

SAL. OPPENHEIM

FAIRNESS OPINION

DAY SOFTWARE

BEURTEILUNG DER FINANZIELLEN ANGEMESSENHEIT DES
ÖFFENTLICHEN KAUFANGEBOTS VON ADOBE SYSTEMS
BENELUX B.V. ZU HÄNDEN DES VERWALTUNGSRATS DER
DAY SOFTWARE HOLDING AG

ZÜRICH, 29. JULI 2010

BANK SAL. OPPENHEIM JR. & CIE. (SCHWEIZ) AG
URANIASTRASSE 28
POSTFACH
CH-8022 ZÜRICH

TEL. +41 44 214 22 14
FAX +41 44 211 10 85

Inhaltsverzeichnis

Definitionen und Abkürzungen.....	II
Abbildungsverzeichnis	IV
1. Einleitung	1
1.1 Hintergrund	1
1.2 Beauftragung von Sal. Oppenheim.....	2
2. Beurteilungsgrundlagen	3
3. Unternehmensprofil.....	4
3.1 Überblick.....	4
3.2 Produkte	6
3.3 Partner	7
3.4 Kunden.....	7
3.5 Marktumfeld.....	7
3.6 Geschäftsstrategie.....	8
4. Bewertung	9
4.1 Finanzdaten	9
4.2 Bewertungsmethoden.....	9
4.2.1 DCF-Analyse.....	10
4.2.2 Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen	11
4.2.3 Analyse vergleichbarer Transaktionen.....	12
4.2.4 Analyse historischer Prämien	13
4.3 Bewertung von Day	13
4.3.1 DCF-Analyse.....	14
4.3.2 Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen	15
4.3.3 Analyse vergleichbarer Transaktionen.....	16
4.3.4 Analyse historischer Prämien	17
5. Ergebnis der Fairness Opinion.....	18
Anhang.....	19

Definitionen und Abkürzungen

Adobe	Adobe Systems Incorporated, San José, USA
Aktionäre	Die Aktionäre der Gesellschaft
Angebot	Das empfohlene Barangebot des Bieters, alle ausstehenden Namenaktien der Gesellschaft zu erwerben
Angebotspreis	CHF 139 in bar pro Aktie der Gesellschaft mit einem Nennwert von je CHF 10
Bieter	Adobe Systems Benelux B.V., Amsterdam, Niederlande
Businessplan	Bestehend aus Halbjahresbericht 2010, Hochrechnung und Planung, wie vom Day-CFO im Managementgespräch aktualisiert und ergänzt
CAGR	Compound annual growth rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPM	Capital asset pricing model
CFO	Chief Financial Officer von Day, Herr Richard Francis
CHF	Schweizer Franken
CMS	Content Management System
CRX	Eine von Day entwickelte Content Repository Technologie, welche den Spezifikationen der Java Content Repository API (JCR) entspricht
d. h.	das heisst
DAM	Digital Asset Management
Day	Day Software Holding AG inkl. Tochtergesellschaften
DCF	Discounted Cashflow
EBIT	Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
ECM	Enterprise Content Management
Fairness Opinion	Das vorliegende Dokument, das eine Stellungnahme zur Frage darstellt, ob der Angebotspreis aus finanzieller Sicht für die Aktionäre angemessen ist
Gesellschaft	Day Software Holding AG
Gruppe	Day Software Holding AG inkl. Tochtergesellschaften
Halbjahresbericht 2010	Nicht testiertes Halbjahresergebnis 2010 für Day, wie am 28. Juli 2010 veröffentlicht
Hochrechnung	Die jüngste Finanzprognose von Day für das Geschäftsjahr 2010, erstellt vom Management im Juni 2010
JCR	JCR (Java Content Repository), dargelegt im Java Specification Request 170 (JSR 170), ist eine standardisierte, implementierungsunabhängige Methode, innerhalb eines Content Repository bidirektional auf Detailebene auf Inhalte zuzugreifen
KMU	Kleine und mittelgrosse Unternehmen
LTM	Last Twelve Months – die vergangenen zwölf Monate, vom 1. Juli 2009 bis zum 30. Juni 2010

SAL. OPPENHEIM

Management	Die Geschäftsleitung der Gruppe
Managementgespräch	Gespräch mit dem CFO von Day, um die der Hochrechnung und der Planung zugrunde liegenden Annahmen zu bestätigen, zu ergänzen und zu aktualisieren
Mio.	Million
Nettoliquidität	Die konsolidierte Nettoliquidität der Gruppe, wie in Abschnitt 4.3 definiert
p.a.	per annum, pro Jahr
Planung	Annahmen zu Umsatzwachstum und Margen von Day für die Geschäftsjahre 2011 bis 2014, erstellt vom Management im März 2010
Sal. Oppenheim	Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG
SoCo	Social Collaboration
Transaktionsvertrag	Vertrag zwischen der Gesellschaft und Adobe vom 28. Juli 2010, in dem unter den Vertragsparteien vereinbart wird, dass Adobe oder eine 100-Prozent-Tochter von Adobe das Angebot unterbreitet
Verwaltungsrat	Verwaltungsrat der Day Software Holding AG
Verwässerte Anzahl Aktien	Zahl der ausgegebenen Aktien der Gesellschaft abzüglich eigener Aktien plus Verwässerungseffekt durch Ausübung von im-Geld befindlichen Aktienoptionen, berechnet nach der Treasury-Stock-Methode
VWAP	Volume Weighted Average Price (volumengewichteter Durchschnittskurs) der vergangenen 60 Börsentage
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten)
WCM	Web Content Management
z. B.	zum Beispiel

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Historische Umsatzentwicklung nach Umsatzart.....	4
Abbildung 2: Umsatzvergleich erstes Halbjahr 2009 und erstes Halbjahr 2010.....	5
Abbildung 3: Gruppenumsatz erstes Halbjahr 2010 nach Region in CHF Mio.	5
Abbildung 4: Belegschaft nach Funktion und Region per 31. Dezember 2009	6
Abbildung 5: Überblick grosser ECM-Unternehmen.....	8
Abbildung 6: Elemente des WACC	10
Abbildung 7: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen.....	16
Abbildung 8: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen.....	17

1. Einleitung

1.1 HINTERGRUND

Die Day Software Holding AG (die „Gesellschaft“) und ihre Tochtergesellschaften (gemeinsam „Day“ oder die „Gruppe“) bieten Content-Management- und Content-Infrastruktur-Software an. Day verkauft Softwareprodukte und -dienstleistungen in ganz Europa, Nord- und Südamerika sowie im asiatisch-pazifischen Raum.

Hauptsitze von Day sind Basel in der Schweiz und Boston im US-Bundesstaat Massachusetts. Die Namenaktien der Gesellschaft sind an der SIX Swiss Exchange kotiert und werden ausserdem in Form von American Depository Receipts (ADR) über den OTC-Markt gehandelt. Am 27. Juli 2010 belief sich die Marktkapitalisierung von Day auf CHF 165.1 Mio.

Die Gesellschaft ist eine Schweizer Aktiengesellschaft, deren Aktienkapital in Höhe von CHF 15'426'290 in 1'542'629 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 10 aufgeteilt ist. Darüber hinaus verfügt die Gesellschaft über CHF 7'713'140 genehmigtes Kapital, das die Ausgabe von 771'314 zusätzlichen Namenaktien ermöglicht, und über CHF 7'713'140 bedingtes Kapital, das die Ausgabe von 771'314 zusätzlichen Namenaktien in Verbindung mit Aktienoptionsprogrammen der Gruppe ermöglicht. Aus dem bestehenden bedingten Kapital hat die Gesellschaft mittlerweile 29'411 Namenaktien ausgegeben. Aus dem genehmigten Kapital hat der Verwaltungsrat der Gesellschaft (der „Verwaltungsrat“) noch keine Namenaktien emittiert. Dementsprechend belief sich das ausgegebene und ausstehende Aktienkapital der Gesellschaft zum 29. Juli 2010 auf CHF 15'720'400, bestehend aus 1'572'040 Namenaktien.

Am 27. Juli 2010 verpflichteten sich Barry Bycoff (Präsident des Verwaltungsrats), Erik Hansen (Vorstandsvorsitzender der Gruppe und Mitglied des Verwaltungsrats), Michael Moppert (Mitglied des Verwaltungsrats), David Arnott (Mitglied des Verwaltungsrats) und Mark L. Walsh (Mitglied des Verwaltungsrats) mit ihrer Unterschrift, sämtliche in ihrem Besitz befindlichen Aktien der Gesellschaft, insgesamt 173'746 Aktien, im Rahmen des geplanten öffentlichen Kaufangebots (das „Angebot“) von Adobe Systems Incorporated, San José, USA („Adobe“) oder einer 100-prozentigen Tochtergesellschaft von Adobe anzudienen. Das Angebot von Adobe bezieht sich auf alle ausstehenden Namenaktien der Gesellschaft.

