

CREALOGIX HOLDING AG

Bewertungsgutachten

15. NOVEMBER 2023

Sharing mindsets - shaping future



INHALTSVERZEICHNIS

Impressum:

Die folgenden Personen von BDO waren an der Erstellung dieser Bewertung und des Berichts beteiligt:

Marcel Jans

Partner

Head Corporate Finance Schweiz

Direkt: +41 44 444 37 55

E-Mail: marcel.jans@bdo.ch

Oliver Ambs

Direktor

Direkt: +41 44 444 37 52

E-Mail: oliver.ambs@bdo.ch

Jiaming Li

Senior Managerin

Direkt: +41 44 444 58 24

E-Mail: jiaming.li@bdo.ch

1 Einleitung	3	5 Anhang	24
Angebot von Vencora an alle Publikumsaktionäre von Crealogix	4	Beta Analyse - Peer Gruppe	25
Unser Auftrag und unsere Informationsquellen	6	Handels-Multiplikatoren - Peer Gruppe	26
Bewertungsverfahren und Anzahl berücksichtigte Namenaktien	7	Transaktionsmultiplikatoren - vergleichbare Industrietransaktionen	27
Bewertungsansatz, Bewertungsmethoden und -verfahren	8	Historische konsolidierte Bilanzen	28
2 Crealogix Holding AG	9	Historische konsolidierte Erfolgsrechnungen	29
Unternehmensprofil	10	Verwendete Abkürzungen und Definitionen	30
Historische Analyse der Finanzkennzahlen	11		
Aktueller Businessplan	12		
Analyse der Liquidität der Namenaktie von Crealogix	13		
3 Wertüberlegungen	14		
Bewertungsmethoden	15		
Bestimmung der gewichteten Kapitalkosten	16		
Ergebnis mit der DCF-Methode	17		
Sensitivitätsanalyse zur DCF-Methode	18		
Marktanalyse	19		
Analyse des Aktienkurses	20		
Analystenmeinungen zum Wert einer Aktie von Crealogix	21		
4 Gesamtbeurteilung	22		
Überblick über die Bewertungsergebnisse	23		

SECTION 1

EINLEITUNG

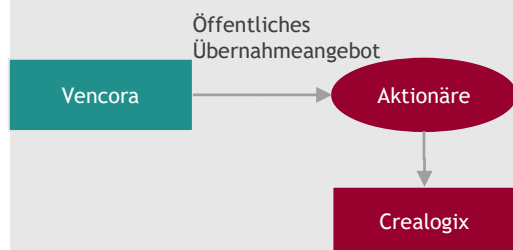
Einleitung	Seite
Angebot von Vencora an alle Publikumsaktionäre von Crealogix	4
Unser Auftrag und unsere Informationsquellen	6
Bewertungsverfahren und Anzahl berücksichtigte Namenaktien	7
Bewertungsansatz, Bewertungsmethoden und -verfahren	8

ANGEBOT VON VENCORA AN ALLE PUBLIKUMSAKTIONÄRE VON CREALOGIX

Vencora beabsichtigt, ein öffentliches Übernahmeangebot für die sich im Publikum befindenden Namenaktien von Crealogix zu unterbreiten (1/2)

Öffentliches Übernahmeangebot

- ▶ Vencora beabsichtigt, ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Crealogix zu unterbreiten.



Quelle: BDO

Name	Valor	Ticker	Börsenplatz
Crealogix Holding AG	1111570	CLXN	SIX Swiss Exchange

Quelle: SIX Swiss Exchange

Ausgangslage und öffentliches Übernahmeangebot

- ▶ Vencora UK Limited («Vencora») ist ein nach englischem Recht gegründetes Unternehmen mit eingetragenem Sitz in Halifax, England, Vereinigtes Königreich. Vencora ist vollständig im Besitz der Volaris Group Inc. («Volaris Group»), einer Gesellschaft nach kanadischem Recht. Volaris Group selbst ist wiederum eine hundertprozentige Tochtergesellschaft von Constellation Software Inc., einem kanadischen Unternehmen, das an der Börse von Toronto kotiert ist (Ticker: CSU).
- ▶ Gemäss der Voranmeldung vom 15. November 2023 beabsichtigt Vencora, ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Crealogix Holding AG («Crealogix») mit einem Nennwert von je CHF 8 zu unterbreiten («Angebot»).
- ▶ Crealogix ist eine nach Schweizer Recht eingetragene Aktiengesellschaft mit Hauptsitz in Zürich, Schweiz. Das Unternehmen wurde im Jahr 1996 gegründet. Die Namenaktien von Crealogix («Crealogix-Aktien») sind seit September 2000 an der SIX Swiss Exchange («SIX») unter dem Ticker «CLXN» kotiert.
- ▶ Gemäss der Voranmeldung besteht das Angebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Crealogix aus einem Barangebot von CHF 60 pro Namenaktie von Crealogix.
- ▶ Wir wurden informiert, dass Vencora am 15. November 2023 mit bestimmten Aktionären vor der Voranmeldung einen Aktienkaufvertrag über den Erwerb von total 725'746 Crealogix-Aktien abgeschlossen hat. Das entspricht 51.66% des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals von Crealogix zum Zeitpunkt der Voranmeldung.

Rechtliche Grundlagen für dieses Bewertungsgutachten

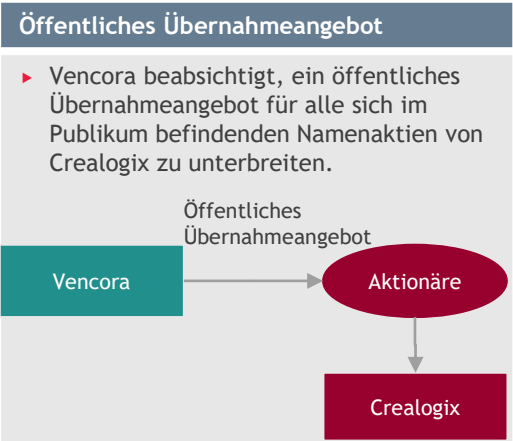
- ▶ Das Rundschreiben Nr. 2 der Übernahmekommission («UEK») regelt die Liquidität eines Beteiligungspapiers im Sinne des schweizerischen Übernahmerechts («Rundschreiben Nr. 2»):¹
 - Ein Beteiligungspapier, das im Swiss Leader Index («SLI») der SIX enthalten ist, gilt als liquid im Sinne von Art. 42 Abs. 4 der Finanzmarktinfrastukturvordnung der FINMA («FinfraV-FINMA»).
 - Ein nicht im SLI enthaltenes Beteiligungspapier gilt als liquid im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens an der Börse in mindestens 10 der vollständigen 12 Monate vor der Veröffentlichung des Angebots oder der Voranmeldung gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Anteils des betreffenden Beteiligungspapiers («Free Float») ist.
- ▶ Die Crealogix-Aktien sind nicht im SLI enthalten und gelten gemäss den Bestimmungen des Rundschreibens Nr. 2 als illiquid. Im relevanten Zeitraum der vollen 12 Monate vor der Veröffentlichung der Voranmeldung (1. November 2022 bis 31. Oktober 2023) lag das Handelsvolumen der Crealogix-Aktien in 11 von 12 Monaten unter der Liquiditätsschwelle von 0.04% des Streubesitzes (die Analyse ist in Kapitel 2 dieses Bewertungsberichts ersichtlich).

1) UEK-Rundschreiben Nr. 2 «Liquidität im Sinn des Übernahmerechts» vom 26. Februar 2010 (Stand am 1. Januar 2016)

2) Finanzmarktinfrastukturvordnung der FINMA (FinfraV-FINMA) vom 3. Dezember 2015

ANGEBOT VON VENCORA AN ALLE PUBLIKUMSAKTIONÄRE VON CREALOGIX

Vencora beabsichtigt, ein öffentliches Übernahmeangebot für die sich im Publikum befindenden Namenaktien von Crealogix zu unterbreiten (2/2)



Quelle: BDO

Name	Valor	Ticker	Börsenplatz
Crealogix Holding AG	1111570	CLXN	SIX Swiss Exchange

Quelle: SIX Swiss Exchange

- Da die Namenaktien von Crealogix vor der Veröffentlichung der Voranmeldung als illiquid angesehen werden, ist gemäss Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA eine Unternehmensbewertung durch eine Prüfstelle vorzunehmen, um den Mindestpreis für eine Namenaktie von Crealogix zu bestimmen.
- Der Bericht der Prüfstelle beschreibt die angewandten Bewertungsmethoden und herangezogenen Bewertungsgrundlagen und begründet, ob und in welchem Umfang bei der Festsetzung des Mindestpreises auf den Börsenkurs beziehungsweise auf den ermittelten Unternehmenswert abzustellen ist. Eine Analyse des Erwerbs von Aktien von den verkaufenden Aktionären durch Vencora vor der Voranmeldung wurde nicht vorgenommen.

UNSER AUFTRAG UND UNSERE INFORMATIONSQUELLEN

Unsere Bewertung basiert auf Informationen, die von Crealogix und Vencora zur Verfügung gestellt wurden und öffentlich zugänglichen Quellen

Umfang der Tätigkeit

- ▶ BDO erstellt eine unabhängige Bewertung für die Berechnung des Mindestpreises im Rahmen der Publikation des öffentlichen Übernahmeangebots von Vencora für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Crealogix.

Wesentliche Dokumente

Geschäftsberichte

- ▶ Geprüfter konsolidierter Geschäftsbericht vom 30.06.2023 (GJ2022/23)
- ▶ Geprüfter konsolidierter Geschäftsbericht vom 30.06.2022 (GJ2021/22)

Businessplan

- ▶ Vom Management erstellter Businessplan, Planerfolgsrechnung und Planbilanz auf konsolidierter Basis für die GJ2023/24 bis GJ2025/26
- ▶ Managementplanung der KPIs für GJ2026/27 bis GJ2027/28

Finanzmarktdaten

- ▶ S&P Capital IQ, SIX, KROLL, Mergermarket

Weitere Informationen

- ▶ Öffentlich zugängliche Informationen
- ▶ Marktstudien
- ▶ Management-Diskussionen

Auftrag an BDO

- ▶ Aufgrund der dargestellten Ausgangslage hat Vencora die BDO AG, Zürich («BDO» oder «uns») beauftragt, eine unabhängige Bewertung der Aktien von Crealogix vorzunehmen. Die Einzelheiten unseres Auftrags sind in der Auftragsbestätigung vom 30. August 2023 definiert.
- ▶ Der Bewertungsstichtag ist der 15. November 2023, der letzte Handelstag der Crealogix-Aktie vor der Veröffentlichung der Voranmeldung für das öffentliche Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindlichen Namenaktien von Crealogix.
- ▶ Das hier vorliegende Bewertungsgutachten stellt keine Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung des Angebots von Vencora dar. Das Bewertungsgutachten enthält weder eine Einschätzung der Auswirkungen, die eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann, noch macht es eine Aussage über den zukünftigen Wert einer Crealogix-Aktie und den Preis, zu dem die im Rahmen des Angebots von Vencora nicht angedienten Crealogix-Aktien in Zukunft gehandelt werden können.
- ▶ Das Bewertungsgutachten wird öffentlich zugänglich gemacht.

