur Verfügung stehen. Durch Abzug des Marktwertes des Fremdkapitals (Nettofinanzposition) ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals.

Die FCFs werden wie folgt berechnet:

$$\begin{aligned} &= \text{Betriebsergebnis (EBIT)} \\ &- \text{Steuern} \\ &+ \text{Abschreibungen} \\ &- \text{Investitionen in Sachanlagen} \\ &+ \text{Veränderung des Nettoumlaufvermögens} \\ &= \text{Free Cash Flows} \end{aligned}$$

Das EBIT für Bewertungszwecke wird somit mit den ertragsabhängigen Steuern belastet, die ein Unternehmen zahlen würde, wenn es nur mit Eigenkapital finanziert wäre.

Der operative Unternehmenswert entspricht der Summe aus den diskontierten zukünftigen Free Cash Flows der expliziten Planungsphase und dem Endwert. Die Berücksichtigung des Endwertes basiert auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit und der Kapitalisierung des nachhaltigen ewigen Free Cash Flows mit dem WACC unter Berücksichtigung einer langfristig

angenommenen Wachstumsrate (Long-term Growth Rate – "LTGR").

Die explizite Planungsperiode der DCF Berechnung basierte auf dem konsolidierten Businessplan von Panalpina für 2019 und 2020. Für Bewertungszwecke hat KPMG die explizite Planungsperiode um die Jahre 2021 und 2022 verlängert.

4.1.1 Umsatzentwicklung

In den Kerngeschäften Luft- und Seefrachtprodukte erwartet das Unternehmen mit 4.1% im Jahr 2019 und 5.0% im Jahr 2020 ein Wachstum, das über dem Marktdurchschnitt liegt. KPMG verlängerte diesen Plan um zwei weitere Jahre mit einem jährlichen Wachstum (Compound Annual Growth Rate – „CAGR“) von 4.6%, was dem geschätzten CAGR für 2017-2022 für den globalen Speditionsmarkt entspricht (siehe Kapitel "2 Marktübersicht").

Die wichtigsten Kennzahlen für die einzelnen Geschäftszweige von Panalpina werden im Folgenden dargestellt und beschreiben wie frühere Schwachstellen identifiziert und behoben wurden, um sicherzustellen, dass das Unternehmen seine Leistungsziele erreichen kann.

i) Luftfracht

Das Unternehmen strebt in diesem Bereich ein überdurchschnittliches Wachstum durch seine Digitalisierungs- und Innovationskompetenz an und insbesondere durch die Fokussierung auf seine wichtigsten Industriezweige, einschließlich seines wachsenden Netzwerks im Bereich verderblicher Waren.

Da die Nachfrage in dieser Industrie in der Regel durch Lieferkettenprobleme ihrer Kunden ausgelöst wird, ist es schwierig die zukünftige Umsatzentwicklung vorherzusagen. Durch Investitionen von rund CHF 300 Millionen in die IT-Infrastruktur in den letzten zwei Jahren steigerte Panalpina seine Produktivität und reduzierte operative Ineffizienzen. Im Jahr 2018 wurden bereits 50% aller Transaktionen über die neue Software abgewickelt. Das neugeschaffene Kundenportal soll im Sommer 2019 weltweit freigegeben werden und eine Online-Umgebung schaffen, die den Zugriff auf alle Supply-Chain-Tools von Panalpina integriert und damit das Kundenerlebnis verbessert.

ii) Seefracht

Im Jahr 2018 war das Seefracht Segment stark von Protektionismus und Handelskriegen betroffen. Ein weiteres industriespezifisches Thema war die allgemeine Überkapazität, die die Speditionspreise nach unten drückte. Panalpinas Hauptaugenmerk liegt in diesem Segment auf

dem Einsatz ihres neuen IT-Systems, das Effizienz- und Produktivitätssteigerungen ermöglichen soll. Die neuen digitalen Lösungen sollen ein besseres Supply Chain Management für die Kunden von Panalpina ermöglichen, was die Kosten senken, die Reaktionszeit verkürzen und eine schnellere Kommunikation ermöglichen kann.

iii) Logistik und Produktion

Die Logistikdienstleistungen sind der jüngste Geschäftszweig von Panalpina. Im Laufe der Jahre wurden ehemals defizitäre Bereiche und Strategien eliminiert, sodass das Geschäft seit der Gründung geschrumpft ist, während es gleichzeitig effizienter und profitabler geworden ist. Panalpina hält an den allgemein hohen Wachstumserwartungen in diesem Bereich fest, insbesondere aufgrund eines grossen und bisher weitgehend nicht realisierten Outsourcing-Potenzials seiner Kunden.

Panalpina plant, sich weiterhin auf Verbesserungen seines Lagerverwaltungssystems (Warehouse Management System – „WMS“) zu konzentrieren, und zwar mit einem neuen System, JDA WMS, von JDA Software Group Inc., das 2018 in 28 Ländern implementiert wurde. Der zweite Schwerpunkt ist der Ausbau der Produktionsdienstleistungen für Logistik (Logistics Manufacturing Service – „LMS“), insbesondere im Hinblick auf die Telekommunikationsindustrie, für die Panalpina Herstellungs-, Prüf- und Installationsdienstleistungen für deren Geräte erbringt.

4.1.2 Margenentwicklung

Für den Prognosezeitraum 2019 und 2020 ist geplant, die EBIT Margen in allen Geschäftsbereichen mit den oben beschriebenen Mitteln zu verbessern. Die grössten Verbesserungen werden in den grössten Umsatzsegmenten von Panalpina, der Luft- und Seefracht, erwartet. Es wird davon ausgegangen, dass die Margen in den zusätzlichen Planjahren 2021 und 2022 konstant bleiben.

4.1.3 Endwert

Für den Zeitraum nach dem expliziten Prognosezeitraum, d.h. nach 2022, wurde ein Endwert nach dem Gordon Growth Model mit einer LTGR von 2.5% geschätzt.

Die LTGR stellt einen umsatzgewichteten Durchschnitt der realen Bruttoinlandsprodukte der drei wichtigsten geografischen Regionen (Amerika, Asien-Pazifik und Europa) dar, die die wichtigsten Volkswirtschaften darstellen, die die zukünftigen Einnahmen von Panalpina

bestimmen. Der nachhaltige FCF für die Berechnung des Endwertes wurde auf Basis der Umsätze des letzten Prognosejahres 2022 und der oben genannten LTGR ermittelt. Darüber hinaus wurde eine nachhaltige EBITDA Marge geschätzt, die sowohl die historische als auch die prognostizierte EBITDA Marge berücksichtigt. Die im Endwert angenommene EBITDA Marge entspricht derjenigen des letzten Jahres des expliziten Prognosezeitraums (d.h. 2020). Schliesslich ist Panalpina ein Frühanwender von IFRS 16, der die Bilanzierungs-, Bewertungs- und Offenlegungsvorschriften von Leasingverhältnissen in Jahresabschlüssen von Unternehmen regelt. Dieser Umstand wurde bei der Berechnung der anwendbaren Margen für die DCF Berechnung und bei der anschließenden Wertüberleitung zwischen Unternehmenswert und Eigenkapital berücksichtigt.

4.1.4 Kapitalkosten

Der WACC, der zur Diskontierung des FCF verwendet wird, basiert auf den Kosten für Eigen- und Fremdkapital nach Steuern sowie dem Median des Verschuldungsgrades der Vergleichsunternehmen. Per Bewertungsstichtag beträgt der WACC für Panalpina 7.1% bzw. 7.6% basierend auf dem Verhältnis zwischen Nettoverschuldung zum Gesamtkapital (Leverage Ratio) von 0% bzw. 25%.