Am 28. Juli 2010 vereinbarten Adobe und die Gesellschaft vertraglich (der „Transaktionsvertrag“), dass Adobe oder eine der 100-prozentigen Tochtergesellschaften von Adobe das Angebot abgibt.

Am selben Tag veröffentlichte Adobe Systems Benelux B.V., Amsterdam, Niederlande (der „Bieter“), eine 100-prozentige, indirekte Tochtergesellschaft von Adobe, über die elektronischen Medien eine Voranmeldung des Angebots über CHF 139 je Aktie in bar (der „Angebotspreis“).

Dies entspricht einer Prämie von 32.4 % gegenüber dem Schlusskurs vom 27. Juli 2010 und von 59.2 % gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage vor dem Datum der Voranmeldung.

1.2 BEAUFTRAGUNG VON SAL. OPPENHEIM

Der Verwaltungsrat hat die Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG („Sal. Oppenheim“) als unabhängigen Finanzberater einzig zu dem Zweck beauftragt, aus finanzieller Sicht die Angemessenheit des Angebotspreises für die Aktionäre der Gesellschaft (die „Aktionäre“) zu beurteilen. Das vorliegende Dokument stellt diese Beurteilung dar (die „Fairness Opinion“). Die Beurteilung der Angemessenheit des Angebotspreises erfolgt auf Stand-alone-Basis, das heisst, es werden weder allfällige Synergien noch Aspekte im Zusammenhang mit einem Kontrollwechsel berücksichtigt.

Die Fairness Opinion ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat als Teil seines Berichts an die Aktionäre im Zusammenhang mit dem Angebot bestimmt. Die Fairness Opinion darf nur in Verbindung mit diesem Bericht veröffentlicht werden und darf nicht anderweitig oder zu einem anderen Zweck verwendet oder einzeln veröffentlicht werden.

Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Aktionäre der Gesellschaft dar, ihre Aktien dem Bieter im Rahmen des Angebots anzudienen oder nicht und nimmt keinen Bezug auf die Wahrscheinlichkeit oder die relativen Vorteile einer alternativen Transaktion.

Des Weiteren enthält die Fairness Opinion keine Beurteilung folgender Punkte:

- Auswirkungen der geplanten Transaktion und des Angebots auf Aktionäre, die sich entscheiden, das Angebot nicht anzunehmen
- Zukünftiger Wert der nicht angedienten Aktien
- Ob nach Vollzug des Angebots die Börsenkotierung der Aktien bestehen bleibt, die Aktien weiterhin gehandelt werden, und, sollte dies der Fall sein, zu welchen Kursen.

2. Beurteilungsgrundlagen

Sal. Oppenheim hat zur Erstellung der Fairness Opinion die nachstehenden Informationen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über Day, die für die Bewertung des Angebots als relevant erachtet wurden, einschliesslich der geprüften Jahresabschlüsse für 2007, 2008 und 2009 sowie des nicht testierten Berichts für das erste Halbjahr 2010 („Halbjahresbericht 2010“)
- Informationen von der Webseite der Gruppe, aus Pressemitteilungen und Zeitungsberichten
- Die Statuten der Gesellschaft
- Den Transaktionsvertrag, der die Grundlage für das Angebot bildet
- Einen Entwurf des Angebotsprospekts
- Spezifische operative, finanzielle und gruppeninterne Informationen zu Day, einschliesslich:
 - der jüngsten Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2010 (die „Hochrechnung“), erstellt von der Geschäftsleitung der Gruppe (das „Management“) im Juni 2010
 - des jüngsten Ausblicks für die Geschäftsjahre 2011 bis 2014, erstellt vom Management im März 2010 (die „Planung“)
 - einer Liste sämtlicher per 23. Juli 2010 ausstehender Aktienoptionen (verfallbar und unverfallbar)
- Gespräche mit dem CFO der Gruppe (das „Managementgespräch“), um die der Hochrechnung und der Planung (die Hochrechnung und die Planung, ergänzt und aktualisiert auf Basis des Managementgesprächs hiernach: der „Businessplan“, wie von der Gesellschaft zu unserer Verwendung genehmigt) zugrunde liegenden Annahmen zu bestätigen, zu ergänzen und zu aktualisieren
- Finanz- und Marktdaten (Quellen: Bloomberg, Capital IQ, Jahresberichte usw.) in Bezug auf ausgewählte börsennotierte Unternehmen, die sich unserer Ansicht nach für einen Vergleich mit Day eignen
- Finanz- und Marktdaten (Quellen: Bloomberg, Capital IQ, Jahresberichte, mergermarket usw.) von Transaktionen zwischen anderen Unternehmen, die sich unserer Ansicht nach für einen Vergleich mit der geplanten Transaktion eignen
- Öffentlich zugängliche Informationen bezüglich, unter anderem, des Marktumfelds im Enterprise-Content-Management-Sektor (z. B. Gartner, Magic Quadrant for Enterprise Content Management, 2009), der Geschäftsbereiche der Gruppe, allgemeiner Wirtschaftsstatistiken und Prognosen sowie Finanzdaten aus den Kapitalmärkten.

Im Rahmen der Beurteilung hat Sal. Oppenheim die Richtigkeit und Vollständigkeit der von der Gesellschaft erhaltenen und aus sonstigen Quellen ermittelten Finanzdaten und sonstigen Informationen vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne jedwede Haftung für die unabhängige Verifizierung dieser Informationen zu übernehmen.

Sal. Oppenheim hat sich des Weiteren auf die Zusicherungen seitens des Managements verlassen, dass es sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, wodurch die Informationen unvollständig, unrichtig oder irreführend werden könnten.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat Sal. Oppenheim keine physische Inspektion irgendwelcher Gebäude und Standorte der Gruppe durchgeführt. Ebenso hat sie weder eine Beurteilung des Werts der Aktiva oder Passiva von Day vorgenommen oder vornehmen lassen noch eine Markt-, finanzielle, steuerliche oder rechtliche Due Diligence durchgeführt.

Die Fairness Opinion basiert auf zum Zeitpunkt der Erstellung vorherrschenden betrieblichen, wirtschaftlichen und Marktbedingungen.

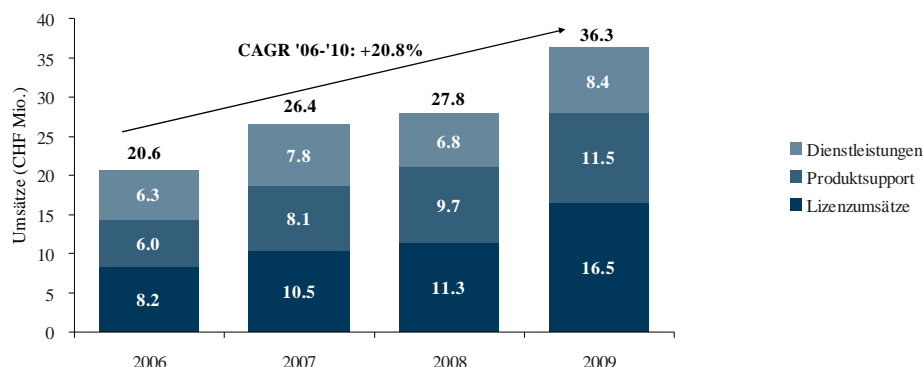
3. Unternehmensprofil

3.1 ÜBERBLICK

Day bietet Firmenkunden Software und verwandte Dienstleistungen für Enterprise-Content-Management-Lösungen („ECM“) an; 2009 erwirtschaftete die Gesellschaft einen Umsatz von CHF 36 Mio., einen EBITDA von CHF 4.4 Mio. und einen EBIT von CHF 4.2 Mio. Zum 30. Juni 2010 hatte Day 161 Beschäftigte, am 31. Dezember 2009 waren es 134.