Informationsgrundlagen

- ▶ Die Bewertung basiert auf historischen Finanzdaten sowie auf zukunftsgerichteten Finanzdaten, die uns vom Management von Crealogix zur Verfügung gestellt wurden, sowie auf anderen Daten und Informationen von Crealogix, die auf der Website von Crealogix öffentlich zugänglich sind. Eine Übersicht über die wichtigsten Dokumente und Informationen ist in der nebenstehenden Tabelle aufgeführt.
- ▶ Wir hatten die Möglichkeit, Fragen an das Management von Crealogix zu stellen und die erhaltenen Informationen sowie die wichtigsten Inputs für die geplante zukünftige Entwicklung zu diskutieren.
- ▶ Unsere Bewertung basiert weitgehend auf den von Crealogix und Vencora zur Verfügung gestellten Informationen. Unsere Verantwortung beschränkt sich daher auf die sorgfältige und fachgerächte Analyse und Bewertung der uns zur Verfügung gestellten Informationen. Eine aktienrechtliche Prüfung oder Due Diligence haben wir nicht durchgeführt.
- ▶ Die Informationen und Kriterien in diesem Dokument basieren auf dem zum Zeitpunkt der Erstellung des Berichts vorherrschenden Markt-, Geschäfts- und Wirtschaftsumfeld am 15. November 2023. Spätere Umstände können sich auf die Informationen auswirken, die als Grundlage für die vorliegende Analyse dienen. BDO ist nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nachträglich zu aktualisieren, zu verifizieren oder zu bestätigen.

BEWERTUNGSVERFAHREN UND ANZAHL BERÜCKSICHTIGTE NAMENAKTIEN

Die Bewertung pro Aktie basiert auf der Gesamtzahl von 1'401'253 ausstehenden Namenaktien ohne die von Crealogix gehaltenen eigenen Aktien

In der Bewertung berücksichtigte Aktien	
Anzahl Aktien	#
Ausgegebene Aktien	1'404'742
./. Eigene Aktien	-3'489
Ausstehende dividendenberechtigte Aktien für die Bewertung	1'401'253

Quelle: Crealogix Holding AG, BDO

Bewertungsverfahren

- ▶ Wie in Kapitel 2 (Seite 13) analysiert, gelten die Aktien von Crealogix als illiquid im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA. Aufgrund dieser Illiquidität kann der Wert einer Crealogix-Aktie nicht direkt aus dem Börsenkurs der Aktie abgeleitet werden. Das geringe Handelsvolumen kann den Aktienkurs verzerren, da nicht alle aktuellen und kursrelevanten Informationen adäquat im Aktienkurs reflektiert werden. Bei der Bewertung der Crealogix-Aktie wurden im Rahmen unserer Arbeit die folgenden Schritte durchgeführt:
 - Beschaffung und Analyse relevanter Informationen
 - Interviews und schriftliche Fragen an das Management von Crealogix
 - Marktforschung über die Branche (Marktanalyse, Analyse vergleichbarer Unternehmen und Bestimmung einer Peer Group)
 - Bewertung der Aktien auf der Grundlage angemessener und anerkannter Bewertungsmethoden zum Bewertungszeitpunkt
 - Gesamtbeurteilung durch BDO (Werturteil)
- ▶ Die Bewertung wurde aus der Sicht aller Publikumsaktionäre von Crealogix erstellt. Steuerliche und sonstige Auswirkungen als Folge der Annahme des Angebots seitens der Aktionäre wurden aufgrund der individuellen Anforderungen der Aktionäre nicht berücksichtigt.

Anzahl berücksichtigter Aktien

- ▶ Per Bewertungsstichtag setzt sich das Aktienkapital aus 1'404'742 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 8 zusammen. Die Gesellschaft hält 3'489 eigene Aktien, die in unserer Bewertungsanalyse nicht berücksichtigt sind. Die relevante Anzahl der ausstehenden Namenaktien entspricht somit 1'401'253 dividendenberechtigten Aktien. Zum Bewertungsstichtag hat Crealogix keine sonstigen dividendenberechtigten Wertpapiere ausgegeben.
- ▶ Im November 2019 wurde ein bedingtes Kapital von 300'000 Namenaktien geschaffen, das im Zusammenhang mit der Ausgabe von Wandelanleihen, Optionsanleihen oder anderen Finanzmarktinstrumenten verwendet werden kann. Am Bewertungsstichtag standen nach Angaben von Crealogix noch 293'066 Namenaktien zur Ausgabe unter dem bedingten Aktienkapital zur Verfügung. Die aktuellen Statuten von Crealogix vom 25. Oktober 2023 weisen ebenfalls 293'066 Namenaktien aus, die noch ausgegeben werden können.
- ▶ Am 6. November 2019 hat Crealogix eine Wandelanleihe mit einem Nennwert von CHF 25 Mio., einer Laufzeit von 5 Jahren und einem Emissionsplatzierungspreis von 100 Prozent ausgegeben. Der Coupon wurde auf 1.5 Prozent und der (reguläre) Wandelpreis auf CHF 125 festgelegt.
- ▶ Am 25. Oktober 2023 beschloss die Generalversammlung von Crealogix die Aufhebung des genehmigten Aktienkapitals und die Einführung eines Kapitalbandes, mit dem bis zum 25. Oktober 2028 oder einem früheren Dahinfallen des Kapitalbandes, maximal 500'000 Namenaktien ausgegeben und maximal 702'371 Namenaktien vernichtet werden können.

BEWERTUNGSANSATZ, BEWERTUNGSMETHODEN UND -VERFAHREN

Unterschiedliche Bewertungsmethoden wurden für die Bewertung angewandt

Bewertungsmethoden & Wertkennzahlen

Ertragsmethode

- ▶ Discounted Cash Flow Method (DCF)

Marktmethoden

- ▶ Handels-Multiplikatoren
- ▶ Transaktions-Multiplikatoren

Analyse des Aktienkurses von Crealogix

- ▶ Aktienanalystenschätzungen (ZKB)
- ▶ Analyse des Aktienkurses während der letzten vollen 12 Monate vor der Voranmeldung
- ▶ Analyse VWAP (60 Tage) des Aktienkurses während der letzten vollen 12 Monate vor der Voranmeldung

Bewertungsansatz

- ▶ Für Crealogix wird der Mindestpreis je ausstehende Namenaktie zum Bewertungsstichtag 15. November 2023, dem letzten Handelstag der Crealogix-Aktie vor Publikation der Voranmeldung für das öffentliche Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Crealogix, ermittelt. Der Wert je Aktie wurde unter der Annahme ermittelt, dass Crealogix ihre Geschäftstätigkeit unter der derzeitigen Aktionärsstruktur fortsetzt.
- ▶ Die Bewertung basiert auf dem aktuellen Geschäftsmodell und der derzeitigen operativen Ausrichtung von Crealogix. Auswirkungen zukünftiger Akquisitionen und mögliche Synergien, die durch die Zusammenarbeit mit Investoren erzielt werden könnten, wurden nicht berücksichtigt. Grundlage für unsere Arbeit war daher eine «stand-alone» Betrachtung.

Bewertungsmethoden und Vorgehen

- ▶ Nach allgemeiner Auffassung ist der Börsenkurs eines börsenkotierten Unternehmens ein ausreichender Indikator für den Wert einer Aktie oder den Wert eines Unternehmens. Dies setzt jedoch voraus, dass der Handel hinreichend liquid ist, d.h. dass eine statistisch ausreichend grosse Zahl von Aktien des Unternehmens regelmässig gehandelt wird. Der Massstab, der bestimmt, ob der Handel mit einer Aktie genügend liquid ist oder nicht, ist im Rundschreiben Nr. 2 der UEK festgelegt. Wie im folgenden Kapitel «Wertüberlegungen» aufgezeigt wird, ist der Handel mit den Aktien von Crealogix nicht ausreichend liquid im Sinne des Rundschreibens Nr. 2 der UEK. Folglich eignet sich der Börsenkurs nicht als Basis für die Ermittlung des Mindestpreises. Um den fairen Wert einer Crealogix-Aktie zu ermitteln, werden deshalb alternative Bewertungsmethoden angewendet, wie sie in der nebenstehenden Tabelle aufgeführt sind.
- ▶ Der Wert von Crealogix und der daraus resultierende Wert je Namenaktie von Crealogix wurden primär auf der Grundlage der Discounted-Cashflow-Methode («DCF-Methode») ermittelt. Im Rahmen dieser Analyse wurden auch Sensitivitätsanalysen durchgeführt, indem Anpassungen an verschiedenen relevanten Werttreibern vorgenommen wurden.
- ▶ Um die Ergebnisse dieser Methode zu plausibilisieren, wurden zusätzliche Bewertungsmethoden wie die Analyse vergleichbarer Unternehmen (Peer-Group-Analyse - Handels-Multiplikatoren) und vergleichbare historische Transaktionen in der Branche herangezogen.
- ▶ Neben der Analyse der Liquidität der Aktie gemäss Rundschreiben Nr. 2 der UEK wurden auch die historische Entwicklung der bezahlten Preise pro Aktie und das Handelsvolumen an der SIX analysiert.
- ▶ Einzelheiten über die Auswahl der Methoden und die entsprechenden Ergebnisse sind in Kapitel 3 zu finden.

