

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

**Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen
Übernahmeangebots durch Vencora UK Limited für die
ausstehenden Aktien der Crealogix Holding AG**

29. November 2023

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

Inhalt

1	Einleitung	Seite 3
2	Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse	Seite 8
3	Bewertung	Seite 22
4	Beurteilung	Seite 42
5	Anhang	Seite 45

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

I Einleitung

I.1	Ausgangslage	Seite 3
I.2	Unser Auftrag	Seite 4
I.3	Vorgehen	Seite 5
I.4	Quellen	Seite 6

I Einleitung

I.1 Ausgangslage



CREALOGIX ist ein international tätiges Softwareunternehmen und primär im Bereich von digitalen Front-End-Lösungen für Banken und Vermögensverwalter tätig. Das Unternehmen ist an der SIX Swiss Exchange kotiert

Die Crealogix Holding AG (nachfolgend auch «CREALOGIX», «Gruppe» oder «Zielgesellschaft» genannt) ist ein Schweizer Softwareunternehmen, welches sich auf Front-End-Lösungen für digitales Banking, digitale Vermögensverwaltung sowie digitales Antrags- und Prozessmanagement für Banken und Vermögensverwalter spezialisiert hat. CREALOGIX bietet eine Reihe von Dienstleistungen und Produkten an, welche es Finanzinstituten erlaubt, das digitale Endkundenerlebnis zu verbessern. CREALOGIX zählt zu den 100 Top-Fintech-Firmen.¹

Der Konzernhauptsitz befindet sich in Zürich (Schweiz). Insgesamt beschäftigt die Gruppe rund 380 Mitarbeitende an weltweit acht Standorten. Im Geschäftsjahr («GJ») 2022/23 erzielte die Gruppe einen Umsatzerlös von CHF 81.4 Mio. und einen EBITDA von CHF 8.9 Mio.²

Die Aktien der CREALOGIX sind seit September 2000 an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert. Per 15. November 2023 lag die Marktkapitalisierung der Zielgesellschaft bei CHF 69.8 Mio. Das Aktienkapital der CREALOGIX besteht aus 1'404'742 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 8.00.³ Per 15. November 2023 waren 1'401'253 Namenaktien ausstehend.⁴

Am Abend des 15. November 2023 schlossen CREALOGIX und Vencora UK Limited («die Anbieterin» oder «Vencora») eine Transaktionsvereinbarung ab, wonach sich Vencora bereit erklärte, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot («das Angebot») für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der CREALOGIX zu unterbreiten. Das Angebot wurde am 16. November 2023 nach Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung und vor Eröffnung des Handels an der SIX von Vencora vorangekündigt. Der Angebotspreis beträgt CHF 60.00 in bar pro CREALOGIX-Aktie («Angebotspreis»).

¹ Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX.

² Bereinigt um den Erlös aus dem Verkauf der Mehrheitsbeteiligung Swiss Learning Hub AG («SLH») wird ein «Operativer EBITDA» von CHF 1.4 Mio. ausgewiesen. Weitere Informationen zur SLH-Transaktion und ihren Auswirkungen auf die Finanzdaten der CREALOGIX finden sich in Abschnitt 2.3.

³ Quelle: SIX Swiss Exchange.

⁴ Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX.

1.2 Unser Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion umfasst eine unabhängige Bewertungsanalyse der CREALOGIX

IFBC ist eine unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und erhält keine Entschädigung in Abhängigkeit der Bewertungsergebnisse sowie des Transaktionserfolgs

Bewertungszeitpunkt ist der 15. November 2023

Die IFBC AG («IFBC») wurde im August 2023 vom Verwaltungsrat («VR») der CREALOGIX mit der Erstellung einer unabhängigen Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises beauftragt. Dieser Bericht wurde ausschliesslich zum Zweck der Unterstützung des VR der CREALOGIX bei der Beurteilung des Angebots erstellt. Die Fairness Opinion darf lediglich für die finanzielle Beurteilung des Angebots durch den VR der CREALOGIX genutzt werden. Die Verwendung für einen anderen Zweck ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

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

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der vom Management der CREALOGIX zur Verfügung gestellten Informationen vorausgesetzt. Weiter wird davon ausgegangen, dass die erhaltenen Informationen fachgerecht und nach bestem Wissen aufbereitet wurden und damit der besten aktuell verfügbaren Einschätzung seitens des Managements der CREALOGIX entsprechen. Die Verantwortung von IFBC beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen und Berechnungen. IFBC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt.

Die Ergebnisse unserer unabhängigen Bewertungsanalysen wurden dem VR der CREALOGIX am 15. November 2023 vor der Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung und vor der Vorankündigung des Angebots am 16. November 2023 durch Vencora zugestellt. Die Bewertung basiert auf dem aktuellen Businessplan, welcher vom VR der CREALOGIX am 7. September 2023 genehmigt wurde, auf aktuellen Angaben und Annahmen des Managements sowie auf dem Jahresabschluss der CREALOGIX per 30. Juni 2023.

Das Management der CREALOGIX bestätigte zudem, dass bis zur Veröffentlichung dieses Bewertungsberichts keine wesentlichen Ereignisse und Transaktionen eingetreten sind, welche nicht bereits in der oben aufgeführten Informationsbasis entsprechend berücksichtigt sind.

I.3 Vorgehen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch Vencora zuhanden der Aktionäre der CREALOGIX basiert auf Bewertungsüberlegungen von IFBC. Diese stützen sich auf die folgenden Analysen, die in diesem Bericht ausführlich beschrieben werden:

- Analyse des Geschäftsmodells des Unternehmens sowie des aktuellen Marktumfelds
- Analyse der historischen Finanzkennzahlen
- Beurteilung des vom VR der CREALOGIX genehmigten Businessplans für die GJ 2023/24 bis 2025/26 («Businessplanperiode») sowie der Annahmen des Managements für die beiden Folgejahre 2026/27 sowie 2027/28 («Grobplanperiode»)
- Bewertung des Unternehmens und Berechnung des Werts je Aktie basierend auf den folgenden Bewertungsansätzen:
 - Discounted-Cashflow-Methode
 - Trading-Multiples-Ansatz
 - Transaction-Multiples-Ansatz
- Aktienkursanalyse sowie Analyse des Kursziels des Analysten

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Vencora zuhanden der Aktionäre der CREALOGIX erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen, rechtlichen oder anderen spezifischen Situation der einzelnen Investoren. Dementsprechend sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen aus Sicht aller Publikumsaktionäre zur finanziellen Angemessenheit des Angebots möglich.

I.4 Quellen

Unsere Beurteilung basiert unter anderem auf der Analyse folgender Informationen:

- Testierte Geschäftsberichte der CREALOGIX (konsolidiert) für die GJ 2020/21 bis 2022/23
- Vom VR der CREALOGIX am 7. September 2023 genehmigter Businessplan für die GJ 2023/24 bis 2025/26
- Annahmen des Managements für die beiden Grobplanjahre 2026/27 sowie 2027/28
- Weitere aktuelle Angaben und Annahmen aus Gesprächen mit dem Management der CREALOGIX
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Daten ausgewählter Transaktionen basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

- | | | |
|------------|--|----------|
| 2.1 | Überblick zu CREALOGIX | Seite 8 |
| 2.2 | Geschäftsmodell der CREALOGIX | Seite 9 |
| 2.3 | Historische Finanzkennzahlen der CREALOGIX | Seite 14 |
| 2.4 | Marktanalyse | Seite 18 |

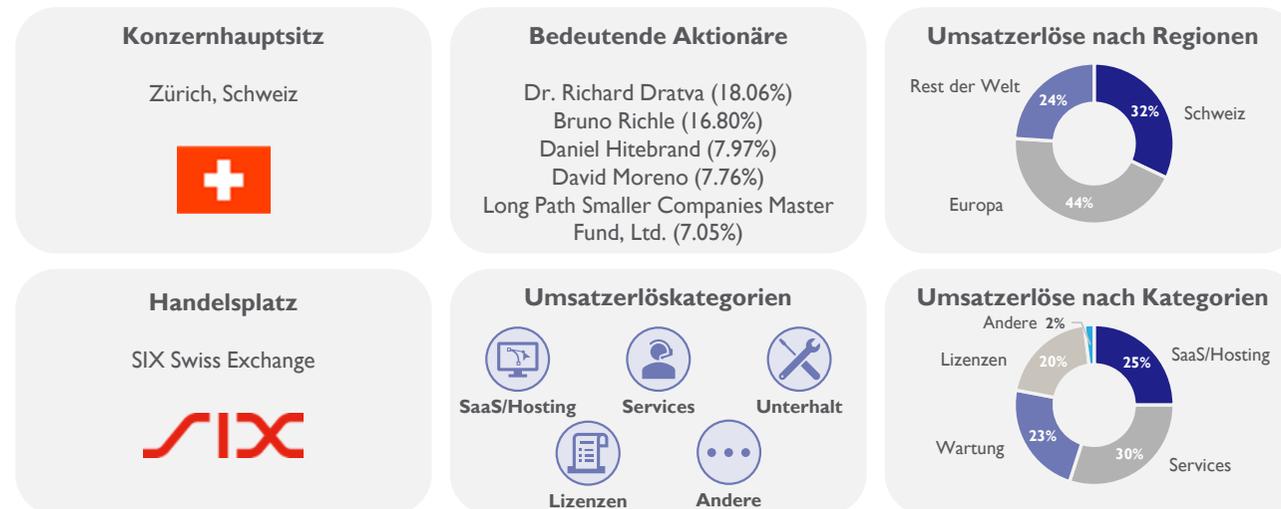
2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

2.1 Überblick zu CREALOGIX

CREALOGIX ist ein international tätiges Softwareunternehmen, welches sich auf die Entwicklung von digitalen Front-End-Lösungen für Banken und Vermögensverwalter spezialisiert hat

CREALOGIX ist ein in Zürich (Schweiz) ansässiges Unternehmen. CREALOGIX entwickelt und vertreibt digitale Produkte und komplementäre Dienstleistungen im Front-End-Bereich für Banken und Vermögensverwalter. Die Gruppe beschäftigt rund 380 Mitarbeitende an weltweit acht Standorten. Das Vertriebsnetz der CREALOGIX erstreckt sich auf mehr als 15 Länder weltweit. Rund 32% der Umsatzerlöse wurden im GJ 2022/23 in der Schweiz, 44% in anderen europäischen Ländern sowie 24% im Rest der Welt realisiert.

Grösste Aktionäre der CREALOGIX sind per 30. September 2023 Dr. Richard Dratva (18.06%), Bruno Richle (16.80%) und Daniel Hitebrand (7.97%). Zwischen diesen Aktionären sowie Peter Süsstrunk (zusammen «Founder Shareholders») besteht ein Aktionärsbindungsvertrag («ABV»)⁵ Über 5% der ausgegebenen Namenaktien halten zudem David Moreno über die Mayfin Management Services S.l. (7.76%) sowie Long Path Smaller Companies Master Fund, Ltd. (7.05%).⁶



Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX, Geschäftsbericht 2022/23, Präsentation der Jahresergebnisse 2022/23.

⁵ Der ABV wird zum Zeitpunkt der Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung hinfällig.

⁶ Familienmitglieder werden teilweise den Hauptaktionären zugerechnet.

2.2 Geschäftsmodell der CREALOGIX

2.2.1 Produkt- und Dienstleistungsangebot sowie Marktsegmente

CREALOGIX entwickelt und implementiert Softwarelösungen, welche digitales Banking und digitale Vermögensverwaltung für "das digitale Finanzinstitut von morgen" ermöglichen. Bei den Produkten der CREALOGIX handelt es sich um Front-End-Lösungen, die sich in die Backend-Systeme der Kunden integrieren.

Zielkunden

Die Zielkunden der CREALOGIX sind etablierte Retail- und Geschäftsbanken, Vermögensverwalter sowie Förderbanken, welche ihre Digitalisierungsstrategie vorantreiben wollen. Die Lösungen der CREALOGIX erlauben es den Finanzinstituten, ihren Kunden ein anspruchsvolles, modernes Omni-Channel-Angebot zu bieten. Um wettbewerbsfähig zu bleiben, müssen Banken und Vermögensverwalter ihre bestehenden Inhouse-Systeme vorantreiben, um Kosten zu senken, sich zu differenzieren und in einem sich ständig entwickelnden (schnell digitalisierenden) Markt ihren eigenen Kunden mehr Flexibilität zu bieten.

Digitale Banking-Plattform für Retail- und Geschäftsbanken sowie Vermögensverwalter

CREALOGIX offeriert ihren Kunden in den Marktsegmenten «Retail» (Retail Banking), «Business» (Corporate Banking und SME Banking) sowie «Wealth» (Wealth Management) eine modulare, digitale Banking-Lösung. Diese Lösung wird in Form einer Plattform angeboten, die es Finanzinstituten ermöglicht, mittels spezifischer Applikationen ihre Effizienz zu steigern und die digitale Transformation voranzutreiben. Die Applikationen werden produkt- und länderspezifisch vertrieben (sogenannte «Flagship-Produkte»).



Quelle: Darstellung zur Verfügung gestellt vom Management der CREALOGIX.

Die digitale Banking-Plattform ermöglicht es, eine umfassende Palette von Finanzprodukten und -dienstleistungen, einschliesslich Kontoverwaltung, Zahlungen und Investitionen, auf einer Plattform abzuwickeln. Dies erhöht die Skalierbarkeit des digitalen Angebots von Finanzinstituten und ermöglicht neben Kosteneinsparungen durch eine erhöhte Effizienz auch eine konsequente Fokussierung auf die digitale Transformation.

«CREALOGIX Funding Portal» für Förderbanken

Neben der digitalen Banking-Plattform wurde mit dem «CREALOGIX Funding Portal» eine spezifische Lösung für Förderbanken entwickelt, welche mittlerweile erfolgreich im Markt angeboten wird. Das «CREALOGIX Funding Portal» ist eine digitale Plattform, die es Förderbanken ermöglicht, verschiedene Arten von Fördermitteln schnell, flexibel, benutzerfreundlich und sicher anzubieten sowie zu verwalten und zu vergeben. Sie deckt den gesamten Lebenszyklus von Förderprojekten ab, von der Gesuchreicherung und -bewilligung bis hin zur Auszahlung und Überwachung. Es handelt sich um eine Low-Code-Plattform, die konfiguriert und angepasst werden kann, um den spezifischen Bedürfnissen und Anforderungen der Fördermittel Rechnung zu tragen. Darüber hinaus gewährleistet die Plattform die vollständige Einhaltung von Vorschriften zum Datenschutz.