Days ECM-Softwareplattform CQ5 verbindet branchenweit führende Firmenanwendungen für Web Content Management („WCM“), Digital Asset Management („DAM“) und Social Collaboration („SoCo“). Das Unternehmen erwirtschaftet den Grossteil seines Umsatzes mit Softwarelizenzen, Produktsupport und Dienstleistungen für Kunden in den USA, in der Schweiz, in Deutschland und im Vereinigten Königreich. Lizenzumsätze bestehen aus Erträgen im Zusammenhang mit der Lizenzierung von Software-Produkten für Kunden. Der Produktsupport umfasst das Recht auf nicht näher bestimmte Softwareupdates und technischen Support über einen vertraglich vereinbarten Zeitraum hinweg, in der Regel ein Jahr, und wird immer mit der eigentlichen Softwarelösung verkauft. Auf Basis der Bestimmungen im Softwarelizenzvertrag können die Kunden den Produktsupport verlängern. Der Umsatz aus Dienstleistungen besteht in erster Linie aus Honoraren für Softwareintegration und Schulung. Die historische Entwicklung der drei Umsatzarten wird in Abbildung 1 dargestellt. Abbildung 2 zeigt das jüngste exponentielle Umsatzwachstum im ersten Halbjahr 2010 im Vergleich zum ersten Halbjahr 2009.

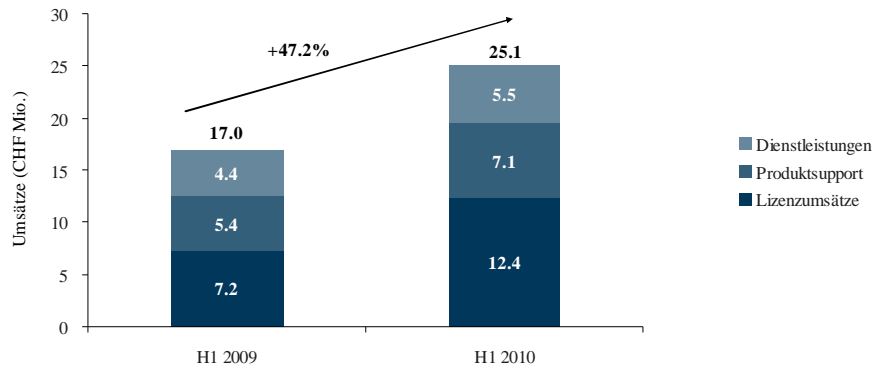
Abbildung 1: Historische Umsatzentwicklung nach Umsatzart



Quelle: Jahresberichte 2006 bis 2009 der Gruppe

SAL. OPPENHEIM

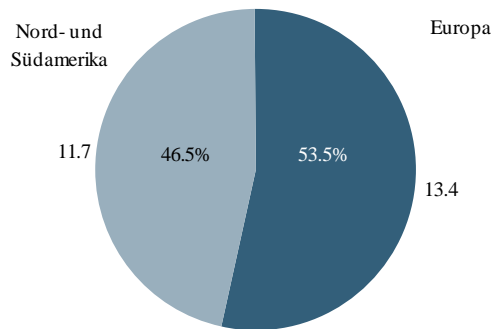
Abbildung 2: Umsatzvergleich erstes Halbjahr 2009 und erstes Halbjahr 2010



Quelle: Halbjahresbericht 2010 der Gruppe

Day erwirtschaftet momentan mehr als die Hälfte des Umsatzes in Europa; der Rest entfällt auf Nord- und Südamerika. Die Aufteilung wird in Abbildung 3 gezeigt.

Abbildung 3: Gruppenumsatz erstes Halbjahr 2010 nach Region in CHF Mio.

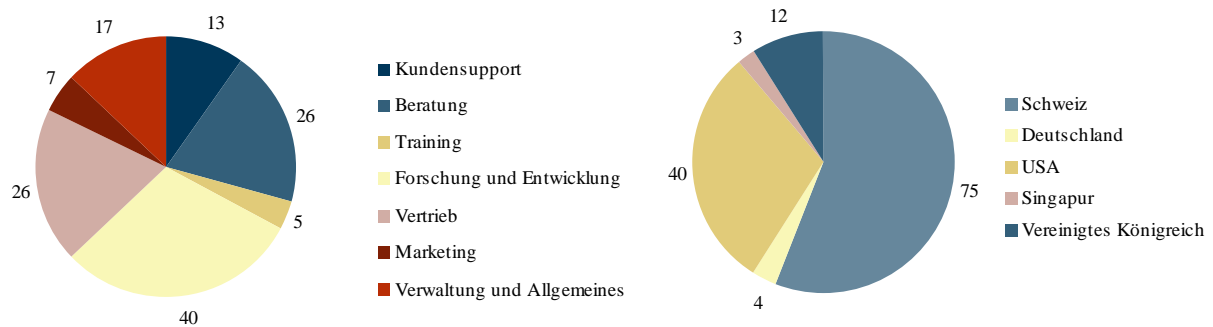


Quelle: Halbjahresbericht 2010 der Gruppe

SAL. OPPENHEIM

Day ist global tätig und hatte zum 30. Juni 2010 161 Beschäftigte. Abbildung 4 zeigt die Aufteilung der Gesamtbelegschaft nach Funktion und Region per 31. Dezember 2009. Die meisten Beschäftigten im Bereich „Verwaltung & Allgemeines“ sind in der Schweiz tätig.

Abbildung 4: Belegschaft nach Funktion und Region per 31. Dezember 2009



Quelle: Information des Managements

3.2 PRODUKTE

Day ist ein führender Softwareentwickler für ECM-Anwendungen mit Schwerpunkt WCM. 2009 gewann Day den vom Fachmagazin InfoWorld verliehenen „Technology of the Year Award“ für das beste Web-CMS.

Day bietet vier Softwarelösungen:

- **CQ5 WCM** – eine Anwendung, mit denen Kunden Inhalte von Webseiten und Onlinekampagnen erstellen, analysieren und optimieren können. Drag-&-Drop-Funktionen aus einer Bibliothek mit Webkomponenten erleichtern das Bearbeiten von Websites. Darüber hinaus bietet die CQ5-WCM-Software optionale Module; hier können die Kunden im Onlinemarketing schnell neue Kampagnen oder Werbe-Webseiten realisieren, mehrsprachige Inhalte verwalten und globale Markenbotschaften über lokale Onlineauftritte vermitteln
- **CQ5 DAM** – eine Plattform, die vor allem auf markenbezogene Aspekte ausgerichtet ist. Besonders international oder global agierende Unternehmen müssen ihre digitalen Inhalte mit Agenturen und Geschäftspartnern austauschen. Daher müssen sie in der Lage sein, die digitalen Inhalte schnell zu finden, zu überarbeiten und zu veröffentlichen. Digitale Inhalte umfassen viele Formate, zum Beispiel Bilder, Dokumente, Audio- und Video-Dateien, Präsentationen und Logos. Mit CQ5 DAM können die Nutzer relevante digitale Inhalte speichern, Nutzern ausserhalb des Unternehmens zur Verfügung stellen und den Zugriff auf diese Daten effektiv verwalten
- **CQ5 SoCo** – ein Tool, mit dem Anwender Informationen abteilungsübergreifend austauschen können, um bestehendes Wissen innerhalb des Unternehmens besser nutzen zu können. Mit Hilfe der Funktionen der Software können die Anwender unabhängig von Unternehmenshierarchien Dokumente gemeinsam erstellen, Ideen und Konzepte erarbeiten und besprechen
- **CRX Content Applikations-Plattform** – zusätzlich zum CQ5-ECM-Softwarepaket, das ausschliesslich von Day entwickelt wurde, bietet die Gruppe auch eine Programmierschnittstelle: die Open Standard

SAL. OPPENHEIM

basierte ECM-Plattform „CRX“. Dieses Software-Tool richtet sich an Entwickler, die Java-bezogene Inhalte verwalten (auf der Grundlage der Spezifikation JCR 2.0).

3.3 PARTNER

Day hat insbesondere in den vergangenen zwei Jahren eine Reihe von wertvollen Partnerschaften aufgebaut.

So bestehen wichtige Verbindungen zu Geschäftspartnern, einschliesslich Strategieberatern, eBusiness- und Online-Marketingberatern, Systemintegratoren und Lösungsanbietern, die vertikale und funktional ausgerichtete Anwendungen für die Softwareplattform CQ schaffen. Integratoren bieten Fach-Support und haben Erfahrung mit der Entwicklung und dem Einsatz von personalisierten eBusiness-Lösungen unter Verwendung von Day-Technologie.