SECTION 2

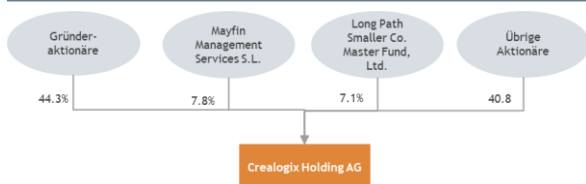
CREALOGIX HOLDING AG

Crealogix Holding AG	Seite
Unternehmensprofil	10
Historische Analyse der Finanzkennzahlen	11
Aktueller Businessplan	12
Analyse der Liquidität der Namenaktie von Crealogix	13

UNTERNEHMENSPROFIL

Crealogix bietet Software-Lösungen für Finanzdienstleister an

Aktionärsstruktur



Crealogix auf einen Blick

Gründungsjahr	1996
Börsenkotierung (SIX)	2000
Hauptsitz	Zürich
Rechnungslegungsstandard	SWISS GAAP FER
Revisionsstelle	PWC AG

Kennzahlen von Crealogix

in Mio. CHF	20/21	21/22	22/23
Nettoumsatz	109.3	94.0	81.4
CHF Umsatzwachstum	5.4%	-14.0%	-13.4%
Umsatzwachstum lokale Währungen (exkl. SLH 22/23)	6.4%	-12.5%	-2.8%
Ausgewiesenes EBITDA	3.3	-9.3	8.9
EBITDA-Marge	3.0%	-9.8%	10.9%
Ausgewiesenes EBIT	-3.5	-15.9	2.4
EBIT-Marge	-3.2%	-16.9%	3.0%
Vollzeitstellen	631	524	383

Übersicht

- ▶ Crealogix und ihre Tochtergesellschaften bieten Softwarelösungen für das digitale Banking an. Die Lösungen werden unter verschiedenen Namen angeboten: Crealogix Digital Hub, eine digitale Plattform zur Digitalisierung von Produkten und Dienstleistungen, Crealogix Conversational AI, die Kundeninteraktion der nächsten Generation für Finanzinstitute ermöglicht und Crealogix Funding Portal, ein integriertes digitales Finanzierungsportal, das die Digitalisierung des Finanzierungsprozesses vom Antrag bis zur Auszahlung ermöglicht. Ausserdem bietet das Unternehmen Hosting-Lösungen und Rechenzentrumsdienstleistungen an. Kunden von Crealogix kommen aus den Sektoren Wealth Management, Retail Banking, Corporate Banking, SME-Banking und dem öffentlichen Sektor.
- ▶ Der Hauptsitz befindet sich in Zürich, Schweiz, mit Hauptniederlassungen in Deutschland, Spanien und Singapur. Die primären geografischen Geschäftsgebiete von Crealogix sind die Schweiz (31.7%), Europa (44.5%). Der Rest der Welt (23.8%) setzt sich hauptsächlich aus Geschäften im Nahen Osten und Asien zusammen. Eine der beiden Gesellschaften in Grossbritannien wurde 2023 liquidiert, die Gesellschaft in Österreich befindet sich derzeit im Liquidationsprozess.
- ▶ Der Nettoumsatzstrom von Crealogix setzt sich aus wiederkehrenden und nicht wiederkehrenden Einnahmen zusammen und ist in die folgenden Kategorien unterteilt:
 - Wiederkehrende Einnahmen
 - Hosting und Software as a Service («SaaS»)
 - Wartung
 - Nicht wiederkehrende Einnahmen
 - Umsatz aus Dienstleistungen
 - Verkauf von Waren
 - Lizenzverkäufe
- ▶ Am 17. August 2022 verkaufte Crealogix eine Beteiligung von 67% an der Swiss Learning Hub AG («SLH»). Die Gesellschaft wurde im letzten GJ2022/23 dekonsolidiert. Der Gewinn aus dem Verkauf der SLH in Höhe von rund CHF 7.5 Mio. wird in der Erfolgsrechnung GJ2022/23 auf Stufe EBITDA verbucht und erhöht den ausgewiesenen EBITDA um diesen Betrag. Die SLH wies im GJ2021/22 einen Umsatz von CHF 8.2 Mio. aus. Bis zum Zeitpunkt der Veräusserung im August 2022, erzielte SLH einen Nettoumsatz von CHF 0.6 Mio.
- ▶ Der Umsatz von Crealogix sank von CHF 109.3 Mio. im GJ2020/21 auf CHF 81.4 Mio. im GJ2022/23, dies entspricht einem Rückgang von 13.4%. Bereinigt um Erträge von SLH und Währungseffekte beträgt der Umsatzrückgang in dieser Periode - 2.8%.

Quelle: Crealogix Geschäftsbericht, Analyse BDO

HISTORISCHE ANALYSE DER FINANZKENNZAHLEN

Crealogix hat in den letzten drei Geschäftsjahren rückläufige Umsätze verzeichnet, der Anteil der wiederkehrenden Einnahmen am Gesamtumsatz ist im GJ2022/23 gesunken

Crealogix GJ22/23			
in Mio. CHF	20/21	21/22	22/23
Nettoumsatz aus Waren und Dienstleistungen	109.3	94.0	81.4
CHF Umsatzwachstum	5.4%	-14.0%	-13.4%
Umsatzwachstum lokale Währungen (exkl.SLH 22/23)	6.4%	-12.5%	-2.8%
EBITDA	3.3	-9.3	8.9
EBITDA ohne Verkauf SLH	3.3	-9.3	1.4

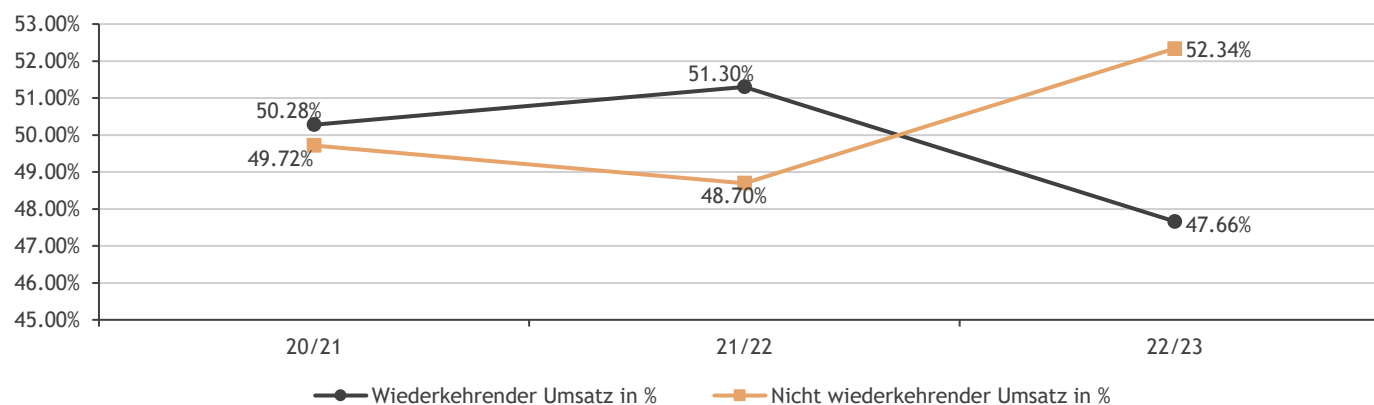
Umsatz nach Kategorien in % des Gesamtumsatzes			
Kategorie	20/21	21/22	22/23
Hosting und SaaS services	27.32%	27.81%	24.71%
Wartung	22.96%	23.49%	22.95%
Wiederkehrender Umsatz	50.28%	51.30%	47.66%
Umsatz aus Dienstleistungen	33.27%	34.41%	29.85%
Verkauf von Waren	6.60%	4.36%	1.86%
Verkauf von Lizenzen	9.86%	9.93%	20.63%
Nicht wiederkehrender Umsatz	49.72%	48.70%	52.34%

Quelle: Crealogix Geschäftsbericht, BDO

Kommentare zum Geschäftsverlauf

- ▶ Crealogix hat im GJ2022/23 eine Verbesserung der Rentabilität aufgrund von Kostensenkungsmassnahmen und Gewinnen aus dem Verkauf der Anteile an der SLH und sonstigen Veräusserungen erreicht. Der Personalaufwand sank zwischen dem GJ2021/22 und dem GJ2022/23 um 21.4% bei einer Reduzierung der Vollzeitstellen von 524 auf 383. Die SLH hatte zum Zeitpunkt des Verkaufs im August 2022 rund 44 Vollzeitstellen.
- ▶ Wie auf der vorstehenden Seite dargestellt, stieg die ausgewiesene EBITDA-Marge zwischen dem GJ2021/22 und dem GJ2022/23 von -9.8% auf 10.9% unter Berücksichtigung des Gewinns aus dem Verkauf der 67%-Beteiligung an der SLH.
- ▶ Ohne den Gewinn aus dem Verkauf der 67%-Beteiligung an der SLH in Höhe von CHF 7.5 Mio. beläuft sich der operative EBITDA im GJ2022/23 auf CHF 1.4 Mio und einer erzielten operativen EBITDA-Marge von 1.7%.
- ▶ Der Anteil der wiederkehrenden Einnahmen am Nettoumsatz sank von 50.28% im GJ2020/21 auf 47.66% im GJ2022/23. Im gleichen Zeitraum stiegen die nicht wiederkehrenden Einnahmen von 49.72% auf 52.34%. Grund für die Abnahme bei den wiederkehrenden Erträgen war der Rückgang des Anteils der Hosting- und SaaS-Dienste um rund 4%. Die Zunahme der nicht wiederkehrenden Einnahmen ist auf einen Anstieg der Lizenzverkäufe um knapp 11% im selben Zeitraum zurückzuführen.