2.2.2 Monetarisierung nach Umsatzerlöskategorien

Die Umsatzerlöse der CREALOGIX lassen sich anhand der nachfolgend beschriebenen Umsatzerlöskategorien klassifizieren. Diese werden wiederum wiederkehrenden («Recurring») und nicht wiederkehrenden (Non-recurring) Umsatzerlösen zugewiesen.

«SaaS/Hosting»

Bei der Umsatzerlöskategorie «SaaS/Hosting» handelt es sich um wiederkehrende Umsatzerlöse. Dazu gehören zum einen der Verkauf von Nutzungsrechten von Softwarelösungen über eine fixierte Zeitdauer. Zum anderen können die Kunden der CREALOGIX neben den Nutzungsrechten auch ein Serviceabonnement erwerben, bei dem in Form eines Dienstleistungsvertrags pro Jahr eine feste Anzahl von Servicetagen definiert wird. Die Servicetage werden verwendet, um bestehende Lösungen weiterzuentwickeln. Neben den Nutzungsrechten und den wiederkehrenden Servicetagen werden dieser Umsatzerlöskategorie auch Erträge aus dem Hosting verschiedener Anwendungen (eigene Digital-Banking-Lösungen oder allgemeine IT-Lösungen in Datacentern oder in der Cloud) zugerechnet.

«Wartung»

CREALOGIX geht mit jedem Lizenzverkauf einen Wartungs- und Supportvertrag ein. Diese Verträge beinhalten in der Regel eine fixierte Laufzeit und werden automatisch verlängert, sofern der Kunde diese nicht kündigt. Aus diesem Grund definiert CREALOGIX die Umsatzerlöse aus der Kategorie «Wartung» ebenfalls als wiederkehrend.

⁷ Software-as-a-Service.

- «Lizenzen» Der Kauf einer Lizenz für ein Produkt der CREALOGIX gewährt dem Kunden das Recht, die Software bzw. die Lösungen unbegrenzt für eine unbestimmte Zeit oder für eine definierte begrenzte Zeit zu nutzen. Die Umsatzerlöse der Produktkategorie «Lizenzen» sind entsprechend nicht wiederkehrend.
- «Services» Der Erwerb einer Software bzw. einer Lösung (entweder über ein Abonnement, welches der Kategorie «SaaS/Hosting» zugeordnet wird, oder über eine «Lizenz») bedingt die entsprechende Implementierung. Die Umsatzerlöse aus Implementierungsprojekten werden der Umsatzerlöskategorie «Services» zugeordnet. Diese Umsatzerlöse sind nicht wiederkehrenden Umsatzerlöse.
- «Andere» Produkte, die nicht den vorhergehenden Umsatzerlöskategorien zugeordnet werden können, fallen in die Kategorie «Andere». Dazu gehören bspw. Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Geräten (Einzahlungsscheinscanner in Verbindung mit digitalen Banklösungen) wie PayEye, GiroMat usw., die hauptsächlich online in Partnerschaften mit den grössten Schweizer Banken oder über Vertriebskanäle verkauft werden.

2.2.3 Unternehmensstrategie

CREALOGIX' aktuelle Unternehmensstrategie (vorgestellt im Rahmen der Unternehmensergebnispräsentation 2022/23) besteht aus drei Eckpfeilern, welche mittels strategischen Initiativen umgesetzt werden:



- Etablierung einer marktorientierten Organisation Unter dieser strategischen Initiative versteht CREALOGIX die Reorganisation des Unternehmens weg von einer Matrix-Organisation hin zu einer markt- und kundenorientierten Organisation. Das Ziel dieser strategischen Initiative ist es, dank einer funktionalen End-to-End-Kontrolle innerhalb von verschiedenen Markteinheiten klare Verantwortlichkeiten zu etablieren und somit Effizienzgewinne innerhalb der Markteinheiten zu realisieren.
- Abstimmung der Kostenstruktur auf das Umsatzniveau Zur Verbesserung der operativen Profitabilität und einer Rückkehr zu einem nachhaltigen, positiven EBITDA wird die Kostenstruktur der CREALOGIX dem tieferen Umsatzniveau sowie an die vereinfachte Organisation angepasst. Hierzu werden die Kosten reduziert und strikt überwacht (Betriebs- und insbesondere Personalkostenanpassungen aufgrund von Optimierungsprogrammen im Kontext der neuen Organisationsstruktur) sowie das Produktportfolio der CREALOGIX kontinuierlich optimiert.

Fokussierung auf die Wachstumstreiber

Weiter wurden auch drei strategische Initiativen zur Steigerung des Umsatzniveaus identifiziert und lanciert:⁸

1) **«Boost Funding Portal»**

Diese strategische Initiative steht für die weitere Stärkung des «CREALOGIX Funding Portal». Ziel ist es, Marktführer bei Förderbanken in Deutschland zu werden und das Produkt zusätzlich im europäischen Markt zu etablieren. Der europäische Markt für Fördermittel ist mit Blick auf die Digitalisierung wenig fortgeschritten und bietet entsprechende Opportunitäten für CREALOGIX.

2) **«Innovate Business Banking»**

Digital Banking für KMUs ist einer der unterentwickelten Bereiche im Digital Banking Markt und bietet daher eine grosse Wachstumschance für CREALOGIX. Mit dieser strategischen Initiative sollen deshalb die Lösungen für Geschäftsbanken in diesem Segment durch innovative Neuerungen in der digitalen Banking-Plattform verbessert und erweitert werden. Vor diesem Hintergrund ist mit einem Kunden eine Innovationspartnerschaft zur Entwicklung der Plattformlösung der nächsten Generation im Aufbau.

3) **«Upgrade Flagship Products»**

Im Rahmen der dritten strategischen Initiative werden bestehende Lösungen bzw. Flagship-Produkte im Bereich Banking und Vermögensverwaltung vorangetrieben. Ziel ist es, mit diesen Lösungen das «Upselling» im bestehenden Kundenstamm zu erhöhen und neue Kunden zu gewinnen.

2.2.4 Nachhaltigkeit

Nachhaltigkeit

Die Grundsätze von CREALOGIX für ein nachhaltiges Geschäftsmodell orientieren sich an den UN Sustainable Development Goals. Vor diesem Hintergrund hat CREALOGIX konkrete Massnahmen definiert, unterteilt nach den folgenden drei Bereichen der UN Sustainable Development Goals.⁹

Im Bereich «Umwelt» setzt CREALOGIX momentan drei Initiativen um:

- 1) Sichere, CO₂-neutrale Speicherung bzw. sicheres und CO₂-neutrales Hosting von Daten
- 2) Optimierung des Gebäude- und Abfallmanagement
- 3) Förderung von umweltfreundlichen Lösungsansätzen im Rahmen der Geschäftstätigkeit

⁸ Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX.

⁹ Quelle: Geschäftsbericht CREALOGIX.

Im Bereich «Soziales» setzt CREALOGIX momentan drei Initiativen um:

- 1) Erhöhung der Diversität im Senior Management Team und im Verwaltungsrat
- 2) Förderung von Berufslehren, Einstiegspositionen für Absolventen sowie kontinuierliche Weiterbildungen für Mitarbeitende
- 3) Aufrechterhaltung eines sozial engagierten, motivierenden Arbeitsumfelds

Im Bereich «Governance» setzt CREALOGIX momentan vier Initiativen um:

- 1) Einhaltung der ESG Governance
- 2) Umsetzung des Code of Conduct
- 3) Einhaltung von Bestimmungen und Vorschriften
- 4) Investitionen in die Ausbildung von Fachkräften weltweit, um entsprechende Möglichkeiten für eine positive berufliche Entwicklung sicherzustellen

2.3 Historische Finanzkennzahlen der CREALOGIX

Schlüsselereignisse in der jüngsten Vergangenheit

Die jüngste Geschichte der CREALOGIX wurde unter anderem durch die folgenden Schlüsselereignisse geprägt:¹⁰

- Die Geschäftsjahre GJ 2020/21 sowie 2021/22 waren bei CREALOGIX geprägt durch Investitionen in neue Produkte. CREALOGIX investierte in diesen beiden Geschäftsjahren jeweils einen signifikanten Betrag (im GJ 2021/22 mehr als 31.0% des Umsatzes) in die Entwicklung der neuen digitalen Banking-Plattform sowie in das «CREALOGIX Funding Portal». Diese Investitionen umfassten sowohl CAPEX (externe Erarbeitung von Lösungen) als auch OPEX (interne Erarbeitung von Lösungen).
- Während dieser Investitionsphase reduzierten sich bei CREALOGIX im GJ 2021/22 die Umsatzerlöse um 14.0% im Vorjahresvergleich (2020/21). Das hohe Investitionsniveau kombiniert mit dem Umsatzrückgang resultierte im GJ 2021/22 in einem negativen EBITDA von CHF 9.3 Mio. Der Umsatzerlösrückgang ist unter anderem durch folgende Faktoren zu erklären.
 - Es fielen Umsatzerlöse aus dem damals nicht-strategischen Geschäft weg. Der Rückgang der Umsatzerlöse aus dem nicht-strategischen Geschäft war auf die laufende Portfoliokonsolidierung zurückzuführen.
 - Negativer Einfluss des starken Schweizer Franken.
 - Schliesslich hat CREALOGIX als Zulieferer auch den generellen Abschwung im Bankensektor gespürt.
- Vor diesem Hintergrund wurde eine Konsolidierung des Produkt- und Serviceportfolios der CREALOGIX angestrebt, um die operative Profitabilität zu erhöhen. Zudem wurden Massnahmen zur Kostensenkung umgesetzt, indem der Personalbestand im GJ 2021/22 um 17% und im GJ 2022/23 um 27% reduziert wurde. Die Senkung der Personalkosten beziehen sich vor allem auf die Reduktion von extern angestellten Mitarbeitenden («Freelancer»).
- Das «CREALOGIX Funding Portal», als ein Resultat der oben ausgeführten Investitionen, war per Ende GJ 2022/23 bei sieben partizipierenden Förderbanken live und wurde mittels SaaS-Verträgen (wiederkehrende Umsatzerlöse) eingeführt. Somit wurde ein wichtiger Meilenstein im strategischen Fahrplan erreicht.
- Aufgrund des Fokus auf den Bereich «Digital Banking» und der damit einhergehenden Portfoliokonsolidierung wurde im August 2022 schliesslich eine Mehrheitsbeteiligung von 67% an der Swiss Learning Hub AG («SLH») an die blue8x AG verkauft («SLH-Transaktion»). Die SLH wurde nach Abschluss der Transaktion vollständig dekonsolidiert und die verbleibende 33% Beteiligung als Financial Asset erfasst.¹¹

¹⁰ Quellen: Medienmitteilungen sowie Geschäftsberichte der CREALOGIX, Management-Angaben der CREALOGIX.

¹¹ Am 17. August 2022 wurden 67% der Aktien an der Swiss Learning Hub AG verkauft, mit einer Option auf den Verkauf der restlichen 33% Anteile. Die Option kann durch CREALOGIX zwei Jahre nach Abschluss der SLH-Transaktion ausgeübt werden.

- Per GJ 2022/23 konnte durch die Implementierung der strategischen Initiativen trotz eines Umsatzrückgangs ein positiver EBITDA erwirtschaftet werden (CHF 8.9 Mio. inklusive Gewinnbeitrag aus dem Verkauf der SLH-Beteiligung bzw. CHF 1.4 Mio. adjustiert um den Verkauf der SLH-Beteiligung («Operativer EBITDA»)).

Historische Kennzahlen der CREALOGIX

Historische Kennzahlen der CREALOGIX

in TCHF	GJ 2020/21	GJ 2021/22	GJ 2022/23
Umsatzerlöse^{*)}	109'263	94'020	81'396
Wachstum des Umsatzerlöses in %	5.4%	-14.0%	-13.4%
Davon wiederkehrende Umsatzerlöse in %	50.3%	51.3%	47.7%
Operativer EBITDA^{**)}	3'267	-9'254	1'408
Operative EBITDA-Marge in %	3.0%	-9.8%	1.7%
CAPEX	7'971	9'362	-3'100
CAPEX in % der Umsatzerlöse	7.3%	10.0%	-3.8%
Operatives NUV	-10'185	-8'161	-2'782
Operatives NUV in % der Umsatzerlöse	-9.3%	-8.7%	-3.4%
Nettoverschuldung	1'853	25'326	26'986
Eigenkapital (buchwertig)^{***)}	44'070	22'316	22'446

Quelle: Geschäftsberichte der CREALOGIX.

*) Die Umsatzerlöse beinhalten die Umsatzerlöse der SLH.

***) Im GJ 2022/23 wird der EBITDA von CHF 8.9 Mio. um den Erlös der SLH-Transaktion von CHF 7.5 Mio. auf einen «Operativen EBITDA» von CHF 1.4 Mio. bereinigt.

****) Inkl. Minderheiten.

Entwicklung der Umsatzerlöse¹²

Im GJ 2020/21 erhöhten sich die Umsatzerlöse trotz einem schwierigen COVID-19 Umfeld gegenüber dem Vorjahr um CHF 5.6 Mio. resp. 5.4%. Grund dafür war der Abschluss von signifikanten Entwicklungsverträgen mit den Förderbanken sowie eine Erhöhung der Umsatzerlöse aus dem SaaS-Geschäft. Das Wachstum wurde vor allem in Asien sowie dem Mittleren Osten verzeichnet. Der Anteil aus wiederkehrenden Umsatzerlösen lag bei 50.3%.

¹² Umsatzerlöse beinhalten die Umsatzerlöse der SLH.

Entwicklung der EBITDA-Marge¹³

Vom GJ 2020/21 auf 2021/22 reduzierten sich die Umsatzerlöse um CHF 15.2 Mio. resp. 14.0%. Neben dem Rückgang des Verkaufs von physischen Zahlungsgeräten resultierte eine Reduktion der Umsatzerlöse auch aus der Konsolidierung des damals nicht-strategischen Geschäfts. Zudem wirkten sich Wechselkurseffekte negativ auf die Umsatzerlöse aus. Der Anteil aus wiederkehrenden Umsatzerlösen stieg auf 51.3%.

