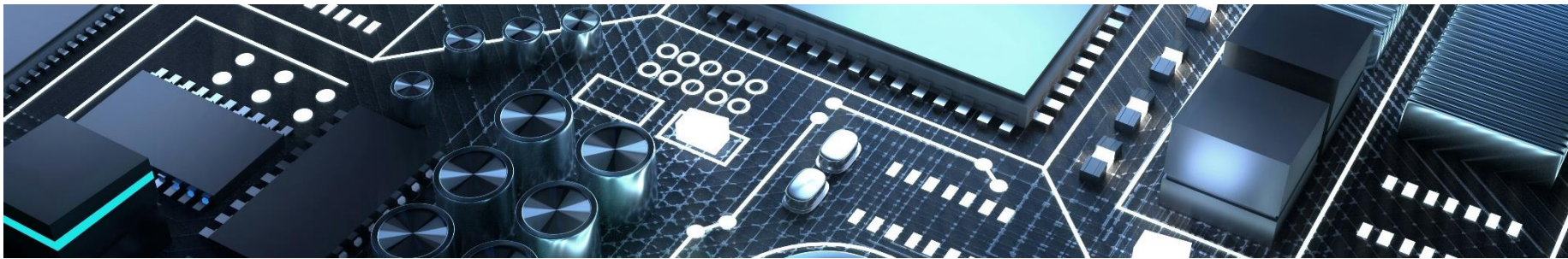


# Fairness Opinion Cicor

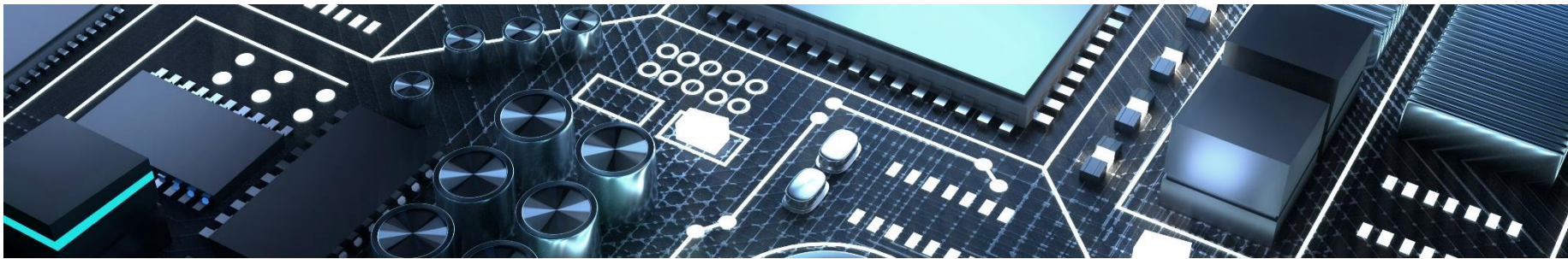
Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots durch OEP 80 B.V. für die ausstehenden Aktien von Cicor Technologies Ltd.

Zürich, 12. Dezember 2024



## Inhalt

1	Einleitung	Seite 4
2	Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse	Seite 9
3	Bewertung	Seite 25
4	Beurteilung	Seite 45
5	Anhang	Seite 49



# 1 Einleitung

- 1.1 Ausgangslage
- 1.2 Unser Auftrag
- 1.3 Vorgehen
- 1.4 Quellen

Seite 4

Seite 5

Seite 6

Seite 7

# 1 Einleitung

## 1.1 Ausgangslage



Cicor ist ein weltweit tätiger Industriekonzern, der an der SIX Swiss Exchange kotiert und als Anbieter von elektronischen Fertigungsdienstleistungen agiert.

Cicor Technologies Ltd., nachfolgend auch «Cicor», «Gruppe» oder «Zielgesellschaft» genannt, ist ein weltweit führender Anbieter und Dienstleister im Gebiet der Elektronikfertigung. Die Gruppe bietet unter anderem komplexe Leiterplatten, Hybridschaltungen und hochspezialisierte elektronische Fertigungsdienstleistungen (Electronic Manufacturing Services, «EMS») einschliesslich umfassender Entwicklungsleistungen und der Abdeckung des gesamten Wertschöpfungsprozesses, von der Idee bis zur Serienproduktion. Cicor schafft Lösungen in verschiedensten Märkten, mit besonderem Fokus auf Anwendungen, die Miniaturisierung, Präzision und Zuverlässigkeit erfordern, insbesondere in der Medizintechnik, Industrie sowie Luft- & Raumfahrt und Verteidigung (Aerospace & Defence, «A&D»).

Der operative Konzernhauptsitz befindet sich in Bronschhofen (CH).<sup>1</sup> Die Gruppe beschäftigt aktuell insgesamt rund 3'300 Mitarbeitende an 20 Standorten, vorwiegend in Europa und Asien.<sup>2</sup> Im Geschäftsjahr («GJ») 2023 erzielte die Gruppe einen Nettoumsatz von CHF 389.9 Mio. (CHF 231.3 Mio. im 1. Halbjahr des GJ 2024) und einen EBITDA von CHF 45.1 Mio. (CHF 24.7 Mio. im 1. Halbjahr des GJ 2024).

Die Aktien von Cicor sind seit April 1998 an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert. Per 6. Dezember 2024 lag die Marktkapitalisierung des Unternehmens bei CHF 270.5 Mio. Das Aktienkapital von Cicor besteht aus 4'564'946 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 10.00.<sup>3</sup>

Am 9. Dezember 2024, vor Eröffnung des Handels an der SIX, hat OEP 80 B.V. («die Anbieterin» oder «OEP») ein öffentliches Pflichtübernahmeangebot («das Angebot») vorangekündigt, wonach die Anbieterin sich bereit erklärte, alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Cicor zu einem Preis von CHF 55.17 in bar pro Cicor-Aktie («Angebotspreis») zu erwerben. OEP ist zur Veröffentlichung eines solchen Angebots verpflichtet, da die Anbieterin durch die Wandlung ihrer Pflichtwandelanleihen («Mandatory Convertible Note»; «MCN») die Pflichtangebotsschwelle am 29. November 2024 überschritten hat.

<sup>1</sup> Der rechtliche Hauptsitz befindet sich in Boudry im Kanton Neuenburg, Schweiz.

<sup>2</sup> Quelle: Cicor Investor Relations Präsentation Update Q1 2024.

<sup>3</sup> Quelle: SIX Swiss Exchange.

## 1.2 Unser Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion umfasst eine unabhängige Bewertungsanalyse von Cicor

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

Bewertungszeitpunkt ist der 6. Dezember 2024

Die IFBC AG («IFBC») wurde am 17. Oktober 2024 vom Verwaltungsrat («VR») von Cicor mit der Erstellung einer Fairness Opinion zur unabhängigen Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises beauftragt. Dieser Bericht wurde ausschliesslich zum Zweck der Unterstützung des VR von Cicor bei der finanziellen Beurteilung des Angebots erstellt. Die Fairness Opinion darf lediglich für die finanzielle Beurteilung des Angebots durch den VR von Cicor 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 von Cicor 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 von Cicor 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 von Cicor am 6. Dezember 2024 vor der Vorankündigung des Angebots am 9. Dezember 2024 durch OEP zugestellt. Die Bewertung basiert auf dem unveröffentlichten Quartalsabschluss von Cicor per 30. September 2024, dem aktuellen Forecast für das GJ 2024, dem aktuellen Businessplan, der vom VR von Cicor am 4. November 2024 genehmigt wurde, sowie auf aktuellen Angaben und Annahmen des Managements. Das Management von Cicor bestätigt zudem, dass bis zur Veröffentlichung dieses Bewertungsberichts keine wesentlichen Ereignisse und Transaktionen eingetreten sind, die nicht in der zuvor aufgeführten Informationsbasis berücksichtigt sind.