Nettoumsatz nach Kategorien in % des Gesamtumsatzes



AKTUELLER BUSINESSPLAN

Der Businessplan bis zum GJ2025/26 und die Annahmen für die Periode GJ2026/27 bis GJ2027/28 wurden vom Management erstellt

Annahmen des Businessplans und der ergänzenden Planung		
KPI-Managementplanung	GJ 2023/24 bis GJ 2027/28	
Total Umsatzwachstum	CAGR	3.79%
EBITDA Marge	Durchschnitt	13.82%
Investitionen im Verhältnis zum Umsatz	Durchschnitt	1.91%
NWC im Verhältnis zum Umsatz	Durchschnitt	-2.33%
Verhältnis wiederkehrende zu nicht-wiederkehrenden Umsätze ¹⁾	Durchschnitt	94.05%
Im Planungszeitraum sind keine Verschiebungen innerhalb der Umsatzkategorien geplant		

¹⁾ Detaillierte Planung berücksichtigt nur die GJ2023/24 bis GJ2025/26

Quelle: Management, BDO

Entwicklung des Businessplans

- ▶ Das Management von Crealogix hat einen Businessplan nach Swiss GAAP FER mit einem 3-Jahres-Planungszeitraum von GJ2023/24 bis GJ2025/26 erstellt. Der Businessplan wurde von der Geschäftsleitung im Zeitraum von Mai bis August 2023 erarbeitet und auf der Grundlage des vorläufigen, ungeprüften Ergebnisses für das GJ2022/23 zum 31. August 2023 fertiggestellt. Der Businessplan wurde vom Verwaltungsrat in der ordentlichen Sitzung vom 7. September 2023 genehmigt. Die ungeprüften Zahlen zum 31. August 2023 entsprechen den veröffentlichten geprüften Zahlen vom 14. September 2023. Daher berücksichtigt der Geschäftsplan zum 31. August 2023, der vom Verwaltungsrat am 7. September 2023 genehmigt wurde, die effektiven Zahlen für das GJ2022/23.
- ▶ Der Businessplan für das GJ2023/24 wurde auf der Grundlage von Bottom-up-Schätzungen des Managements pro Umsatzkategorie erstellt. Die Herstellungskosten werden Bottom-up auf verschiedenen Kostenarten geplant. Die Personalkosten sind granular auf der Ebene der einzelnen Vollzeitäquivalente geplant. Die sonstigen Betriebskosten basieren auf Top-down-Schätzungen. Finanzaufwendungen, Steuern, Investitionen («Capex») und Nettoumlaufvermögen («NUV») werden Top-down geplant.
- ▶ Die mittelfristige Umsatzplanung für die GJ2024/25 und GJ2025/26 basiert auf Bottom-up-Schätzungen des Managements. Alle Umsatzkosten, Personalkosten und sonstigen Betriebskosten werden Top-down auf der Grundlage der erwarteten Margenentwicklung geplant. Steuern, Capex und NUV werden Top-down geplant.
- ▶ Der Businessplan ist wie folgt aufgebaut:
 - Umsatzprognose pro Verkaufskategorie
 - Konsolidierte Prognose der Gruppe
 - Anpassungen um Einmaleffekte, die das EBITDA im GJ2021/22 bis GJ2022/23 beeinflussen
 - Investitionen und Abschreibungen auf Gruppenebene, einschliesslich der Abschreibung von Goodwill aus Übernahmen
 - Plan für das Nettoumlaufvermögen auf Gruppenebene. Die Working-Capital-Prognose wurde von uns angepasst, um andere Working-Capital-Positionen zu berücksichtigen.
- ▶ Für das GJ2026/27 bis GJ2027/28 hat das Management eine Planungsannahme für KPIs wie Umsatzwachstum, EBITDA und Capex erstellt.
- ▶ Eine Zusammenfassung des vom Management erstellten Geschäftsplans und der Planung für die Geschäftsjahre 2023/24 bis 2027/28 ist in der nebenstehenden Tabelle dargestellt.

ANALYSE DER LIQUIDITÄT DER NAMENAKTIE VON CREALOGIX

Gemäss Rundschreiben Nr. 2 der UEK ist die Namenaktie von Crealogix nicht liquid

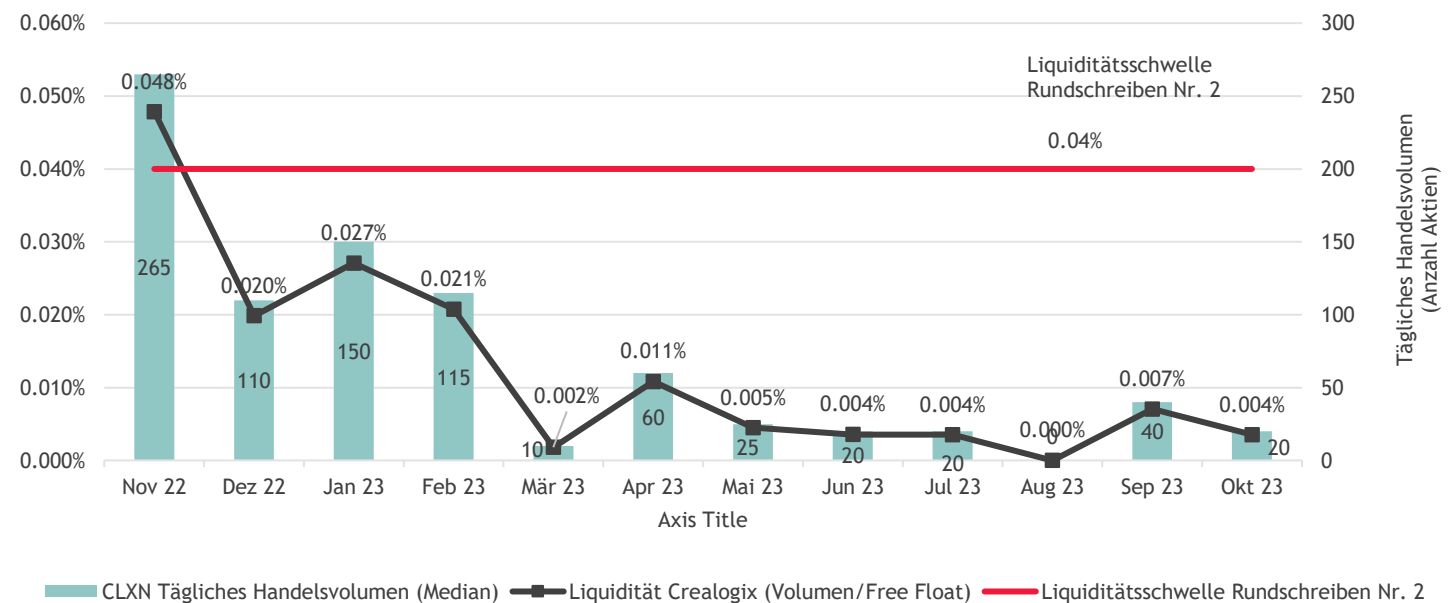
Analyse und Fazit

- Unsere Analyse hat gezeigt, dass im relevanten Zeitraum vor der Voranmeldung des Angebots (1. November 2022 bis 31. Oktober 2023) der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der Namenaktie von Crealogix nur in einem der 12 Monate über dem erforderlichen Schwellenwert von 0.04% lag.
- Daher gelten die Aktien von Crealogix im Sinne der UEK (Rundschreiben Nr. 2) als nicht liquid.
- Das geringe Handelsvolumen führt dazu, dass der Aktienkurs verzerrt sein kann, da er nicht alle aktuellen und kursrelevanten Informationen direkt im Aktienkurs widerspiegelt.

Handelsvolumen und Liquidität der Crealogix-Aktien im Rahmen des Rundschreibens Nr. 2 der UEK

- Gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 2 gilt eine Aktie einer Gesellschaft, die nicht im SLI kotiert ist, als liquid, wenn der monatliche Median des täglichen Volumens der Börsentransaktionen in mindestens 10 der 12 vollen Monate vor der Veröffentlichung der Voranmeldung oder des Angebots gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Anteils des betreffenden Titels (Free Float) ist.
- In der nachstehenden Grafik ist die erforderliche Liquiditätsschwelle von 0.04% durch die rote Linie gekennzeichnet. Die Grafik zeigt den monatlichen Median des täglichen Handelsvolumens der Namenaktien von Crealogix über den relevanten Beobachtungszeitraum von 12 Monaten vom 1. November 2022 bis zum 31. Oktober 2023. Es ist zu erkennen, dass die Liquiditätsschwelle innerhalb des Beobachtungszeitraums nur im November 2022 erreicht wurde.

Liquidität und Handelsvolumen der Aktien von Crealogix von November 2022 bis Oktober 2023



Quelle: S&P Capital IQ, SIX, Analyse BDO

- Per 15. Juni 2023 erhöhte sich das Aktienkapital durch Wandlungen unter der Wandelanleihe um 6'400 neue Namenaktien

SECTION 3

WERTÜBERLEGUNGEN

Wertüberlegungen	Seite
Bewertungsmethoden	15
Bestimmung der gewichteten Kapitalkosten	16
Ergebnis mit der DCF-Methode	17
Sensitivitätsanalyse zur DCF-Methode	18
Marktanalyse	19
Analyse des Aktienkurses	20
Analystenmeinungen zum Wert einer Aktie von Crealogix	21

BEWERTUNGSMETHODEN

Die DCF-Methode wurde als primäre Bewertungsmethode definiert, Marktanalysen runden das Bewertungsbild ab

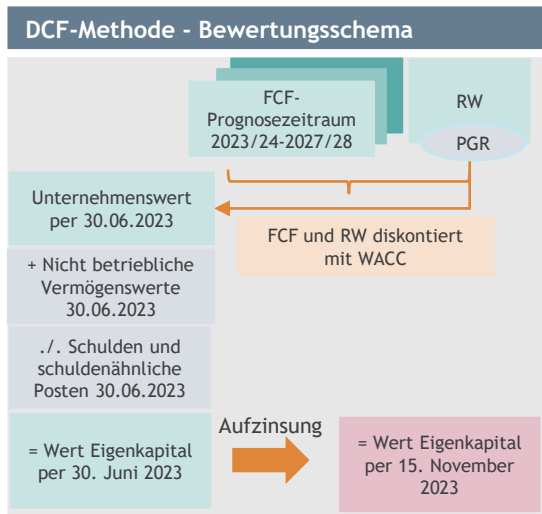
Bewertungsmethoden		
Ertrags- methoden	Markt- methoden	Kosten- methoden
DCF-Methode	Handels- Multiplikatoren	Substanzwert / NAV
Ertragswert- methode	Transaktions- Multiplikatoren	Wieder- beschaffungs- wert
Primäre angewendete Methode		
Zusätzliche Methode		
Nicht angewandt		

Bewertungsmethoden

- Bei der Bewertung eines Unternehmens kann generell zwischen der Ertrags-, Markt- und Kostenmethode unterschieden werden.
 - Bei der **Ertragsmethode** wird ein Unternehmen auf der Grundlage des erwarteten Cashflows oder der erwarteten Einkommensströme bewertet, die das Unternehmen in Zukunft erwirtschaften wird.
 - Bei den **Marktmethode**n wird der Wert auf der Grundlage der Ansichten der Marktteilnehmer ermittelt. Handelsmultiplikatoren zeigen, wie ähnliche, börsennotierte Unternehmen (Peer Group) von der Börse als Vielfaches eines Leistungsindicators «KPI»), wie Umsatz, EBITDA oder EBIT, bewertet werden. Transaktions-Multiplikatoren zeigen, was Dritte in der Vergangenheit für vergleichbare Unternehmen tatsächlich gezahlt haben, ausgedrückt als Vielfaches eines KPI, wie Umsatz, EBITDA oder EBIT.
 - Bei der **Kostenmethode** werden die Werte unter der theoretischen Überlegung abgeleitet, dass ein umsichtiger Investor für einen Vermögenswert oder ein Unternehmen nicht mehr bezahlen wird als die Kosten, um ihn durch einen neuen, identischen oder ähnlichen Vermögenswert oder ein Unternehmen zu ersetzen. Kostenmethoden werden in der Regel nur unter bestimmten Umständen bei der Unternehmensbewertung verwendet.