Technologiepartner integrieren Days Technologie in ihre eigene Produktpalette und bieten ihren Kunden auf diese Weise einen Mehrwert. Es handelt sich dabei um Anbieter von Software, Hardware und Dienstleistungen, die eng mit Day zusammenarbeiten, um die Produktintegration zu optimieren und gemeinsame Marketing- und Umsatzstrategien zu entwickeln und umzusetzen. Zu den wichtigsten Partnern zählen unter anderem Hewlett-Packard, MRM, Sapient und Logica.

3.4 KUNDEN

Day richtet sich in erster Linie an globale Unternehmen, die mehrere Sprachen und unterschiedliche regionale Anforderungen meistern müssen. In der Regel sind dies „Global 1000“ Unternehmen.

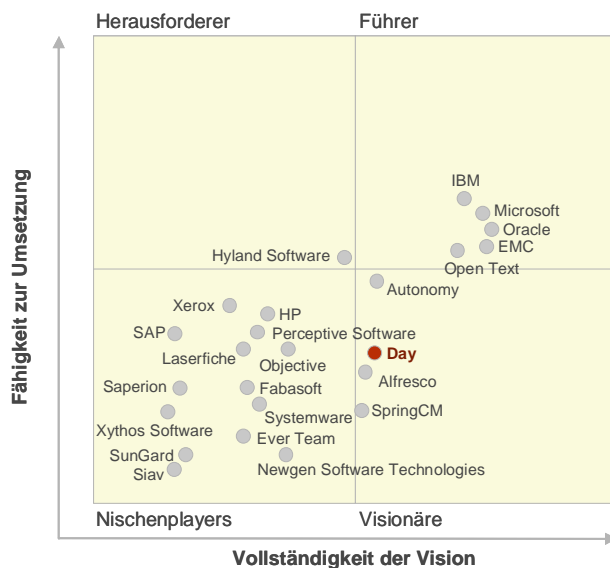
Days wichtigste Kunden pro Land/Region sind unter anderem:

- Schweiz: Stadt Zürich, Schweizer Bundesbehörden, UBS, Swiss Life, AMAG
- Deutschland: Boehringer Ingelheim, Daimler, Volkswagen, Audi, BMW, HUK Coburg, GfK
- USA: Newsweek, Adobe, Hyatt, Intercontinental Hotels, University of Phoenix, Dunkin Brands
- Vereinigtes Königreich: RBS, Skype, Virgin Media, TNT
- Asien-Pazifik: Starhub, Brother International, Nissan

3.5 MARKTUMFELD

Day agiert in einem äusserst umkämpften Markt und hat sich trotz seiner begrenzten Grösse eine gute Marktposition erarbeitet. Dank des technischen Entwicklungsstandes (z. B. Support für Open-Source-Produkte) und der Ausrichtung auf die Entwicklung äusserst kompatibler und modularer Anwendungen zählt Day in seinem Markt zu den technologischen Vorreitern, besonders im Untersegment WCM. Nach Informationen des Marktforschungsinstituts Gartner verfügt Day über das technologische Potenzial, ein bedeutender Marktteilnehmer zu werden, steht aber vor der Herausforderung, der stark steigenden Nachfrage mit den bestehenden Ressourcen gerecht zu werden.

Abbildung 5: Überblick grosser ECM-Unternehmen



Quelle: Gartner, Magic Quadrant for Enterprise Content Management (2009)

3.6 GESCHÄFTSSTRATEGIE

Im Mittelpunkt standen für Day stets Innovationen und organisches Wachstum, die Entwicklung solider Produkte und Technologielösungen für Unternehmen, und die Ausweitung des Geschäfts über direkte Umsätze, Umsätze durch Systemhäuser, andere Partnerschaften und Verträge mit Erstausrüstern (OEM).

Seit 2008 nutzt Day das Geschäft mit Standards und Open-Source-Technologien erfolgreich als strategisches Unterscheidungsmerkmal, um bei wichtigen Meinungsführern in der Presse und bei Analysten mehr Gewicht zu erhalten und deren Interesse zu wecken. Als Anbieter von kommerzieller Unternehmenssoftware, der sich sehr für offene Standards und Open-Source-Lösungen einsetzt, ist Day gut aufgestellt, um als verlässlicher, strategischer Anbieter von Unternehmenssoftware wahrgenommen zu werden, der neue Open-Source-Technologien vorantreibt und gleichzeitig für das Kerngeschäft von Unternehmen bewährte, kommerziell lizenzierte Softwareprodukte anbietet. Day unterstützt Bemühungen für mehr Standardisierung im ECM-Sektor und beabsichtigt, seine CRX-Content-Infrastruktur in der Praxis als de facto-Standard für Enterprise Content Repositories zu etablieren.

4. Bewertung

4.1 FINANZDATEN

Das Geschäftsjahr von Day erstreckt sich von Januar bis Dezember. Seine Abschlüsse weist das Unternehmen in Schweizer Franken aus. Neben dem geprüften Jahresabschluss legt Day einen nicht geprüften Halbjahresabschluss vor.

Die Fairness Opinion basiert auf folgenden Finanzplandaten für Day:

- Die Hochrechnung (wie in Abschnitt 2, „Beurteilungsgrundlagen“, beschrieben)
- Die Planung (wie in Abschnitt 2, „Beurteilungsgrundlagen“, beschrieben)
- Informationen, die der CFO im Managementgespräch zur Verfügung gestellt hat. Diese bildeten erstens die Grundlage für die erwartete Entwicklung wichtiger Bilanzpositionen und führten zweitens für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 zu höheren Betriebsmargen als in der Planung ursprünglich angegeben.

Die Hochrechnung und die Planung stellen in der im Managementgespräch ergänzten und aktualisierten Fassung den Businessplan dar, wie er von der Gesellschaft für die Verwendung in der Fairness Opinion genehmigt wurde. Die in Abschnitt 4.2 erläuterten Bewertungsmethoden wurden dementsprechend auf den Businessplan angewandt.

4.2 BEWERTUNGSMETHODEN

Die finanzielle Angemessenheit des Angebotspreises wurde durch Sal. Oppenheim mittels der nachstehenden Bewertungsmethoden auf Basis des Businessplans beurteilt:

- DCF-Analyse
- Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen
- Analyse vergleichbarer Transaktionen
- Analyse historischer Prämien.

Die obigen Methoden wurden zur Bestimmung des Unternehmenswerts der Gruppe (auch als Enterprise Value bezeichnet) beziehungsweise des Wertes pro Aktie verwendet. Um den Wert des Eigenkapitals („Equity Value“) zu berechnen, wurde die konsolidierte Nettoliquidität per 30. Juni 2010 (flüssige Mittel abzüglich zinstragender Schulden und ungedeckter Pensionsrückstellungen) („Nettoliquidität“) zum Unternehmenswert hinzuaddiert.

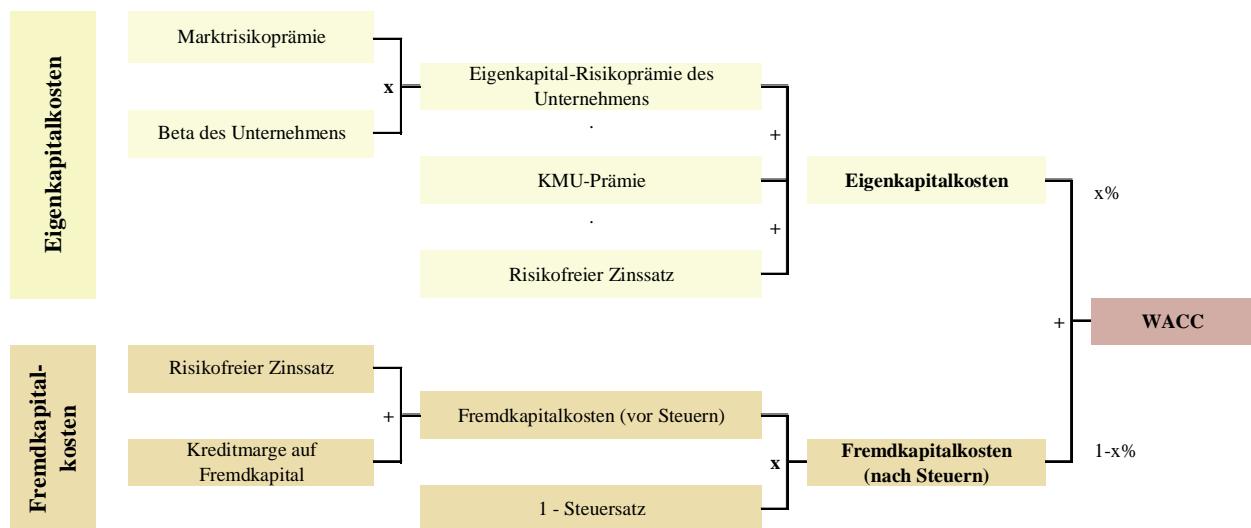
Der abgeleitete Wert pro Aktie wurde anschliessend durch Division des Equity Value durch die verwässerte Anzahl der ausstehenden Aktien (d. h. ohne eigene Aktien) zum 23. Juli 2010 berechnet und dann mit dem Angebotspreis verglichen. Die verwässerte Zahl der Aktien ist die Zahl der ausgegebenen Aktien abzüglich eigener Aktien und zuzüglich des verwässernden Effekts durch die Ausübung von im Geld befindlichen Aktienoptionen, berechnet nach der Treasury-Stock-Methode („Verwässerte Anzahl Aktien“).