## 1.3 Vorgehen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch OEP zuhanden der Aktionäre von Cicor basiert auf unabhängigen 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 Forecasts für das GJ 2024 und des vom VR von Cicor genehmigten Businessplans für die GJ 2025 bis 2028
- 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 der Kursziele der Analysten

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



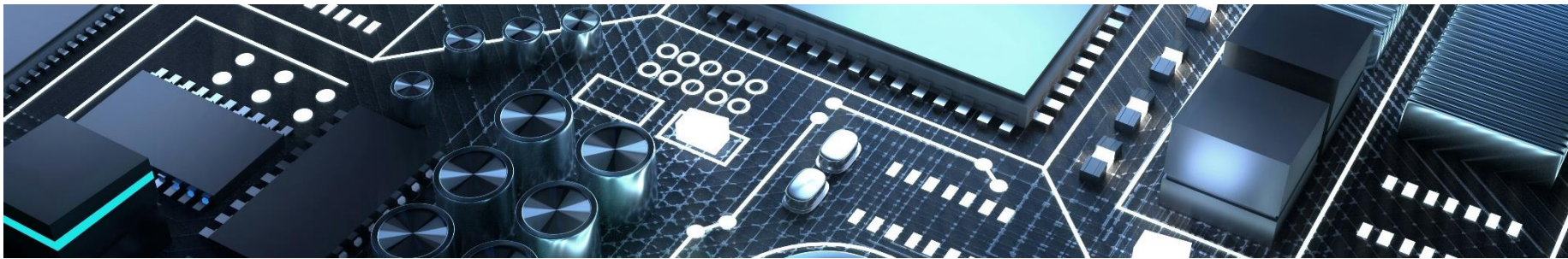
## 1.4 Quellen

Die Beurteilung von IFBC basiert unter anderem auf der Analyse folgender Informationen:

- Testierte Geschäftsberichte von Cicor (konsolidiert) für die GJ 2021 bis 2023
- Bisherige Resultate im GJ 2024 (Year-to-Date, «YTD») von Cicor (konsolidiert) per 30. September 2024 (nicht testiert und unveröffentlicht)
- Aktueller Forecast für das GJ 2024
- Vom VR von Cicor am 4. November 2024 genehmigter Businessplan für die GJ 2025 bis 2028
- Aktuelle Angaben und Annahmen aus Gesprächen mit dem Management von Cicor<sup>4</sup>
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: LSEG Data & Analytics)
- Daten ausgewählter Transaktionen basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen (Datenquelle: ION Analytics Mergermarket)
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen

---

<sup>4</sup> Das Management von Cicor bestätigt zudem, dass bis zur Veröffentlichung dieses Bewertungsberichts keine wesentlichen Ereignisse und Transaktionen eingetreten sind, die nicht in der oben aufgeführten Informationsbasis berücksichtigt sind. Aktuelle, aber noch nicht vollzogene Akquisitionen sind nicht im Businessplan enthalten. Für die Bewertung gehen wir davon aus, dass diese möglichen Akquisitionen zum Marktwert erfolgen und daher keinen Einfluss auf die Bewertung von Cicor haben.



## 2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

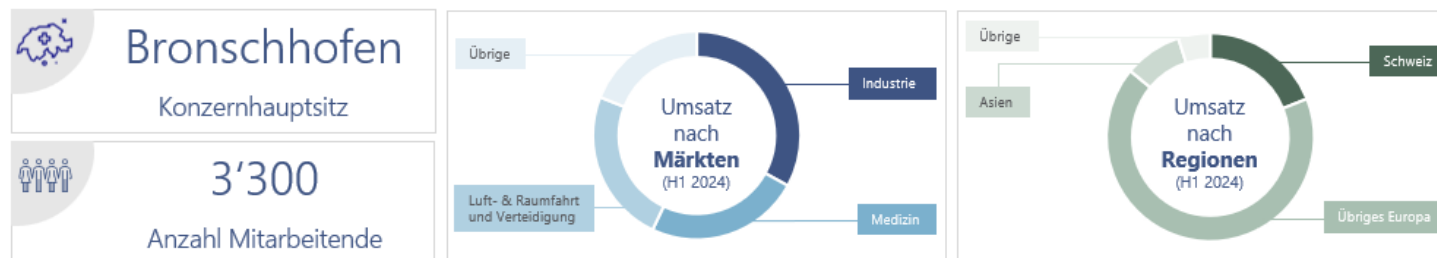
2.1 Überblick zu Cicor	Seite 9
2.2 Geschäftsmodell von Cicor	Seite 10
2.3 Historische Finanzkennzahlen von Cicor	Seite 17
2.4 Marktanalyse	Seite 21



## 2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

### 2.1 Überblick zu Cicor

Cicor ist ein in Bronschhofen (CH) ansässiger Anbieter von elektronischen Komponenten und massgeschneiderten Gesamtlösungen und Dienstleistungen im Bereich der Elektronikfertigung.<sup>5</sup> Cicor unterstützt Kunden mit Entwicklungsdienstleistungen und bietet Lösungen in verschiedenen Branchen, die hohen Anforderungen an Präzision, Miniaturisierung, Zuverlässigkeit und technologische Innovation unterliegen. Per 30. Juni 2024 beschäftigte die Gruppe insgesamt rund 3'300 Mitarbeitende an 20 Standorten, vorwiegend in Europa und Asien.



Cicor ist international tätig und fokussiert sich vor allem auf Lösungen für Anwendungen in der Medizintechnik, Industrie, Luft- & Raumfahrt und Verteidigung. Im ersten Halbjahr («H1») 2024 hat die Gruppe 33.3% (39.4% in GJ 2023) des Umsatzes aus Produkten und Dienstleistungen für industrielle Anwendungen, 24.2% (28.8% in GJ 2023) aus dem Endmarkt Medizintechnik und 24.4% (16.1% in GJ 2023) aus A&D generiert. Die übrigen 18.1% (15.7% in GJ 2023) verteilen sich auf weitere Märkte, wie zum Beispiel Transport, Kommunikation oder Verbraucherelektronik. Den Grossteil des Umsatzes generiert Cicor mit 86.2% in Europa (83.1% in GJ 2023), davon 18.8% in der Schweiz (23.0% in GJ 2023). Asien folgt mit 9.6% (11.2% in GJ 2023) als zweitwichtigste Region.

Grösster Aktionär ist OEP und verfügt aktuell über einen Anteil von 41.0%. Weiterer bedeutender Aktionär ist LLB Swiss Investment AG (4.1%).<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Der rechtliche Hauptsitz befindet sich in Boudry im Kanton Neuenburg, Schweiz.

<sup>6</sup> Quelle: Management-Angaben von Cicor; unter Berücksichtigung der geplanten Kapitalerhöhung vom 10. Dezember 2024.

## 2.2 Geschäftsmodell von Cicor

### 2.2.1 Überblick zum Geschäftsmodell von Cicor

Cicor verfügt über die zwei Hauptgeschäfts-bereiche Electronic Manufacturing Services («EMS») und Advanced Substrates («AS»)

Cicor ist ein weltweit tätiger Anbieter umfassender elektronischer Fertigungslösungen, die den gesamten Produktlebenszyklus von der Entwicklung über die Fertigung bis hin zur Lieferkettenlogistik abdecken. Zu Cicor's Lösungen gehört die Entwicklung und Produktion von Substraten und Leiterplatten, Mikroelektronik, Hybridschaltungen sowie die Präzisionsbearbeitung von Kunststoffen. Die Gruppe verfügt über die zwei Hauptgeschäftsbereiche Electronic Manufacturing Services («EMS») und Advanced Substrates («AS»).

#### **Electronic Manufacturing Services**

Die EMS-Division ist der wichtigste Umsatzträger von Cicor und trägt rund 90.2% (H1 2024) zum Gesamtumsatz der Gruppe bei. Das EMS-Segment bietet eine breite Palette von Outsourcing-Dienstleistungen für die Entwicklung und Fertigung elektronischer Module, Baugruppen oder vollständiger elektronischer Produkte. Der EMS-Bereich hat in den letzten Jahren ein beträchtliches Wachstum erfahren, das sowohl durch organische Kunden- und Marktanteilsgewinne als auch durch strategische Übernahmen angetrieben wurde. Der Geschäftsbereich ist auf hochspezialisierte Lösungen fokussiert und adressiert Sektoren, in denen Zuverlässigkeit und Präzision von entscheidender Bedeutung sind.