Im GJ 2022/23 sanken die Umsatzerlöse um CHF 12.6 Mio. resp. 13.4%. Dieser Rückgang ist teilweise durch den Verkauf der Mehrheitsbeteiligung an der SLH im August 2022 zu erklären. Bereinigt um die Veräusserung der SLH-Transaktion reduzierten sich die Umsatzerlöse im GJ 2022/23 lediglich um 2.8% in Lokalwährungen.

Im GJ 2020/21 realisierte CREALOGIX eine EBITDA-Marge von 3.0%. Die Verbesserung der EBITDA-Marge im Vorjahresvergleich ist auf die Erhöhung des Umsatzes sowie die implementierten Reorganisationsmassnahmen und die Optimierung des Produktportfolios zurückzuführen.

Im GJ 2021/22 wurde eine negative EBITDA-Marge von -9.8% bzw. ein EBITDA von CHF -9.3 Mio. verzeichnet. Diese Verschlechterung ist neben dem Umsatzrückgang auch auf die signifikanten Investitionen (teilweise als OPEX erfasst) in die digitale Banking-Plattform und das «CREALOGIX Funding Portal» in der Höhe von 31% der Umsatzerlöse zurückzuführen.

Aufgrund der kostensenkenden strategischen Initiativen sowie des Einmalgewinns aus dem Verkauf der SLH-Beteiligung wurde im GJ 2022/23 ein positives EBITDA von CHF 8.9 Mio. realisiert. Bereinigt um den Erlös aus der SLH-Transaktion wird ein operativer EBITDA von CHF 1.4 Mio. resp. eine operative EBITDA-Marge von 1.7% ausgewiesen.

Entwicklung der CAPEX

Die CAPEX beliefen sich im GJ 2020/21 in Relation zu den Umsatzerlösen auf 7.3% und haben sich im GJ 2021/22 auf 10.0% erhöht. Bei diesen Investitionen handelt es sich Grossteils um Investitionen in immaterielle Vermögenswerte im Rahmen der Entwicklung der digitalen Banking-Plattform sowie dem «CREALOGIX Funding Portal». Die ordentlichen wiederkehrenden CAPEX fallen deutlich geringer aus.

Die Nettoeinnahmen aus der SLH-Transaktion führen im GJ 2022/23 zu einem netto Cash-Zufluss im Umfang von 3.8% der Umsatzerlöse. Gleichzeitig sind die Ausgaben für immaterielle Vermögenswerte von CHF 7.9 Mio. im GJ 2021/22 auf CHF 1.1 Mio. im GJ 2022/23 gesunken.

¹³ Die operative EBITDA-Marge wird auf Basis des Umsatzerlöses berechnet.

Entwicklung des operativen Nettoumlaufvermögens («NUV»)

Das operative NUV hat sich in den vergangenen drei Jahren im Verhältnis zu den Umsatzerlösen von -9.3% auf ein Niveau von -3.4% erhöht. Dies ist auf einen im Vergleich zu den Umsatzerlösen überproportionalen Rückgang der Vorauszahlungen und Kreditoren zurückzuführen. Das operative NUV ist damit nach wie vor negativ im Verhältnis zu den Umsatzerlösen.

Entwicklung der Nettoverschuldung und des Eigenkapitals

Die Nettoverschuldung (verzinsliche Finanzverbindlichkeiten abzüglich Barmittel) erhöhte sich von CHF 1.9 Mio. im GJ 2020/21 auf CHF 25.3 Mio. im GJ 2021/22. Die Erhöhung der Nettoverschuldung ist auf das negative operative Ergebnis bei gleichzeitig hohen CAPEX zurückzuführen. Entsprechend wurde im GJ 2021/22 der Cash Bestand reduziert und das verzinsliche Fremdkapital erhöht. Im abgelaufenen GJ 2022/23 resultierte aufgrund der Nettoeinnahmen im Zusammenhang mit der SLH-Transaktion lediglich eine geringe Zunahme der Nettoverschuldung.

Das Eigenkapital hat sich im GJ 2021/22 im Vorjahresvergleich aufgrund des hohen Verlustes im entsprechenden Geschäftsjahr sowie aufgrund der Fremdwährungsumrechnung im Zusammenhang mit ausländischen Beteiligungen auf CHF 22.3 Mio. nahezu halbiert. Per Ende GJ 2022/23 resultierte ein Eigenkapital von CHF 22.4 Mio.

2.4 Marktanalyse

Die Kundinnen und Kunden von Banken und Vermögensverwaltern fordern digitale Dienstleistungen und ein nahtloses Benutzererlebnis

CREALOGIX entwickelt und implementiert Front-End-Softwarelösungen für Banken sowie Vermögensverwalter über eine digitale Plattform. Die Geschäftstätigkeit der CREALOGIX kann somit den Märkten «Digital Banking Platform» sowie «Digital Wealth Management Platform» zugeordnet werden.

Die globale Transformation des Bank- und Zahlungsverkehrs ist in den letzten Jahren rasant vorangeschritten. Die damit einhergehenden Entwicklungen wurden durch verschiedene Digitalisierungstrends sowie auch die globale COVID-19-Pandemie stark beeinflusst.¹⁴ So kam es im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie zu einem rasanten Anstieg der Onlinebanking-Aktivitäten, einschliesslich vermehrter digitaler Transaktionen. Mit Blick auf diesen Trend der Digitalisierung hält beispielsweise auch Deloitte in ihrer «Digital Banking Maturity Study 2022»¹⁵ fest, dass gerade mobile Geräte die wichtigsten Medien zur Interaktion mit Banken geworden sind.

Das Vermögensverwaltungsgeschäft wurde ebenfalls massgeblich durch die COVID-19-Pandemie beeinflusst. Um im Vermögensverwaltungsgeschäft während dieser herausfordernden Zeit das Kundenvertrauen aufrecht zu erhalten, mussten entsprechend Geschäftsprozesse im Zusammenhang mit der Kundenkommunikation digitalisiert werden.¹⁶ Gleichzeitig wurden Technologien wie künstliche Intelligenz in die Prozesse integriert, um die Dienstleistungen für die Kundinnen und Kunden besser zu personalisieren sowie die Effektivität der Vermögensberatung zu erhöhen. Deloitte befragte in diesem Zusammenhang im «Swiss Affluent Clients» Report die Kundinnen und Kunden von Vermögensverwaltern nach den wichtigsten Eigenschaften des Angebots eines Vermögensverwalters. Als wichtigste Eigenschaft haben vermögende Kunden neben den niedrigen Gebühren «hochmodernes Onlinebanking», «Abwicklung von Bankgeschäften über mehrere Kanäle (persönlich, mobile, online)» sowie «hochmodernes Mobile Banking (App für Mobiltelefon oder Tablet)» genannt.¹⁷ Damit hat die Digitalisierung kundenseitig offensichtlich nach wie vor eine sehr hohe Bedeutung – auch in der Zukunft.

¹⁴ Entrust (2022), New Study From Entrust Finds Consumers Prefer Digital Banking Experiences, But Are Concerned About Security.

¹⁵ Deloitte (2023), Digital Banking Maturity Study 2022.

¹⁶ Mordor Intelligence (2023), Wealth Management Platform Market.

¹⁷ Deloitte (2023), Swiss Affluent Clients.

Banken und Vermögensverwalter müssen weiterhin die Digitalisierung der Prozesse vorantreiben

Die Thematik der Digitalisierung ist somit für Banken («Digital Banking») wie auch Vermögensverwalter («Digital Wealth Management») von höchster Bedeutung.¹⁸ Wie aus verschiedenen Fallstudien beispielsweise von McKinsey hervorgeht, kann eine erfolgreiche digitale Transformation bei Banken und Vermögensverwaltern zu besseren Geschäftsergebnissen führen, die Kosten-/Ertragsverhältnisse verbessern und zu einer gesteigerten Kundenzufriedenheit (Kundenakquise sowie Kundenbindung) beitragen. In diesem Zusammenhang zeigen verschiedene Studien, dass traditionelle Banken bei der digitalen Transformation einen deutlichen Rückstand gegenüber den sogenannten digitalen Banken («Challenger Banken») aufweisen.¹⁹ Gemäss Deloitte laufen speziell Schweizer Banken Gefahr, mit den steigenden Erwartungen ihrer Kunden nicht Schritt zu halten, wenn es darum geht, ein zufriedenstellendes Benutzererlebnis mit einer ausreichenden Auswahl an Funktionalitäten zu gewährleisten.

Gemäss einer Marktstudie von Mordor Intelligence bevorzugen Banken für die digitale Transformation digitale Banking-Plattformen aufgrund der zahlreichen Vorteile, welche diese mit sich bringen. Dazu gehören reduzierte IT-Kosten, die Möglichkeit einer schnellen Markteinführung, Open Banking Anschluss, anpassbare Out-of-the-Box-Funktionen wie auch Omnichannel-Kundenerlebnisse. Zudem wird ebenfalls ein Trend zu cloud-basierten Diensten und SaaS-Verträgen beobachtet, um die Kosten für die IT-Infrastruktur zu reduzieren.²⁰

Mit Blick auf die Vermögensverwalter sind Handels- und Investmentmanagementgebühren signifikant gesunken. Dies veranlasst Vermögensverwalter dazu, Prozesse zu digitalisieren und Möglichkeiten zur Effizienzsteigerung zu identifizieren.²¹ Vor diesem Hintergrund verwenden auch Vermögensverwalter für die digitale Transformation ihrer Dienstleistungen digitale Plattformen. Diese Plattformen unterstützen verschiedene digitale Kanäle wie Smartphones, Tablets sowie Browser und ermöglichen den Kunden somit das nachgefragte, nahtlose Omni-Channel-Erlebnis.

¹⁸ McKinsey (2023), Why most digital banking transformations fail – and how to flip the odds.

¹⁹ McKinsey (2023), Why most digital banking transformations fail – and how to flip the odds; Deloitte (2022), Digital Banking Maturity Study.

²⁰ Mordor Intelligence (2023), Digital Banking Platform Market.

²¹ Mordor Intelligence (2023), Wealth Management Platform Market.

Es wird erwartet, dass der «Digital Banking Platform» Markt sowie auch der «Wealth Management Platform» Markt bis 2030 jährlich um 14.0% wachsen werden

Mordor Intelligence schätzt das Marktvolumen des «Digital Banking Platform» Markts per 2023 auf USD 8.9 Mrd.²² Um den Ansprüchen nach digitalen Bankdienstleistungen ihrer Kunden nachzukommen und die Digitalisierung weiter voranzutreiben, bedarf es beispielsweise gemäss den Studien von McKinsey wie auch Deloitte weiterer substanzieller Investitionen,²³ womit auch die Nachfrage nach Lösungen und Dienstleistungen im Bereich der digitalen Banking-Plattformen steigen wird. Per 2028 wird entsprechend ein Marktvolumen von USD 17.2 Mrd. für den «Digital Banking Platform» Markt geschätzt, was einem jährlichen Wachstum («Compound Annual Growth Rate, CAGR») von 14.0% entspricht.

Das Marktvolumen des «Wealth Management Platform» Markts wird per 2023 auf USD 4.7 Mrd. geschätzt.²⁴ In diesem Markt wird ein vergleichbares Wachstum wie im «Digital Banking Platform» Markt erwartet. Mit einem CAGR von ebenfalls 14.0% wird per 2030 ein entsprechendes Marktvolumen von USD 9.0 Mrd. geschätzt.

²² Mordor Intelligence (2023), Digital Banking Platform Market.

²³ Deloitte (2023), Digital Banking Maturity Study 2022.; ²³ McKinsey (2023), Why most digital banking transformations fail – and how to flip the odds.

²⁴ Mordor Intelligence (2023), Wealth Management Platform Market.

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

3 Bewertung

3.1	Bewertungsansatz	Seite 22
3.2	Discounted-Cashflow-Bewertung	Seite 23
3.3	Multiples-Bewertung	Seite 35
3.4	Aktienkursanalyse	Seite 38

3 Bewertung

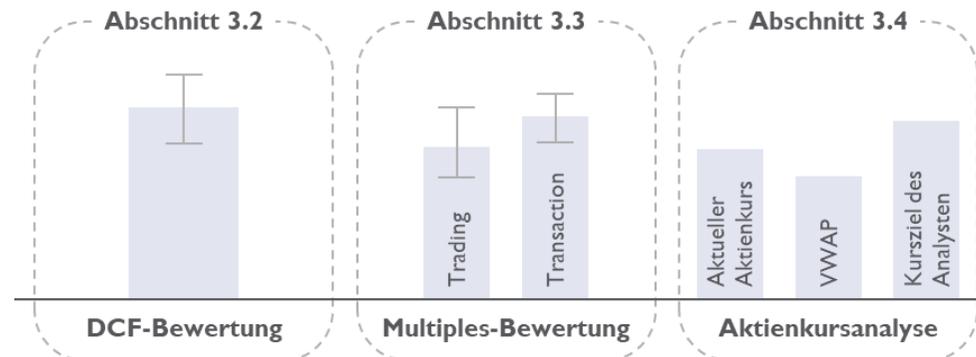
3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung der CREALOGIX stützen wir uns, entsprechend der aktuellen Best Practice, in erster Linie auf die DCF-Methode ab. Zusätzlich wenden wir Trading sowie Transaction Multiples an und berücksichtigen die Erkenntnisse der Aktienkursanalyse sowie die Zielkurse von Analysten

Die Bewertung der CREALOGIX zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Vencora erfolgt auf einer Stand-alone-Basis basierend auf der Anwendung unterschiedlicher Bewertungsansätze. In Übereinstimmung mit der Voranmeldung des öffentlichen Übernahmeangebots vom 16. November 2023 wird der Wert pro CREALOGIX-Aktie zum massgeblichen Bewertungsstichtag per 15. November 2023 ermittelt.²⁵

Innerhalb unseres Bewertungsframeworks kommt der Discounted-Cashflow-Methode («DCF-Methode») die grösste Bedeutung zu. Ergänzt werden die Bewertungsüberlegungen durch die Anwendung marktorientierter Methoden basierend auf der Bewertung vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen (Trading Multiples) und bezahlter Preise im Rahmen vergleichbarer Transaktionen (Transaction Multiples) in der Vergangenheit. Der sich aus der DCF-Methode sowie der Trading- und Transaction-Multiples-Bewertung ergebende Wert pro Aktie wird zudem mit dem aktuellen Aktienkurs der CREALOGIX, dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage (Volume-weighted average price, «VWAP») der CREALOGIX sowie den von Analysten publizierten Kurszielen für die Aktie der CREALOGIX verglichen.