4.2.1 DCF-ANALYSE

Die DCF-Bewertungsmethode bestimmt den Unternehmenswert durch Abzinsen des prognostizierten freien Cashflows (vor Zinsen)¹ mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten („WACC“ – Weighted Average Cost of Capital). Die Cashflows werden in der Regel mittelfristig geschätzt. Hiernach wird der Endwert auf der Grundlage konstanter, langfristiger Annahmen bestimmt.

Der WACC wird (wie in Abbildung 6 dargestellt) auf Basis der erforderlichen Eigenkapitalrendite (unter Verwendung des Capital Asset Pricing Modells („CAPM“) ermittelt), der zukünftigen erwarteten Fremdkapitalkosten, der langfristigen Ziel-Kapitalstruktur und des langfristigen Steuersatzes des Unternehmens berechnet.

Abbildung 6: Elemente des WACC



Quelle: Sal. Oppenheim

Der risikolose Zinssatz leitet sich von der langfristig erzielbaren Rendite bei Staatsanleihen ab.

Aufgrund der unterschiedlichen Risikomerkmale fordern Investoren bei Aktienanlagen eine höhere Rendite als bei Anlagen in Staatsanleihen. Zur Bestimmung der Marktrisikoprämie wird die Differenz zwischen der aus den Aktienmärkten und der aus (nahezu) risikolosen Staatsanleihen erzielbaren Rendite, bemessen über einen langen Zeitraum, herangezogen.

Die Eigenkapitalkosten beinhalten auch einen Aufschlag für kleine und mittlere Unternehmen (hiernach „KMU“). Dieser spiegelt die Zusatzrendite wider, die Anleger bei Investitionen in KMU mit ehrgeizigem Wachstumsprofil und dem damit verbundenen höheren Risiko, wie es bei Day der Fall ist, fordern.

Informationen zur Berechnung des WACC sind im Abschnitt 4.3.1 enthalten.

¹ Definition: „operativer Cashflow vor Zinsen abzüglich Investitionen“

SAL. OPPENHEIM

Für die Endwertberechnung wurde eine ewige Wachstumsbetrachtung herangezogen, wobei der Free Cashflow (vor Zinsen) nach dem letzten Jahr des Planungszeitraums normalisiert und auf Basis des angenommenen ewigen Wachstums kapitalisiert wurde ($\text{Free Cashflow (vor Zinsen)} / (\text{WACC} - \text{ewige Wachstumsrate})$).

Der ermittelte Endwert wurde dann mit dem WACC auf den Bewertungsstichtag diskontiert.

4.2.2 ANALYSE VERGLEICHBARER KOTIERTER UNTERNEHMEN

Im Rahmen einer Analyse börsenkotierter Unternehmen, die mit Day verglichen werden können, wurde die Beziehung zwischen dem Unternehmenswert dieser Unternehmen und ausgewählten prognostizierten Finanzergebnissen abgeleitet. Um Multiplikatoren sowie den Median und den Durchschnitt der Vergleichsgruppe zu erhalten, wurde der aktuelle Unternehmenswert (d. h. die aktuelle Marktkapitalisierung zu-/abzüglich der aktuellen Netto-Schulden/Liquidität) von vergleichbaren kotierten Unternehmen durch Umsatz, EBITDA und EBIT dividiert. Der Durchschnitt und der Median der so ermittelten Multiplikatoren wurde dann auf die jeweiligen Zahlen im Businessplan von Day angewandt.

Für die Auswahl vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen wurden folgende Kriterien zugrunde gelegt:

- Geschäftstätigkeit in einem vergleichbaren Segment:
 - Voll integrierte ECM-Lösungen
 - WCM-Lösungen
 - DAM-Lösungen
 - SoCo-Lösungen
- Börsenkotierung in Westeuropa oder in den USA
- Es müssen Gewinnprognosen von Research-Analysten vorliegen.

Voll integrierte ECM-Lösungen – Nach Informationen des Marktforschungsinstituts Gartner sind EMC, IBM, Microsoft, Open Text und Oracle die führenden Anbieter von vollständig integrierten ECM-Lösungen; Autonomy wird als Visionär eingestuft. EMC, IBM, Microsoft und Oracle sind grosse Infrastruktur- und Technologieanbieter, die unter anderem auch ECM-Lösungen im Programm haben. Open Text ist dagegen ein Spezialist, d. h. das Unternehmen konzentriert sich ausschliesslich auf die Entwicklung und Vermarktung von ECM-Anwendungen. Die beiden anderen kotierten Spezialisten, Interwoven und Vignette, wurden 2009 von Autonomy beziehungsweise Open Text übernommen.

Andere grosse IT-Konzerne wie SAP und Hewlett-Packard wurden nicht berücksichtigt, weil sie dem Aufbau eines eigenen ECM-Produktportfolios keinen grossen Stellenwert einräumen.

→ **Ausgewählt wurden Autonomy, EMC, IBM, Microsoft, Open Text und Oracle.**

WCM-Lösungen – Sowohl Alterian als auch SDL haben ihre Stellung auf dem WCM-Markt durch Übernahmen gestärkt. Alterian, eigentlich ein Spezialist für Marketing Resource Management und Enterprise Marketing Management, kaufte 2008 den britischen Entwickler von WCM-Lösungen Mediasurface. SDL, ein Anbieter von Lösungen für das globale Informationsmanagement, kaufte 2007 den niederländischen WCM-Spezialisten Tridion.

→ **Ausgewählt wurden Alterian and SDL.**

SAL. OPPENHEIM

DAM-Lösungen – Avid Technology ist der grösste DAM-Anbieter auf dem Medien- und Unterhaltungsmarkt. Dennoch blieb das Unternehmen bei unserer Analyse unberücksichtigt, weil es sich momentan in einem Sanierungsprozess befindet (im Geschäftsjahr 2009 negatives EBITDA und EBIT). Stattdessen wurde Vizrt, ein Anbieter von DAM-Lösungen für die Medien- und Unterhaltungsbranche, in die Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen aufgenommen.

→ **Ausgewählt wurde Vizrt.**

SoCo-Lösungen – IBM (Lotus Connections) und Microsoft (SharePoint) haben beide SoCo-Lösungen entwickelt, sogenannte Enterprise Social Platforms. Weitere führende Marktteilnehmer im SoCo-Markt sind Cisco (Quad), Google (Buzz) und Salesforce.com (Chatter). Cisco und Google wurden in der Analyse vergleichbarer Unternehmen nicht berücksichtigt, weil SoCo nur einen kleinen Teil ihres Geschäfts ausmacht. Salesforce.com ist dagegen ein Spezialist für Cloud-Computing-Anwendungen und brachte im Juni 2010 die SoCo-Anwendung Chatter auf den Markt.

→ **Ausgewählt wurde Salesforce.com.**

4.2.3 ANALYSE VERGLEICHBARER TRANSAKTIONEN

Analog zur Bewertung anhand vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen ermittelt eine Analyse vergleichbarer Transaktionen den Unternehmenswert des Zielunternehmens (in diesem Fall von Day) durch Anwendung der abgeleiteten Multiplikatoren auf die Finanzergebnisse des Zielunternehmens. Die Transaktionsmultiplikatoren werden durch Division des Unternehmenswertes (basierend auf der Bewertung, die im Kaufpreis reflektiert ist) durch die aktuellsten vergangenen Ergebnisse (Umsatz, EBITDA, EBIT) des jeweiligen Zielunternehmens bestimmt, die zum Zeitpunkt der Transaktion bekannt waren. Der Durchschnitt und der Median der Multiplikatoren wurden auf die Finanzergebnisse (Umsatz, EBITDA und EBIT) von Day aus den letzten zwölf Monaten vom 1. Juli 2009 bis zum 30. Juni 2010 („LTM“) angewandt.