#### **Advanced Substrates**

Der Geschäftsbereich AS konzentriert sich auf die Herstellung von hochqualitativen Dünnschichtsubstraten, Leiterplatten und innovativen Schaltungen, welche für anspruchsvolle Anwendungen, die extreme Miniaturisierung und Robustheit erfordern, unerlässlich sind. Der Bereich AS macht rund 9.8% (H1 2024) des Gesamtumsatzes von Cicor aus. Trotz Herausforderungen im Jahr 2023 aufgrund des Verlusts eines mehrjährigen Vertrags für Hybridschaltungen und globalen Problemen in den Lieferketten bleibt der Geschäftsbereich strategisch wichtig für das Portfolio von Cicor, um ganzheitliche Elektroniklösungen anzubieten.

Cicor bietet ein umfassendes Portfolio an hochspezialisierten Lösungen, die den gesamten Lebenszyklus elektronischer Produkte abdecken und das Anbieten ganzheitlicher Lösungen ermöglicht. Die Gruppe gliedert ihr Angebot in die folgenden Lösungen:

#### **Electronic Manufacturing Services:**

Cicor bietet massgeschneiderte Outsourcing-Lösungen für die Entwicklung und Produktion von elektronischen Baugruppen sowie kompletten Geräten und Systemen an. Zum Angebot gehören hochpräzise Leiterplatten- und Mikroelektronikbestückung, vollständige Systemintegration, Geräte- und Systembau und massgeschneiderte Kabelkonfektionierungen. Das Unternehmen unterstützt seine Kunden durch das Management des gesamten Produktlebenszyklus und bietet Dienstleistungen vom Erstellen von Prototypen bis zur Serienproduktion an. Dabei werden auch logistische Aspekte wie die Materialbeschaffung, Lieferkettenlogistik und After-Sales Management in den Entwicklungsprozess integriert und von Cicor übernommen.



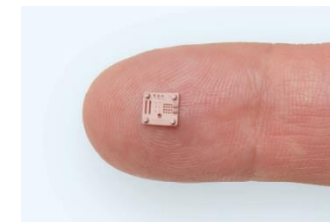
#### **Engineering Services**

Die Gruppe beschäftigt eine Vielzahl an Ingenieurinnen und Ingenieure, dank denen komplexe technische Herausforderungen effizient gelöst werden können. Sie begleiten die Kunden sowohl in der Architektur und Designphase von Elektronikgeräten als auch bei der Umsetzung und der Implementierung von Software, um Funktionalitäten optimal aufeinander abzustimmen. Weiter bieten sie Unterstützung bei Bereichen wie PCB-Layout, Komponentenauswahl oder Test-Engineering.



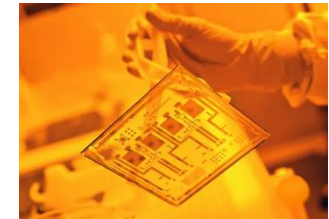
#### **Präzisionskunststoffe**

Die Präzisionskunststoffe von Cicor dienen dazu, hochpräzise und massgeschneiderte Kunststoffteile für anspruchsvolle Anwendungen herzustellen. Diese Kunststoffteile erfüllen spezifische Anforderungen in Bezug auf Genauigkeit und Langlebigkeit. In der Medizintechnik werden sie beispielsweise für die Herstellung von Komponenten in Hörgeräten oder Herzschrittmachern verwendet und in der Industrie kommen sie unter anderem in Gehäusen für Sensoren, Steuergeräten oder technischen Apparaten, die robust und belastbar sein müssen, zum Einsatz. Die Kunststoffteile sind oft Teil komplexer Baugruppen, die Cicor in Verbindung mit elektronischen Komponenten als ganzheitliche Systeme anbieten kann.



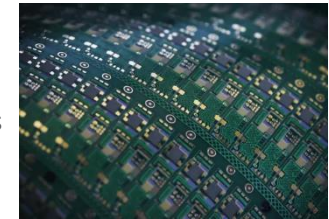
### **Hybridschaltungen**

Cicor bietet hochpräzise Hybridschaltungen unter Verwendung von Dünnschicht- als auch Dickschichtsubstraten basierend auf keramischen oder organischen Materialien, die eine hohe Temperaturbeständigkeit, Lebensdauer und Stabilität gewährleisten. Die Kombination dieser Substratarten ermöglicht es Cicor, spezifische Anforderungen an Miniaturisierung, Leistungsfähigkeit und thermische Effizienz zu erfüllen.



### **Leiterplatten**

Cicor entwickelt und produziert verschiedene Varianten flexibler und starrer Leiterplatten (Printed Circuit Boards, «PCB»), von der Idee bis zur Grossserienproduktion. Die PCBs gewährleisten hohe Schaltungsdichte, Zuverlässigkeit und Leistungsfähigkeit. Cicor's Druck-Herstellungsverfahren bringt dabei neue Möglichkeiten in Bezug auf die Miniaturisierung und ermöglicht ein innovatives Angebot für die hohen Anforderungen von Cicor's Zielmärkten.



## Endmärkte von Cicor

Cicor fokussiert sich auf verschiedene Endmärkte, vor allem aber auf die Bereiche Medizintechnik, Industrie sowie Luft- & Raumfahrt und Verteidigung. Auf diese drei Zielmärkte von Cicor entfallen in H1 2024 rund 81.9% des Gesamtumsatzes der Gruppe. Cicor sieht auch zukünftig in diesen strategisch wichtigen Märkten ein stabiles Nachfragewachstum nach innovativen, hochpräzisen und zuverlässigen Elektroniklösungen. Weitere Anwendungsgebiete sind unter anderem im Markt Wearables, wie beispielsweise Uhren und in der Gebäudetechnik, wie zum Beispiel Energie-Management-Systeme oder Türsysteme.

Der Industriesektor ist der grösste Endmarkt für die Produkte und Dienstleistungen von Cicor



### Industrie

Der Industriesektor ist der grösste Endmarkt für die Produkte und Dienstleistungen von Cicor. Der Markt für die von Cicor angebotenen elektronischen Gesamtlösungen wird durch den Bedarf an Digitalisierung, Automatisierung und durch das Internet of Things («IoT») getrieben. Cicor bietet seinen Kunden massgeschneiderte Lösungen für komplexe industrielle Anforderungen, die Langlebigkeit und Robustheit erfordern.

### Anwendungsbeispiele

- Temperiergeräte: Elektronische Steuerungen zur präzisen Temperaturregelung in industriellen Prozessen, um optimale Produktionsbedingungen sicherzustellen.
- Sensorik: Industrieautomation erfordert präzise Sensorik, um Daten wie Temperatur, Druck, Feuchtigkeit oder Positionsinformationen zu erfassen.
- Steuer- und Regelsysteme: Hochleistungsfähige Steuerungssysteme für Automatisierungsanwendungen, die Effizienz und Zuverlässigkeit in industriellen Anlagen maximieren.
- Smart Metering: Präzise Erfassung und Echtzeitübermittlung von Verbrauchsdaten für Energie, Wasser und Gas.

Die Medizintechnik ist einer der grössten und am schnellsten wachsenden Märkte für Cicor.



## Medizintechnik

Die Medizintechnik ist einer der grössten und am schnellsten wachsenden Märkte für Cicor. In diesem Bereich sind Zuverlässigkeit und Präzision von entscheidender Bedeutung. Die Medizintechnik erlebt einen Elektrifizierungs-Trend zur Verbesserung der präventiven Gesundheitsfürsorge sowie der Diagnose, Behandlung und Überwachung von Gesundheitszuständen. Die entwickelten Komponenten von Cicor sind oft miniaturisiert und dazu entwickelt, auf kleinstem Raum anspruchsvollere Funktionen zu vereinen.