Die einzelnen Parameter zur Ableitung des WACC werden im Folgenden dargestellt und erläutert (die Ableitung des WACC ist auch in Anhang I dargestellt).

i) Basiszinssatz (Risk-free Rate – “RfR”)

Der RfR stellt eine risikofreie alternative Anlage unter Berücksichtigung des Anlagehorizonts dar. Der RfR für Panalpina wurde auf Basis eines barwertäquivalenten Einheitszinssatzes auf Basis der von der Schweizerischen Nationalbank (“SNB”) veröffentlichten Nullkuponzinskurve mit Laufzeiten bis zu 30 Jahren geschätzt.

ii) Marktrisikoprämie (Market Risk Premium – “MRP”)

Für die Berechnung des WACC wird eine MRP von 6.0% verwendet. Die MRP basiert auf mehreren nationalen und internationalen Studien, die den Unterschied zwischen der Durchschnittsrendite der entwickelten Aktienmärkte und der Durchschnittsrendite der jeweiligen Staatsanleihe über mehrere Jahrzehnte untersuchen.

iii) Beta

Das unverschuldete Beta wurde auf Basis vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen und über

einen Zeitraum von zwei Jahren mit einer wöchentlichen Erfassung der Renditen abgeleitet. Das für Panalpina abgeleitete unverschuldete Beta beträgt 0.95. Informationen über den Beta Faktor der identifizierten vergleichbaren Unternehmen sind in Anhang III enthalten. Das verschuldete Beta wurde aus dem unverschuldeten Beta abgeleitet, wobei der Median der Kapitalstruktur der Vergleichsunternehmen nach der Harris-Pringle Formel verwendet wurde, was zu einem verschuldeten Beta von 1.1 führte.

iv) Grössenprämie (Small-Cap Premium – “SCP”)

Bei der Berechnung der Eigenkapitalkosten werden Unternehmen mit geringerer Marktkapitalisierung als risikoreicher eingestuft, weswegen von diesen eine höhere Rendite erwartet wird. Diesem Umstand wurde mittels Berücksichtigung einer Prämie von 0.89%, wie sie im 2019 Stocks, Bonds, Bills, and Inflation (SBBBI) Yearbook von Duff&Phelps veröffentlicht wurde, Rechnung getragen.

v) Länderrisikoprämie (Country Risk Premium – “CRP”)

Eine CRP berücksichtigt verschiedene Risiken, die mit Investitionen im Ausland verbunden sind, wie z.B.: politische Risiken, rechtliche Risiken, regulatorische Risiken und Steuerrisiken.

Die CRP wird aus dem Renditeaufschlag (berechnet als Rendite bis zur Fälligkeit) zwischen auf Euro oder US-Dollar lautenden Anleihen des jeweiligen Landes und auf Euro oder US-Dollar lautenden Vergleichsanleihen mit gleicher Laufzeit ermittelt. Aufgrund ihrer reifen und liquiden Kapitalmärkte, in Kombination mit einem faktisch fehlenden Ausfallrisiko, werden Staatsanleihen aus Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika als Vergleichsanleihen verwendet.

Die CRP wurde berechnet, indem ein mit dem Bruttoinlandsprodukt gewichteter Durchschnitt für die drei wichtigsten geografischen Regionen Amerika, Asien-Pazifik und Europa ermittelt wurde. Die drei resultierenden CRPs wurden anschliessend mit der Umsatzverteilung von Panalpina für die jeweiligen Regionen gewichtet, die die Herkunft der Einnahmen des Unternehmens darstellen. Das Ergebnis beträgt 0.8%.

vi) Fremdkapitalkosten (Cost of Debt – “CoD”)

Die CoD errechnen sich aus dem RfR und der Addition des CRP sowie einer Fremdkapitalprämie. Die Fremdkapitalprämie wird zur Darstellung des zusätzlichen Fremdkapitalrisikos im Vergleich zum RfR verwendet und berechnet sich aus dem Median des Renditeaufschlages der Panalpina Vergleichsunternehmen. Der daraus resultierende CoD beträgt 4.1% (vor Steuern).

vii) Steuersatz

Basierend auf Gesprächen mit dem Management wurde für Panalpina ein Steuersatz von 25,0% angewendet.

viii) Kapitalstruktur

Die verwendete Kapitalstruktur umfasst 0.0% Fremdkapital, was der aktuellen Verschuldung von Panalpina entspricht (ohne IFRS 16 relevante Verbindlichkeiten, in Übereinstimmung mit anderen angewandten Bewertungsüberlegungen), und 25.0%, was der durchschnittlichen Kapitalstruktur der Vergleichsunternehmen von Panalpina entspricht.

4.1.5 Ergebnis der DCF Bewertung

Tabelle 3: Überleitung des Unternehmenswertes zum Eigenkapitalwert

EV - Equity - Bridge		
in CHF Millionen (ausser Aktienpreis)	0% Leverage	25% Leverage
Unternehmenswert	3,281.6	3,615.2
Abzüglich: Fremdkapital	153.9	153.9
Abzüglich: Minderheitsanteile	5.0	5.0
Zuzüglich: Flüssige Mittel	382.4	382.4
Implizites Eigenkapital	3,505.1	3,838.8
Gewichteter Durchschnitt ausstehender Aktien	23.7	23.7
Impliziter Aktienpreis	147.6	161.6
Durchschnitt	154.6	

Quelle: Panalpina Q1 2019 Ergebnisse, KPMG Analyse

Der Unternehmenswert (Enterprise Value – "EV") ist das Ergebnis der DCF Berechnung, während alle anderen Positionen, die zur Überleitung des EV zum Eigenkapital beitragen, aus dem Panalpina Finanzbericht zum ersten Quartal 2019 abgeleitet sind. Zu diesen Punkten gehören die folgenden:

- Fremdkapital: Kurz- und langfristige Finanzverbindlichkeiten per 31. Dezember 2018 in Höhe von CHF 156.0 Millionen wurden als erste Referenz herangezogen, wobei dem Umstand Rechnung getragen wurde, dass KPMG die Cash Flows von Panalpina an die Situation vor der Anwendung von IFRS 16 angepasst und somit Finanzierungsleasingverträge (insgesamt CHF 319.2 Millionen) nicht berücksichtigt hat. Die kurz- und langfristigen Finanzverbindlichkeiten nahmen im ersten Quartal 2019 auf CHF 153.9 Millionen ab
- Die Minderheitsanteile sanken von CHF 5.6 Millionen auf CHF 5.0 Millionen
- Flüssige Mittel: Die flüssigen Mittel erhöhten sich im ersten Quartal von CHF 287.0 Mio. auf CHF 382.4 Mio. an

- Gewichteter Durchschnitt ausstehender Aktien: Die verwässerte Anzahl ausstehender Aktien wurde gemäss Panalpina Geschäftsbericht 2018 ermittelt und blieb bis zum Bewertungsstichtag mit einer Anzahl von insgesamt 23,748,000 Aktien unverändert
- Die nachfolgende Tabelle stellt eine Sensitivitätsanalyse auf Basis des WACC mit 0% Fremdverschuldung respektive 25% Fremdverschuldung und verschiedenen Wachstumsraten im Endwert dar

Tabelle 4: Sensitivitätsanalyse

Sensitivitätsanalysen – Implizierter Aktienpreis		Terminal Value Growth Rate				
		2.0%	2.2%	2.5%	2.7%	3.0%
WACC	7.1%	149.5	155.3	161.6	168.7	176.7
	7.6%	137.8	142.4	147.6	153.3	159.6

Source: KPMG Analyse

4.2 Marktwertverfahren

Nach dem Marktwertverfahren wird der Unternehmenswert auf Grundlage der Marktkapitalisierung vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen oder auf der Grundlage von Preisen geschätzt, die bei Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen gezahlt wurden. Die EBITDA Multiplikatoren wurden bei Panalpina nicht berücksichtigt, da das Unternehmen einen Sonderfall darstellt, in dem es als Frühanwender von der IFRS 16 potentielle Verzerrungen hinsichtlich der Vergleichbarkeit etwaiger Leasingaufwendungen und -verbindlichkeiten gegenüber seinen Vergleichsunternehmen verursacht.

4.2.1 Bewertung auf Basis von Vergleichsunternehmen (Trading Multiples)

Dieser Bewertungsansatz verwendet finanzielle Kennzahlen (z.B. Verhältnis Unternehmenswert zu Umsatz) vergleichbarer Unternehmen, um einen potentiellen Unternehmenswert für Panalpina zu schätzen. Der erste Schritt ist die Identifizierung der richtigen Gruppe von vergleichbaren Unternehmen. Da der Auswahlprozess für die Bewertung sehr kritisch ist, müssen die potentiellen Vergleichsunternehmen von Panalpina in Bezug auf die Branche, in der sie tätig sind, Grösse, geographische Präsenz, Bilanzstruktur und Profitabilität so ähnlich wie möglich sein. Eine Liste der ausgewählten Unternehmen sowie eine kurze Beschreibung ihrer Geschäftstätigkeit sind im Anhang zu finden.