Die Transaktionsmultiplikatoren stellen die Preise dar, die für vergleichbare Unternehmen in der Vergangenheit gezahlt wurden, und implizieren daher, welchen Preis ein potenzieller Käufer für Day möglicherweise zu zahlen bereit wäre.

Für die Auswahl vergleichbarer Transaktionen wurden folgende Kriterien zugrunde gelegt:

- Gruppe vergleichbarer Unternehmen:
 - Die Zielunternehmen sind in einer vergleichbaren Branche tätig: voll integrierte ECM-Lösungen, WCM-Lösungen, DAM-Lösungen oder SoCo-Lösungen
 - Sitz in Westeuropa oder in den USA
- Grundvoraussetzungen:
 - Die Transaktion ist abgeschlossen
 - Der Kaufpreis und die wichtigsten Finanzdaten sind bekannt
 - Gekauft wurde eine Mehrheitsbeteiligung
 - Transaktionen seit Januar 2006.

Der ECM-Markt hat in den vergangenen fünf Jahren einen umfassenden Konsolidierungsprozess durchlaufen. 2006 fanden drei wesentliche Übernahmen statt: Open Text kaufte Hummingbird, IBM erwarb FileNet, und Oracle

übernahm Stellant. Ab 2007 liess das Tempo der Konsolidierung nach, doch 2009 wurden zwei der drei ECM-Spezialisten am Markt übernommen: Autonomy kaufte Interwoven und Open Text übernahm Vignette. Alle oben erwähnten Transaktionen wurden von den heutigen Marktführern bzw. Visionären durchgeführt und gehören mit einem Equity Value von jeweils mehr als USD 300 Mio. zu den grossen Transaktionen der ECM-Branche. Mittlere ECM-Transaktionen (USD 100 bis 300 Mio.) führten Hewlett-Packard (Tower Software Engineering, 2008) und Allen Systems Group (Mobius Management Systems, 2007) durch. Neben den genannten grösseren ECM-Transaktionen wurden in den ECM-, WCM- und DAM-Märkten auch kleinere Unternehmenskäufe mit einem jeweiligen Wert von weniger als USD 100 Mio. in der Analyse berücksichtigt. In der SoCo-Branche liessen sich keine vergleichbaren Transaktionen finden.

Die Bedeutung dieser Bewertungsmethode ist in hohem Masse von den spezifischen Umständen der jeweiligen Transaktion abhängig:

- Geschäftsmodell des Zielunternehmens
- Relative strategische Stärke der Transaktionsteilnehmer
- Für die Kontrolle des Zielunternehmens gezahlte Prämie
- Art des Übernahmeverfahrens an sich (z. B. Auktionsverfahren)
- Zum Zeitpunkt der Transaktion vorherrschende Bedingungen in der Branche der Gesellschaft, in der Wirtschaft allgemein und auf den Kapitalmärkten
- Finanzielle Situation der Zielgesellschaft
- Verfügbarkeit von Finanzdaten und Genauigkeit der Berichterstattung über die Transaktion durch Teilnehmer und Finanznachrichten.

4.2.4 ANALYSE HISTORISCHER PRÄMIEN

Bei der Analyse vergangener öffentlicher Übernahmen von kotierten Schweizer Zielgesellschaften wurden ausschliesslich Angebote in bar seit 2004 in Betracht gezogen. Analysiert wurden sowohl freiwillige als auch Pflichtangebote, bei denen der Käufer eine Kontrollmehrheit erwarb mit dem Ziel, letztlich 100 % der Aktien zu erwerben. Transaktionen mit Investmentgesellschaften oder Finanzinstituten als Zielunternehmen wurden bei dieser Analyse nicht berücksichtigt. Schliesslich wurde der Median der historisch gezahlten Prämien mit dem Aufschlag verglichen, welcher implizit durch die Höhe des Angebotspreises den Aktionären von Day geboten wird.

4.3 BEWERTUNG VON DAY

Die in Abschnitt 4.2 beschriebenen Bewertungsmethoden wurden zur Bestimmung eines theoretischen Unternehmenswerts und Equity Values von Day herangezogen.

Im ersten Schritt wurde der Unternehmenswert bestimmt, anschliessend wurde dieser Wert um die Nettoliquidität bereinigt, um den Equity Value zu erhalten. Diese Zahl wurde wie folgt berechnet:

- Flüssige Mittel per 30. Juni 2010 abzüglich
- Langfristiger Anteil ungedeckter Pensionsverpflichtungen per 30. Juni 2010

SAL. OPPENHEIM

Die nachstehend angeführten Aktienkursspannen wurden durch die Division des Equity Value durch die verwässerte Anzahl Aktien ermittelt.

4.3.1 DCF-ANALYSE

Days Free Cashflow (vor Zinsen) wurde wie oben beschrieben aus den Daten des Businessplans ermittelt.

Grundlage für die DCF-Bewertung bildeten die folgenden Annahmen:

Posten	Beschreibung/Quelle	Wert
Risikoloser Zinssatz²	Rendite auf Schweizer Staatsanleihen mit 20-jähriger Laufzeit	1.846 %
Unternehmens-Beta³	Abgeleitet von den Betas der vergleichbaren, kotierten Unternehmen (siehe Anhang B), angepasst durch die Ziel-Kapitalstruktur der Gruppe (um wieder ein „levered“ Beta zu erhalten), bereinigt um die langfristige Entwicklung der Branchenbetas ⁴	1.02
Marktrisikoprämie	Abgeleitet aus einer Analyse der durchschnittlichen Rendite am Schweizer Aktienmarkt ⁵ verglichen mit derjenigen für Schweizer Schuldtitel im Zeitraum von 1926 bis heute ⁶	5.00 %
KMU-Prämie	Abgeleitet aus den Aufschlägen auf die Renditen gemäss Standard-CAPM für ein Portfolio aus Unternehmen mit ähnlicher Marktkapitalisierung ⁷	5.75 %
Zielkapitalstruktur⁸	Abgeleitet aus der Analyse der vergleichbaren kotierten Unternehmen	0 %

² Quelle: Bloomberg, 23. Juli 2010

³ Das Beta drückt die relative Volatilität einer Aktie im Vergleich zur Volatilität des entsprechenden Marktindex aus (Kovarianz der Aktie mit dem Marktindex/Varianz des Marktindex) und spiegelt somit das systemische Risiko der Aktie wider

⁴ Vor dem Hintergrund der hohen Marktvolatilität, die in erster Linie vom Finanzsektor verursacht wurde, spiegelt der Median des Beta der Gruppe der vergleichbaren kotierten Unternehmen der vergangenen zwei Jahre das künftige systemische Risiko von Day nicht angemessen wider. Daher wurde der Median des Beta der Vergleichsgruppe (0.8) seit Januar 2008 (angenommener Beginn der Finanzkrise) mit dem Median-Beta der Vergleichsgruppe der fünf Jahre vor Januar 2008 (1.1) verglichen. Um eine langfristig gültige Aussage über das systemische Risiko von Day treffen zu können, wurde zum aktuellen Median des Beta der Vergleichsgruppe (zweijähriges wöchentliches Beta laut Bloomberg, 23. Juli 2010, siehe Anhang B) schliesslich der Unterschied in Prozent als Prämie addiert

⁵ Hauptsitz von Day ist in der Schweiz, die Aktien des Unternehmens sind an der SIX Swiss Exchange kotiert und die Berichterstattung wird in CHF vorgelegt

⁶ Vgl. Pictet & Cie.: „Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2009)“, Januar 2010

⁷ Vgl. Duff & Phelps: „Risk Premium Report 2010“

⁸ Nettoschulden in Prozent vom Unternehmenswert

SAL. OPPENHEIM

Unter Anwendung der in Abschnitt 4.2.1 schematisch dargestellten Berechnungsschritte ergeben die vorstehenden Annahmen einen WACC von 12.71 %.

Für die Jahre nach 2014 wurde ein Umsatzwachstum von 2 % p.a. zugrunde gelegt, welches das erwartete ewige Wachstum der Gruppe unter Berücksichtigung der Inflation widerspiegelt. Die nachhaltige EBIT-Marge wurde mit 19.4 % festgelegt, dem Median der 2010er EBIT-Margen der vergleichbaren kotierten Unternehmen – in der Annahme, dass sich die Rentabilität der Gruppe langfristig der aktuellen Rentabilität der Gruppe vergleichbarer Unternehmen annähert.