### Anwendungsbeispiele

- Hörgeräte: Miniaturisierte Elektronik und präzise Fertigungstechniken ermöglichen hochleistungsfähige Hörlösungen, die Komfort und Funktionalität für den Patienten vereinen.
- Herzschrittmacher und Defibrillatoren: Cicor entwickelt und fertigt zuverlässige Komponenten für lebensrettende Implantate, die eine präzise Steuerung und Überwachung der Herzaktivität gewährleisten.
- In-vitro-Diagnostikum: Entwicklung und Fertigung elektronischer Komponenten für Labordiagnostikgeräte, die präzise und schnelle Ergebnisse liefern.
- Katheter und Endoskope: Fertigung miniaturisierter Komponenten für Katheter und Endoskope, die minimal-invasive Eingriffe unterstützen und eine hohe Bildqualität für die Diagnose und Therapie bieten.



In der Luft- und Raumfahrt und im Verteidigungssektor gelten strenge Sicherheits- und Zuverlässigkeitsanforderungen



### Luft- & Raumfahrt und Verteidigung

In der Luft- und Raumfahrt und im Verteidigungssektor gelten strenge Sicherheits- und Zuverlässigkeitsanforderungen, da die Elektroniksysteme in oft herausfordernden Umgebungen eingesetzt werden. Diese Umgebungen stellen extreme Anforderungen an die Belastbarkeit und Stabilität der eingesetzten Komponenten, welchen Cicor durch langjährige Erfahrung mit Fokus auf solche Anwendungsgebiete gerecht werden kann.

#### Anwendungsbeispiele

- T/R-Module: Hochleistungsfähige Transmit / Receive-Module, die in Radarsystemen zur Datenübertragung und Signalverarbeitung eingesetzt werden.
- Hochfrequenzmodule: Komponenten, die für die Übertragung von Daten in Hochfrequenzanwendungen wie Satellitenkommunikation oder militärische Kommunikationssysteme verwendet werden.
- Digitale Kompass: Präzisionsinstrumente zur Navigation, die genaue Positionsdaten liefern und unter extremen Bedingungen zuverlässig funktionieren.
- High-End-Luftfahrt elektronik: Hochkomplexe elektronische Systeme für die Luftfahrt, die strenge Sicherheitsstandards und Zuverlässigkeitsanforderungen erfüllen müssen.

## 2.2.2 Strategie

### Strategie von Cicor

Cicor verfolgt das Ziel, der führende europäische Anbieter für EMS in seinen drei Zielmärkten zu werden, in denen sie nachhaltiges Wachstum und langfristig eine starke Nachfrage sehen. Das Ziel ist verbunden mit starkem Wachstum der Geschäftstätigkeiten, einschliesslich der Erschliessung weiterer Märkte und der Ausweitung ihres Marktanteils und ihrer Produktionskapazitäten.

Basis für die Wachstumsstrategie von Cicor bilden drei zentrale Pfeiler:

Der Fokus von Cicor liegt auch langfristig auf den Märkten der Medizintechnik, der Industrie sowie der Luft- & Raumfahrt und Verteidigung. Diese Endmärkte zeichnen sich durch ihr nachhaltiges Wachstum und ihre Robustheit aus. Ausserdem fordern sie spezialisierte Lösungen, welche den höchsten Anforderungen an Zuverlässigkeit und Langlebigkeit gerecht werden. Aufgrund der langjährigen Erfahrung in diesem Bereich und der hohen Innovationskraft verfügt Cicor über entsprechende Wettbewerbsvorteile.

Cicor strebt danach, seinen Kunden vermehrt ganzheitliche Lösungen von der Planung bis zur Serienproduktion inklusive Lieferkettenlogistik und After-Sales Management anzubieten. Zusammen mit der globalen Präsenz, welche die Nähe zu den Kunden garantiert, sichert sich Cicor langfristige strategische Kundenbeziehungen.

Neben organischem Wachstum verfolgt Cicor eine aktive M&A Strategie. Dadurch lassen sich sowohl das Produktportfolio als auch die Produktionskapazitäten erweitern und neue Märkte und Regionen erschliessen. Allein im 1. Halbjahr 2024 wurden drei neue Zielunternehmen akquiriert, die 24.3% zum EMS-spezifischen Umsatzwachstum beigetragen haben.

**Fokus auf drei Endmärkte  
mit nachhaltigem  
Wachstum**

**Strategische  
Kundenbeziehungen  
durch Gesamtlösungen**

**Industriekonsolidierung  
durch M&A**

## 2.3 Historische Finanzkennzahlen von Cicor

Schlüsselereignisse in der jüngsten Vergangenheit

- In den letzten Jahren verfolgte Cicor eine aktive Wachstumsstrategie. Durch organisches Wachstum und strategische Akquisitionen baute die Cicor Gruppe ihre Präsenz in den Zielmärkten konsequent aus. Cicor hat seit dem Start seiner aktiven M&A Strategie im Jahr 2021 bereits 7 Gesellschaften akquiriert, davon drei allein im ersten Halbjahr 2024. Die Gruppe hat ihre Marktpräsenz in Europa gestärkt, Produktionskapazitäten erweitert und die Synergien aus den Akquisitionen zur Steigerung der Rentabilität genutzt. Im Januar 2024 akquirierte Cicor 100% der Aktien von STS Defence, einem im Vereinigten Königreich ansässigen Anbieter von Elektronik und Kommunikationssystemen mit Fokus auf den A&D Sektor. Im Februar 2024 erweiterte Cicor seine Produktentwicklungskapazitäten im Bereich der Medizintechnik durch die vollständige Übernahme von Evolution Medtec, einem rumänischen Anbieter von Engineering Services. Zuletzt erfolgte die Übernahme dreier Produktionsstätten von TT Electronics IoT mit dem Ziel, Cicor als führenden EMS Anbieter im Vereinigten Königreich und als Marktführer für High-End-Elektronik für Anwendungen im A&D Sektor zu positionieren.
- Zur Finanzierung der Wachstumsstrategie emittierte Cicor am 20. Januar 2022 eine zinslose Pflichtwandelanleihe (Mandatory Convertible Note, «MCN») mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Nennwert von CHF 20.0 Mio. Die MCN wurde mit einer Wiedereröffnungsklausel ausgestaltet, die es Cicor erlaubte, den Kapitalbetrag innerhalb eines Jahres ohne Zustimmung der Inhaber auf CHF 60.2 Mio. zu erhöhen. Diese Klausel wurde am 27.09.2022 ausgeübt, wobei CHF 40.2 Mio. durch einen Verkauf an den Hauptaktionär, OEP, hinzugefügt wurden. Der Wandlungspreis beträgt CHF 47.50 pro Aktie. Die gewandelten Aktien sind neu aus dem bedingten Kapital von Cicor auszugeben. Die MCN wird als Eigenkapitalinstrument charakterisiert, da sie keinen Barausgleich von Cicor erfordert.

Historische Kennzahlen  
von Cicor

**Historische Kennzahlen von Cicor**

in CHF Mio.	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	YTD 06/2024
<b>Nettoumsatz</b>	<b>239.0</b>	<b>313.2</b>	<b>389.9</b>	<b>231.3</b>
<i>Nettoumsatz Wachstum p. a. in %</i>	<i>11.2%</i>	<i>31.0%</i>	<i>24.5%</i>	<i>n/a</i>
<b>EBITDA</b>	<b>23.1</b>	<b>32.3</b>	<b>45.1</b>	<b>24.7</b>
<i>EBITDA-Marge in %</i>	<i>9.7%</i>	<i>10.3%</i>	<i>11.6%</i>	<i>10.7%</i>
<b>CAPEX*</b>	<b>8.1</b>	<b>11.4</b>	<b>12.7</b>	<b>5.7</b>
<i>CAPEX* in % vom Nettoumsatz</i>	<i>3.4%</i>	<i>3.6%</i>	<i>3.3%</i>	<i>2.5%</i>
<b>Nettoverschuldung</b>	<b>61.1</b>	<b>44.5</b>	<b>43.5</b>	<b>79.6</b>
<b>Eigenkapital (Buchwert)**</b>	<b>64.5</b>	<b>127.1</b>	<b>131.5</b>	<b>131.1</b>

\*Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte (exkl. M&A).

\*\*Seit dem 01.01.2024 verrechnet Cicor erworbenen Goodwill zum Zeitpunkt der Akquisition direkt mit dem Eigenkapital. Historische Buchwerte des Eigenkapitals wurden zur Vergleichbarkeit korrigiert.