Die Bewertung basiert auf dem Median des Verhältnisses von Unternehmenswert zu tatsächlichem und prognostiziertem Umsatz und Betriebsergebnis (EBIT) aller

Vergleichsunternehmen.

Tabelle 5: Bewertung auf Basis vergleichbarer Unternehmen

Panalpina Bewertung via Trading Multiplikatoren						
	EV/Umsatz			EV/EBIT		
	2018A ²	2019F ³	2020F	2018A	2019F	2020F
Median Vergleichsunternehmen	0.7x	0.7x	0.7x	13.9x	14.3x	13.3x
Impliziter Aktienpreis Panalpina (CHF)	187.5	199.5	206.6	74.7	106.7	136.0

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Tabelle 5 zeigt den Median aller Vergleichsunternehmen für verschiedene Multiplikatoren und den impliziten Aktienkurs von Panalpina. Basierend auf der Kennzahl EV/Umsatz ergibt sich ein impliziter Aktienkurs von Panalpina zwischen CHF 187.5 und CHF 206.6, was im Einklang mit dem Angebotspreis von DSV steht. Im Vergleich zu den Konkurrenten war die EBIT Marge von Panalpina in den letzten Jahren deutlich niedriger. Damit liegt der implizite Aktienkurs des EV/EBIT (2018) Multiplikators deutlich unter dem Angebotspreis von DSV. Das Management geht davon aus, dass die EBIT Marge in den kommenden Jahren steigen wird, wie die höheren Bewertungen durch die zukunftsorientierten EV/EBIT Multiplikatoren für 2019 und 2020 zeigen.

Innerhalb der Trading Multiples stellen die EBIT Multiplikatoren eine genauere Schätzung des Aktienkurses des Unternehmens dar, da sie unabhängig von Kapitalstruktur, Steuern und etwaigen Verzerrungen, die durch Abschreibungen und Amortisationen entstehen können, sind. Aufgrund der deutlich niedrigeren EBIT Marge von Panalpina und der eingeschränkten Vergleichbarkeit der Umsatz Multiplikatoren hat sich KPMG nicht direkt auf die Ergebnisse der Bewertung anhand von Trading Multiples gestützt, sondern diese nur zur Überprüfung herangezogen.

4.2.2 Bewertung auf Basis von abgeschlossenen M&A Transaktionen (Transaction Multiples)

Für die M&A Transaktionen Methode werden Fusionen und Übernahmen analysiert, die ähnlich zur vorliegenden Transaktion sind. Bei der Anwendung dieser Methode ist zu beachten, dass Transaktionsmultiplikatoren durch transaktionsspezifische Elemente verzerrt werden können. Beispielsweise könnte der Käufer bei der Abgabe seines Angebots potentielle Synergien berücksichtigen; eine Fiskalpolitik, die billiges Kapital bereitstellt, kann Preise in die Höhe

² A = Actuals (historisch)

³ F = Forecasted (geschätzt)

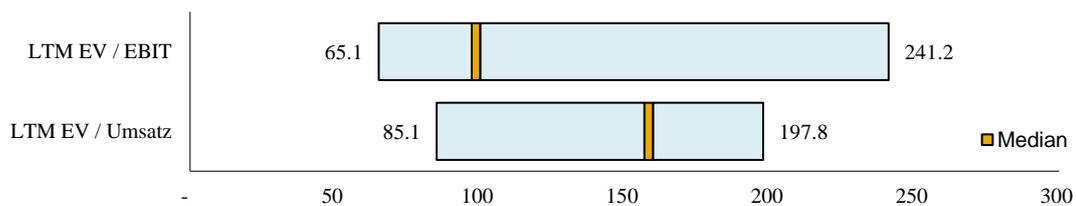
treiben. Aus diesen oder anderen Gründen kann die Bedeutung von Transaktionsmultiplikatoren begrenzt sein, sie können jedoch einen Hinweis auf den Wert eines Unternehmens geben.

Die wichtigsten Auswahlkriterien zur Identifizierung vergleichbarer Transaktionen sind die folgenden Punkte:

- Das Zielunternehmen ist in der gleichen Industrie wie Panalpina tätig
- In der Transaktion fand ein Kontrollwechsel statt
- Transaktion fand im Zeitraum von 2013 bis zum Bewertungsstichtag statt
- Transaktionspreis und wesentliche Finanzinformationen des Zielunternehmens zum Zeitpunkt der Transaktion sind bekannt

Die Transaktionsdetails und die Multiplikatoren sind in Anhang VII aufgeführt.

Abbildung 9: Bewertung auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren



Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Tabelle 6: Bewertung auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren

Panalpina Bewertung auf Basis von Transaction Multiples		
	LTM ⁴ EV/Umsatz	LTM EV/EBIT
Median der Transaktionen	0.6x	18.7x
Unternehmenswert (CHF Mio.)	3,500.9	2,084.9
Impliziter Aktienpreis (CHF)	156.9	97.3

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Unter Berücksichtigung der Nettofinanzposition des Unternehmens beträgt der Eigenkapitalwert zwischen CHF 97.3 bis CHF 156.9 pro Aktie. Der implizite Eigenkapitalwert des Unternehmenswert/EBIT Multiplikator ist aus demselben Grund niedriger wie zuvor erwähnt, der niedrigen EBIT Marge von Panalpina.

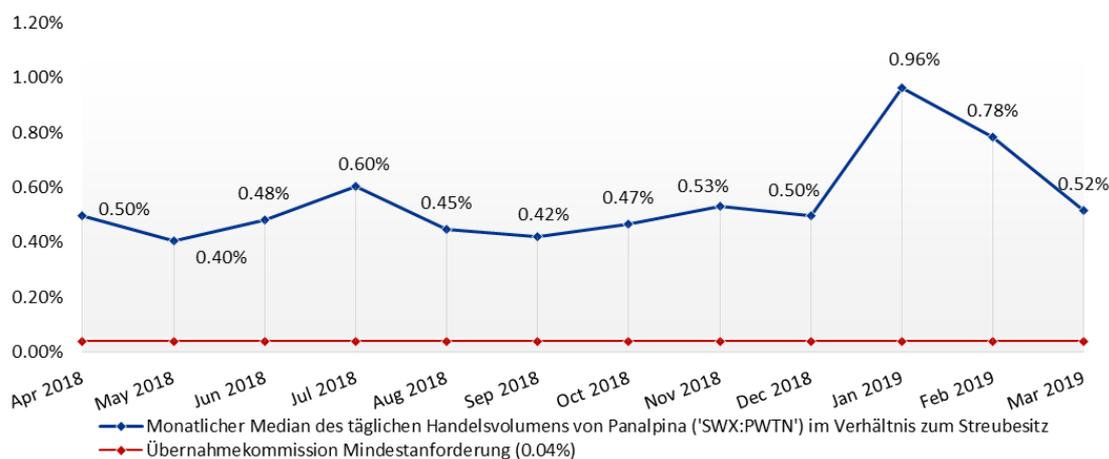
⁴ LTM = last twelve month (letzte zwölf Monate)

5 Liquiditäts- und Aktienpreisanalyse

5.1 Panalpina

Die folgende Abbildung zeigt den monatlichen Median des täglichen Handelsvolumens der Panalpina Aktie im Verhältnis zum Streubesitz der letzten 12 Monate vor dem Bewertungsstichtag. Die Schwelle der Übernahmekommission liegt bei 0.04%, was in allen 12 Monaten deutlich überschritten wurde. Damit gelten die Panalpina Aktien als liquide.