DCF-Methode als Hauptmethode und Marktmethode als zweiter Ansatz

- Die DCF-Methode basiert auf dem theoretischen Ansatz, dass der erwartete Nettoertrag des Investors bei der Ermittlung des Unternehmenswerts mit dem Zeitwert des Geldes und dem Risiko abgezinst wird. In der Praxis werden die erwarteten zukünftigen freien Cashflows («FCF») mit einem risikoadäquaten Abzinsungssatz auf den Gegenwartswert abgezinst.
- Die DCF-Methode basiert auf dem aktuellen Businessplan für die GJ2023/24 bis GJ2025/26 und der Planungsannahmen für die GJ2026/27 und GJ2027/28. Die FCF beruhen auf den erwarteten operativen Cashflows nach Steuern (vor Finanzierungskosten) abzüglich der erwarteten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen. Der Abzinsungssatz für die Diskontierung der FCF wird als gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz («WACC») ausgedrückt. Der WACC wird aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten abzüglich Steuern entsprechend einer festgelegten langfristigen Kapitalstruktur berechnet. Nach dem detaillierten Prognosezeitraum wird ein Restwert, bzw. Residualwert («RW») auf der Grundlage des Gordon Growth-Modells berechnet, wobei eine ewige Wachstumsrate («PGR») berücksichtigt wird. Die FCF werden auf den 30. Juni 2023 abgezinst, dem Stichtag für das letzte abgeschlossene GJ2022/23. Die daraus resultierenden diskontierten Werte ergeben den operativen Unternehmenswert.
- Auf der Grundlage des Jahresabschlusses zum 30. Juni 2023 werden überschüssige liquide Mittel und sonstige nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte hinzugerechnet und verzinsliche Schulden und andere schuldenähnliche Posten zum Marktwert am Bewertungsstichtag abgezogen. Der errechnete Eigenkapitalwert wird zum Bewertungsstichtag am 15. November 2023 aufgezinnt und dann durch die Anzahl der ausstehenden Aktien geteilt, was den Wert pro Aktie von Crealogix zum Bewertungsstichtag ergibt.



Quelle: BDO

BESTIMMUNG DER GEWICHTETEN KAPITALKOSTEN

Der WACC widerspiegelt das Währungsrisiko von Crealogix

Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten		
Basiszinssatz	1	2.30%
Marktrisikoprämie	2	6.00%
Adjustiertes unlevered Beta	3	0.99
Adjustiertes relevered Beta	4	1.08
Grössenprämien	5	4.83%
Eigenkapitalkosten	B	13.62%
Basiszinssatz		2.30%
Kreditrisikoprämie		2.02%
Fremdkapitalkosten		4.33%
Steuersatz		23.20%
Fremdkapitalkosten nach Steuer		3.32%
Eigenkapitalquote		88.99%
Fremdkapitalquote		11.01%
WACC		12.49%

A
$$WACC = \frac{D}{D+E} * k_D * (1-t) + \frac{E}{D+E} * k_E$$
 wobei gilt:

- D = Fremdkapital
- E = Eigenkapital
- k_D = Fremdkapitalkosten
- t = Steuersatz
- k_E = Eigenkapitalkosten

B
$$k_E = i + \beta * r_M + sp$$
 wobei gilt:

- k_E = Eigenkapitalkosten
- i = Risikofreier Zinssatz
- β = Firmenspezifischer Betafaktor
- r_M = Marktrisikoprämie
- sp = Grössenzuschlag

Wesentliche Annahmen des WACC

- A** Der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz («WACC») von 12.49% per 15. November berücksichtigt die angemessene Eigenkapitalrendite und die erwarteten zukünftigen Fremdkapitalkosten, jeweils gewichtet nach der langfristigen Zielkapitalstruktur, wobei letztere aus dem Median des Fremd-/Eigenkapitalanteils der Peer Group abgeleitet wird.
- B** Die Eigenkapitalkosten in Höhe von 13.62% wurden mit einem adjustierten Capital Asset Pricing Model («CAPM») berechnet.
- 1** Als Basiszinssatz wurde der umsatzgewichtete Durchschnitt von Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren verwendet, der das derzeitige Währungsrisiko (CHF/EUR/USD) von Crealogix aus den Verkäufen widerspiegelt und berücksichtigt, dass die Finanzzahlen im Geschäftsplan in CHF umgerechnet werden.
- 2** Die Marktrisikoprämie wird als langfristige Differenz zwischen der Rendite des Aktienmarktes und dem risikofreien Zinssatz ausgedrückt und entspricht der zusätzlichen Prämie, die ein Anleger für eine Aktienanlage gegenüber einer risikofreien Anlage zu erhalten erwartet. Die angewandte Marktrisikoprämie von 6% entspricht der bewährten Praxis und steht im Einklang mit externen Marktstudien und angewandten Prämien bei jüngsten öffentlichen Übernahmeangeboten.
- 3** Das Beta gibt das systematische, nicht-diversifizierbare Risiko einer Aktie an, das auf dem Kapitalmarkt zu beobachten ist. Das Beta wird aus dem Median der statistisch signifikanten Betas der Peer-Group-Unternehmen abgeleitet, basierend auf monatlichen Renditen über einen Zeitraum von 5 Jahren. Das «unlevered/unverschuldete» Beta spiegelt das systematische, nicht-diversifizierbare Risiko der Vergleichsunternehmen wider, wenn diese vollständig eigenfinanziert sind (siehe Anhang A).
- 4** Das «relevered» Beta basiert auf dem Median des «unlevered» Beta. Das «Relevering» basiert auf dem Hamada-Ansatz und berücksichtigt die Zielkapitalstruktur (Median der Kapitalstruktur der Peer Gruppe) und den relevanten Steuersatz. Im Ergebnis misst das «relevered» Beta das systematische Risiko und spiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko von Crealogix wider.
- 5** Die Grössenprämie spiegelt empirische und praktische Belege dafür wider, dass kleinere Unternehmen aufgrund des höheren Risikos höhere Eigenkapitalkosten haben als Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung, sie spiegelt aber auch wider, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu grösseren Unternehmen langfristig höhere Renditen erzielen. Um die Marktnachfrage nach einer höheren Eigenkapitalrendite für kleinere Unternehmen widerzuspiegeln, haben wir eine Grössenprämie in Übereinstimmung mit Kroll eingesetzt.
- C** Die Fremdkapitalkosten von 4.33% (3.32% nach Steuern) berücksichtigen eine währungsgewichtete Kreditrisikoprämie auf der Grundlage vergleichbarer USD- und EUR Darlehen mit einem BBB-Rating (halbjährliche Aufzinsung, Laufzeit von 10 Jahren).
- Der angewandte Unternehmenssteuersatz von 23.20% spiegelt den nach Ansicht der Geschäftsführung erwarteten Steuersatz wider. Dieser Steuersatz wird zur Berechnung des Steuervorteils aus der Fremdfinanzierung verwendet.

Quelle: S&P Capital IQ, Kroll, BDO

ERGEBNIS MIT DER DCF-METHODE

Die DCF-Methode führt zu einer Punktschätzung von CHF 47.26 pro Namenaktie von Crealogix

Überblick DCF-Wertkomponenten	
Wert pro Aktie	CHF'000
Summe der diskontierten Free Cashflows	30'091
Barwert des Residualwerts	57'975
Unternehmenswert	88'066
Nettoverschuldung/Nettoliquidität	-21'636
Eigenkapitalwert	66'430
Abzüglich Minderheitsanteile	-211
Eigenkapitalwert nach Minderheitsanteile	66'219
Ausstehende dividendenberechtigte Aktien	1'401'253
Wert der Aktie (in CHF)	47.26

Nettoverschuldung	
CHF'000	
Überschüssige flüssige Mittel	0
Sonstige lfr. Finanzanlagen	3'651
Latente Steuerguthaben	5'645
Kurzfristige Anleihen	-6'548
Wandelanleihe	-23'818
Bonus Aktienplan	-177
Latente Steuerverpflichtungen	-25
Langfristige Rückstellungen	-364
Nettoverschuldung	-21'636

Quelle: Management Informationen, BDO

1) Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April, Oktober 2023

Wesentliche Annahmen und Ableitung des DCF-Wertes

- Die Bewertung erfolgt auf konsolidierter Ebene auf der Grundlage des Businessplans der Geschäftsjahre GJ2023/24 bis GJ2025/26 und den Managementenerwartungen für die GJ2026/27 und GJ2027/28. Es gelten die folgenden wesentlichen Annahmen:
 - Bewertungsstichtag: 15. November 2023
 - Bilanzstichtag zur Bestimmung der Nettoverschuldung/Nettoliquidität: 30. Juni 2023
 - Diskontierungskonversion zur Jahresmitte
 - Gruppensteuersatz: 23.20% (Planung des Managements auf Gruppenstufe)
 - Ewige Wachstumsrate im Residualwert: 2%, entsprechend der langfristigen umsatzgewichteten erwarteten Inflationsrate ¹⁾
 - 15% EBITDA-Marge im Residualwert gemäss der durchschnittlichen langfristigen Erwartung des Managements basierend auf einer Analyse von vergleichbaren Gesellschaften.

Unternehmenswert zu Eigenkapitalwert

- Basierend auf der Bilanz für das letzte Geschäftsjahr per 30. Juni 2023, besteht die Nettoverschuldung von Crealogix aus Bankkrediten, einem nachrangigen Aktionärsdarlehen und der im November 2019 ausgegebenen Wandelanleihe. Letztere hatte zum 30. Juni 2023 einen Barwert von CHF 23.8 Millionen, der in die Berechnung der Nettoverschuldung eingeflossen ist. Zudem hat das Unternehmen zwei ausstehende COVID-Darlehen in Höhe von insgesamt CHF 2.325 Mio, beide fällig im 2023.
- Die Liquidität wird komplett als operativ betrachtet. Im August 2022 verkaufte Crealogix einen Anteil von 67% an der SLH an eine in der Schweiz ansässige Investorengruppe. Die Käuferpartei hat das Recht, die verbleibenden 33% im zweiten oder dritten Quartal 2024 zu erwerben, Crealogix selbst hat das Recht, die verbleibenden 33% zu verkaufen, wobei die Ausübungsfrist im zweiten Quartal 2024 beginnt. Der Kaufpreis für diese Option wurde auf CHF 2.5 Mio. festgelegt, wobei die Ausübung der Option durch eine der Parteien als sicher gilt. Crealogix hat den Wert von CHF 2.5 Mio. als langfristige Finanzanlagen verbucht, was sich auch in der Berechnung der Nettoverschuldung widerspiegelt. Ein bestehender Bonusaktienplan wird nach Angaben des Managements voraussichtlich in bar abgewickelt werden. Wir betrachten dies als eine Verbindlichkeit.
- Das Unternehmen hat operative Leasingverpflichtungen. Leasing- und Miete sind in der Erfolgsrechnung ausgewiesen. Crealogix hat keine Eventualverbindlichkeiten. Das Unternehmen weist latente Steueransprüche und latente Steuerschulden aus.
- Der Verwaltungsrat hat beschlossen, dass für das GJ2022/23 keine Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet wird.
- Basierend auf den beschriebenen Grundannahmen, den Angaben des Managements und unserer eigenen Analyse haben wir für Crealogix unter Anwendung der DCF-Methode einen Eigenkapitalwert von CHF 47.26 pro Aktie ermittelt.