Quellen: Historische Finanzdaten und Geschäftsberichte von Cicor.

Historische Entwicklung  
des Nettoumsatzes

Im GJ 2021 erzielte Cicor einen Nettoumsatz von CHF 239.0 Mio. verbunden mit einem Wachstum von 11.2% gegenüber dem Vorjahr. Trotz Nachwirkungen aus der COVID-19 Pandemie und Lieferkettenproblemen bei elektronischen Bauteilen erfuhr die Gruppe einen Rekord-Auftragseingang durch die allgegenwärtigen Trends im Kontext der Elektrifizierung. Zudem trugen strategische Akquisitionen zum Umsatzwachstum bei.

Trotz anhaltender Versorgungsengpässe bei elektronischen Bauteilen ist der Umsatz von Cicor im GJ 2022 um weitere 31.0% auf CHF 313.2 Mio. gewachsen. Von diesem Wachstum wurden 14.1% organisch erzielt und der Rest durch strategische Akquisitionen. Vor allem der europäische Markt, in allen drei Zielmärkten, trug wesentlich zu diesem Wachstum bei.

Im Geschäftsjahr 2023 stieg das Umsatzvolumen erstmals auf fast CHF 400.0 Mio., wobei rund zwei Drittel mittels weiterer strategischer Zukäufe erzielt werden konnte. Der Fokus auf die drei Kernmärkte war weiterhin ein zentraler Wachstumstreiber. Insbesondere die Medizintechnik verzeichnete mit einem segmentspezifischen Umsatzwachstum von 43.3 % den höchsten Zuwachs, gefolgt vom Industriesektor mit 21.6 % und A&D mit 19.7%.

Per Ende Juni 2024 verzeichnete die Gruppe einen YTD-Nettoumsatz in der Höhe von CHF 231.3 Mio., was einem Zuwachs von 16.1% gegenüber H1 2023 entspricht. Dieses Wachstum ist in erster Linie auf die zuvor erwähnten jüngsten Übernahmen zurückzuführen. Der organisch generierte Umsatz war im ersten Halbjahr 2024, beeinflusst durch eine schwächere Nachfrage im Bereich der Industrieelektronik und Verzögerungen bei wichtigen Projekten im A&D Sektor, leicht rückläufig. Regional gesehen bleibt Europa mit einem Anteil von über 86.2% am Gesamtumsatz nach wie vor das mit Abstand wichtigste geografische Marktgebiet für Cicor.

#### Historische Entwicklung der EBITDA-Marge

Im GJ 2021 lag die EBITDA-Marge von Cicor bei 9.7% und damit höher als im Vorjahr (9.0% im GJ 2020), was auf organisch bedingtes Umsatzwachstum und die Materialisierung von Synergien aus einer strategischen Übernahme zurückgeführt werden kann. Trotz anhaltender Versorgungsengpässe konnte das Unternehmen dank des starken Auftragseingangs seine Rentabilität aufrechterhalten.

Die EBITDA-Marge von Cicor ist im Jahr 2022 auf 10.3% gestiegen und erreichte damit zum ersten Mal seit der Aufnahme des EMS-Geschäfts einen zweistelligen Wert. Massgebend dafür waren erneut die erfolgreiche Integration von Akquisitionen und die gelungene Weitergabe inflationsbedingter Kostensteigerungen an die Kunden. Darüber hinaus trug ein verbesserter Produktmix mit Schwerpunkt auf margenstarke Segmente zur Verbesserung der operativen Profitabilität bei.

Getrieben durch Synergien aus strategischen Akquisitionen und Verbesserungen in der operativen Effizienz konnte Cicor die EBITDA-Marge im Jahr 2023 auf 11.6% erhöhen. Dabei waren die zunehmende Konzentration auf die Kernmärkte, die Aufgabe von Bereichen mit niedrigen Margen und die Entspannung in der Lieferkette von zentraler Bedeutung.

Im 1. Halbjahr des GJ 2024 (YTD 30. Juni 2024) verzeichnete Cicor operative Verbesserungen und eine leichte Steigerung der Profitabilität in den Divisionen EMS und AS. Diese positive Entwicklung wurde durch die relativ niedrigere Marge der erworbenen TT Electronics IoT Unternehmen im Vergleich zum Rest der Gruppe abgeschwächt.

#### Historische Entwicklung der CAPEX (exkl. Akquisitionen)

Die Investitionen («CAPEX») exkl. Akquisitionen, bewegten sich in den GJ 2021 bis GJ 2023 zwischen 3.3% und 3.6% des Umsatzes. Für das laufende Geschäftsjahr 2024 betragen die kumulierten CAPEX per 30. Juni 2024 2.5% des Umsatzes. Cicor's Wachstumsstrategie ist verbunden mit Investitionen in die Erhaltung bestehender sowie den Aufbau neuer Produktionskapazitäten.

Historische Entwicklung der Nettoverschuldung und des Eigenkapitals

Die Nettoverschuldung (kurz- und langfristige verzinsliche Finanzverbindlichkeiten abzüglich flüssiger Mittel) hat sich zwischen Ende GJ 2021 und dem 30. Juni 2024 um insgesamt CHF 18.6 Mio. erhöht. Per 30. Juni 2024 wies Cicor Finanzverbindlichkeiten in der Höhe von CHF 130.1 Mio. und flüssige Mittel von CHF 50.5 Mio. aus, was in einer aktuellen Nettoverschuldung von CHF 79.6 Mio. resultiert.

Seit dem 1. Januar 2024 verrechnet Cicor den Goodwill aus Akquisitionen direkt mit dem Eigenkapital zum Erwerbszeitpunkt, anstatt diesen zu aktivieren und über die Nutzungsdauer abzuschreiben. Diese Anpassung entspricht der gängigen Praxis unter Swiss GAAP FER und fördert die Vergleichbarkeit mit anderen börsenkotierten Unternehmen.

Der Buchwert des Eigenkapitals (adjustiert um Goodwillverrechnung) stieg zwischen Ende GJ 2021 und dem 30. Juni 2024 um CHF 66.5 Mio. auf CHF 131.1 Mio. Dieser Anstieg ist zu einem Grossteil auf die Ausgabe der Mandatory Convertible Note zurückzuführen. Trotz der Verrechnung des Goodwills mit dem Eigenkapital verfügt Cicor über eine solide Bilanz mit einer Eigenkapitalquote (Eigenkapital in Prozent der Bilanzsumme) von 31.4% per 30. Juni 2024.



## 2.4 Marktanalyse

Marktvolumen und  
Wachstumsaussichten im  
Bereich Electronic  
Manufacturing Services

Cicor bietet Electronic Manufacturing Services für die Medizintechnik, den Industriesektor sowie die Luft- & Raumfahrt und Verteidigung an. Die folgende Marktanalyse konzentriert sich auf die jüngsten Trends und Entwicklungen in der EMS-Branche mit Fokus auf die Endmärkte von Cicor.