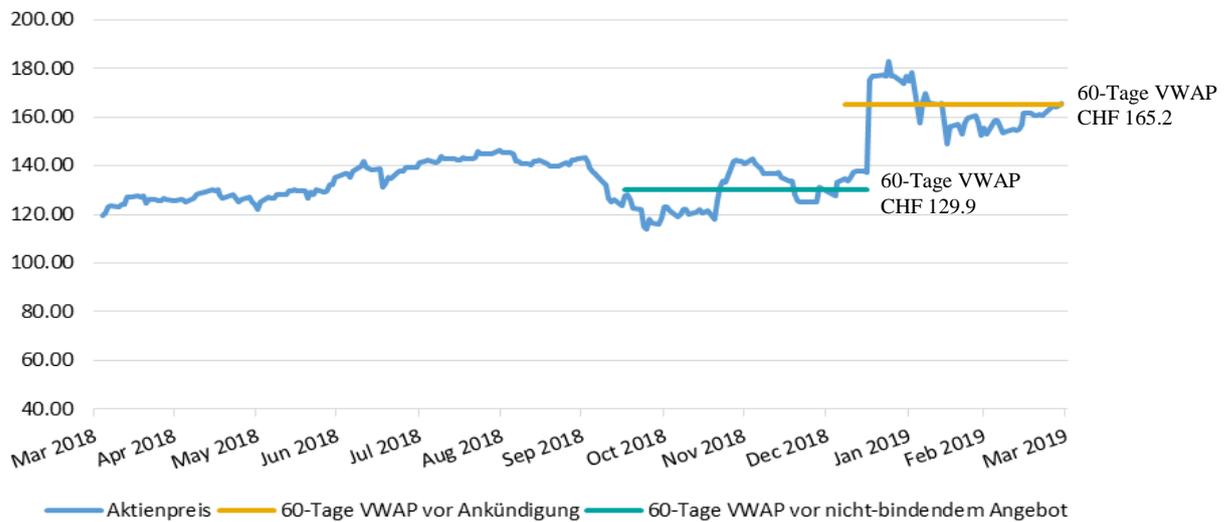
Abbildung 10: Analyse der Handelsliquidität der Panalpina Welttransport (Holding) AG



Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Abbildung 11 zeigt die Kursentwicklung der Panalpina Aktie in den letzten 12 Monaten. Am 31. März 2019 kostete die Panalpina Aktie CHF 165.80, was einer Steigerung von 39% gegenüber dem 31. März 2018 entspricht. In der vorliegenden Periode betrug der höchste Aktienkurs CHF 182.90 und der niedrigste CHF 114.10, welche am 23. Januar 2019 bzw. 24. Oktober 2018 erreicht wurden. Abbildung 11 zeigt zudem den volumengewichteten Durchschnittspreis (Volume Weighted Average Price – „VWAP“) der 60 Handelstage vor dem Bewertungsstichtag (31. März 2019) und zusätzlich den durchschnittlichen 60-Tage VWAP vor DSV’s nicht-bindendem Übernahmeangebot an Panalpina (16. Januar 2019). Der 60-Tage VWAP vor dem Bewertungsstichtag beträgt CHF 165.17, was einem impliziten Aufschlag von 19% gegenüber dem Angebotspreis von CHF 195.80 entspricht. Bei Betrachtung des 60-Tage VWAP vor der nicht-bindenden Offerte von DSV von CHF 129.9 beträgt der Aufschlag 51%.

Abbildung 11: Aktienkursentwicklung der Panalpina Welttransport (Holding) AG



Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Tabelle 7 zeigt das Kursziel mehrerer Equity Research Analysten für Panalpina vor dem Bewertungsstichtag. Ein Kursziel kann in der Regel als der Wert angesehen werden, den ein Equity Research Analyst erwartet, dass der Aktienkurs eines Unternehmens auf theoretischer Basis innerhalb eines Zeitraums von 12 Monaten erreichen wird, und entspricht in etwa einer Bewertung des Unternehmens pro Aktie.

Tabelle 7: Kursziel der Equity Research Analysten

Bericht Datum	Analyst	Kursziel (CHF)
22 March 2019	RBC	140.0
04 March 2019	Kepler Cheuvreux	162.0
01 March 2019	Barclays	130.0
01 March 2019	Berenberg	130.0
28 February 2019	Deutsche Bank	109.0
28 February 2019	Mainfirst	180.0
28 February 2019	Jefferies	180.0
28 February 2019	Credit Suisse	174.0
Average		150.6
Median		151.0

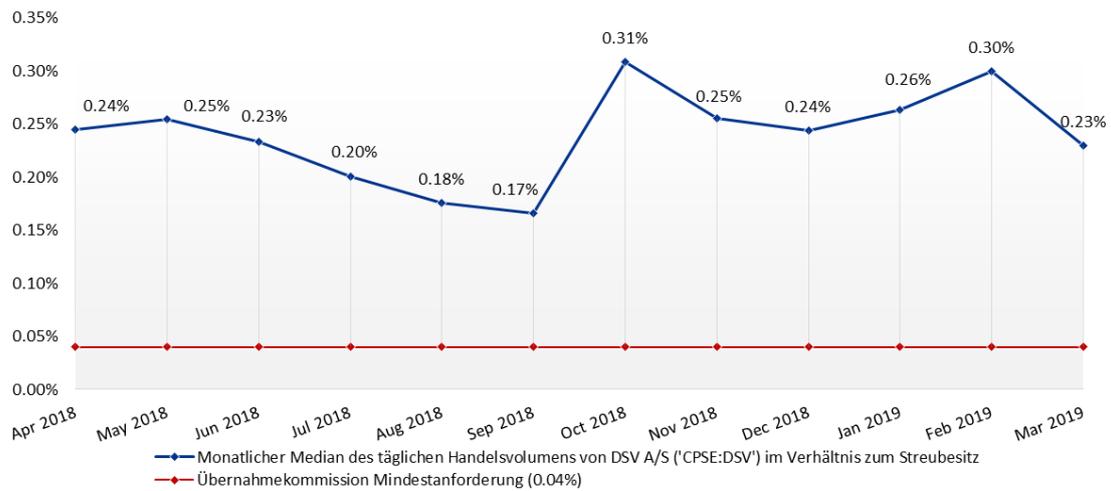
Quelle: Capital IQ, Analysten Berichte, KPMG Analyse

Das Kursziel liegt zwischen CHF 109.0 und CHF 180.0 pro Aktie mit einem Median von CHF 151.0.

5.2 DSV

Die folgende Abbildung zeigt den monatlichen Median des täglichen Handelsvolumens der DSV Aktie im Verhältnis zum Streubesitz der letzten 12 Monate vor dem Bewertungsstichtag.

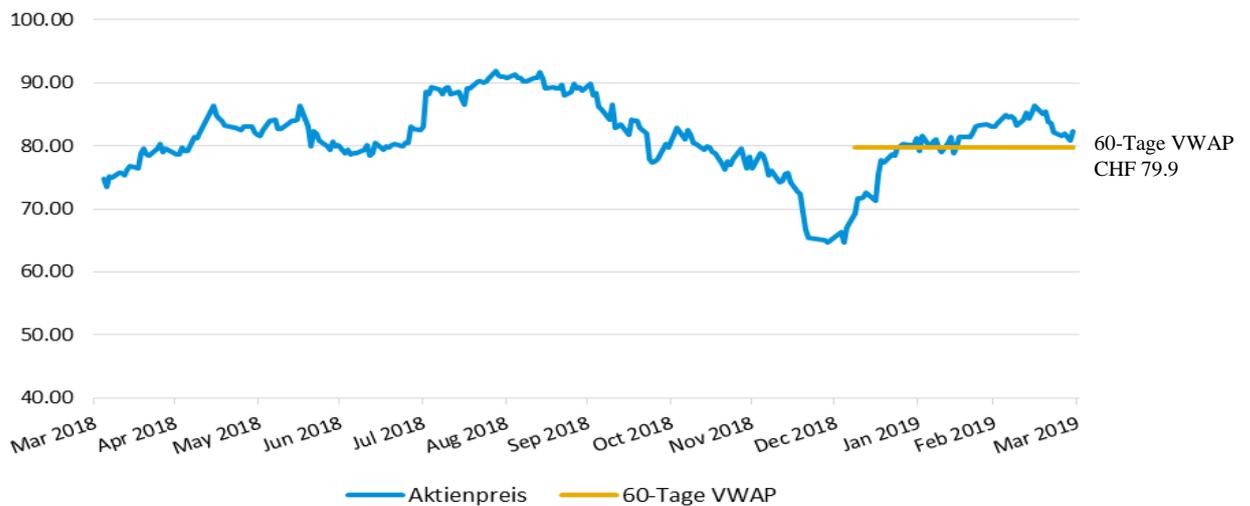
Abbildung 12: Analyse der Handelsliquidität der DSV A/S



Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Der Median des Handelsvolumen der DSV Aktie überschritt in allen 12 Monaten die Schwelle der Übernahmekommission. Damit gelten die DSV Aktien als liquide.