SENSITIVITÄTSANALYSE ZUR DCF-METHODE

Basierend auf der Sensitivitätsanalyse liegt der DCF-Wert pro Namenaktie von Crealogix zwischen CHF 44.77 und CHF 49.99

Überblick über die Sensitivitäten der DCF-Methode

	1	Ewiges Wachstum im Residualwert						
		0.50%	1.25%	1.75%	2.00%	2.25%	2.75%	3.50%
WACC	13.24%	35.06	37.08	38.57	39.36	40.18	41.94	44.89
	12.99%	38.08	40.41	42.13	43.05	44.00	46.06	49.54
	12.74%	40.31	42.87	44.77	45.79	46.85	49.15	53.05
	12.49%	41.49	44.18	46.18	47.26	48.38	50.81	54.95
	12.24%	42.72	45.55	47.66	48.80	49.99	52.56	56.97
	11.99%	45.34	48.49	50.85	52.12	53.46	56.35	61.36
	11.74%	49.75	53.46	56.27	57.79	59.40	62.91	69.05

	2	EBITDA Marge im Residualwert						
		14.25%	14.50%	14.75%	15.00%	15.25%	15.50%	15.75%
WACC	13.24%	40.61	41.42	42.23	43.05	43.86	44.67	45.48
	12.99%	41.88	42.71	43.55	44.39	45.22	46.06	46.89
	12.74%	43.20	44.07	44.93	45.79	46.65	47.51	48.37
	12.49%	44.60	45.48	46.37	47.26	48.14	49.03	49.92
	12.24%	46.05	46.97	47.88	48.80	49.71	50.63	51.54
	11.99%	47.59	48.53	49.47	50.42	51.36	52.30	53.24
	11.74%	49.20	50.17	51.14	52.12	53.09	54.06	55.04

Herleitung der Wertbandbreite

- Neben dem DCF-Mittelwert je Aktie haben wir zwei Sensitivitätsanalysen für den Wert je Aktie von Crealogix durchgeführt. Die Analysen zeigen die Sensitivitäten des Aktienwerts auf Änderungen der grundlegenden Annahmen der Bewertung, wie in den nebenstehenden Tabellen dargestellt:
- 1 In der ersten Sensitivitätsanalyse haben wir eine Wertbandbreite von CHF 44.77 bis CHF 49.99 pro Crealogix-Aktie ermittelt, indem wir den WACC und das Terminal Growth um +/- 0.25 Prozentpunkte verändert haben.
- 2 Die zweite Sensitivitätsanalyse zeigt eine Wertbandbreite von CHF 44.93 bis CHF 49.71 pro Crealogix-Aktie bei einer Veränderung des WACC um +/- 0.25 Prozentpunkte und der EBITDA-Marge um +/- 0.25 Prozentpunkte.
- A Unter Berücksichtigung beider Sensitivitätsanalysen ermitteln wir eine Wertbandbreite von CHF 44.77 bis CHF 49.99 pro Aktie von Crealogix.

MARKTANALYSE

Marktmethoden ergeben eine Wertbandbreite zwischen CHF 53.42 bis CHF 56.69 pro Namenaktie von Crealogix

Überblick über die Marktmethoden			
Handels-Multiplikatoren	FY2023/24	FY2024/2025	FY2025/26
Handels-Multiplikatoren EBITDA Peer Gruppe	9.89x	8.76x	7.65x
Wert pro Aktie in CHF	53.48	53.42	56.69

Transaktions-Multiplikatoren	FY2022/23	FY22/2023
Transaktions-Multiplikator	17.23x	23.44x
Operatives EBITDA / EBIT*	1'408	-593
Wert pro Aktie in CHF	1.72	n.a.

* Das EBITDA wurde um den Gewinn aus dem Verkauf von SLH bereinigt
* Das EBIT wurde um die Goodwill-Abschreibungen und dem Gewinn aus dem Verkauf von SLH korrigiert

Überblick über die Bewertungsspanne der Multiplikatoren

Handelsmultiplikatoren

- Für die Ableitung der Handelsmultiplikatoren haben wir uns auf dieselbe Vergleichsgruppe gestützt wie für die Herleitung der Kapitalkosten (Einzelheiten siehe Anhang B).
- Unsere Analyse basiert auf dem EBITDA als relevanter Bezugsgrösse. Die Verwendung des EBITDA-Multiplikators ist in der Bewertungspraxis weit verbreitet und akzeptiert.
- Um den Unternehmenswert zu ermitteln, haben wir die prognostizierten EV/EBITDA-Multiplikatoren für GJ2023 bis GJ2025 auf der Grundlage des Medians der Peer-Multiplikatoren auf das vom Crealogix Management für das jeweilige Geschäftsjahr prognostizierte EBITDA angewendet.
- Nach Abzug der Nettoverschuldung von CHF 21.6 Millionen (vgl. Seite 17) und unter Berücksichtigung der Anzahl ausstehender Aktien ergibt sich ein Wert pro Aktie in einer Bandbreite von CHF 53.42 bis CHF 56.69.

Transaktions-Multiplikatoren

- Für die Transaktions-Multiplikatoren haben wir vergleichbare Transaktionen innerhalb der Branche von Crealogix analysiert, für die ausreichend Daten verfügbar waren. Die Transaktionen wurden in erster Linie auf der Grundlage der Geschäftsbeschreibung des Zielunternehmens ausgewählt, wobei nur Mehrheitstransaktionen ausgewählt wurden (Einzelheiten zu den Transaktionen siehe Anhang C).
- Ähnlich wie bei der Analyse des Handelsmultiplikators basierte unsere Bewertung auf dem EV/EBITDA-Multiplikator und zusätzlich auf dem EV/EBIT-Multiplikator.
- Da Crealogix im GJ21/22 ein negatives EBITDA und EBIT erwirtschaftet hat, haben wir nur das laufende GJ22/23 mit den folgenden Korrekturen berücksichtigt:
 - Das EBITDA wurde um den Gewinn aus dem Verkauf der 67%-Beteiligung an SLH korrigiert.
 - Das EBIT wurde um den Veräusserungsgewinn und die Abschreibung des Goodwills korrigiert.
- Auf der Grundlage dieser Analyse liefert der mit dem Transaktionsmultiplikator-Ansatz abgeleitete Wert keine Wertbandbreite, die mit dem Ergebnis von Bewertungsmethoden verglichen werden kann, die Projektionen wie die DCF-Methode und den Handelsmultiplikator-Ansatz verwenden. Da dieser Ansatz das derzeitige Kosteneinsparungsprogramm von Crealogix nicht vollständig berücksichtigt, wenden wir diese Methode in unserer Analyse nicht an.

Quelle: Management Informationen, S&P Capital IQ, mergermarket, BDO

ANALYSE DES AKTIENKURSES

In den letzten 12 Monaten bewegte sich der Aktienkurs von CHF 37 bis CHF 82 und der VWAP zwischen CHF 39 und CHF 68. Die Namenaktien von Crealogix sind nicht liquid gemäss Schweizer Übernahmerecht

Entwicklung des Aktienkurses in den letzten zwölf Monaten

- Die nachstehende Grafik zeigt die Entwicklung des Aktienkurses der Namenaktie während des Betrachtungszeitraums vom 1. November 2022 bis 31. Oktober 2023. Seit dem Höchststand von CHF 82.00 im Februar 2023 hat sich der Aktienkurs stetig nach unten bewegt und lag Ende Oktober 2023 bei CHF 49.80.

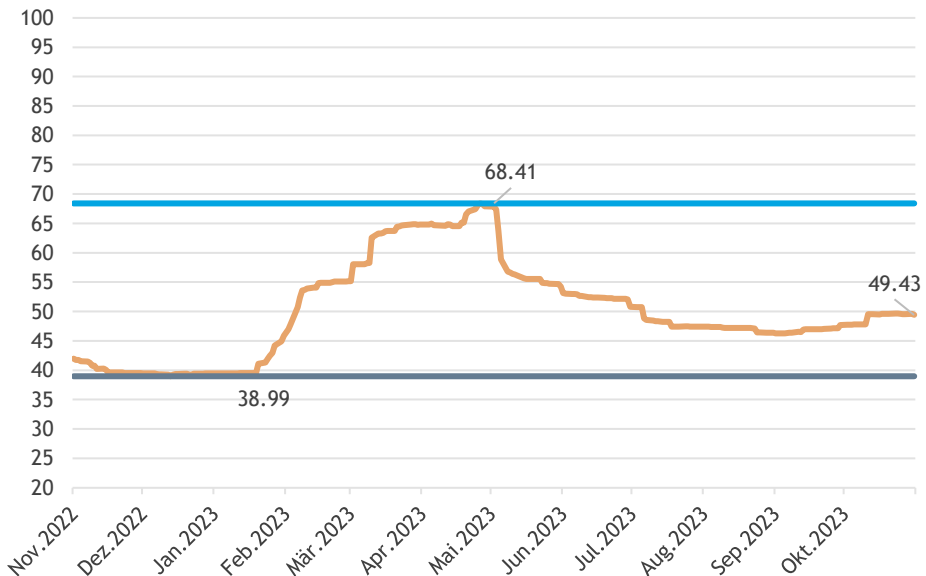
Performance	Datum	Aktienkurs
Höchster Schlusskurs	6. Februar 2023	CHF 82.00
Tiefster Schlusskurs	1. November 2022	CHF 36.60
Schlusskurs	31. Oktober 2023	CHF 49.80



Entwicklung des VWAP in den letzten zwölf Monaten

- Die Grafik zeigt den 60-tägigen volumengewichteten Durchschnittskurs (VWAP 60) der Namenaktie über den Betrachtungszeitraum vom 1. November 2022 bis 31. Oktober 2023. Der VWAP 60 liegt in einer Bandbreite zwischen CHF 38.99 und CHF 68.41 und einem Schluss-VWAP von CHF 49.43 per Ende Oktober 2023.