Im Jahr 2023 verzeichnete der weltweite EMS-Markt einen Rückgang aufgrund von hohen kundenseitigen Lagerbeständen und einer gleichzeitigen Verlangsamung der Absatzentwicklung, vor allem in den Sektoren Kommunikation und Verbraucherelektronik. Die Nachfrage erholte sich in der ersten Hälfte des Jahres 2024. Trotz dieses vorübergehenden Marktrückgangs sind die Aussichten positiv. Der weltweite EMS-Markt wird per 2023 auf ein Gesamtumsatzvolumen zwischen USD 515.0 Mrd. und USD 539.4 Mrd. geschätzt. Erwartungen zufolge dürfte der gesamte EMS-Markt von 2023 bis 2028 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (Compound annual growth rate, «CAGR») zwischen 4.6% und 7.0% wachsen.<sup>7</sup> Die steigende Nachfrage nach elektronischen Innovationen in zahlreichen Sektoren sowie die technologischen Fortschritte, beispielsweise im Bereich der medizinischen Geräte, IoT oder der Industrieautomatisierung, treiben die Nachfrage nach EMS-Spezialisten. Zudem werden OEM-Unternehmen («Original Equipment Manufacturer») in Zukunft vermehrt ihre Herstellungsverfahren an EMS spezialisierte Unternehmen auslagern, um sich auf ihre Kernkompetenzen zu fokussieren und konkurrenzfähige Kostenstrukturen zu gewährleisten.<sup>8</sup>

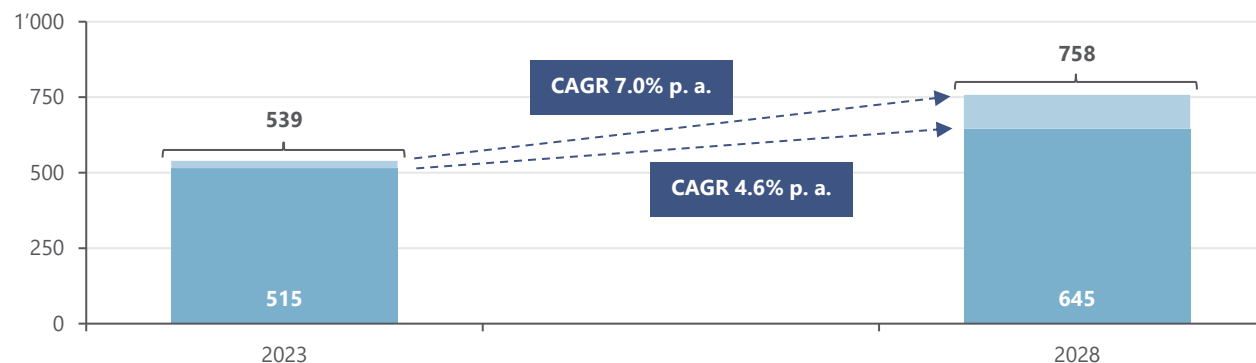
Der Markt in Europa und im Nahen Osten («EMEA») machte im Jahr 2023 einen Anteil von rund 17.5% am globalen Gesamtmarkt aus. Dieser Anteil dürfte sich relativ zum weltweiten Markt bis 2028 ähnlich entwickeln und somit einigermaßen konstant bleiben. Die drei wesentlichen Zielmärkte von Cicor machen dabei einen Anteil von rund einem Drittel aus.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, S.163; Precedence Research, Electronic Manufacturing Services Market Size, Share, and Trends, 2024.

<sup>8</sup> Future Market Insights, Electronic Manufacturing Services Market, 2023.

<sup>9</sup> New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, S.163 & S.185.

### Erwartetes Umsatzwachstum des weltweiten EMS-Marktes von 2023 bis 2028 (in USD Mrd.)



Quellen: New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition; Precedence Research, Electronic Manufacturing Services Market Size, Share, and Trends, 2024.

Ausgehend von der unteren Bandbreite des Wachstums werden nachfolgend die Marktanteile und Wachstumsaussichten der einzelnen Zielmärkte von Cicor erläutert.

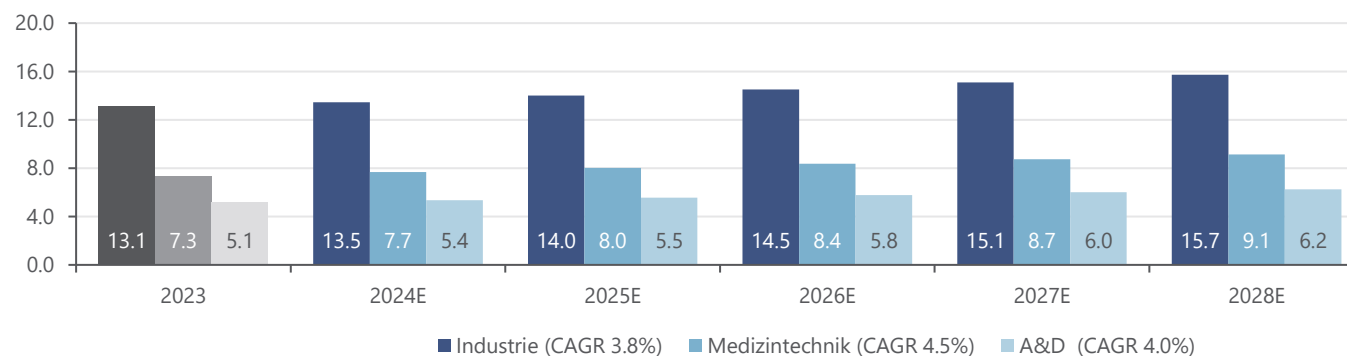
Industrielle Anwendungen entsprachen im Jahr 2023 einem Anteil von 14.4% (USD 13.1 Mrd.) gemessen am gesamten EMS-Markt in der Region EMEA. Der rasante Fortschritt in der Automatisierung des Industriesektors treibt das Wachstum des industriellen EMS-Marktes an, wobei IoT und intelligente Fertigungsverfahren die Nachfrage nach elektronischen Komponenten erhöhen. Darüber hinaus verbessern EMS-Anbieter die Flexibilität der Lieferkette und OEM-Unternehmen müssen deutlich geringere Lagerbestände an elektronischen Bauteilen vorhalten. Gemäss den Prognosen wächst der Markt für industrielle Anwendungen bis 2028 auf USD 15.72 Mrd., was einem CAGR von 3.8% entspricht.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, S.185.

Der technologische Fortschritt bei medizinischen Geräten sowie der steigende Fokus auf die Gesundheitsbranche gepaart mit entsprechend höheren Ausgaben treiben das Wachstum nachhaltig. Zudem steigt die Nachfrage nach mobilen und tragbaren elektronischen Geräten auch in diesem Branchenumfeld. Der Anteil an OEM-Player, die ihre Produktion auslagern ist aktuell noch eher gering, dürfte aber in Zukunft, zur Sicherstellung kompetitiver Kostenstrukturen, massgeblich steigen. Im Jahr 2023 entsprach das Marktvolumen für EMS im Bereich der Medizintechnik in Europa USD 7.3 Mrd., was einem Anteil von 8.1% am EMEA-Gesamtmarkt entspricht. Bis 2028 wird erwartet, dass dieser Markt mit einem CAGR von 4.5% auf USD 9.1 Mrd. steigt.<sup>11</sup>

Das Marktvolumen für EMS in Bereich der Luft & Raumfahrt und Verteidigung lag 2023 bei USD 5.1 Mrd., entsprechend einem Anteil von 5.7% am gesamten EMS-Marktes in der Region EMEA. Dieser Markt wird voraussichtlich bis 2028 auf USD 6.2 Mrd. ansteigen, was einem CAGR von 4.0% p. a. entspricht.<sup>12</sup> Der Bedarf des A&D Sektors an fortschrittlichen elektronischen Systemen wird durch technologische Innovationen, steigende Verteidigungsbudgets und strenge Qualitätsanforderungen getrieben.

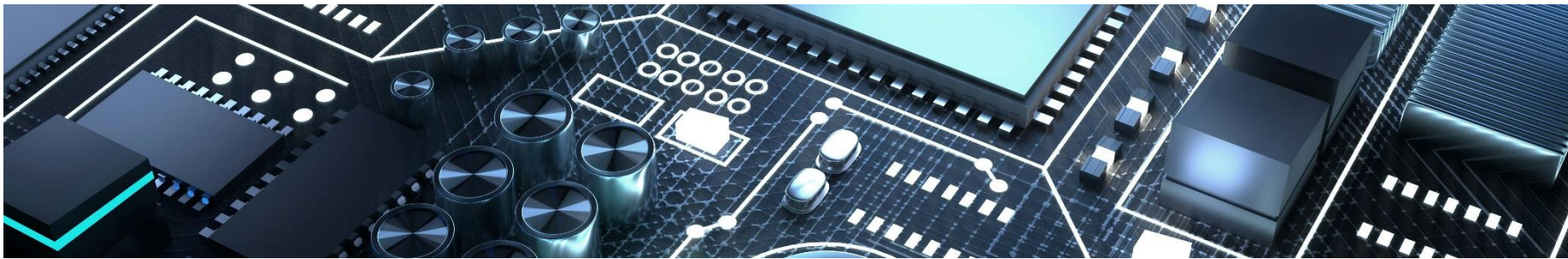
#### Erwartetes Mindestwachstum des EMS-Marktes in EMEA von 2023 bis 2028 nach ausgewählten Zielmärkten (in USD Mrd.)