Das Ergebnis der DCF-Bewertung wurde einer Sensitivitätsanalyse unterzogen, wobei zur Bestimmung des Endwerts bestimmte Parameter variiert wurden, insbesondere der WACC (11.2 % bis 14.2 %) und die ewige Wachstumsrate (0.5 % bis 3.5 %). Die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse sind in Anhang A im Einzelnen dargestellt.

Auf Basis der Nettoliquidität, der verwässerten Anzahl Aktien, einem WACC von 12.71 % und einer ewigen Wachstumsrate von 0.5 bis 3.5 %, ergibt die DCF-Analyse eine Bewertungsspanne von CHF 129 bis 157 je Aktie.

4.3.2 ANALYSE VERGLEICHBARER KOTIERTER UNTERNEHMEN

Für die Bewertung von Day wurden vergleichbare kotierte Unternehmen ausgewählt, die im ECM-Sektor und den entsprechenden Untersegmenten tätig sind, d. h. in den Bereichen WCM, DAM und SoCo (siehe Abschnitt 4.2.2). Diese Unternehmen wurden anschliessend auf Basis der Aktienkurse vom 23. Juli 2010 analysiert.

Zunächst wurde der Unternehmenswert ermittelt. Anschliessend wurden auf Basis aktueller Konsensschätzungen von Aktienanalysten (veröffentlicht von Bloomberg) die folgenden Multiplikatoren errechnet:

- Unternehmenswert/Umsatz, 2010 bis 2012
- Unternehmenswert/EBITDA, 2010 bis 2012
- Unternehmenswert/EBIT, 2010 bis 2012

Zur Ermittlung der Nettoverschuldung/Nettoliquidität, der Minderheitsbeteiligungen und der Anzahl der ausstehenden Aktien (ohne eigene Aktien) wurde jeweils der bei allen vergleichbaren Unternehmen zuletzt veröffentlichte Abschluss herangezogen. Marktprognosen wurden anhand von Analystenschätzungen, welche nach den aktuellsten Interimsberichten erschienen sind, abgeleitet.

Die aus der Analyse der vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen ermittelten aktuellen Bewertungsmultiplikatoren sind in Anhang C dargelegt.

SAL. OPPENHEIM

Abbildung 7: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

	2010	2011	2012
Umsatz (Median)	2.4x	2.1x	1.9x
Umsatz (Durchschnitt)	3.3x	3.0x	2.7x
EBITDA (Median)	9.0x	7.6x	7.1x
EBITDA (Durchschnitt)	12.7x	10.5x	9.1x
EBIT (Median)	11.7x	9.8x	8.4x
EBIT (Durchschnitt)	17.0x	13.4x	11.0x

Quelle: Sal. Oppenheim Analyse

Für das Ermitteln einer Bewertungsspanne auf Basis vergleichbarer kotierter Unternehmen sind im Fall von Day EBIT-Multiplikatoren am aussagekräftigsten, weil erstens Day ein wenig kapitalintensives Geschäft betreibt und zweitens die Gruppe keine Forschungs- und Entwicklungskosten aktiviert. Diese beiden Faktoren unterscheiden Day von den meisten Wettbewerbern, deshalb würde ein Bewertungsvergleich auf Basis des Umsatzes oder des EBITDA die Ergebnisse verzerren.

Auf Basis der Nettoliquidität und der verwässerten Anzahl Aktien der Gesellschaft ergibt die Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen eine Bewertungsspanne von CHF 92 bis 134 je Aktie von Day. Dabei stellt das Mittel aus Median und Durchschnitt der EBIT-Werte für 2010 das untere Ende und das Mittel aus Median und Durchschnitt der EBIT-Werte für 2012 das obere Ende der Spanne dar.

4.3.3 ANALYSE VERGLEICHBARER TRANSAKTIONEN

Es wurde ebenfalls eine auf abgeschlossenen Transaktionen basierte Bewertungsanalyse durchgeführt, bei denen das Zielunternehmen ein mit Day vergleichbares Unternehmen darstellte (siehe die in Abschnitt 4.2.3 angeführten Kriterien).

Hierbei wurden der Unternehmenswert der jeweiligen Zielgesellschaft ermittelt und die folgenden Multiplikatoren aus den aktuellsten historischen Finanzergebnissen vor der abgeschlossenen Transaktion berechnet:

- Unternehmenswert/Umsatz,
- Unternehmenswert/EBITDA,
- Unternehmenswert/EBIT.

Die aus der Analyse der vergleichbaren Transaktionen abgeleiteten Transaktionsmultiplikatoren sind in Anhang D dargelegt.

SAL. OPPENHEIM

Abbildung 8: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

	Median	Durchschnitt
Umsatz	1.7x	2.0x
EBITDA	17.4x	20.9x
EBIT	23.0x	33.8x

Quelle: Sal. Oppenheim Analyse

Die aus den vergleichbaren Transaktionen abgeleiteten Multiplikatoren wurden auf die LTM-Finanzergebnisse von Day angewandt. Dadurch ergab sich eine Bewertungsspanne von CHF 105 bis 148 je Aktie auf Basis der Durchschnitts- und der Medianwerte der EBIT-Multiplikatoren. Dadurch wird der geringen Kapitalintensität und den Bilanzierungsverfahren von Day besser Rechnung getragen.

4.3.4 ANALYSE HISTORISCHER PRÄMIEN

Der Angebotspreis von CHF 139 je Aktie enthält eine Prämie von 59.2 % gegenüber dem VWAP vor Veröffentlichung der Voranmeldung. Für die Bewertung des Angebotspreises auf Basis historischer Prämien bei Übernahmen in der Schweiz wurden die bezahlten Aufschläge bei ausgewählten Transaktionen analysiert (die Auswahlkriterien sind in Abschnitt 4.2.4 dargestellt). Wie aus Anhang E hervorgeht, ergab die Analyse eine Prämie von 37.7 % (Median) auf den VWAP und von 22.3 % (Median) auf den Eröffnungskurs einen Tag vor der Voranmeldung. Aus diesen Prämienwerten leitet sich eine Bewertungspreisspanne von CHF 120 bis 129 je Aktie der Gesellschaft ab.

5. Ergebnis der Fairness Opinion

Basierend auf den vorstehend beschriebenen durchgeführten Analysen und Bewertungsüberlegungen wurde eine Bewertungsspanne von CHF 113 bis 148 je Aktie ermittelt. Diese Spanne basiert auf den Bewertungsergebnissen der DCF-Analyse, der Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen (mittlerer Wert der Spanne CHF 113) und der Analyse vergleichbarer Transaktionen (oberes Ende CHF 148). Die Analyse der historischen Prämien hat die Bewertungsspanne bestätigt.

Basierend auf der Bewertungsanalyse und den Überlegungen in dieser Fairness Opinion halten wir den Angebotspreis aus finanzieller Sicht für die Aktionäre für angemessen.

Die Fairness Opinion wurde am 29. Juli 2010 erstellt und ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat als Teil seines Berichts an die Aktionäre bezüglich des Angebots bestimmt.

Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG

Christian Zuber
Direktor

Markus Brändle
Stellvertretender Direktor

Anhang

A. DCF-Bewertung – Sensitivitätsanalyse

in CHF je Aktie der Gesellschaft

Ewige Wachstumsrate	WACC							
		11.2%	11.7%	12.2%	12.7%	13.2%	13.7%	14.2%
	0.5%	148	141	135	129	124	119	115
	1.0%	153	146	139	133	127	122	118
	1.5%	159	151	144	137	131	126	120
	2.0%	165	156	149	141	135	129	124
	2.5%	172	163	154	146	139	133	127
	3.0%	180	169	160	152	144	137	131
	3.5%	189	177	167	157	149	142	135

Quelle: Sal. Oppenheim Analyse

B. Betas vergleichbarer kotierter Unternehmen

Unternehmen	Beta
Alterian	0.7
Autonomy	0.7
EMC	0.9
IBM	0.8
Microsoft	0.8
Open Text	0.7
Oracle	0.8
Salesforce.com	1.4
SDL	0.5
Vizrt	0.6
Median	0.74