Abbildung 13: Aktienkursentwicklung der DSV A/S



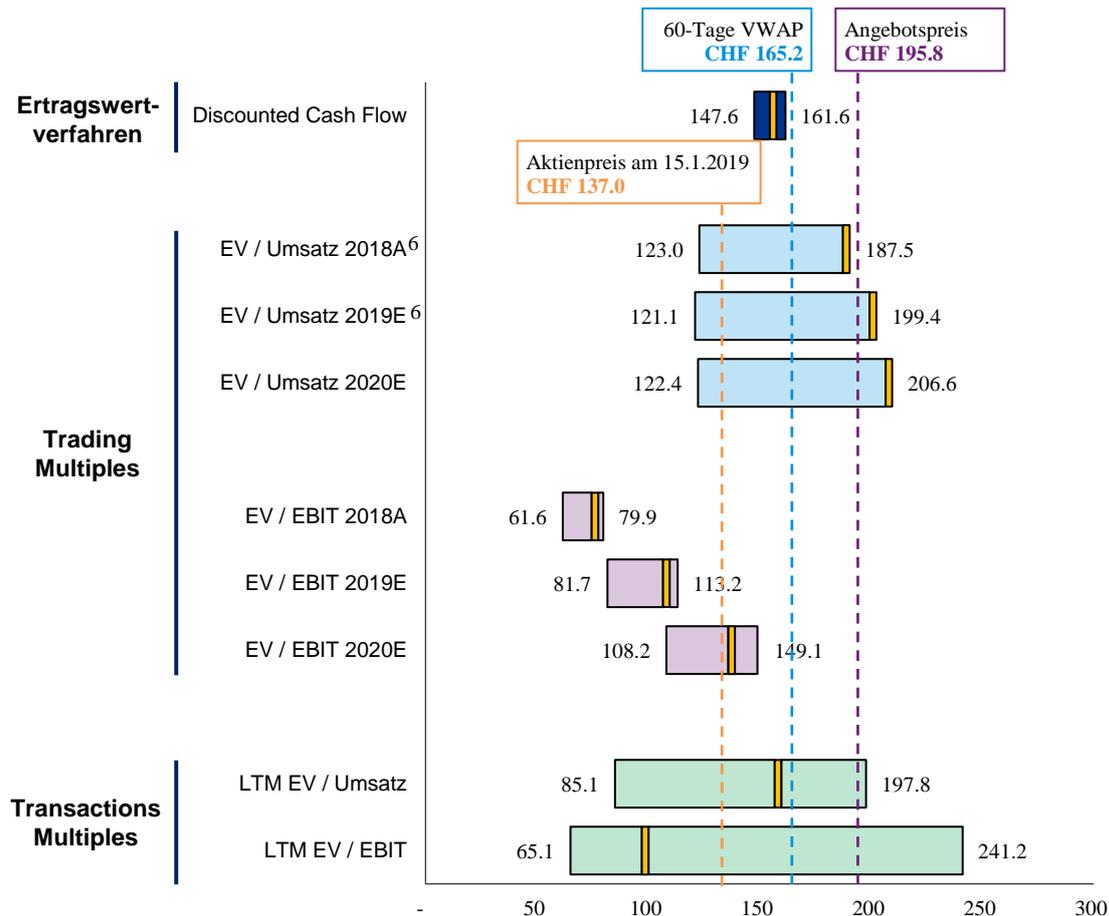
Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Die obige Abbildung zeigt die Kursentwicklung und den durchschnittlichen 60-Tage-VWAP der

DSV vor dem Bewertungsstichtag – beide werden zu Vergleichszwecken zu Tageskassakursen in CHF umgerechnet. In diesem Zeitraum bewegte sich der Aktienkurs zwischen CHF 64.73 und CHF 91.84. Am Tag vor dem Bewertungsstichtag kosteten die DSV Aktien CHF 82.39, was einer Steigerung von 10% gegenüber dem 31. März 2018 entspricht. Der 60-Tage VWAP vor dem Bewertungsstichtag ist CHF 79.85, was 3% unter dem Schlusskurs vom 29. März 2019 liegt. Basierend auf dem 60-Tage VWAP und dem Umtauschverhältnis von 2.375 DSV Aktien pro Panalpina Aktie beträgt das Angebot CHF 189.65. Der Kurs der DSV Aktie und der Wechselkurs (DKK/CHF) können sich jedoch zwischen dem Zeitpunkt der Bewertung und dem tatsächlichen Umtausch in Panalpina Aktien ändern. Preisänderungen haben Auswirkungen auf den Wert der Aktienkomponente des Angebots und damit auf den Gesamtwert, den die Publikumsaktionäre letztlich für ihre Panalpina Aktien erhalten.

6 Zusammenfassung der Fairness Opinion

Abbildung 14: Bewertungsübersicht (CHF pro Panalpina Aktie)



Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Die obige Grafik fasst die Ergebnisse unserer Bewertungsanalyse zusammen. Die Wertspanne für Panalpina und der daraus resultierende Wert pro Aktie wurden primär auf Basis der DCF Methode ermittelt. Darüber hinaus wurden ausgewählte marktbasierende Bewertungsmethoden durchgeführt, um die Plausibilität der Ergebnisse der DCF Analyse zu überprüfen.

Basierend auf unserer Analyse und Bewertung können die folgenden Ergebnisse beobachtet

⁵ Die Bandbreite für das DCF Ergebnis basiert auf einer Sensitivität von LTGR (2,0% bis 3,0%) und einem WACC von 7,1% bis 7,6% (siehe Anhang IV).

⁶ A = Actuals (Historisch)
 E = Estimated (Geschätzt)

werden:

- Die DCF Analyse ergibt einen Wertebereich von CHF 147.6 bis CHF 161.6 pro Aktie, was mit einem Prämium gegenüber dem Angebotspreis von CHF 195.8 pro Aktie von 32.7% bzw. 21.1% entspricht;
- Der 60-Tage VWAP zum Bewertungsstichtag beträgt CHF 165.2. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass der 60-Tage VWAP zum Bewertungsstichtag bereits wesentlich von Übernahmespekulationen beeinflusst worden war, die durch die erste DSV Meldung ausgelöst wurde, wonach DSV dem Verwaltungsrat von Panalpina einen indikativen und privaten Vorschlag zur Übernahme von Panalpina unterbreitet hatte. Der Schlusskurs per 15. Januar 2019, dem Tag vor der Stellungnahme von Panalpina zum indikativen und privaten Vorschlag der DSV, betrug CHF 137.0 pro Aktie. Im Vergleich zum Schlusskurs vom 15. Januar 2019 beträgt die Prämie gegenüber dem Angebotspreis von CHF 195.8 pro Aktie 42.9%.
- Panalpina Equity Research Analysten ermittelten Kursziele von CHF 109.0 bis CHF 180.0 pro Aktie.
- Wie bereits erwähnt, geben Marktmultiplikatoren aufgrund der mangelnden Vergleichbarkeit, z.B. bezüglich Rentabilität oder Wachstumserwartungen, einen begrenzten Einblick in den Wert eines Unternehmens. Die Transaktions- und Trading-Multiplikatoren unterstützen jedoch im jeweiligen Fall deutlich das Ergebnis der DCF Analyse.
- Das aktuelle Angebot von CHF 195.8 pro Panalpina Aktie, basierend auf dem vereinbarten Wechselkurs von 2.375 DSV Aktien pro Panalpina Aktie und dem DSV Kurs pro Aktie am Bewertungsstichtag, entspricht einer Prämie von 18.5% auf den 60-Tage VWAP zum Bewertungsstichtag und von 50.7% auf den 60-Tage VWAP vor der ersten DSV Ankündigung.

Basierend auf der aus der DCF Analyse resultierenden Wertbandbreite von CHF 147.6 bis CHF 161.6 pro Panalpina Aktie wird das Angebot des DSV von CHF 195.8 pro Panalpina Aktie⁷ zum Bewertungsstichtag als finanziell fair und angemessen beurteilt.

KPMG AG



Johannes Post
Partner



Rolf Langenegger
Director

⁷ Basierend auf dem DSV Aktienkurs und dem DKK/CHF-Kurs zum Bewertungsstichtag (31. März 2019). Bitte beachten Sie, dass mögliche zukünftige Schwankungen des Aktienkurses der DSV und des Wechselkurses DKK/CHF den effektiven Angebotspreis beeinflussen können und in dieser Analyse nicht berücksichtigt werden.