Quelle: New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, S.185.

<sup>11</sup> New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, S.185.

<sup>12</sup> New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, S.185.



## 3 Bewertung

3.1	Bewertungsansatz	Seite 25
3.2	Discounted-Cashflow-Bewertung	Seite 26
3.3	Multiples-Bewertung	Seite 38
3.4	Aktienanalyse und Analystenschätzungen	Seite 41

## 3 Bewertung

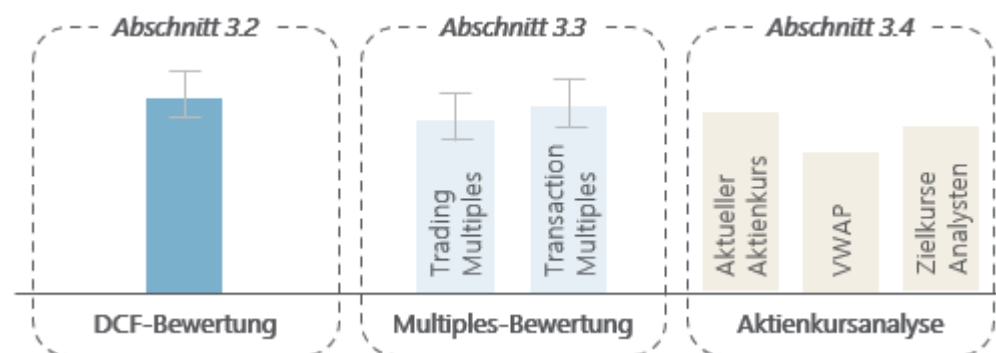
### 3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung von Cicor 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 aus der Aktienkursanalyse

Die Bewertung von Cicor zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von OEP erfolgt auf einer Stand-alone-Basis basierend auf der Anwendung unterschiedlicher Bewertungsansätze. In Übereinstimmung mit der Voranmeldung des öffentlichen Übernahmeangebots vom 9. Dezember 2024 wird der Wert pro Cicor-Aktie zum massgeblichen Bewertungsstichtag per 6. Dezember 2024 ermittelt.

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 von Cicor, dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage (Volume-weighted average price, «VWAP») von Cicor und den publizierten Zielkursen der Analysten verglichen.

#### Bewertungsansatz



## 3.2 Discounted-Cashflow-Bewertung

### 3.2.1 Einführung in die Bewertungsmethodik und zum Kapitalkostensatz

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 kann der Marktwert des Eigenkapitals von Cicor exkl. Minderheiten per 6. Dezember 2024 wie folgt hergeleitet werden:

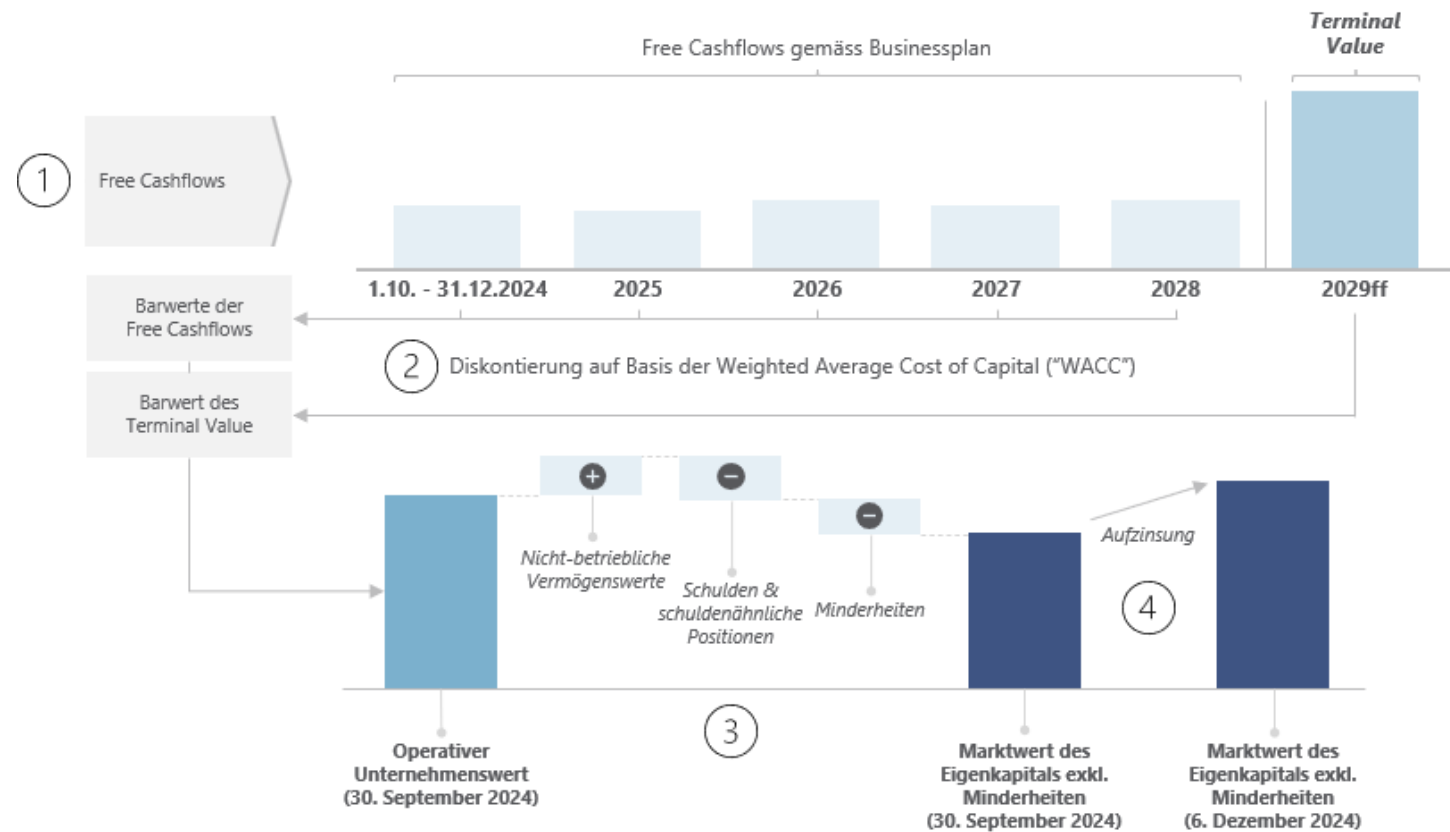
#### Bestimmung des Eigenkapitalwerts

- ① In einem ersten Schritt werden anhand des Forecasts 2024 und des vom VR von Cicor verabschiedeten Businessplans sowie der entsprechenden Management-Angaben die zukünftig erwarteten FCF unter Berücksichtigung einer Detailplanperiode ab 1. Oktober 2024 bis Ende des GJ 2028 bestimmt. Der Wertanteil, welcher auf die Phase nach dem GJ 2028 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 Cicor angemessenen WACC auf den 30. September 2024 diskontiert. Aus den dadurch ermittelten Barwerten ergibt sich der operative Unternehmenswert per 30. September 2024.
- ③ Zu diesem operativen Unternehmenswert werden die operativ nicht notwendigen Vermögenswerte von Cicor per 30. September 2024 addiert und das verzinsliche Fremdkapital, schuldenähnliche Positionen sowie Minderheiten in Abzug gebracht. Daraus resultiert der Marktwert des Eigenkapitals exkl. Minderheiten per 30. September 2024.
- ④ Der ermittelte Eigenkapitalwert wird auf den Bewertungszeitpunkt per 6. Dezember 2024 aufgezinst und schliesslich durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie per 6. Dezember 2024 zu ermitteln.