Performance	Datum	VWAP (60 Tage)
Höchster VWAP (60 Tage)	26. April 2023	CHF 68.41
Tiefster VWAP (60 Tage)	13. Dezember 2022	CHF 38.99
Schlusskurs VWAP (60 Tage)	31. Oktober 2023	CHF 49.43



Quelle: S&P Capital IQ, SIX, Analyse BDO

ANALYSTENMEINUNGEN ZUM WERT EINER AKTIE VON CREALOGIX

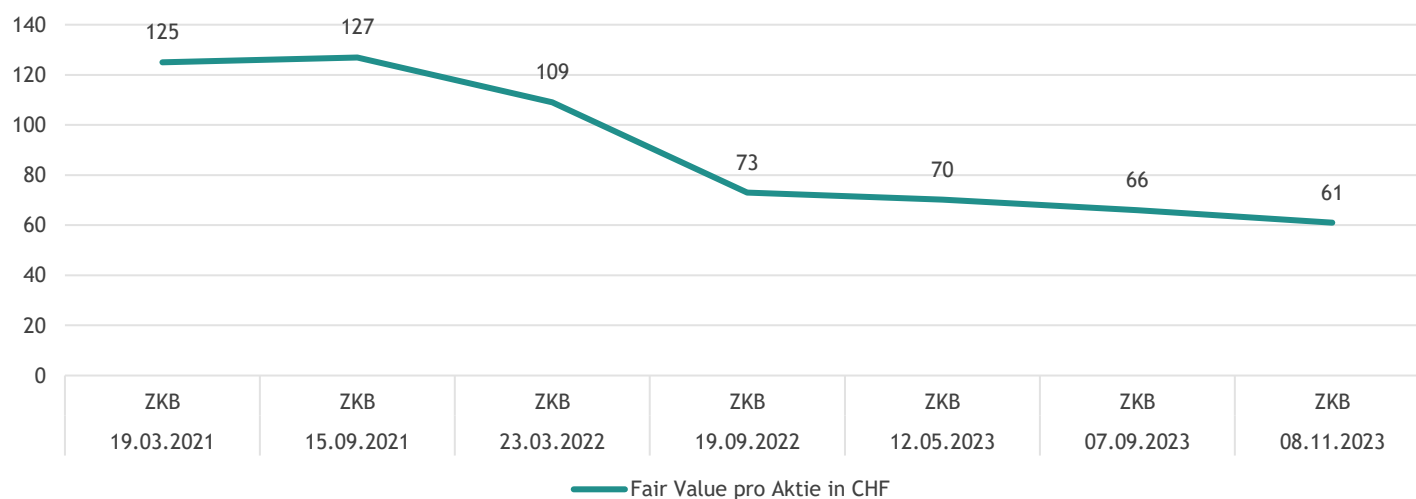
Von Analysten erstellte Bewertungen und Analysen zeigen, dass der faire Wert pro Crealogix-Aktie im Laufe der Zeit sinkt

Analystenmeinungen

- Die Zürcher Kantonalbank («ZKB») veröffentlicht periodisch unabhängige Bewertungsanalysen zum Wert der Aktien von Crealogix.
- Die ZKB begann im März 2021 mit der Berichterstattung über Crealogix. Gemäss ihrer Schätzung betrug der Wert im März 2021 CHF 125, was im September 2021 mit CHF 127 bestätigt wurde.
- Im März 2022 schätzte die ZKB den Fair Value pro Aktie auf CHF 109 und senkte die Bewertung im September 2022 auf CHF 73.
- Am 12. Mai 2023 setzte die ZKB das Kursziel auf CHF 70.2 pro Aktie. Per 7. September 2023, reduzierte die ZKB das Kursziel einer Namenaktie von Crealogix auf CHF 66 und am 8. November 2023 auf CHF 61.

Datum	Analyst	Fair value pro Aktie	Bewertungsmethode
22.09.2020	Edison	133	EV/EBITDA Multiple
17.11.2021	Edison	158	EV/EBITDA Multiple
19.03.2021	Zuercher Kantonbank	125	DCF Methode
15.09.2021	Zuercher Kantonbank	127	DCF Methode
23.03.2022	Zuercher Kantonbank	109	DCF Methode
19.09.2022	Zuercher Kantonbank	73	DCF Methode
12.05.2023	Zuercher Kantonbank	70	Kursziel
07.09.2023	Zuercher Kantonbank	66	Kursziel
08.11.2023	Zuercher Kantonbank	61	Kursziel

in CHF



Quelle: ZKB, Edison, S&P Capital IQ, Analyse BDO

SECTION 4

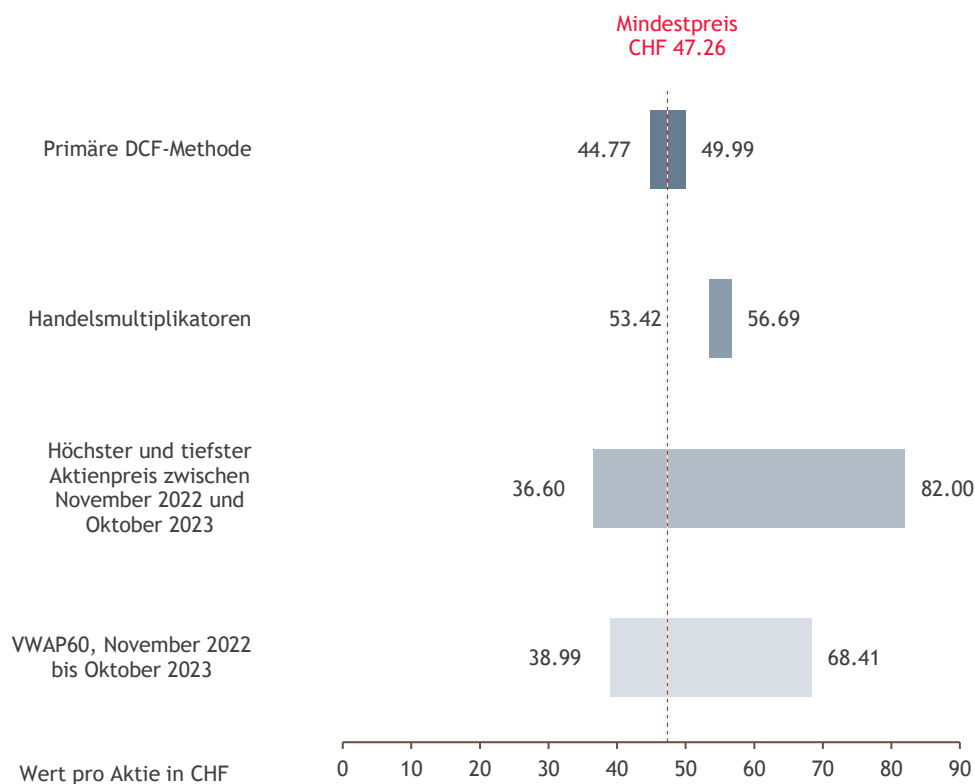
GESAMTBEURTEILUNG

Gesamtbeurteilung	Seite
Überblick über die Bewertungsergebnisse	23

ÜBERBLICK ÜBER DIE BEWERTUNGSERGEBNISSE

Basierend auf unserer Bewertung beträgt der Mindestpreis CHF 47.26 pro Namenaktie von Crealogix

Bewertungsübersicht (CHF pro Namenaktie von Crealogix)



Schlussfolgerungen unserer Arbeiten

- Die Grafik zeigt unsere Bewertungsergebnisse zum 15. November 2023, dem letzten Handelstag vor Veröffentlichung der Voranmeldung des öffentlichen Übernahmeangebots für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Crealogix.
- Bei Anwendung der DCF-Methode mit unterschiedlichen Sensitivitäten ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 44.77 bis CHF 49.99 pro Crealogix-Aktie. Die DCF-Methode als unsere primäre Bewertungsmethode geht von der Unternehmensfortführung aus und erlaubt im Gegensatz zu Marktmethoden die Berücksichtigung von unternehmensspezifischen Faktoren.
- Die Anwendung der Marktmethoden führt zu einer Wertbandbreite von CHF 53.42 bis CHF 56.69 für eine Namenaktie von Crealogix gemäss Handelsmultiplikatoren-Ansatz. Transaktionsmultiplikatoren wurden, wie im Bericht erläutert, nicht berücksichtigt. Bei einer gleichen Gewichtung von DCF- und Marktmethode ergibt sich ein Wert, der die obere Bandbreite der DCF-Bewertung stützt.
- Zusätzlich zu unseren eigenen Überlegungen zeigt die nebenstehende Grafik den Aktien der letzten zwölf Monate und den volumengewichteten Durchschnittskurs über 60 Handelstage (VWPA 60). Aufgrund der unzureichenden Liquidität des Wertpapiers haben diese Werte jedoch nur eine begrenzte Aussagekraft und werden daher bei der Ermittlung des Wertes einer Crealogix-Aktie nicht berücksichtigt. Der Aktienkurs und der VWAP 60 per 31. Oktober 2023 betragen CHF 49.80 bzw. CHF 49.43.
- Aufgrund der angewandten Bewertungsmethoden und der obigen Überlegungen gehen wir vom Ergebnis des DCF als wertbestimmende Grundlage aus und ermitteln deshalb einen Punktwert von CHF 47.26 pro Crealogix-Aktie als Mindestpreis gemäss Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA.
- Das vorliegende Bewertungsgutachten wurde am 15. November 2023 fertiggestellt.