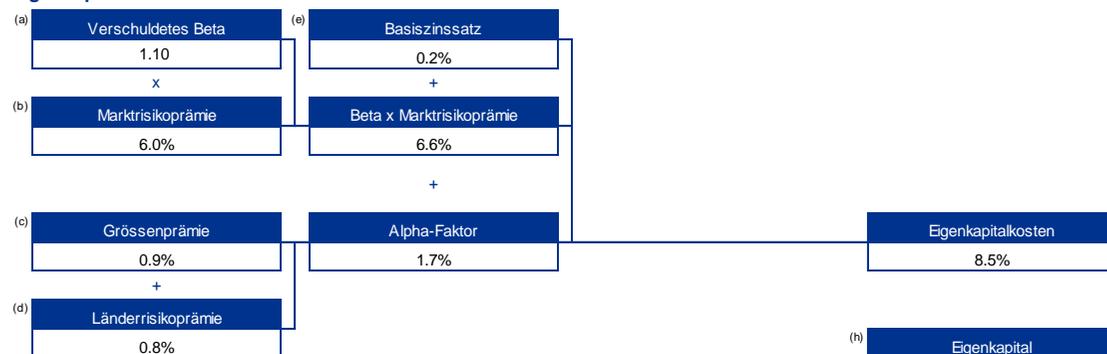
Anhang

7.1	Anhang I: WACC Berechnung (unteres Ende, 25% Verschuldungsgrad)	36
7.2	Anhang II: WACC Berechnung (oberes Ende, 0% Verschuldungsgrad)	37
7.3	Anhang III: Beta Ableitung	38
7.4	Anhang IV: Sensitivitätsanalysen	39
7.5	Anhang V: Übersicht Vergleichsunternehmen	40
7.6	Anhang VI: Trading Multiplikatoren	45
7.7	Anhang VII: Transaction Multiplikatoren	46

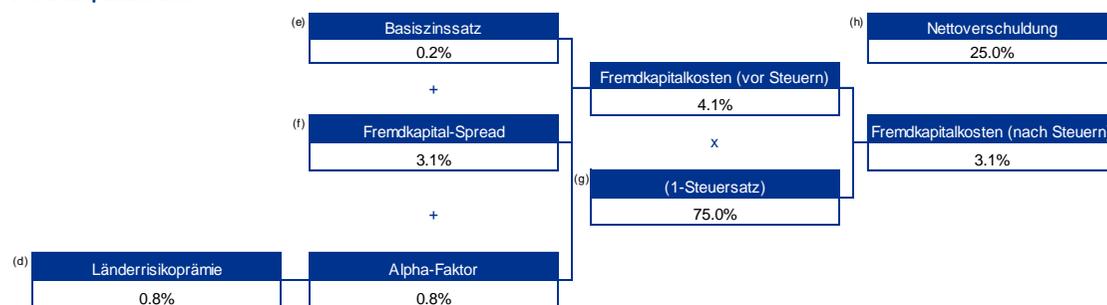
7 Anhang

7.1 Anhang I: WACC Berechnung (unteres Ende, 25% Verschuldungsgrad)

Eigenkapitalkosten



Fremdkapitalkosten



Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Notizen:

(a) Das Beta basiert auf der Analyse wöchentlicher Betas über 2 Jahre (Quelle: Capital IQ) für Vergleichsunternehmen. Das verschuldete Beta verwendet den Median der Kapitalstruktur der Vergleichsunternehmen

(b) Die Ableitung der Marktrisikoprämie erfolgte auf der Grundlage der von KPMG durchgeführten Analyse der Daten der Banque Pictet & Cie über die jüngsten Aktienrenditen an den Kapitalmärkten sowie anderer Artikel, akademischer Studien und Umfragen, die versuchen, die Marktrisikoprämie für Aktien zu quantifizieren

(c) Die Grössenprämie spiegelt die historische Zusatzrendite von Small-Cap-Aktien wieder, wie sie im 2019 Stocks, Bonds, Bills, and Inflation (SBBI) Yearbook von Duff & Phelps veröffentlicht wurde

(d) Eine umsatzgewichtete Länderrisikoprämie wurde gemäss KPMG Länderrisikostudie per 31. März 2019 hinzugefügt (vierteljährlich aktualisiert)

(e) Bestimmung eines barwertäquivalenten Einheitszinssatz auf der Grundlage der Zinsstrukturkurve der SNB

(f) Der Fremdkapital-Spread basiert auf dem Median der Vergleichsunternehmen

(g) Steuersatz nach Angaben des Managements

(h) Die Kapitalstruktur basiert auf dem Median der Kapitalstruktur der Vergleichsunternehmen

7.3 Anhang III: Beta Ableitung

2-Jahres Equity Beta							
Vergleichsunternehmen		<u>Verschuldetes Beta</u>	<u>Nettoverschuldung/ Gesamtkapital</u>	<u>Nettoverschuldung/ Eigenkapital</u>	<u>Fremdkapital- Spread</u>	<u>Unverschuldetes Beta</u>	
Unternehmen	Geographie	2-Jahres Zeitraum wöchentliche Renditen	Jahresendsalden	Jahresendsalden	Jahresendsalden	2-Jahres Zeitraum wöchentliche Renditen	
Kuehne + Nagel International AG	Schweiz	0.89	1.03%	1.04%	1.64%		0.88
XPO Logistics, Inc.	USA	1.22	40.54%	68.18%	3.09%		0.93
Expeditors International of Washington, Inc.	USA	1.07	0.00%	0.00%	1.16%		1.07
Forward Air Corporation	USA	1.07	1.16%	1.18%	1.16%		1.06
Kintetsu World Express, Inc.	Japan	1.44	42.58%	74.16%	3.09%		1.05
Hitachi Transport System, Ltd.	Japan	0.85	27.25%	37.46%	3.09%		0.76
Nippon Express Co., Ltd.	Japan	1.01	35.57%	55.20%	3.09%		0.83
Kawasaki Kisen Kaisha, Ltd.	Japan	1.18	77.98%	354.06%	6.00%		1.04
DSV A/S	Dänemark	0.96	6.50%	6.96%	1.30%		0.91
Minimum		0.85	0.00%	0.00%	1.16%		0.76
Median		1.07	27.25%	37.46%	3.09%		0.93
Durchschnitt		1.08	25.85%	66.47%	2.62%		0.95
Maximum		1.44	77.98%	354.06%	6.00%		1.07
Panalpina Welttransport (Holding) AG	einschliesslich IFRS 16 Verbindlichkeiten	Schweiz	1.07	3.30%	3.41%	2.43%	1.05
Panalpina Welttransport (Holding) AG	ohne IFRS 16 Verbindlichkeiten	Schweiz	1.07	0.00%	0.00%	2.43%	1.07

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

7.4 Anhang IV: Sensitivitätsanalysen

Sensitivitätsanalysen - Unternehmenswert						
		Terminal Value Growth Rate				
		2.0%	2.2%	2.5%	2.7%	3.0%
WACC	7.1%	3,327.9	3,464.2	3,615.2	3,783.4	3,971.8
	7.6%	3,047.8	3,159.2	3,281.6	3,416.4	3,565.9

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Sensitivitätsanalysen – Implizierter Aktienpreis						
		Terminal Value Growth Rate				
		2.0%	2.2%	2.5%	2.7%	3.0%
WACC	7.1%	149.5	155.3	161.6	168.7	176.7
	7.6%	137.8	142.4	147.6	153.3	159.6

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Notizen:

Die vorstehenden Sensitivitätstabellen basieren auf einer Kapitalstruktur von Nettoverschuldung zu Gesamtkapitals von 0.0% (WACC 7.1%) und von 25.0% (WACC 7.6%).