Bewertungsansatz



Quelle: IFBC.

²⁵ Quelle: Voranmeldung des Angebots vom 16. November 2023, CREALOGIX.

3.2 Discounted-Cashflow-Bewertung

3.2.1 Einführung in die Bewertungsmethodik

Die Anwendung der DCF-Methode entspricht der anerkannten Corporate-Finance-Theorie sowie der aktuellen Best Practice in der Unternehmensbewertung. Allgemein wird der Wert eines Unternehmens hergeleitet, indem die erwarteten künftigen Free Cashflows («FCF») mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (Weighted average cost of capital, «WACC») zum definierten Bewertungsstichtag diskontiert werden.

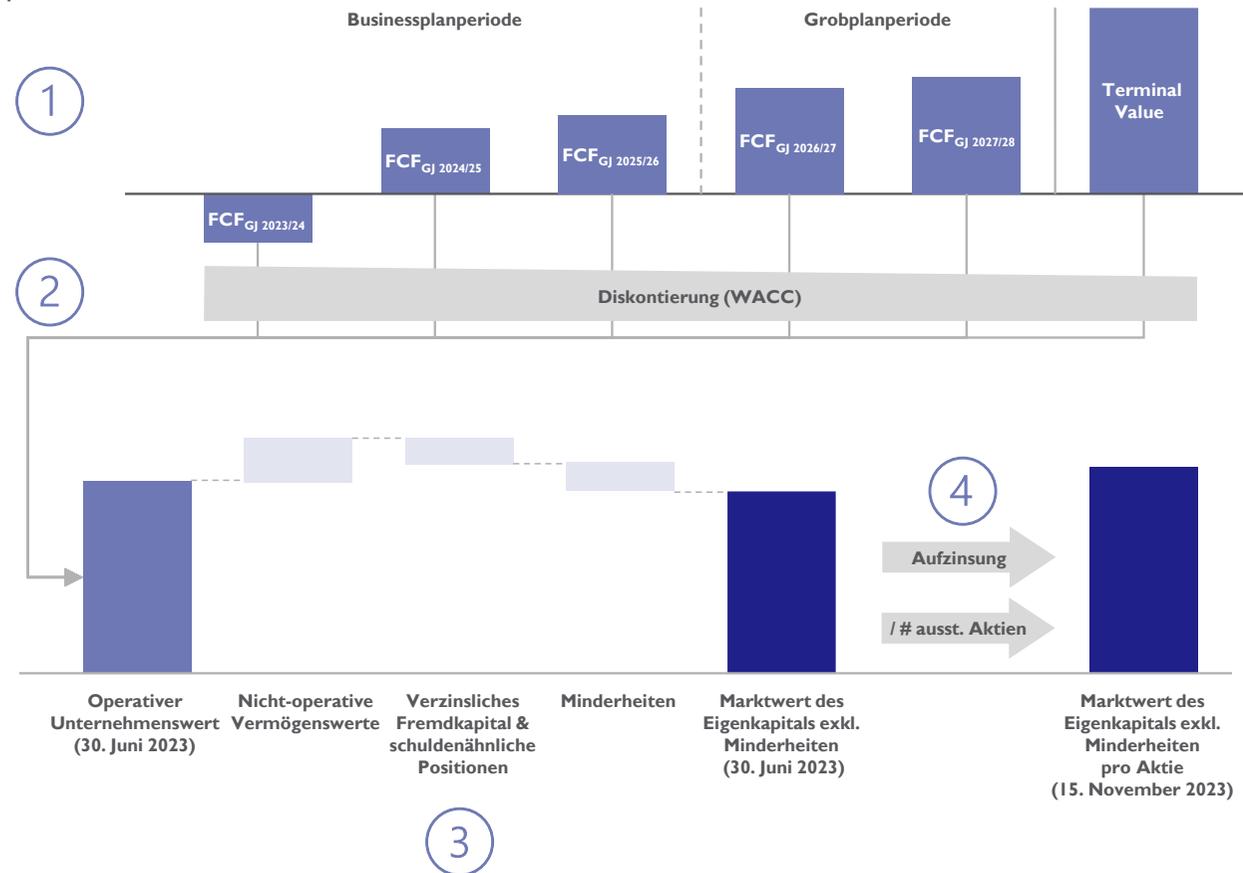
Basierend auf dem beschriebenen Bewertungsansatz wird der Marktwert des Eigenkapitals der CREALOGIX exkl. Minderheiten per 15. November 2023 wie folgt hergeleitet:

Bestimmung des Marktwerts des Eigenkapitals

- 1 In einem ersten Schritt werden anhand des vom VR der CREALOGIX genehmigten Businessplans für die GJ 2023/24 bis 2025/26 (Businessplanperiode) sowie den Annahmen des Managements für die beiden Folgejahre 2026/27 sowie 2027/28 (Grobplanperiode) die zukünftig erwarteten FCF bestimmt. Der Wertanteil, welcher auf die Phase nach dem GJ 2027/28 entfällt, wird in einem Endwert («Terminal Value», «TV») zusammengefasst.
- 2 Die erwarteten FCF der Planungsperiode sowie der ermittelte Terminal Value werden anschliessend mit dem für CREALOGIX angemessenen WACC auf den 30. Juni 2023 diskontiert. Aus den dadurch ermittelten Barwerten ergibt sich der operative Unternehmenswert per 30. Juni 2023.
- 3 Basierend auf dem Geschäftsabschluss per 30. Juni 2023 werden die operativ nicht notwendigen Vermögenswerte zum operativen Unternehmenswert addiert und das verzinsliche Fremdkapital, schuldenähnliche Positionen sowie Minderheiten zu Marktwerten in Abzug gebracht. Daraus resultiert der Marktwert des Eigenkapitals exkl. Minderheiten per 30. Juni 2023.
- 4 Der ermittelte Marktwert des Eigenkapitals wird auf den Bewertungszeitpunkt per 15. November 2023 aufgezinnt und schliesslich durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie per 15. November 2023 zu ermitteln.

Illustrative Darstellung der Bewertungsmethode zur Bestimmung des Marktwerts des Eigenkapitals pro Aktie der CREALOGIX per 15. November 2023

Die nachfolgende Abbildung fasst die Bestimmung des Marktwerts des Eigenkapitals pro Aktie der CREALOGIX per 15. November 2023 zusammen:



Quelle: IFBC.

3.2.2 Free Cashflows und Terminal Value

Die für die Zukunft geschätzten Free Cashflows basieren auf dem Businessplan für die GJ 2023/24 bis 2025/26 sowie zusätzlichen Angaben und Annahmen des Managements für die Grobplanperiode (GJ 2026/27 bis 2027/28) sowie den Terminal Value

Die prognostizierten FCF der CREALOGIX für die GJ 2023/24 bis 2025/26 basieren auf dem aktuellen Businessplan, der vom VR der CREALOGIX am 7. September 2023 genehmigt wurde, sowie auf weiteren Angaben und Annahmen des Managements. Zusätzlich wurde im Rahmen der DCF-Bewertung eine Grobplanperiode für die GJ 2026/27 und 2027/28 berücksichtigt. Für die Grobplanperiode wurden vom Management der CREALOGIX neben weiteren Angaben und Annahmen insbesondere Bandbreiten für 1) das erwartete Wachstum der Umsatzerlöse, und 2) eine nachhaltige operative EBITDA-Marge definiert. Die Annahmen zu den nachhaltigen Werten als Grundlage für die Bestimmung des Terminal Value wurden vom Management bestätigt. Die resultierenden Durchschnittswerte der wichtigsten Werttreiber und Annahmen sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Übersicht zu den wesentlichen Annahmen in der Businessplan- und Grobplanperiode sowie im Terminal Value im Vergleich zur Vergangenheit

in TCHF	Historisch	Businessplanperiode	Grobplanperiode	Terminal Value
	GJ 2020/21 - GJ 2022/23	GJ 2023/24 - GJ 2025/26	GJ 2026/27 - GJ 2027/28	
Wachstum Umsatzerlöse (CAGR)	-7.7%	4.0%	7.5%	1.8%
Ø wiederkehrende Umsatzerlöse in % des Umsatzerlöses ^{*)}	49.8%	48.3%	n/a	n/a
Ø operative EBITDA-Marge ^{**)}	-1.7%	13.0%	15.7%	17.0%
Ø CAPEX in % der Umsatzerlöse	-4.5%	2.2%	1.5%	1.4%
Ø operatives NUV in % der Umsatzerlöse	-7.1%	-2.3%	-2.3%	-2.3%

Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben der CREALOGIX.

*) Angaben zu den wiederkehrenden Umsatzerlösen sind nur für die Businessplanperiode verfügbar, da die Umsatzerlöse in der Grobplanperiode mittels Top-Down-Ansatz geplant wurden.

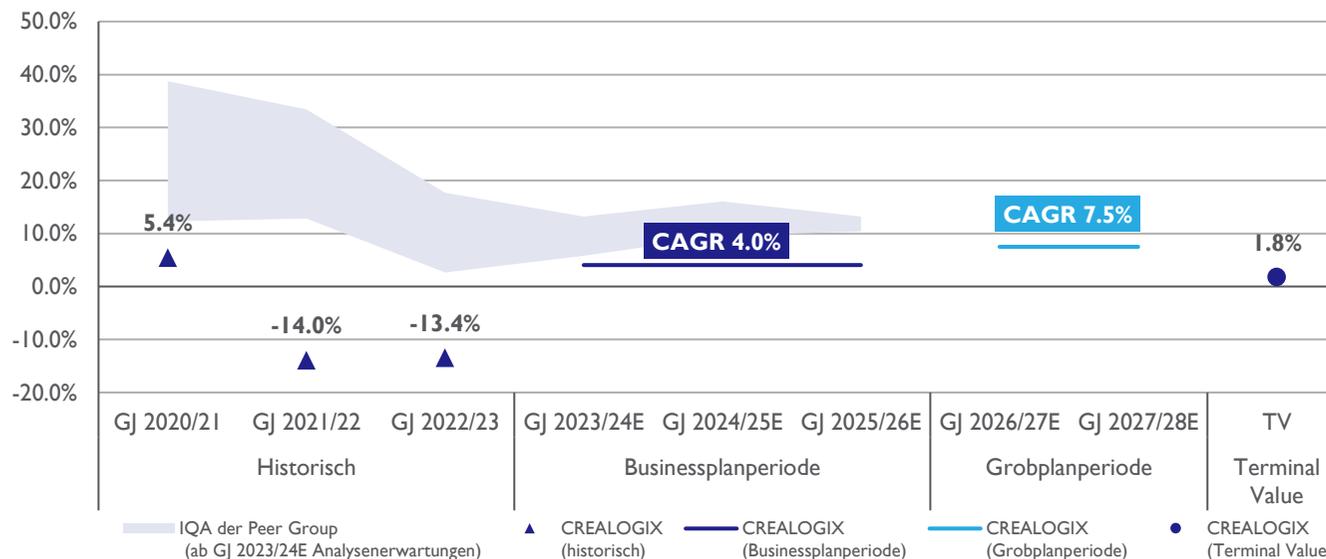
***) Für das GJ 2022/23 wurde die EBITDA-Marge um die SLH-Transaktion bereinigt.

Wir haben die Angaben und Annahmen des Managements der CREALOGIX von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden die wichtigsten Annahmen in der Businessplan- und der Grobplanperiode unter anderem den Analystenschätzungen für die identifizierten Vergleichsunternehmen gegenübergestellt. Für diese Analyse wurden die Vergleichsunternehmen, welche unter anderem Front-End-Lösungen für Banken und Vermögensverwalter entwickeln und vertreiben, in einer Peer Group zusammengefasst.²⁶ Die wichtigsten Annahmen werden nachfolgend beschrieben.

²⁶ Eine Übersicht zu den Vergleichsunternehmen befindet sich in Anhang 5.3.

Annahmen zur Entwicklung der Umsatzerlöse

Vergleich der historischen und prognostizierten Wachstumsraten der Umsatzerlöse der CREALOGIX und der Vergleichsunternehmen²⁷



Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben der CREALOGIX.

Die herausfordernden GJ 2021/22 bis 2022/23²⁸ widerspiegeln sich in einer stark unterdurchschnittlichen Entwicklung der Umsatzerlöse im Vergleich zur Entwicklung der Peer Group. Das Umsatzerlöswachstum der CREALOGIX liegt in diesen Jahren deutlich unter dem Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75% Quartil, «IQA»). Es gilt zu berücksichtigen, dass im GJ 2022/23 ein Teil des Umsatzrückganges auf die SLH-Transaktion zurückzuführen ist.

In der Businessplanperiode von 2023/24E bis 2025/26E («E» für «Expected») erwartet das Management eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 4.0%. Dieses Wachstum reflektiert die Wachstumsstrategie der CREALOGIX und soll insbesondere dank der strategischen Wachstumsinitiativen²⁹ und damit organisch erreicht

²⁷ Da die Analystenabdeckung ab GJ 2026/27E sehr gering ist und somit die Aussagekraft eines Vergleichs nicht gegeben ist, wird für die GJ 2026/27E und 2027/28E auf ein Benchmarking verzichtet.