"Relevered" Beta **0.74**

Adjustierungsfaktor für die historische Beta-Entwicklung 1.38x

Adjustiertes Beta **1.02**

Quelle: Bloomberg, Sal. Oppenheim Analyse

SAL. OPPENHEIM

C. Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen

Unternehmen	Bilanz- datum	Währung	Aktien- kurs 23.07.2010	Markt- kapitalisierung in Mio.	Nettoverschuldung / (liquide Mittel) in Mio.	Unternehmens- wert in Mio.	Unternehmenswert/ Umsatz			Unternehmenswert/ EBITDA			Unternehmenswert/ EBIT		
							Dez 10	Dez 11	Dez 12	Dez 10	Dez 11	Dez 12	Dez 10	Dez 11	Dez 12
Alterian	Mrz 10	GBP	1.5	88.0	(11.2)	76.8	1.9x	1.7x	1.6x	7.5x	6.4x	6.1x	9.6x	8.3x	7.9x
Autonomy	Dez 09	USD	25.0	6'043.7	(162.6)	5'881.1	6.6x	5.7x	5.1x	12.5x	10.3x	9.1x	14.8x	12.0x	10.5x
EMC	Dez 09	USD	20.2	41'501.6	(3'610.8)	38'529.7	2.3x	2.1x	1.9x	9.4x	8.4x	7.5x	11.1x	9.8x	8.4x
IBM	Dez 09	USD	128.0	161'317.8	29'454.0	190'888.8	1.9x	1.9x	1.8x	8.1x	7.5x	7.1x	10.0x	9.3x	8.5x
Microsoft	Jun 09	USD	25.8	223'721.1	(30'849.0)	192'872.1	3.0x	2.8x	2.6x	7.0x	6.4x	5.9x	7.8x	7.2x	6.6x
Open Text	Jun 09	USD	40.4	2'292.2	(3.8)	2'288.4	2.4x	2.2x	2.0x	8.3x	7.2x	6.3x	12.4x	n/a	n/a
Oracle	Mai 10	USD	24.5	123'143.1	(3'178.0)	120'366.1	3.9x	3.4x	3.2x	8.7x	7.7x	7.1x	9.9x	8.3x	7.6x
Salesforce.com	Jan 10	USD	99.8	12'840.4	(496.1)	12'358.2	8.0x	6.8x	5.6x	44.6x	35.4x	28.4x	62.2x	43.6x	31.3x
SDL	Dez 09	GBP	5.5	419.5	(46.2)	373.3	2.0x	1.8x	1.7x	10.5x	8.9x	8.3x	12.3x	11.1x	9.9x
Vizrt	Dez 09	USD	3.2	209.9	(50.2)	159.7	1.5x	1.3x	1.1x	9.9x	6.8x	5.3x	20.5x	11.2x	7.9x
Minimum							1.5x	1.3x	1.1x	7.0x	6.4x	5.3x	7.8x	7.2x	6.6x
25. Perzentil							1.9x	1.8x	1.7x	8.2x	6.9x	6.1x	9.9x	8.3x	7.9x
Median							2.4x	2.1x	1.9x	9.0x	7.6x	7.1x	11.7x	9.8x	8.4x
Durchschnitt							3.3x	3.0x	2.7x	12.7x	10.5x	9.1x	17.0x	13.4x	11.0x
75. Perzentil							3.7x	3.3x	3.0x	10.4x	8.8x	8.1x	14.2x	11.2x	9.9x
Maximum							8.0x	6.8x	5.6x	44.6x	35.4x	28.4x	62.2x	43.6x	31.3x

Quelle: Jahres- und Zwischenberichte, Bloomberg, Sal. Oppenheim Analyse

SAL. OPPENHEIM

D. Analyse vergleichbarer Transaktionen

Ankündigungs- datum	Zielunternehmen	Käufer	Währung	Anteil gekauft %	Kaufpreis Eigenkapital	Implizierter Eigenkapital- wert	Implizierter Unternehmens- wert	Eigenkapitalwert als Multiplikator von		
								Umsatz	EBITDA	EBIT
Feb 10	Nstein Technologies	Open Text	CAD	100%	34	34	29	1.2x	n/m	n/m
Jun 09	XyEnterprise	SDL	USD	100%	15	15	15	1.5x	n/a	n/a
Mai 09	Vignette	Open Text	USD	100%	303	303	159	1.0x	34.2x	n/m
Apr 09	Limehouse Software	Objective	GBP	100%	5	5	6	1.4x	8.5x	8.8x
Jan 09	Interwoven	Autonomy	USD	100%	747	747	562	2.2x	12.7x	17.8x
Jul 08	Escenic	Vizrt	NOK	100%	284	284	262	5.3x	n/m	n/m
Mai 08	Tower Software Engineering	Hewlett-Packard	AUD	100%	109	109	109	2.4x	n/a	n/a
Mai 08	Mediasurface	Alterian	GBP	100%	18	18	18	1.5x	n/m	n/m
Apr 08	Polopoly	Atex	SEK	100%	140	140	135	2.6x	28.6x	62.4x
Jun 07	Immediacy	Mediasurface	GBP	100%	6	6	5	1.3x	n/a	n/a
Apr 07	Mobius Management Systems	Allen Systems Group	USD	100%	199	199	148	1.7x	n/m	n/m
Nov 06	Stellent	Oracle	USD	100%	405	405	343	2.6x	29.0x	56.9x
Aug 06	Filenet	IBM	USD	100%	1'485	1'485	1'035	2.3x	17.4x	23.0x
Jul 06	Hummingbird	Open Text	USD	100%	485	485	400	1.7x	16.0x	n/m
				Minimum				1.0x	8.5x	8.8x
				25. Perzentil				1.4x	14.3x	17.8x
				Median				1.7x	17.4x	23.0x
				Durchschnitt				2.0x	20.9x	33.8x
				75. Perzentil				2.4x	28.8x	56.9x
				Maximum				5.3x	34.2x	62.4x

Quelle: Jahres- und Zwischenberichte, mergermarket, Sal. Oppenheim Analyse

SAL. OPPENHEIM

E. Analyse anhand der Prämien vergangener öffentlicher Übernahmen

Ankündigungs- datum	Zielunternehmen	Käufer	Angebotsart FA = Freiwillig PA = Pflicht	Angebotspreis (in CHF)	Bezahlte Prämie			
					-60 Tage VWAP*	-1 Tag	-1 Woche	-1 Monat
06.12.2004	Maag	Swiss Prime Site	FA	190.00	19.3%	7.3%	10.5%	17.6%
11.03.2005	Büro Furrer	Holding Lyreco Internationale	PA	500.00	40.0%	31.5%	38.9%	33.3%
30.06.2005	Saia-Burgess	Johnson Electric	FA	1'060.00	39.6%	17.0%	28.2%	55.2%
12.09.2005	Sarna Kunststoff Holding	Sika	FA	175.00	15.2%	10.1%	15.8%	17.4%
06.09.2006	Saurer	Oerlikon	PA	135.00	35.8%	21.6%	38.5%	45.9%
21.09.2006	Serono	Merck	PA	1'100.00	30.2%	21.0%	24.4%	30.5%
25.09.2006	SIG	Rank Group	FA	435.00	51.8%	42.3%	48.0%	55.2%
05.03.2007	Gétaz Romang	CRH	FA	1'125.00	24.0%	21.5%	20.6%	21.6%
07.08.2007	Unilabs (Inhaberaktien)	Capio Laboratories	PA	57.50	30.3%	27.2%	25.0%	31.0%
11.12.2007	SEZ	LAM Research	FA	38.00	53.8%	50.5%	66.7%	58.3%
29.02.2008	Groupe Baumgartner Holding	BBC Industrie-Holding	FA	460.00	11.1%	12.2%	13.6%	7.0%
10.07.2008	Speedel Holding	Novartis Pharma	PA	130.00	80.1%	88.7%	113.1%	67.1%
26.08.2008	sia Abrasives	Scintilla	PA	435.00	16.9%	22.7%	22.9%	18.2%
15.09.2008	Ciba	BASF	FA	50.00	64.3%	37.7%	71.2%	49.1%
04.05.2009	Quadrant	Aquamit	FA	86.00	57.8%	22.0%	20.3%	56.4%
13.05.2009	Métraux Services	Swiss Automotive Group	FA	112.00	50.8%	36.6%	53.4%	77.6%

* Annäherung für Transaktionen vor 2007 gemäss folgender Formel: (Summe von (tägliche VWAPs x tägliche Volumen)) / Summe der täglichen Volumen

Median	37.7%	22.3%	26.6%	39.6%
---------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Quelle: Übernahmekommission, Bloomberg, Sal. Oppenheim Analyse