7.5 Anhang V: Übersicht Vergleichsunternehmen

Vergleichsunternehmen	
Name	Beschreibung
Ceva Logistics AG	Ceva Logistics AG, a non-asset-based supply chain management company, designs and implements solutions in freight management and contract logistics. It offers contract logistics services, such as aftermarket, inbound, lead, and outbound logistics services. The company also provides air freight solutions; ocean freight services, including less-than-container load and full-container load shipments, as well as ocean freight management, break-bulk, project forwarding, and partial and full charter services; ground solutions; and supply chain solutions. It serves automotive, consumer and retail, energy, healthcare, industrial and aerospace, and technology sectors worldwide. Ceva Logistics AG is based in Baar, Switzerland. As of March 14, 2019, Ceva Logistics AG operates as a subsidiary of CMA CGM S.A.
Kuehne + Nagel International AG	Kuehne + Nagel International AG, together with its subsidiaries, provides integrated logistics services worldwide. The company operates through four segments: Seafreight, Airfreight, Overland, and Contract Logistics. It provides airfreight services; seafreight services, including full and less than container loads, intra Europe/short sea intermodal solutions integration with carriers, flexible schedules, blue anchor line agent, cargo insurance, and customs clearance services, as well as online booking online, tracking, and tracing of shipment services; and overland transportation and contract logistics services. The company also offers export and import documentation, door-to-door, and logistics supply movement arrangement services. It serves aerospace, automotive, FMCG, high-tech, oil and gas, pharma and healthcare, retail, industrial, emergency and relief logistics, drinks logistics, forest products, hotel and marine logistics, foodservice, insurance, and project logistics sectors. The company was founded in 1890 and is based in Schindellegi, Switzerland. Kuehne + Nagel International AG is a subsidiary of Kuehne Holding AG.
XPO Logistics, Inc.	XPO Logistics, Inc. provides transportation and logistics services in the United States, North America, France, the United Kingdom, Europe, and internationally. The company's Transportation segment offers freight brokerage services comprising truck brokerage, intermodal, drayage, and expedite services; last mile services, primarily asset-light; density and day-definite regional, inter-regional, and transcontinental less-than-truckload freight services; full truckload services for transactional transportation of packaged goods, high cube products, and bulk goods; logistics services for domestic, cross-border, and international shipments; and managed transportation services. Its Logistics segment offers a range of contract logistics services, including value-added warehousing and distribution, e-commerce fulfillment, cold chain solutions, reverse logistics, packaging and labeling, factory support, aftermarket support, inventory management and personalization services; and engineered and customized solutions and supply chain optimization services; The company offers its services to customers in various industries, such as retail, e-commerce, food and beverage, consumer packaged goods. XPO Logistics, Inc. was founded in 1996 and is based in Greenwich, Connecticut.

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Vergleichsunternehmen	
Name	Beschreibung
Aramex PJSC	Aramex PJSC, together with its subsidiaries, engages in the freight, express, logistics, and supply chain management businesses in the Middle East and internationally. The company operates through five segments: International Express, Freight Forwarding, Domestic Express, Logistics, and Other Operations. The International segment provides delivery of small packages to retail and wholesale customers. The Freight Forwarding segment engages in the forwarding of loose or consolidated freight through air, land, and ocean transport; and provision of warehousing, customer clearance, and break bulk services. The Domestic Express segment is involved in the express delivery of small parcels; and pickup and delivery of shipments. The Logistics segment provides warehousing and its management distribution, supply chain management, inventory management, and other value added services. The Other Operation segment offers catalogue shipping services, document storage, airline ticketing and travel, and visa services, as well as publication and distribution services. It also provides e-commerce, logistics, business, drop and ship, shop and ship, and information management solutions, as well as operates a developer solutions center. Aramex PJSC was founded in 1982 and is headquartered in Dubai, the United Arab Emirates.
Expeditors International of Washington, Inc.	Expeditors International of Washington, Inc. provides logistics services in the Americas, North Asia, South Asia, Europe, the Middle East, Africa, and India. The company offers airfreight services, such as air freight consolidation and forwarding; ocean freight and ocean services, including ocean freight consolidation, direct ocean forwarding, and order management; customs brokerage, intra-continental ground transportation and delivery, and warehousing and distribution services; and customs clearance, purchase order management, vendor consolidation, time-definite transportation services, temperature-controlled transit, cargo insurance, and other logistics solutions. It acts as a freight consolidator or as an agent for the airline, which carries the shipment. The company also provides ancillary services that include preparation of shipping and customs documentation, packing, crating, insurance services, negotiation of letters of credit, and the preparation of documentation to comply with local export laws. Its customers include retailing and wholesaling, electronics, and industrial and manufacturing companies. Expeditors International of Washington, Inc. was founded in 1979 and is headquartered in Seattle, Washington.

Vergleichsunternehmen	
Name	Beschreibung
Forward Air Corporation	Forward Air Corporation, together with its subsidiaries, operates as an asset-light freight and logistics company in the United State and Canada. The company operates through four segments: Expedited Less-Than-Truckload (LTL), Truckload Premium Services (TLS), Intermodal, and Pool Distribution (Pool). The Expedited LTL segment provides expedited regional, inter-regional, and national LTL services, as well as local pick-up and delivery services. It also offers shipment consolidation and deconsolidation, warehousing, final mile, customs brokerage, and other handling services. This segment provides its transportation services through a network of terminals located at or near airports. The TLS segment offers expedited truckload brokerage, dedicated fleet, and high security and temperature-controlled logistics services. The Intermodal segment provides intermodal container drayage services; and contract, and container freight station warehouse and handling services. The Pool segment offers high-frequency handling and distribution of time-sensitive products to various destinations. Forward Air Corporation was founded in 1981 and is headquartered in Greeneville, Tennessee.
Kintetsu World Express, Inc.	Kintetsu World Express, Inc., together with its subsidiaries, provides air freight forwarding, sea freight forwarding, customs brokerage, logistics, and other services in Japan, the Americas, Europe, the Middle East, Africa, East Asia, Oceania, and Southeast Asia. The company offers air freight services, including air freight forwarding services, trucking services for pick-up and delivery, customs brokerage, and customized packing services, as well as precision machinery installation services. It also provides sea freight services comprising sea freight forwarding, container drayage, trucking for pick-up and delivery, customs brokerage, buyer's consolidation, and PO management services. In addition, the company offers contract logistics services comprising PO and inventory control management services, cross dock and call center operations, assembly works, products inspections, vendor managed inventory, etc.; logistics consulting services; truck, trailer, and rail transportation services; and finished vehicles and auto parts transportation services. Further, it provides temporary staffing primarily for logistic and trading businesses; transports art objects and other materials for events and exhibitions; and offers hand carry services. Kintetsu World Express, Inc. was founded in 1948 and is headquartered in Tokyo, Japan.

Vergleichsunternehmen	
Name	Beschreibung
Agility Public Warehousing Company K.S.C.P.	Agility Public Warehousing Company K.S.C.P., together with its subsidiaries, engages in the provision of logistics and related services in the Middle East, Europe, Asia, the United States, and Africa. It operates through two segments, Logistics and Related Services, and Infrastructure. The company offers air freight, ocean freight, and road freight forwarding services; supply chain solutions for business needs; warehousing and distribution services; and systems and technologies for shipment tracking, shipment management, and inventory management. It also provides specialized logistics services for the chemical industry, and defense and government sectors; and project, and fairs and events logistics services. In addition, the company offers waste recycling, airport and airplane ground handling and cleaning, and industrial real estate services. Further, it is involved in the provision of customs consulting, contract logistics, and other transportation services; and logistics services for automotive, consumer goods, energy and petrochemicals, pharmaceuticals and life science, fashion and retail, and technology industries, as well as private equity activities. The company was founded in 1979 and is headquartered in Safat, Kuwait.
Hitachi Transport System, Ltd.	Hitachi Transport System, Ltd. provides third party logistics services for corporate customers in Japan and internationally. The company offers domestic logistics services, such as logistics system integration, information control, inventory control, order control, distribution center operation, factory logistics, transportation, and delivery services, as well as value added services. Its domestic logistics services also include transportation, installation, and setting of general cargo, heavy machineries, and artworks; factory and office moving services; warehousing and trunk room services; and collection and transportation of industrial waste. The company also provides global logistics services comprising customs clearance, as well as international multimodal transportation by surface, ocean, and air; overseas logistics; and air cargo sales agent services. In addition, it is involved in logistics consulting, logistics system designing and development, information system development, computer sales, travel agency, real estate agent, and driving school businesses; and the provision of automobile sale, maintenance, and inspection services. The company was formerly known as Hitachi Express Co., Ltd. and changed its name to Hitachi Transport System, Ltd. in July 1985. Hitachi Transport System, Ltd. was founded in 1950 and is headquartered in Tokyo, Japan.