Marcel Jans
Partner

Oliver Ambs
Director

Quelle: BDO

SECTION 5

ANHANG

Anhang	Seite
Beta Analyse - Peer Gruppe Per 15. November 2023	25
Handels-Multiplikatoren - Peer Gruppe	26
Transaktionsmultiplikatoren - vergleichbare Industrietransaktionen	27
Historische konsolidierte Bilanzen	28
Historische konsolidierte Erfolgsrechnungen	29
Verwendete Abkürzungen und Definitionen	30

ANHANG A - BETA ANALYSE

Beta Analyse - Peer Gruppe

Per 15. November 2023

Gruppe von Vergleichsunternehmen										
Unternehmen	Ticker CIQ	Land des Hauptsitzes	Industrie	Raw beta ¹⁾	Adj. Beta	EK / Gesamtkapital	Netto-FK / EK ²⁾	Steuersatz ³⁾	Unlevered Raw Beta ⁴⁾	Unlevered Adj. Beta ⁴⁾
Temenos AG	SWX:TEMN	Switzerland	Application Software	1.67	1.44	92.1%	8.6%	14.8%	1.55	1.35
PayPal Holdings, Inc.	NasdaqGS:PYPL	United States	Transaction and Payment Processing Services	1.38	1.25	101.2%	0.0%	17.5%	1.38	1.25
Jack Henry & Associates, Inc.	NasdaqGS:JKHY	United States	Transaction and Payment Processing Services	0.64	0.76	99.1%	0.9%	22.1%	0.64	0.76
Fiserv, Inc.	NYSE:FI	United States	Transaction and Payment Processing Services	0.89	0.93	78.8%	26.9%	17.8%	0.73	0.76
Envestnet, Inc.	NYSE:ENV	United States	Application Software	1.30	1.20	89.0%	12.4%	37.7%	1.21	1.11
Keyware Technologies NV	ENXTBR:KEYW	Belgium	Transaction and Payment Processing Services	0.48	0.65	93.4%	7.0%	47.3%	0.46	0.63
Sopra Steria Group SA	ENXTPA:SOP	France	IT Consulting and Other Services	1.30	1.20	75.4%	32.7%	33.5%	1.07	0.99
Worldline SA	ENXTPA:WLN	France	Transaction and Payment Processing Services	1.27	1.18	86.0%	16.3%	24.5%	1.13	1.05
Fidelity National Information Services, Inc.	NYSE:FIS	United States	Transaction and Payment Processing Services	0.85	0.90	80.2%	24.7%	30.9%	0.73	0.77
Median						89.0%	12.4%	24.5%	1.07	0.99
Durchschnitt						88.4%	14.4%	27.3%	0.99	0.96

Anmerkungen:

- ¹⁾ Regression gegen lokale Indizes auf der Grundlage von Handelswährung und monatliche Überwachung über 5 Jahre vom Bewertungsstichtag an rückwärts.
- ²⁾ Die FK/EK-Quote wurde von der EK-Quote umgerechnet, indem es auf maximal 100% Eigenfinanzierung begrenzt wurde.
- ³⁾ Median der effektiven Steuersätze während des Beobachtungszeitraums, falls verfügbar, andernfalls Damodaran / BDO-Steuersätze für den Bewertungsstichtag.
- ⁴⁾ Hamada Formula: Unlevered Beta = Levered Beta / [1+(1- Steuersatz) * FK/EK]

Quell: S&P Capital IQ, BDO Analyse

ANHANG B - HANDELS-MULTIPLIKATOREN

Handels-Multiplikatoren - Peer Gruppe

Handels-Multiplikatoren		EV / EBITDA					EV / EBIT			
Name des Unternehmens	2022	2023LTM	2023e	2024e	2025e	2022	2023LTM	2023e	2024e	
Temenos AG	18.28	26.66	15.35	13.85	12.33	22.30	31.23	19.77	17.46	
PayPal Holdings, Inc.	16.49	10.79	8.32	7.50	6.94	21.39	12.82	9.33	8.45	
Jack Henry & Associates, Inc.	22.99	20.56	16.66	15.84	14.41	27.13	24.15	22.98	22.46	
Fiserv, Inc.	12.83	12.24	11.46	10.75	10.04	25.72	21.15	14.03	12.88	
Envestnet, Inc.	39.69	23.94	12.20	9.87	8.03	NM	NM	NM	NM	
Keyware Technologies NV	13.66	9.04	n.a.	n.a.	n.a.	34.31	14.39	n.a.	n.a.	
Sopra Steria Group SA	6.78	7.96	6.22	5.67	5.15	10.29	11.72	8.10	7.04	
Worldline SA	20.98	7.82	6.67	6.27	5.47	20.56	8.56	8.95	8.00	
Fidelity National Information Services, Inc.	13.37	12.96	8.05	7.65	7.27	37.81	26.29	n.a.	20.02	
Minimum	6.78	7.82	6.22	5.67	5.15	10.29	8.56	8.10	7.04	
Durchschnitt	18.34	14.66	10.62	9.68	8.71	24.94	18.79	13.86	13.76	
Median	16.49	12.24	9.89	8.76	7.65	24.01	17.77	11.68	12.88	
Maximum	39.69	26.66	16.66	15.84	14.41	37.81	31.23	22.98	22.46	

Quelle: Capital IQ, BDO Analyse

ANHANG C - TRANSAKTIONSMULTIPLIKATOREN

Transaktionsmultiplikatoren - vergleichbare Industrietransaktionen

Zielunternehmen	Land	Akquisitionsdatum	Käufer/Anbieter	Währung	Transaktionssumme (m)	Erworbener Anteil	Impliziter EV/Revenue	Impliziter EV/EBITDA	Impliziter EV/EBIT
Avaloq Group AG	Schweiz	23.12.2020	NEC Corporation	EUR	1'900.56	n/a	3.8	23.7	n/a
WORLDLINE IGSA SA	Frankreich	15.10.2020	Worldline SA	EUR	9'150.53	n/a	2.7	15.1	19.7
Harvest SA	Frankreich	02.05.2019	Five Arrows Principal Investments	EUR	'93.60	84.65%	3.9	24.3	27.1
Oasi S.p.A.	Italien	28.02.2019	Cedacri SpA	EUR	'151.00	n/a	5.3	13.2	29.5
Nets A/S	Dänemark	05.03.2021	MasterCard Incorporated	EUR	2'850.00	n/a	2.6	19.4	n/a
Payzone Ireland Limited	Irland	31.10.2019	Allied Irish Banks Plc/First Data Corporation Joint Venture	EUR	'86.00	95.9%	0.6	10.5	12.9
Durchschnitt								17.71x	22.32x
Median								17.23x	23.44x

Quelle: Mergermarket, Analyse BDO

ANHANG D - BILANZ

Historische konsolidierte Bilanzen

Konsolidierte Bilanz			
Beträge CHF'000	GJ2020/21	GJ2021/22	GJ2022/23
Flüssige Mittel und Geldanlagen	27'741	14'087	3'380
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17'480	14'236	12'037
Sonstige kurzfristige Forderungen	1'234	2'078	998
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	3'327	4'223	4'141
Unfertige Leistungen/Vorräte	7'976	7'398	5'106
Umlaufvermögen	57'758	42'022	25'662
Finanzielle Vermögenswerte	1'654	1'799	3'651
Sachanlagen	3'507	3'886	3'211
Immaterielle Vermögenswerte	46'392	45'102	40'096
Latente Steueransprüche	6'577	5'737	5'645
Anlagevermögen	58'130	56'524	52'603
Aktiven	115'888	98'546	78'265
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8'987	7'386	2'738
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	3'926	2'432	1'165
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	4'400	13'966	4'525
Kurzfristige nachrangige Darlehen von Aktionären	-	-	1'000
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	24'730	25'672	20'368
Kurzfristige Rückstellungen	2'277	183	260
Einkommensteuerverbindlichkeiten	282	423	533
Kurzfristige Verbindlichkeiten	44'602	50'062	30'589
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	25'194	25'447	24'841
Langfristige Rückstellungen	1'720	613	364
Latente Steuerverbindlichkeiten	302	108	25
Langfristige Verbindlichkeiten	27'216	26'168	25'230
Verbindlichkeiten	71'818	76'230	55'819
Eigenkapital	44'070	22'316	22'446
Passiven	115'888	98'546	78'265

Quelle: Crealogix, publizierte Jahresberichte per 30. Juni 2021, 30. Juni 2022 und 30. Juni 2023

ANHANG E - ERFOLGSRECHNUNG

Historische konsolidierte Erfolgsrechnungen

Konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnung			
Beträge CHF'000	GJ2020/21	GJ2021/22	GJ2022/23
Nettoumsatz aus Waren und Dienstleistungen	109'263	94'020	81'396
Sonstige betriebliche Erträge	1'416	1'791	8'778
Eingekaufte Waren und Dienstleistungen	-36'515	-37'516	-26'210
Bestandsveränderungen an fertigen und unfertigen Erzeugnissen sowie noch nicht abgerechneten Lieferungen und Leistungen	2'181	-694	-1'791
Personalaufwand	-62'421	-54'034	-42'463
Marketingaufwand	-1'391	-1'273	-488
Miete, Wartung und Reparaturen	-3'304	-2'769	-2'959
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-5'962	-8'779	-7'367
Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisation (EBITDA)	3'267	-9'254	8'896
Abschreibungen auf Sachanlagen	-1'076	-1'040	-937
Abschreibung auf Goodwill	-4'902	-4'749	-4'458
Abschreibung auf sonstige immaterielle Vermögenswerte	-820	-863	-1'064
Betriebsergebnis (EBIT)	-3'531	-15'906	2'437
Finanzergebnis	-256	-53	-1'642
Ordentliches Ergebnis vor Steuern	-3'787	-15'959	795
Einkommensteuer	-39	-945	-766
Konsolidiertes Ergebnis	-3'826	-16'904	29

Quelle: Crealogix, publizierte Jahresberichte per 30. Juni 2021, 30. Juni 2022 und 30. Juni 2023

ABKÜRZUNGEN

Verwendete Abkürzungen und Definitionen

Abkürzung	Definition
AG	Aktiengesellschaft
BDO	BDO AG
Bewertungsstichtag	15. November 2023
CAGR	Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
Capex	Investitionen
CHF	Schweizer Franken
CHF'000	Schweizer Franken in Tausend
Crealogix	Crealogix Holding AG, Zurich, Schweiz (Zielgesellschaft)
Crealogix-Aktien	Namenaktien von Crealogix, die an der SIX gehandelt werden
DCF	Diskontierter Cashflow
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
FCF	Freier Cashflow
GJ	Geschäftsjahr
KPI	Leistungsindikator
n/a	Nicht verfügbar/nicht zutreffend
Management	Management der Crealogix Holding AG

Quelle: BDO

Abkürzung	Definition
NUV	Nettoumlaufvermögen
PGR	Ewige Wachstumsrate
RV	Restwert
SLI	Swiss Leader Index der SIX Swiss Exchange
SIX	SIX Swiss Stock Exchange / Schweizer Börse, Zürich
SaaS	Software as a service
UEK	Eidgenössische Übernahmekommission
Vencora	Vencora UK Limited , Halifax, England, Vereinigtes Königreich (Anbieterin)
VWAP-60	Volumengewichteter Durchschnittskurs über 60 Handelstage vor der Vorankündigung
WACC	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten