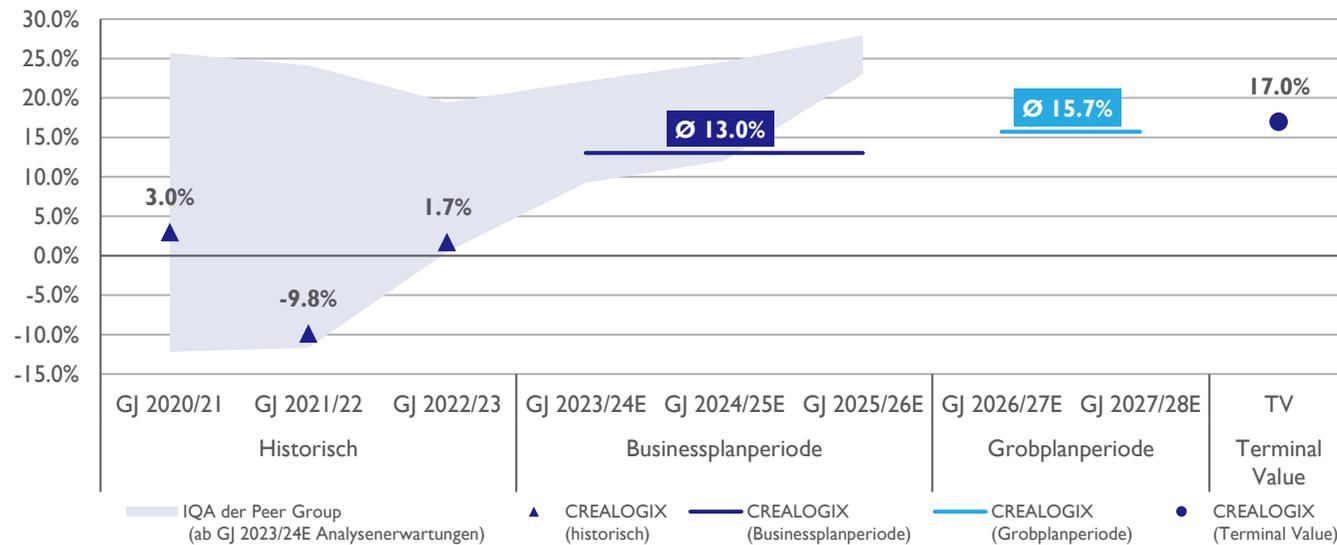
²⁸ Die Ursachen werden im Abschnitt 2.3 ausführlich beschrieben.

²⁹ Die strategischen Initiativen werden im Abschnitt 2.2.3 ausführlich beschrieben.

werden. Mit 4.0% liegt das erwartete Wachstum nach wie vor unter dem IQA der Prognosen der Analysten für die Vergleichsunternehmen der CREALOGIX. In der Grobplanperiode wird für die Umsatzerlöse ein CAGR von 7.5% unterstellt. Diese Annahme wird durch das globale Marktwachstum, sowie gleichzeitig durch die Wachstumsraten der Peer Group, welche in den Vorjahren ein höheren IQA ausweisen, gestützt. Im Terminal Value wird ein nachhaltiges, jährliches Umsatzwachstum von 1.8% berücksichtigt. Diese Wachstumsrate entspricht der durchschnittlichen, langfristigen Inflationserwartung der relevanten Währungen für CREALOGIX, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen Währungssplit.

Annahmen zur EBITDA-Marge

Vergleich der historischen und prognostizierten operativen EBITDA-Margen der CREALOGIX und der Vergleichsunternehmen³⁰



Quellen: Refinitiv Eikon. Management-Angaben der CREALOGIX.

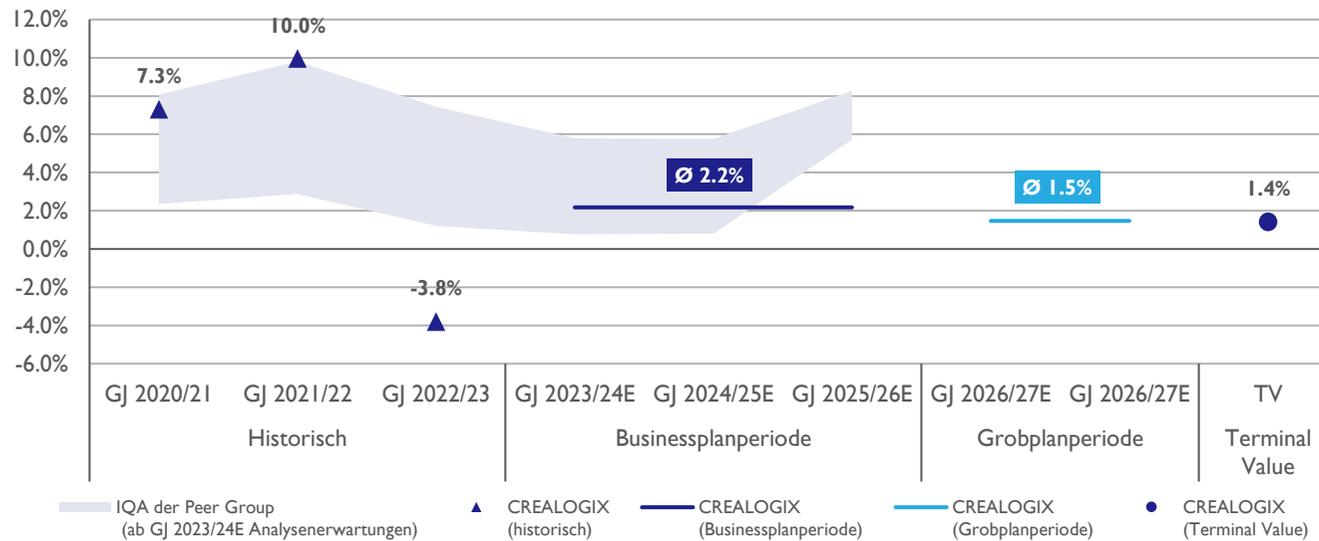
³⁰ Allfällige IFRS 16-bedingte Effekte wurden in den historischen sowie zukünftig erwarteten operativen EBITDAs der Vergleichsunternehmen eliminiert. Da die Analystenabdeckung ab 2026/27E sehr gering ist und somit die Aussagekraft eines Vergleichs nicht gegeben ist, wird für die GJ 2026/27E bis 2027/28E auf ein Benchmarking verzichtet.

Im GJ 2020/21 konnte CREALOGIX trotz der hohen Investitionen (teilweise in den operativen Kosten verbucht) in die digitale Banking-Plattform und das «CREALOGIX Funding Portal» eine positive operative EBITDA-Marge ausweisen. Das GJ 2021/22 war neben dem Umsatzrückgang gleichzeitig durch hohe Investitionen geprägt, was in einer negativen EBITDA-Marge resultierte. Aufgrund der kostensenkenden strategischen Initiativen sowie des Einmalgewinns aus der SLH-Transaktion wurde im GJ 2022/23 eine positive EBITDA-Marge von 10.9% realisiert. Bereinigt um den Erlös aus der SLH-Transaktion wird ein operativer EBITDA von CHF 1.4 Mio. resp. eine operative EBITDA-Marge von 1.7% ausgewiesen. Die EBITDA-Marge liegt historisch in der unteren Hälfte des IQA.

Für die Businessplanperiode rechnet das Management der CREALOGIX mit einer durchschnittlichen operativen EBITDA-Marge von 13.0%, was in den GJ 2023/24E und 2024/25E in der unteren Hälfte des IQA, und im GJ 2025/26E unterhalb des IQA der Analystenerwartungen für die Vergleichsunternehmen liegt. Die steigende operative EBITDA-Marge in der Businessplanperiode wird aufgrund von Skaleneffekten sowie aufgrund der Umsetzung der strategischen Initiativen erwartet. Während der Grobplanperiode wird eine Erhöhung der operativen EBITDA-Marge auf ein nachhaltiges Niveau im Terminal Value angenommen. Somit wird eine durchschnittliche operative EBITDA-Marge von 15.7% für die GJ 2026/27E und 2027/28E geplant. Langfristig betrachtet, beurteilt das Management der CREALOGIX eine EBITDA-Marge von bis zu 17.0% als nachhaltig. Diese positive Entwicklung wird durch die höhere Profitabilität der Vergleichsunternehmen und die durch das angestrebte Umsatzerlöswachstum erzielbaren Skaleneffekte gestützt.

Annahmen zu den CAPEX

Vergleich der historischen und prognostizierten Investitionen der CREALOGIX und der Vergleichsunternehmen (CAPEX in % der Umsatzerlöse)³¹



Quellen: Refinitiv Eikon. Management-Angaben der CREALOGIX.

Die CAPEX beliefen sich im GJ 2020/21 in Relation zu den Umsatzerlösen auf 7.3% und haben sich im GJ 2021/22 auf 10.0% erhöht. Im GJ 2022/23 realisierte das Unternehmen einen Cash-Zufluss aus der SLH-Transaktion.³² Bereinigt um den Erlös aus der SLH-Transaktion belaufen sich die CAPEX im GJ 2022/23 auf 1.8%. Mit diesen Werten bewegte sich CREALOGIX im GJ 2020/21 an der oberen Bandbreite des IQA der Vergleichsunternehmen, und im GJ 2021/22 sogar oberhalb des IQA der Vergleichsunternehmen.

Für die Businessplanperiode werden CAPEX in der Höhe von 2.2% der Umsatzerlöse geplant. Die Analysten erwarten für die Jahre 2023/24E bis 2025/26E im Durchschnitt höhere Investitionsquoten für die Vergleichsunternehmen. CREALOGIX liegt in den ersten beiden Jahren des Businessplans jedoch weiterhin im IQA der Vergleichsunternehmen. Die tieferen CAPEX-Raten lassen sich gemäss Management-Angaben der CREALOGIX durch die Tatsache erklären,

³¹ Da die Analystenabdeckung ab 2026/27E sehr gering ist und somit die Aussagekraft eines Vergleiches nicht gegeben ist, wird für 2026/27E bis 2027/28E auf ein Benchmarking verzichtet.

³² Die Hintergründe zu diesen Investitionen werden im Abschnitt 2.2.3 ausführlich beschrieben.

dass in den Vorjahren bereits höhere Investitionen getätigt wurden, und CREALOGIX ihr Umsatzerlöswachstum über bestehende Produkte sowie Investitionen, welche als OPEX ausgewiesen werden, realisiert. Für die Grobplanperiode wird vom Management der CREALOGIX ein durchschnittliches CAPEX-Niveau von 1.5% unterstellt. Nachhaltig wird seitens des Managements der CREALOGIX ein CAPEX-Niveau von 1.4% im Verhältnis zu den Umsatzerlösen erwartet. Aufgrund der tieferen Wachstumsannahme im Terminal Value ist lediglich von Ersatzinvestitionen auszugehen. Bei der Berechnung des Terminal Value wird angenommen, dass die Abschreibungen nachhaltig dem prognostizierten CAPEX-Niveau entsprechen.

Annahmen zum operativen NUV

Das operative NUV der CREALOGIX betrug im Verhältnis zu den Umsatzerlösen in den GJ 2020/21 bis 2022/23 durchschnittlich -7.1%. Für die Businessplan- und die Grobplanperiode rechnet CREALOGIX mit einem Anstieg des NUV in Relation zu den Umsatzerlösen auf durchschnittlich -2.3%. Im Terminal Value gelangt ebenfalls ein nachhaltiges NUV-Niveau von -2.3% zur Anwendung.

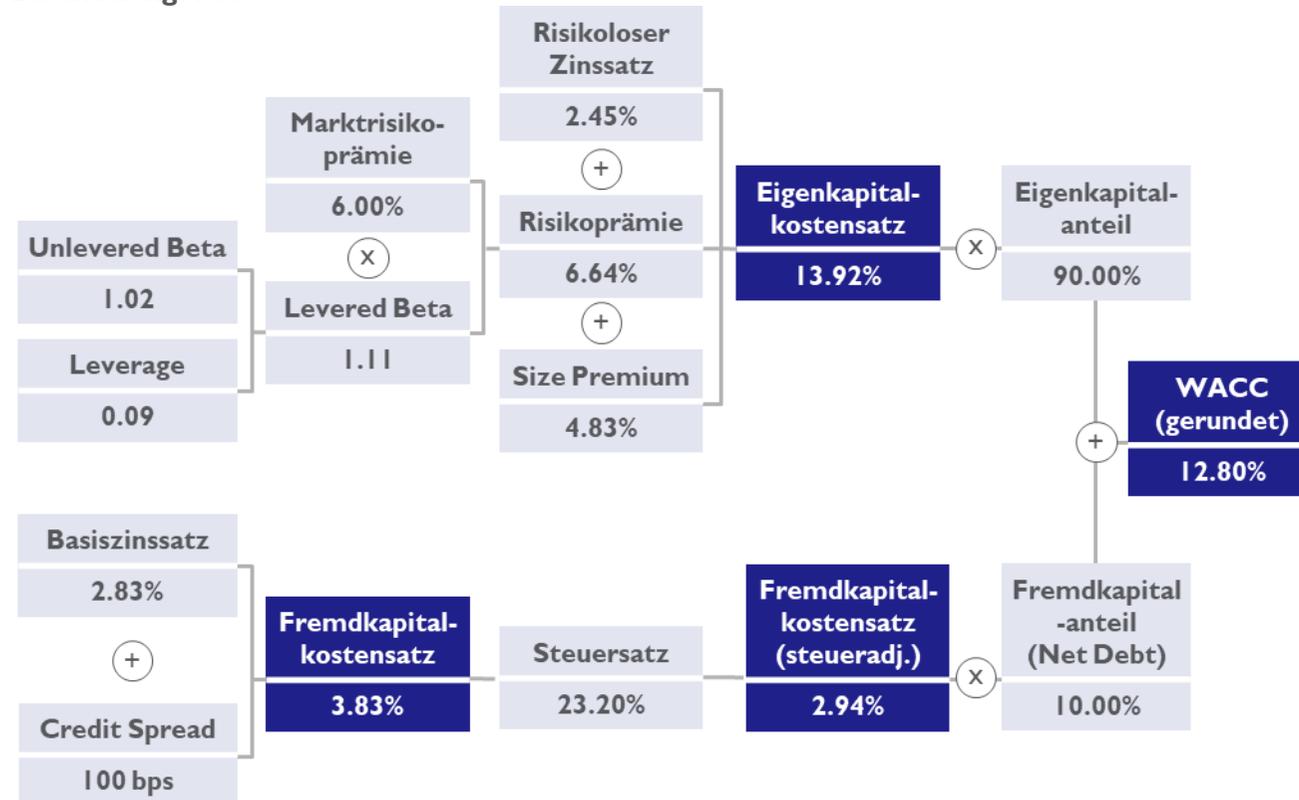
Annahmen zu den Steuern

Basierend auf den Schätzungen des Managements der CREALOGIX wird für die GJ 2023/24E bis 2027/28E sowie für den Terminal Value ein kalkulatorischer Steuersatz von 23.20% verwendet.

3.2.3 Kapitalkostensatz

Bestimmung des WACC für CREALOGIX

In der nachfolgenden Abbildung wird die Bestimmung des WACC für CREALOGIX zusammengefasst:³³



Quellen: IFBC, Kroll, 2023, Refinitiv Eikon, IMF, World Economic Outlook, Oktober 2023, Management-Angaben der CREALOGIX.

³³ Für weiterführende Angaben vgl. Anhang 5.1.

3.2.4 Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals pro Aktie

Operativer Unternehmenswert per 30. Juni 2023

Die Diskontierung der erwarteten Free Cashflows der Planperiode (Businessplanperiode sowie Grobplanperiode) sowie des Terminal Value mit dem WACC von 12.80%³⁴, ergibt einen operativen Unternehmenswert per 30. Juni 2023 von CHF 96.1 Mio.

Marktwert des Eigenkapitals exkl. Minderheiten per 30. Juni 2023

Zum operativen Unternehmenswert per 30. Juni 2023 werden die nicht-operativen Vermögenswerte addiert sowie die Finanzverbindlichkeiten, schuldähnlichen Positionen und Minderheiten zu Marktwerten abgezogen, um den Marktwert des Eigenkapitals exkl. Minderheiten per 30. Juni 2023 zu ermitteln.

Bei den nicht-operativen Vermögenswerten per 30. Juni 2023 im Umfang von insgesamt CHF 9.3 Mio. handelt es sich im Wesentlichen um latente Steueransprüche (netto), die bestehende Minderheitsbeteiligung an der SLH³⁵ sowie weitere finanzielle Vermögenswerte. CREALOGIX verfügt per 30. Juni 2023 in Absprache mit dem Management der CREALOGIX über keine nicht-betriebsnotwendige Liquidität.

Weiter werden das verzinsliche Fremdkapital und schuldähnliche Positionen im Umfang von CHF 30.9 Mio. vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht. Dabei handelt es sich insb. um ausstehende Wandeldarlehen, ein nachrangiges Aktionärsdarlehen und weitere kurzfristige Finanzverbindlichkeiten. Zudem werden wahrscheinlichkeitsgewichtete Rückstellungen und die verbleibende finanzielle Verbindlichkeit aus der aktienbasierten Vergütung des Managements und des Verwaltungsrates als schuldähnliche Positionen berücksichtigt.

Per 30. Juni 2023 bestehen Minderheiten zu Marktwerten im Umfang von CHF 0.9 Mio., welche ebenfalls in Abzug gebracht werden.

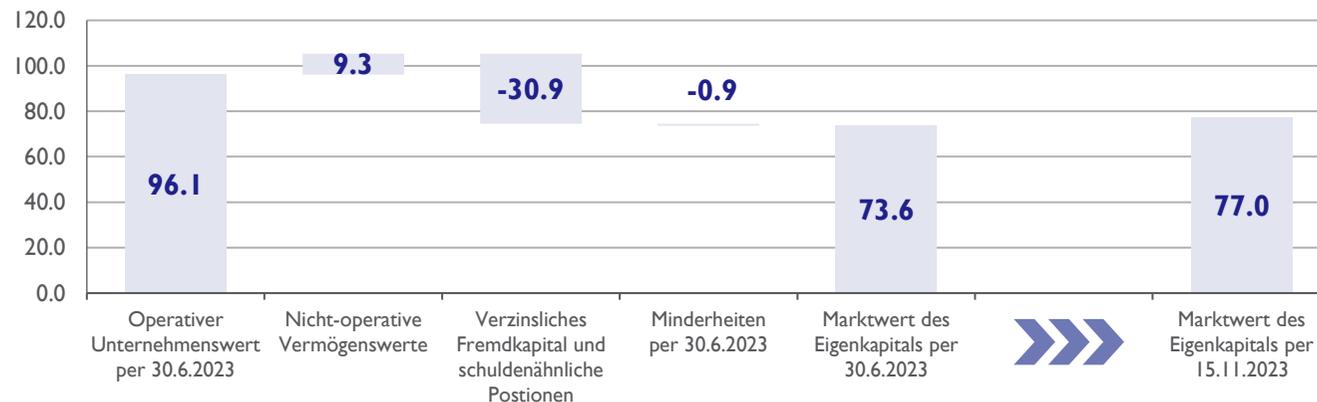
Marktwert des Eigenkapitals exkl. Minderheiten per 15. November 2023

Der für CREALOGIX per 30. Juni 2023 resultierende Marktwert des Eigenkapitals in der Höhe von CHF 73.6 Mio. wird schliesslich auf den Bewertungsstichtag (15. November 2023) aufgezinnt. Daraus ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals per 15. November 2023 von CHF 77.0 Mio.

³⁴ Für weiterführende Informationen zur Berechnung des WACC vgl. Anhang 5.1.

³⁵ Für weiterführende Informationen vgl. Abschnitt 2.3.

**Bestimmung des Marktwerts des Eigenkapitals der CREALOGIX per 15. November 2023
(in CHF Mio., gerundete Werte)**



Quelle: IFBC.

Marktwert pro Aktie in CHF per 15. November 2023

Per 15. November 2023 sind insgesamt 1'404'742 Aktien ausgegeben. Gemäss Angaben des Managements hält CREALOGIX 3'489 Aktien (eigene Aktien) per 15. November 2023. Die Anzahl ausstehender Aktien beträgt somit 1'401'253. Dividiert man den Marktwert des Eigenkapitals per 15. November 2023 durch diese Anzahl ausstehender Aktien, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 54.96.

Sensitivitätsanalyse in Bezug auf den Wert pro Aktie der CREALOGIX per 15. November 2023 (in CHF)

		WACC				
		13.30%	13.05%	12.80%	12.55%	12.30%
Nachhaltige EBITDA-Marge	18.00%	54.98	56.74	58.58	60.51	62.53
	17.50%	53.27	54.98	56.77	58.64	60.61
	17.00%	51.56	53.22	54.96	56.78	58.68
	16.50%	49.85	51.46	53.14	54.91	56.76
	16.00%	48.13	49.70	51.33	53.04	54.83

		WACC				
		13.30%	13.05%	12.80%	12.55%	12.30%
Nachhaltiges CAPEX-Level (in CHF Mio.)	1.00	53.00	54.71	56.50	58.36	60.32
	1.25	52.28	53.97	55.73	57.57	59.50
	1.50	51.56	53.22	54.96	56.78	58.68
	1.75	50.84	52.47	54.19	55.98	57.86
	2.00	50.11	51.73	53.42	55.19	57.04

Quelle: IFBC.

Obige Abbildungen zeigen die Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie der CREALOGIX in CHF per 15. November 2023. Eine Veränderung des unterstellten WACC von 12.80% um ± 50 Basispunkte und der im Terminal Value unterstellten nachhaltigen EBITDA-Marge um ± 100 Basispunkte führt zu einer Wertbandbreite von CHF 48.13 bis CHF 62.53 pro Aktie. Eine identische Veränderung des unterstellten WACC bei einer gleichzeitigen Anpassung des unterstellten nachhaltigen CAPEX-Level um \pm CHF 0.5 Mio. resultiert in einer Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 50.11 und CHF 60.32.

Zusammenfassung

- Die Anwendung der DCF-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts ist anerkannte Best Practice.
- Die Annahmen zu den Free Cashflows und dem Terminal Value basieren auf dem Businessplan für die GJ 2023/24E bis 2025/26E, welcher vom Verwaltungsrat der CREALOGIX am 7. September 2023 genehmigt wurde, sowie den Angaben und Annahmen des Managements für die Grobplanperiode und den Terminal Value.
- Für die Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals wurde ein WACC von 12.80% angewendet sowie auf den Jahresabschluss per 30. Juni 2023 abgestützt.
- Der resultierende Wert pro Aktie per 15. November 2023 beträgt CHF 54.96.
- Die Sensitivitätsanalysen ergeben eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 48.13 bis CHF 62.53.
- Dem Resultat der DCF-Bewertung wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten der CREALOGIX am besten Rechnung getragen wird.

3.3 Multiples-Bewertung

Die Bewertung anhand von Trading und Transaction Multiples erfolgt zur Plausibilisierung der im Rahmen der DCF-Analyse ermittelten Werte pro Aktie.

Bewertung basierend auf Trading Multiples

Für die Bewertung auf Basis von Trading Multiples wurde für CREALOGIX eine Peer Group mit vergleichbaren Unternehmen definiert.³⁶ Für jedes ausgewählte Vergleichsunternehmen wird der EBITDA-Multiple berechnet, indem der gesamte Unternehmenswert per 31. Oktober 2023³⁷ (Eigenkapitalwert zzgl. Nettoverschuldung) ins Verhältnis zum jeweiligen erwarteten EBITDA (06/2024, resp. 06/2025 erwartet («E»)) gesetzt wird.^{38 39} Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung der CREALOGIX und derjenigen der Vergleichsunternehmen und damit implizit resultierender grössenabhängiger Premiums/Discounts werden bei der Bewertung auf Basis von Trading Multiples entsprechend Rechnung getragen.

Der resultierende Median-Wert für die Multiples der Peer Group wird auf die fristenkongruent geschätzten operativen EBITDA der CREALOGIX angewandt. Daraus resultiert der operative Unternehmenswert. Die nicht-operativen Vermögenswerte werden zum operativen Unternehmenswert addiert und die verzinslichen Finanzverbindlichkeiten, die schuldenähnlichen Positionen sowie die Minderheiten zu Marktwerten in Abzug gebracht. In diesem Kontext werden dieselben Werte wie im Rahmen der DCF-Methode angewendet. Der daraus resultierende Eigenkapitalwert wird im Anschluss zum Bewertungsstichtag per 15. November 2023 aufgezinst und durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den jeweiligen Wert pro Aktie zu berechnen. Daraus ergibt sich eine Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 53.75 und CHF 96.92. Der durchschnittliche Wert pro Aktie beträgt CHF 60.18.

Im Vergleich zur DCF-Bewertung resultiert bei der Anwendung von Trading Multiples eine höhere Bewertung der CREALOGIX. Dies kann insbesondere auf das in der Businessplan- und in der Grobplanperiode erwartete Wachstum sowie die geplante operative EBITDA-Marge der CREALOGIX zurückgeführt werden. Die Erwartungen

³⁶ Für weiterführende Informationen zu den ausgewählten Vergleichsunternehmen im Rahmen der Trading-Multiples-Analyse vgl. Abschnitt 5.3 im Anhang.

³⁷ Letztes Monatsende vor der Vorankündigung.

³⁸ Um eine konsistente und vergleichbare Berechnung der Multiples zu gewährleisten, wurden allfällige IFRS 16- und ASC 842-bedingte Effekte im Zusammenhang mit der Bestimmung des Enterprise Value sowie des EBITDA berücksichtigt und entsprechend eliminiert.

³⁹ Auf eine Multiple-Berechnung auf Basis des operativen EBITDA 10/2023 (last twelve months, «LTM») wird verzichtet. Das operative EBITDA-Niveau 10/2023LTM stellt aufgrund der aktuellen Situation des Unternehmens sowie der erwarteten Entwicklung des Unternehmens gemäss Businessplan keine angemessene Bewertungsgrundlage dar.

betreffend dieser beiden Werttreiber liegen für CREALOGIX unter den Analystenerwartungen für die Vergleichsunternehmen.

Bewertung basierend auf Transaction Multiples

Im Rahmen der Analyse der Transaction Multiples wird der Unternehmenswert auf der Basis von beobachtbaren Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen bestimmt. Dabei wurden Unternehmenstransaktionen zwischen Oktober 2013 und Oktober 2023 analysiert, bei welchen eine Mehrheitsbeteiligung erworben wurde. Die Unternehmenswerte der Zielunternehmen werden auf Basis des in den einzelnen Transaktionen bezahlten Kaufpreises (100%) zuzüglich der Nettoverschuldung berechnet und mit dem ausgewiesenen EBITDA der letzten zwölf Monate vor der Transaktion verglichen.⁴⁰ Analog zum Vorgehen bei der Trading-Multiples-Analyse wird der Abweichung zwischen der Grösse der einzelnen Vergleichstransaktionen und der Marktkapitalisierung der CREALOGIX durch die Berücksichtigung impliziter, grössenabhängiger Premiums/Discounts entsprechend Rechnung getragen.

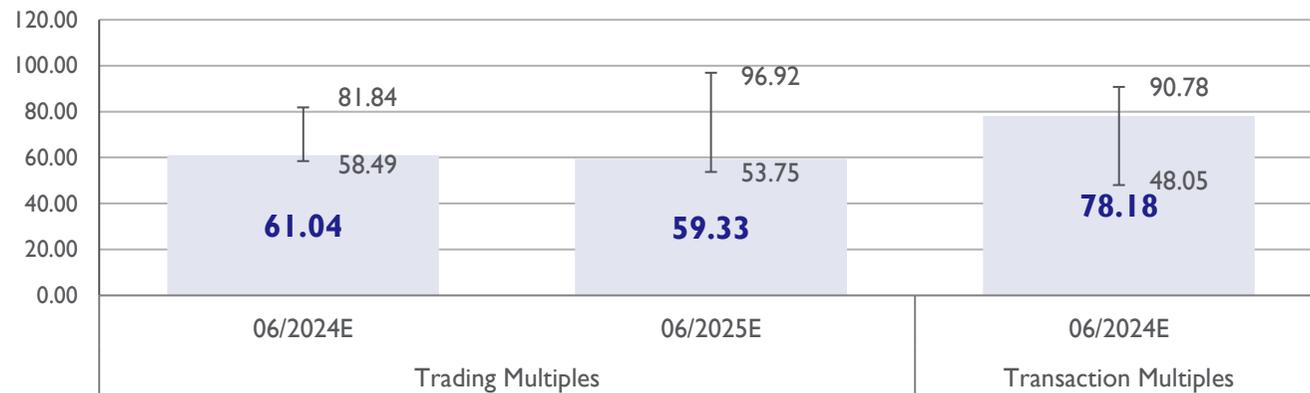
Aufgrund der eingeschränkten Datenlage bezüglich verfügbarer, vergleichbarer Transaktionen im genannten Zeitraum, ist dieser Analyse eine geringere Bedeutung beizumessen. Es konnten lediglich fünf Transaktionen identifiziert werden, bei welchen das Zielunternehmen im weiteren Sinne ein mit CREALOGIX vergleichbares Geschäftsmodell aufwies, und die Daten öffentlich verfügbar sind. Bei einer kleinen Anzahl von Vergleichstransaktionen können transaktionsspezifische Effekte einen starken Einfluss haben.

Zur Bestimmung des Unternehmenswerts werden die resultierenden Transaction Multiples mit dem erwarteten operativen EBITDA per 30. Juni 2024 («06/2024E») multipliziert.⁴¹ Der Wert pro Aktie wird auf identische Weise hergeleitet, wie bei der Trading-Multiples-Analyse vorangehend erläutert. Basierend auf der Bewertung mittels Transaction Multiples resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 78.18 mit einer Wertbandbreite (IQA) zwischen CHF 48.05 und CHF 90.78.

⁴⁰ Für weiterführende Informationen zu den ausgewählten Vergleichstransaktionen im Rahmen der Transaction-Multiples-Analyse vgl. Abschnitt 5.4 im Anhang.

⁴¹ Auf eine fristenkongruente Multiple-Berechnung auf Basis des operativen EBITDA 10/2023LTM wird verzichtet. Das operative EBITDA-Niveau 10/2023LTM stellt aufgrund der aktuellen Situation des Unternehmens sowie der erwarteten Entwicklung des Unternehmens gemäss Businessplan keine angemessene Bewertungsgrundlage dar.

Wert pro Aktie der CREALOGIX per 15. November 2023 anhand der Multiples-Bewertungen (in CHF)



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC-Analyse.

Zusammenfassung

- Zur Plausibilisierung des DCF-Werts werden Bewertungen basierend auf Trading und Transaction Multiples vorgenommen.
- Die Bewertung mittels Trading Multiples ergibt einen Wert je Aktie von CHF 53.75 bis CHF 96.92 (Mittelwert über beide Jahre CHF 60.18). Die im Vergleich zur DCF-Bewertung höhere Bewertung der CREALOGIX mittels Trading Multiples kann insbesondere auf die vergleichsweise konservative zukünftige finanzielle Entwicklung der CREALOGIX in der Businessplan- und in der Grobplanperiode zurückgeführt werden, welche so in den aktuellen Marktbewertungen der Vergleichsunternehmen nicht reflektiert ist.
- Basierend auf der Transaction-Multiples-Bewertung resultiert ein Wert je Aktie von CHF 78.17 mit einer Wertbandbreite von CHF 48.05 bis CHF 90.78.
- Die Aussagekraft der Multiples-Bewertungen beurteilt IFBC als eingeschränkt. Da CREALOGIX eine Marktnische bedient, ist die Verfügbarkeit an vergleichbaren Unternehmen und Transaktionen eingeschränkt. Zudem gilt es zu beachten, dass sowohl Geschäftsmodelle als auch die spezifische Situation der Vergleichsunternehmen generell voneinander abweichen können. Bei einer kleinen Anzahl verfügbarer Vergleichsunternehmen und -transaktionen können unternehmens- wie auch transaktionsspezifische Effekte einen starken Einfluss haben.

3.4 Aktienkursanalyse

Aktienkursentwicklung

Der Kurs der CREALOGIX-Aktie ist in den letzten 12 Monaten um 23.27% angestiegen. Während dieses Zeitraums lag der Kurs zwischen CHF 39.00 (12. Dezember 2022) und CHF 82.00 (6. Februar 2023).

Die Aktie der CREALOGIX wurde am 15. November 2023, am Tag vor der Vorankündigung der Transaktion, mit einem Schlusskurs von CHF 49.80 gehandelt. Der volumengewichtete Durchschnittspreis (VWAP) der letzten 60 Handelstage betrug per 15. November 2023 CHF 49.45.

Entwicklung des Aktienkurses der CREALOGIX der letzten zwölf Monate (in CHF)



Quellen: Refinitiv Eikon, SIX Swiss Exchange.

Im Angebotspreis von CHF 60.00 enthaltene Prämien zum Aktienkurs und VWAP

Die aus dem Angebotspreis von CHF 60.00 resultierende Prämie gegenüber dem Schlusskurs vor der öffentlichen Vorankündigung (15. November 2023) beträgt 20.48%. Verglichen mit dem VWAP (60 Handelstage) per 15. November 2023 enthält das Angebot eine Prämie von 21.33%. Die Prämie des Angebots liegt somit leicht über (VWAP) bzw. leicht unter (Schlusskurs) dem historischen Median der Prämien, die seit 2011 bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlt wurden (20.8%).⁴²

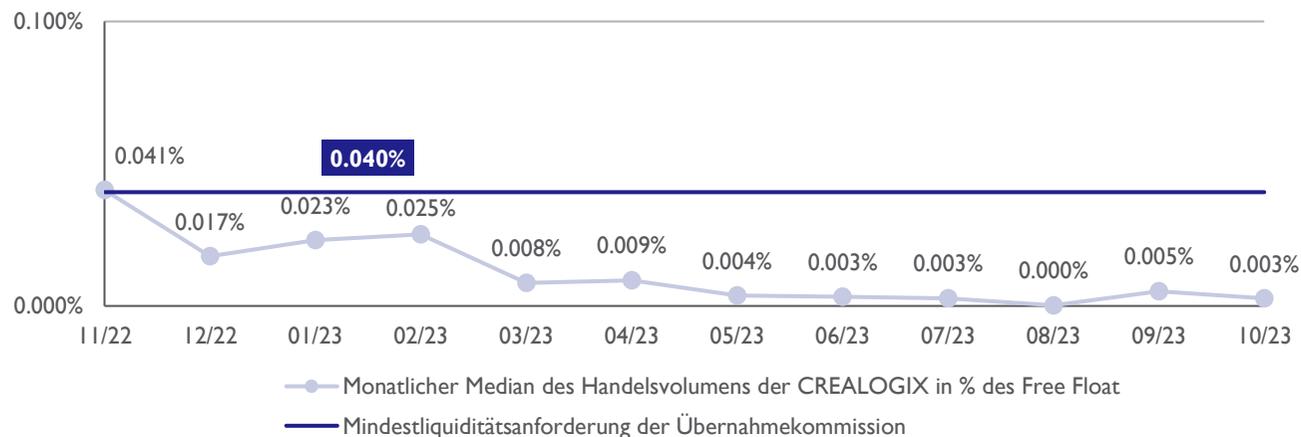
⁴² Für weiterführende Informationen zu den seit 2011 bezahlten Prämien bei öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz vgl. Abschnitt 5.5 im Anhang.

Liquiditätsanalyse

Gemäss dem geltenden Übernahmerecht werden Aktien von Unternehmen, die im Swiss Leader Index («SLI») geführt werden, als liquide eingestuft. Weiter sind Titel, die nicht Teil des SLI sind, als liquide zu klassifizieren, «sofern der monatliche Median des Tagesvolumens eines Titels im Verhältnis zum Streubesitz (Free Float) in 10 der 12 Monate vor der Veröffentlichung des Angebots oder der Voranmeldung mindestens 0.04% betragen hat».⁴³ Da die Aktien der CREALOGIX nicht Teil des SLI sind, erfolgt die Prüfung der Liquidität der Aktie auf Basis der Analyse des Handelsvolumens.

Wie aus der nachfolgenden Abbildung hervorgeht, ist der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der CREALOGIX-Aktie während des Zwölfmonatszeitraums vor der Veröffentlichung des Angebots nur in einem von 12 Monaten höher als der geltende Schwellenwert von 0.04%. Folglich sind die Aktien der CREALOGIX gemäss der Definition der UEK als illiquide zu beurteilen. Der Aktienkurs der CREALOGIX (aktueller Börsenkurs und VWAP) ist nach schweizerischem Übernahmerecht aufgrund mangelnder Liquidität nur beschränkt aussagekräftig und dient folglich nur bedingt als Referenzgrösse zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots.

Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien der CREALOGIX in % des Free Float



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC-Analyse. Free Float gemäss Geschäftsbericht der CREALOGIX (2022/23 sowie 2021/22).

⁴³ Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26. Februar 2010.

Kursziel des Analysten

Lediglich ein Analyst publiziert ein Kursziel zu CREALOGIX. Am 8. November 2023 hat die ZKB ein neues Kursziel von CHF 61.00 definiert.

Zusammenfassung

- Die Aktien der CREALOGIX sind im Sinne des geltenden schweizerischen Übernahmerechts als illiquide zu beurteilen. Aus diesem Grund kann sowohl der Aktienkurs als auch der VWAP der letzten 60 Handelstage bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch Vencora nur bedingt als Referenzgrösse herangezogen werden.
- Am letzten Handelstag vor der öffentlichen Vorankündigung (15. November 2023) schloss der Aktienkurs der CREALOGIX bei CHF 49.80. Der VWAP lag zu diesem Zeitpunkt bei CHF 49.45. Die implizit aus dem Angebotspreis resultierende Prämie liegt bei 20.48% im Vergleich zum Schlusskurs und bei 21.33% im Vergleich zum VWAP.
- Die Prämie des Angebots von Vencora gegenüber dem Aktienkurs resp. dem VWAP liegt somit leicht über (VWAP) bzw. leicht unter (Schlusskurs) dem historischen Median der Prämien, die bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlt wurden.
- Das einzige Kursziel eines Analysten für CREALOGIX beträgt CHF 61.00. Da nur ein Analyst ein Kursziel für das Zielunternehmen publiziert, erachten wir die Aussagekraft der Analyse als eingeschränkt.

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

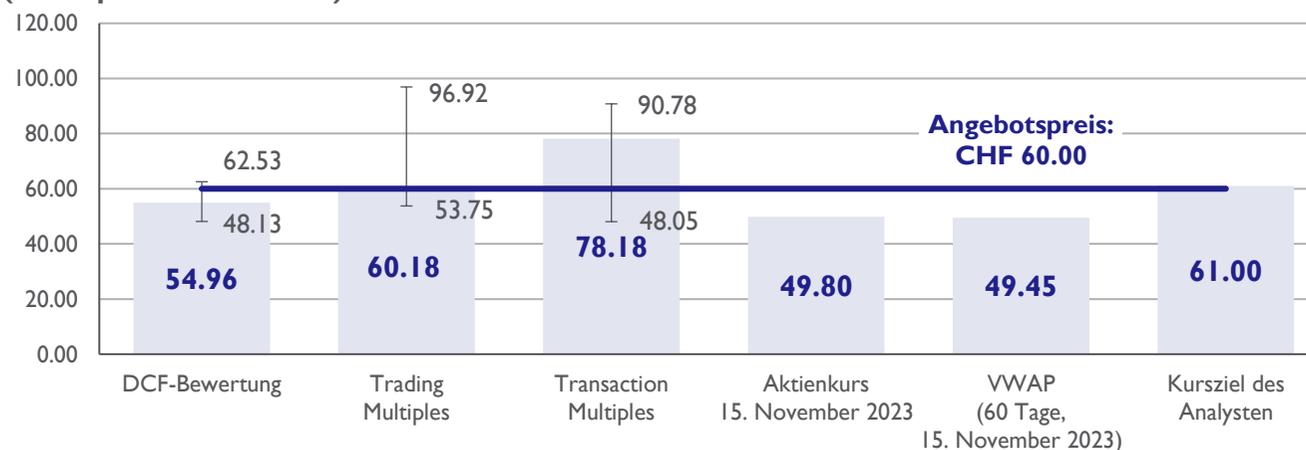
4 Beurteilung

4 Beurteilung

IFBC gelangt auf Basis der vorangehend beschriebenen Analysen und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen zu folgender Einschätzung hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots durch Vencora für die ausstehenden Aktien der CREALOGIX:

Übersicht zu den Bewertungsergebnissen

Übersicht zu den Bewertungsergebnissen der CREALOGIX per 15. November 2023 (Wert pro Aktie in CHF)



Quelle: IFBC.

- Gemäss Best Practice haben wir eine Reihe von Bewertungsmethoden angewandt, um den Wert pro Aktie der CREALOGIX zu bestimmen.
- Die Bewertung mittels DCF-Methode ergibt per 15. November 2023 einen Wert pro Aktie von CHF 54.96 mit einer Wertbandbreite zwischen CHF 48.13 und CHF 62.53. Das Bewertungsergebnis ist vor allem sensitiv bezüglich der als nachhaltig geschätzten EBITDA-Marge, der Investitionsquote (CAPEX) sowie des unterstellten Kapitalkostensatzes. Dem Resultat der DCF-Bewertung wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten der CREALOGIX am besten Rechnung getragen wird.
- Bei einer Bewertung mittels Trading Multiples resultiert per 15. November 2023 eine Wertbandbreite von CHF 53.75 bis CHF 96.92 pro Aktie (Mittelwert bei CHF 60.18). Die Anwendung von Transaction Multiples führt per 15. November 2023 zu einer Wertbandbreite von CHF 48.05 bis CHF 90.78 pro Aktie (Medianwert

CHF 78.18). Trotz der sorgfältigen Auswahl von Vergleichsunternehmen und -transaktionen beurteilen wir die Aussagekraft der Bewertung anhand von Multiples als eingeschränkt. Zum einen sind Transaction Multiples eine geringere Bedeutung beizumessen aufgrund der eingeschränkten Datenlage bezüglich verfügbarer, vergleichbarer Transaktionen im untersuchten Zeitraum. Zum anderen sind die spezifische Situation und die erwartete finanzielle Entwicklung der CREALOGIX in den aktuellen Marktbewertungen der Vergleichsunternehmen nicht entsprechend abgebildet. Die Analysten schätzen im Durchschnitt für die Vergleichsunternehmen höhere erwartete Wachstumsraten sowie EBITDA-Margen als das Management für CREALOGIX in den nächsten Jahren erwartet.

- Die Aktien der CREALOGIX sind aufgrund des tiefen Handelsvolumens nach schweizerischem Übernahmerecht als illiquide zu beurteilen. Aus diesem Grund ist sowohl der Aktienkurs als auch der VWAP der letzten 60 Handelstage bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch Vencora nur von untergeordneter Bedeutung.
- Im Vergleich zum Schlusskurs von CHF 49.80 am 15. November 2023, dem Tag vor der Vorankündigung des Angebots, entspricht der Angebotspreis von CHF 60.00 einer Prämie von 20.48%. Aus dem Vergleich zwischen Angebotspreis und VWAP (60 Tage) von CHF 49.45 per 15. November 2023 resultiert eine Prämie von 21.33%.
- Das Kursziel des Analysten der ZKB liegt bei CHF 61.00. Die Aussagekraft der Analyse erachten wir als eingeschränkt.

Abschliessende Beurteilung
des Angebots

Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC den Angebotspreis von CHF 60.00 je Aktie der CREALOGIX aus finanzieller Sicht als fair. Diese Konklusion basiert auf den folgenden Überlegungen:

- Das Angebot wird durch die DCF-Bewertung gestützt.
- Das Angebot liegt innerhalb der Wertbandbreite, die sich aus der Anwendung von Trading und Transaction Multiples ergibt.
- Der Angebotspreis liegt per 15. November 2023 über dem Schlusskurs und dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage.

Zürich, 29. November 2023



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Fabian Forrer, CFA
Partner

FAIRNESS OPINION CREALOGIX HOLDING AG

5 Anhang

5.1	Kapitalkostensatz (WACC)	Seite 45
5.2	Beta Analyse per 31. Oktober 2023	Seite 47
5.3	Trading Multiples per 31. Oktober 2023	Seite 48
5.4	Transaction Multiples per 31. Oktober 2023	Seite 49
5.5	Prämienanalyse öffentlicher Übernahmeangebote in der Schweiz seit 2011	Seite 50
5.6	Abkürzungsverzeichnis	Seite 51

5 Anhang

5.1 Kapitalkostensatz (WACC)

Parameter	Wert	Beschreibung
Währungsgewichteter, risikoloser Zinssatz	2.45%	<ul style="list-style-type: none"> Höherer Wert zwischen dem definierten Mindestwert (Untergrenze für den realen Zinssatz von 0.00% + langfristig erwartete Inflation) und Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen der relevanten Währungen für CREALOGIX, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen Währungssplit (CHF, EUR und USD (gerundet)). Quellen: Refinitiv Eikon; IMF, World Economic Outlook, Oktober 2023, Management-Angaben der CREALOGIX.
Marktrisikoprämie	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios sowie dem risikolosen Zinssatz und korrespondiert mit der zusätzlichen Prämie, die ein Investor für ein Aktieninvestment gegenüber einer risikolosen Anlage erwartet. In Übereinstimmung mit der Best Practice wird eine nachhaltige implizite Marktrisikoprämie von 6.00% berücksichtigt. Quelle: IFBC.
Unlevered Beta	1.02	<ul style="list-style-type: none"> Das unlevered Beta misst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren, ausschliesslich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens. Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, werden nebst dem Beta der CREALOGIX auch statistisch signifikante Betas von Peer Group Unternehmen analysiert. Dafür wurden Unternehmen bestimmt, welche vergleichbare Produkte und Dienstleistungen (Front-End-Lösungen) für Banken und Vermögensverwalter anbieten. Die Berechnung basiert auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren (siehe Anhang 5.2). Der Median des unlevered Beta der Peer Group liegt per 31. Oktober 2023 für CREALOGIX bei 1.02. Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben der CREALOGIX.
Leverage-Faktor	0.09	<ul style="list-style-type: none"> Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur sowie des relevanten Steuersatzes der CREALOGIX (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	1.11	<ul style="list-style-type: none"> Das levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.
Risikoprämie	6.64%	
Size Premium	4.83%	<ul style="list-style-type: none"> Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen. Aus diesem Grund wird ein Size Premium im Rahmen des CAPM berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet. Unter Berücksichtigung der Marktkapitalisierung der CREALOGIX sowie unseren Bewertungsüberlegungen wird ein Size Premium von 4.83% (10. Dezil des Size Premiums gemäss Kroll) angewendet. Quellen: Refinitiv Eikon und Kroll, per 31. Dezember 2022.
Eigenkapitalkostensatz	13.92%	

Parameter	Wert	Beschreibung
Währungsgewichteter Swap-Satz	2.83%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Höherer Wert zwischen den definierten Mindestwerten (Untergrenze für den realen Zinssatz von 0.00% + langfristig erwartete Inflation der jeweiligen Währungsräume) und den 5-jährigen Swap-Satz der relevanten Währungen für CREALOGIX, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen Währungssplit (CHF, EUR und USD (gerundet)). ■ Quellen: Refinitiv Eikon; IMF, World Economic Outlook, Oktober 2023, Management-Angaben der CREALOGIX.
Credit Spread	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Basierend auf aktuellen Marktdaten und einer Bonitätsannahme im Bereich Sub-Investment-Grade / Investment-Grade, wenden wir einen Aufschlag von 1.00% auf den Basiszinssatz an. ■ Quellen: IFBC Credit Spread Index, Management-Angaben der CREALOGIX.
Fremdkapitalkostensatz	3.83%	
Steuersatz	23.20%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erwarteter langfristiger Steuersatz der CREALOGIX. ■ Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX.
Steueradjustierter Fremdkapitalkostensatz	2.94%	
Fremdkapitalanteil (Net Debt)	10%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Definition einer Zielkapitalstruktur für CREALOGIX. ■ Quelle: Management-Angaben der CREALOGIX.
Eigenkapitalanteil	90%	
WACC (gerundet)	12.80%	

5.2 Beta Analyse per 31. Oktober 2023

Unternehmen	Land	Lokalwährung	Leverage ¹⁾ 10/2023	Adj. levered Beta ²⁾ 10/2023	Adj. unleverd Beta 10/2023
Crealogix Holding AG	Schweiz	CHF	0.23	0.61	0.49
Alkami Technology Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.00	1.26	1.26
Blend Labs Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.00	1.02	1.02
Envestnet Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.16	1.12	0.97
Intellect Design Arena Ltd	Indien	INR	0.00	1.19	1.19
Jack Henry & Associates Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.01	0.79	0.78
MeridianLink Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.15	0.99	0.86
nCino Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.00	1.55	1.55
Profile Systems and Software SA	Griechenland	EUR	0.00	0.98	0.98
Q2 Holdings Inc	Vereinigte Staaten	USD	0.07	1.57	1.48
Median			0.00	1.12	1.02

Graue Werte werden mangels statistischer Signifikanz in der Analyse nicht berücksichtigt.

1) Leverage: 2-Jahres-Mittelwert (Nettoverschuldung x (1-Steuersatz) / Eigenkapital).

2) Adj. wöchentliches Beta (2 Jahre) per 31. Oktober 2023.

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.3 Trading Multiples per 31. Oktober 2023

Unternehmen	Land	Rechnungslegungs- standard	Lokal- währung	Marktkapitalisierung per 31.10.2023 in CHF Mio.	Unternehmenswert per 31.10.2023 ¹⁾ in CHF Mio.	Adjusted EBITDA Multiple ²⁾	
						06/24 E	06/25 E
Crealogix Holding AG	Schweiz	Swiss	CHF	60	87	11.2x	8.0x
Alkami Technology Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	1'525	1'441	n/a	32.8x
Blend Labs Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	269	226	n/a	n/a
Envestnet Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	1'834	2'603	7.0x	5.6x
Intellect Design Arena Ltd	Indien	IFRS	INR	1'040	940	10.6x	8.7x
Jack Henry & Associates Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	9'383	9'623	10.1x	9.2x
Meridianlink Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	1'210	1'498	10.5x	9.2x
nCino Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	2'876	2'839	29.9x	20.4x
Profile Systems and Software SA	Griechenland	IFRS	EUR	90	82	n/a	n/a
Q2 Holdings Inc	Vereinigte Staaten	US	USD	1'594	1'784	16.0x	11.8x
3. Quartil				1'774	2'399	13.6x	14.0x
Median				1'368	1'469	10.6x	9.2x
1. Quartil				462	404	10.3x	8.5x

1) Unter Berücksichtigung von Net Debt.

2) Die zugrundeliegenden Daten wurden um IFRS 16-bedingte Effekte bereinigt. Den Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung der CREALOGIX und derjenigen der Vergleichsunternehmen und damit implizit resultierender, grössenabhängiger Premiums/Discounts wurde mittels Size-Adjustment bei der Ermittlung der EBITDA-Multiples entsprechend Rechnung getragen.

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.4 Transaction Multiples per 31. Oktober 2023

Datum	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Wert des Eigenkapitals (100%) in USD Mio.	Adjusted EBITDA Multiple ¹⁾
03.07.2019	GBST Holdings Ltd	Kiwi Holdco CayCo Ltd	180	13.1x
17.12.2018	Harvest SA	Winnipeg Participations SASU	129	25.9x
19.02.2018	CAD IT SpA	Quarantacinq SpA	58	3.4x
14.02.2017	Rubik Financial Ltd	Temenos Group AG	49	14.9x
10.08.2015	Yodlee Inc	Envestnet Inc	593	8.8x
3. Quartil				14.9x
Median				13.1x
1. Quartil				8.8x

1) Den Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung der CREALOGIX und dem Eigenkapitalwert der Zielunternehmen und damit implizit resultierender, grössenabhängiger Premiums/Discounts wurde mittels Size-Adjustment bei der Ermittlung der EBITDA-Multiples entsprechend Rechnung getragen.

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.5 Prämienanalyse öffentlicher Übernahmeangebote in der Schweiz seit 2011⁴⁴

Jahr	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Angebotspreis (in CHF)	VWAP 60 Tage (in CHF)	Prämie	Erfolgsquote
2011	Newave Energy Holding SA	ABB Schweiz AG	56.0	41.2	35.9%	95.3%
2011	Escor Casinos & Entertainment AG	Highlight Communications AG	17.5	17.4	0.4%	39.2%
2011	Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen II AG	350.0	326.9	7.1%	72.2%
2011	Edipresse SA	Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; bearer shares	450.0	324.7	38.6%	37.6%
2011	EGL AG	Axpo Holding AG	850.0	703.7	20.8%	98.0%
2013	Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	115.0	75.3	52.8%	93.6%
2013	Fortimo Group AG	Forty Plus AG, Fortimo Group	136.0	114.3	19.0%	98.6%
2013	Tornos Holding AG	Walter Fust	4.7	4.5	3.8%	14.3%
2014	Swisslog Holding	KUKA Aktiengesellschaft	1.4	1.2	14.4%	92.2%
2014	Advanced Digital Broadcast Holding SA	4T S.A	15.5	12.9	20.2%	73.4%
2014	Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	17.1	13.9	23.5%	77.2%
2015	Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	7.5	4.4	70.5%	90.5%
2016	Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding IV Sarl (EQT)	370.0	275.9	34.1%	87.2%
2016	Syngenta AG	CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina) ⁴⁵	490.3	374.0	31.1%	94.7%
2016	gategroup Holding AG	HNA Aviation Air Catering Holding Co.	53.0	38.7	37.0%	96.1%
2016	Charles Vögele AG	Sempione Retail AG (OVS)	6.4	6.4	0.0%	94.1%
2017	Actelion Ltd	Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson)	280.0	191.2	46.4%	92.5%
2018	Goldbach Medien	Tamedia	35.5	34.2	3.7%	96.9%
2018	Hügli Holding AG	Bell Food Group AG	915.0	800.0	14.4%	97.6%
2018	Bank Cler AG	Basler Kantonalbank	52.0	42.3	22.9%	93.3%
2019	CEVA	CMA CGM S.A	30.0	20.2	48.2%	95.7%
2019	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.	Edmond de Rothschild Holding SA ⁴⁵	17'945.0	15'169.1	18.3%	93.3%
2019	Alpiq Holding AG	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs AG	70.0	72.5	-3.4%	13.1%
2020	Sunrise	Liberty Global plc	110.0	83.2	32.3%	96.6%
2021	Vifor Pharma AG	CSL Behring AG	167.4	118.3	41.6%	93.9%
2022	Spice Private Equity AG	GP Swiss AG	15.6	14.5	7.6%	81.8%
2022	Bobst Group SA	JBF Finance SA	78.0	69.7	11.9%	66.2%
2022	Valora Holding AG	Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A.	260.0	165.3	57.3%	96.6%
2023	Datacolor AG	Werner Dubach	760.0	660.5	15.1%	93.5%
3. Quartil					37.0%	95.7%
Median					20.8%	93.3%
1. Quartil					11.9%	77.2%

⁴⁴ Die Übersicht enthält freiwillige Übernahmeangebote in bar. Übernahmeangebote für Investment- und Immobiliengesellschaften wurden exkludiert.

⁴⁵ Inklusive Spezialdividende, welche vor der Transaktion ausbezahlt wurde.

5.6 Abkürzungsverzeichnis

ABV	Aktionärsbindungsvertrag	IFBC	IFBC AG
Angebot	Freiwilliges, öffentliches Übernahmeangebot	IFRS	International Financial Reporting Standards
Angebotspreis	CHF 60.00 in bar pro CREALOGIX-Aktie	IMF	International Monetary Fund
Business	Corporate-Banking- und SME-Banking-Segment	INR	Indische Rupie
CAGR	Compound annual growth rate (jährliche Wachstumsrate)	IQA	Interquartilsabstand
CAPEX	Capital expenditures (Investitionen)	IT	Informationstechnik
CAPM	Capital asset pricing model	KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
CH	Schweiz	LTM	Last twelve months
CHF	Schweizer Franken	ME	Mittlerer Osten
CREALOGIX	Crealogix Holding AG	Mio.	Millionen
DCF	Discounted-Cashflow	Mrd.	Milliarden
E	Erwartet	NUV	Nettoumlaufvermögen
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen und Amortisationen)	OPEX	Operational expenditures (Betriebskosten)
ESG	Environmental, social, governance (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung)	Retail	Retailbankensegment
EUR	Euro	SaaS	Software-as-a-Service
FCF	Free Cashflow	SIX	SIX Swiss Exchange
Founder Shareholders	Dr. Richard Dratva, Bruno Richle, Daniel Hildebrand und Peter Süsstrunk	SLH	Swiss Learning Hub AG
GJ	Geschäftsjahr, Geschäftsjahre	SLH-Transaktion	Verkauf der Mehrheitsbeteiligung von 67% der Swiss Learning Hub AG.

SLI	Swiss Leader Index
SME	Small and Medium-sized Enterprises (KMU)
Terminal Value, TV	Terminal Value (Endwert)
Tsd.	Tausend
UEK	Übernahmekommission
UN	United Nations

USD	US-Dollar
Vencora, die Anbieterin	Vencora UK Limited
VR	Verwaltungsrat
VWAP	Volume-weighted average price (volumengewichteter Durchschnittskurs)
WACC	Weighted average cost of capital (gewichteter, durchschnittlicher Kapitalkostensatz)
Wealth	Wealth-Management-Segment