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

Vergleichsunternehmen	
Name	Beschreibung
Nippon Express Co., Ltd.	Nippon Express Co., Ltd. provides logistics services. It offers rail freight forwarding, truck transportation, truck freight forwarding, marine transportation, coastal shipping, harbor transportation, NVOCC marine transportation, air freight forwarding, and other transportation and forwarding services. The company provides freight transportation consignment, warehousing, construction, customs-clearance, freight collection and settlement, and air freight forwarding agency services, as well as non-life insurance agency services. In addition, it engages in the packing; packaging, labeling, and storage business for pharmaceuticals, quasi-pharmaceuticals, cosmetics, and medical equipment; travel agency business; the transportation, construction, and installation of heavy goods and various incidental business; sale, purchase, and lease of real estate; security and general worker dispatching business; waste management operations; delivery activities; collection and processing of logistics information; and sale of goods and commodities. Further, the company is involved in investing and financing of various businesses. It operates in Japan, The Americas, Europe, East Asia, South Asia and Oceania, and Africa. The company was founded in 1872 and is headquartered in Tokyo, Japan.
Kawasaki Kisen Kaisha, Ltd.	Kawasaki Kisen Kaisha, Ltd. provides marine, land, and air transportation services in Japan and internationally. It operates through Containership, Bulk Shipping, Offshore Energy E&P Support and Heavy Lifter, and Other segments. The company offers containership services; dry bulk carrier services comprising transport of raw materials, such as coal, iron ore, wheat, soybeans, corn, woodchips, and pulp; car carrier services; liquefied natural gas (LNG) carrier services; marine transport of crude oil, oil derivatives, and liquefied petroleum gas (LPG) products through tankers; offshore support vessel services; offshore drilling services; and floating production storage and offloading services. It also offers logistics services, including air and sea freight forwarding, land transportation, warehousing, and buyer's consolidation services; and operates container terminals. The company operates a fleet of 65 containership vessels; 243 dry bulk carriers; 96 car carriers; 70 oil tankers; and 56 RORO vessels. Kawasaki Kisen Kaisha, Ltd. was founded in 1919 and is headquartered in Tokyo, Japan.
DSV A/S	DSV A/S provides transport and logistics services in Europe, the Middle East, Africa, North America and South America, Asia, Australia, and the Pacific. The company operates through three segments: Air & Sea, Road, and Solutions. The company offers air and sea freight services, including standard freight, compliance, and carrier services, as well as container and sea-air freight services. It also provides road freight services, such as part and full loads, groupage, specialized transport, and document handling services, as well as online services comprising track and trace, and e-services. In addition, the company offers logistics solutions, including automotive, consumer products, healthcare, high-tech, and industrial logistics solutions; and warehousing and inventory management solutions. Further, it provides value added services comprising purchase order management, pick-and-pack, cargo consolidation, customs clearance, etc.; and e-fulfilment, receiving order, picking and packing, and handling returns solutions. The company was formerly known as DSV, De Sammensluttede Vognmænd af 13-7 1976 A/S and changed its name to DSV A/S in 2003. DSV A/S was founded in 1976 and is headquartered in Hedehusene, Denmark.

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

7.6 Anhang VI: Trading Multiplikatoren

Trading multiples												
USDm				EV/Umsatz			EV/EBITDA			EV/EBIT		
Unternehmen	Geographie	Unternehmenswert	Marktkapitalisierung	2018A	2019F	2020F	2018A	2019F	2020F	2018A	2019F	2020F
Ceva Logistics AG	Schweiz	2,908	1,675	0.4x	0.4x	0.4x	13.3x	10.0x	9.2x	37.6x	16.9x	14.9x
Kuehne + Nagel International AG	Schweiz	15,156	15,367	0.7x	0.7x	0.7x	12.3x	11.4x	10.6x	15.0x	15.3x	14.1x
XPO Logistics, Inc.	USA	11,466	7,241	0.7x	0.6x	0.5x	7.8x	6.1x	5.6x	14.9x	11.7x	10.3x
Aramex PJSC	Vereinigte Arabische Em.	1,722	1,710	1.3x	1.2x	1.1x	8.2x	7.8x	7.2x	9.7x	9.1x	8.4x
Expeditors International of Washington, Inc.	USA	10,763	11,752	1.4x	1.4x	1.3x	13.0x	13.5x	12.8x	13.9x	14.5x	13.7x
Forward Air Corporation	USA	1,614	1,602	1.3x	1.3x	1.2x	10.4x	10.7x	9.7x	14.0x	14.3x	12.9x
Kintetsu World Express, Inc.	Japan	1,931	1,064	0.4x	0.4x	0.4x	6.6x	6.5x	6.4x	10.5x	10.6x	10.2x
DSV A/S	Dänemark	12,595	11,728	1.1x	1.3x	1.2x	14.1x	11.5x	11.0x	15.6x	17.0x	16.0x
Agility Public Warehousing Company K.S.C.P.	Kuwait	4,438	3,821	0.9x	0.8x	0.8x	9.6x	8.9x	8.0x	12.9x	12.0x	10.7x
Hitachi Transport System, Ltd.	Japan	4,109	3,172	0.6x	0.7x	0.6x	8.4x	9.0x	8.7x	13.2x	14.8x	14.3x
Nippon Express Co., Ltd.	Japan	7,373	5,355	0.4x	0.4x	0.4x	6.4x	6.1x	6.3x	11.1x	10.2x	10.9x
Kawasaki Kisen Kaisha, Ltd.	Japan	5,370	1,146	0.6x	0.7x	0.7x	36.5x	22.3x	10.8x	NM	NM	33.8x
Minimum		1,614	1,064	0.4x	0.4x	0.4x	6.4x	6.1x	5.6x	9.7x	9.1x	8.4x
Median		4,904	3,497	0.7x	0.7x	0.7x	10.0x	9.5x	9.0x	13.9x	14.3x	13.3x
Max		15,156	15,367	1.4x	1.4x	1.3x	36.5x	22.3x	12.8x	37.6x	17.0x	33.8x

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

7.7 Anhang VII: Transaction Multiplikatoren

Transaction multiples							
M&A Abschluss Datum	Zielunternehmen	Käufer	Transaktionswert (CHF Mio.)	Impliziter EV/Umsatz Multiplikator	Impliziter EV/EBITDA Multiplikator	Impliziter EV/EBIT Multiplikator	
2/4/2019	Ceva Logistics AG	CMA CGM S.A.	784	0.4x	14.8x	41.5x	
3/12/2018	CaseStack, Inc.	Hub Group, Inc.	256	1.1x	11.6x	-	
26/7/2016	LGI Logistics Group International GmbH	Elanders AB (publ)	278	0.6x	8.9x	-	
9/3/2016	InterBulk Group Limited	Den Hartogh Holding B.V.	154	0.4x	6.5x	12.8x	
8/6/2015	XPO Logistics Europe SA	XPO Logistics, Inc.	2,883	0.7x	10.6x	19.2x	
2/4/2015	Wheels Group Inc.	Radiant Global Logistics Ltd.	74	0.3x	13.5x	101.2x	
2/9/2014	XPO Logistics Supply Chain, Inc.	XPO Logistics, Inc.	558	1.0x	8.0x	-	
12/5/2014	One Stop Logistics, Inc.	Echo Global Logistics, Inc.	33	0.7x	8.7x	-	
31/3/2014	XPO Intermodal, Inc.	XPO Logistics, Inc.	301	0.3x	11.8x	18.2x	
3/11/2017	YTO Express (International) Holdings Limited	YTO Express Group Co.,Ltd.	153	0.6x	40.6x	61.2x	
4/1/2018	Fliway Group Limited	Yang Kee Logistics Pte Ltd	45	0.7x	8.3x	11.6x	
14/12/2017	Yusen Logistics Co., Ltd.	Nippon Yusen Kabushiki Kaisha	203	0.2x	13.1x	52.0x	
28/5/2015	Toll Holdings Limited	JAPAN POST BANK Co.,Ltd.	6,585	0.9x	12.0x	19.6x	
13/3/2015	Shinhung Global Co., Ltd.	Shinsung Delta Tech Co.,Ltd.	45	0.2x	5.7x	6.3x	
2/3/2015	Pantos Logistics Co.,Ltd	LG International Corp.	302	0.3x	6.1x	7.1x	
1/4/2013	CJ GLS Corporation	CJ Logistics Corporation	1,029	0.6x	11.8x	15.3x	
25 th Quartil				0.3x	8.1x	11.9x	
Median				0.6x	11.1x	18.7x	
75 th Quartil				0.7x	12.9x	49.4x	

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse