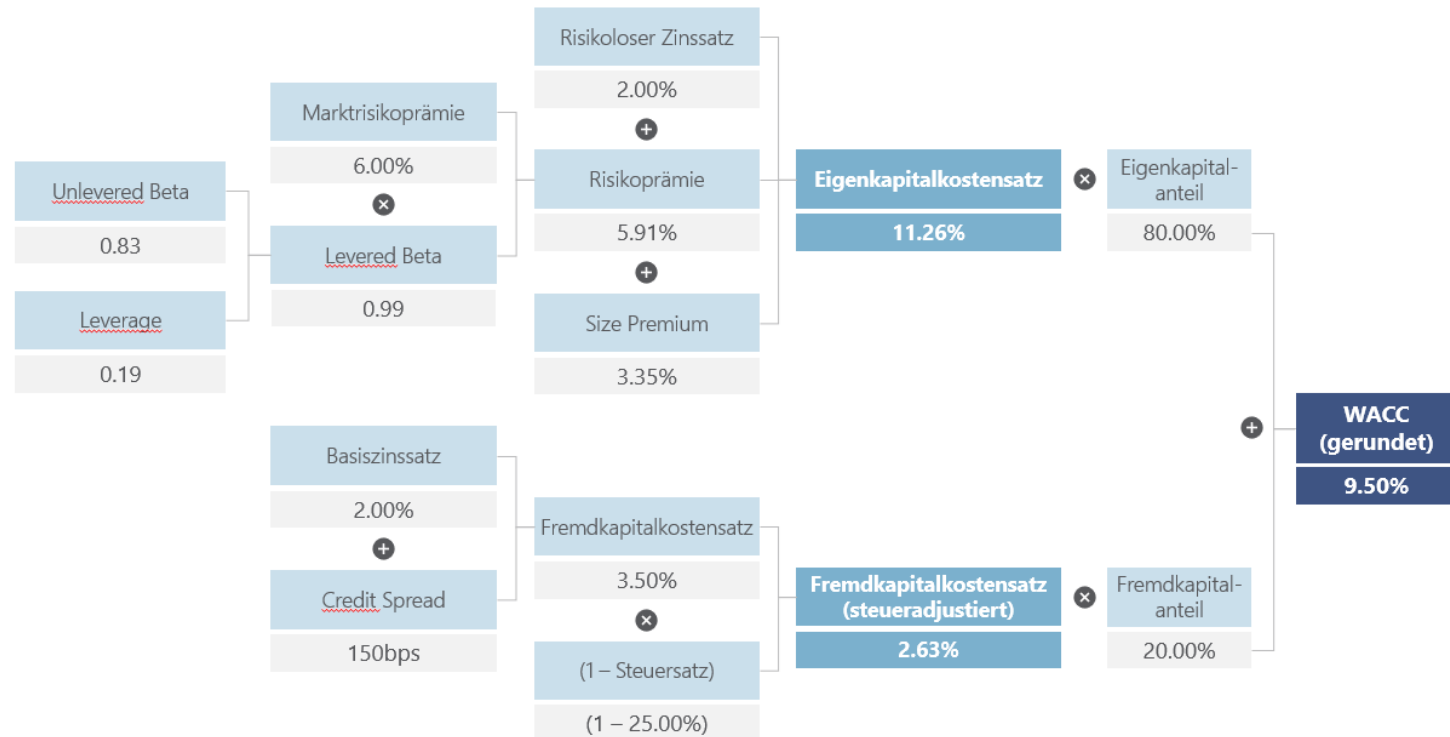
Illustrative Darstellung der Bewertungsmethode zur Bestimmung des Eigenkapitalwerts von Cicor

Die nachfolgende Abbildung fasst die Bestimmung des Marktwerts des Eigenkapitals von Cicor per 6. Dezember 2024 zusammen:



Bestimmung des WACC für Cicor

In der nachfolgenden Abbildung wird die Bestimmung des WACC für Cicor zusammengefasst:<sup>13</sup>



<sup>13</sup> Für weiterführende Angaben vgl. Anhang 5.1.

3.2.2    Businessplan

Die für die Zukunft geschätzten Free Cashflows basieren auf dem Forecast für das GJ 2024 und dem Businessplan für die GJ 2025 bis 2028 und zusätzlichen Angaben und Annahmen des Managements

Die prognostizierten FCF von Cicor für die GJ 2024 bis 2028 basieren auf dem aktuellen Forecast 2024 und dem Businessplan für die GJ 2025 bis 2028, der vom VR von Cicor am 4. November 2024 genehmigt wurde, sowie auf zusätzlichen Angaben und Annahmen des Managements. Die Annahmen zu den nachhaltigen Werten als Grundlage für die Bestimmung des Terminal Value wurden vom Management bestätigt.

Cicor plant auch in Zukunft eine aktive M&A Strategie zu verfolgen. Bis 2028 wird ein Umsatzwachstum von CHF 300.0 Mio. bis CHF 600.0 Mio. durch strategische Akquisitionen angestrebt. Diese Akquisitionen und das damit verbundene Wachstum sind nicht Teil des Businessplans. Für die vorliegende Bewertung werden geplante aber noch nicht vollzogene Akquisitionsprojekte nicht berücksichtigt, da davon ausgegangen wird, dass diese möglichen Übernahmen zum Marktwert erfolgen und daher keinen Einfluss auf die aktuelle Bewertung von Cicor haben.

Die resultierenden Durchschnittswerte der wichtigsten Werttreiber und Annahmen für die DCF-Bewertung sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

**Übersicht zu den wesentlichen Annahmen in der Planungsperiode sowie im Terminal Value im Vergleich zur Vergangenheit**

Mittelwert	GJ 2021 - 2023	GJ 2024 - 2028	Terminal Value
Wachstum Nettoumsatz (CAGR)	22.0%	11.0%	2.0%
EBITDA-Marge in %	10.5%	12.3%	13.0%
CAPEX* in % vom Nettoumsatz	3.4%	3.1%	3.0%
NUV** in % vom Nettoumsatz	26.1%	18.5%	16.4%

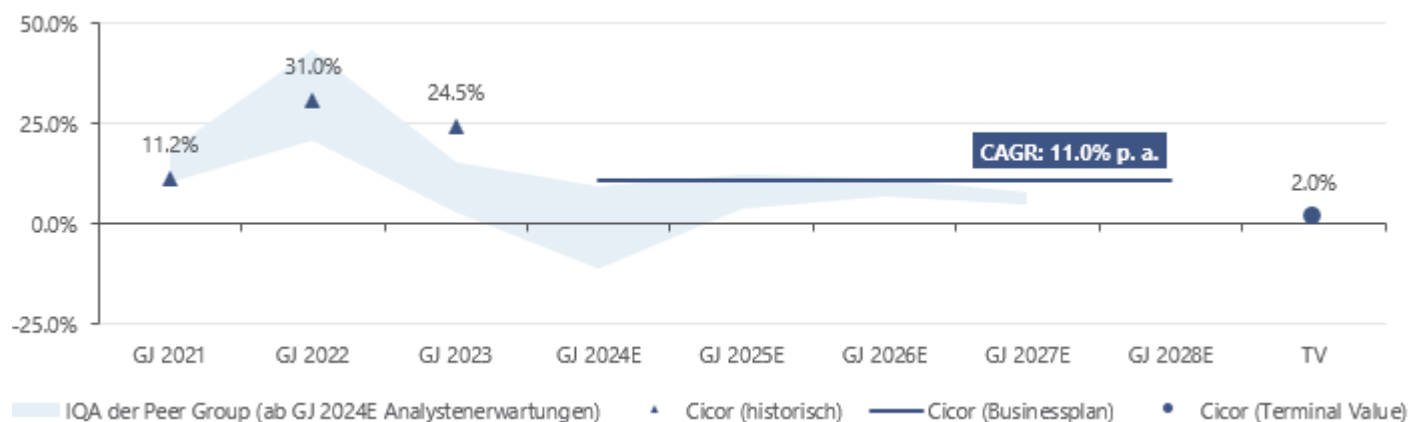
\*Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte (exkl. M&A).  
\*\*Für die Bestimmung des NUV gelangte eine abweichende Berechnungsmethodik im Vergleich zu den durch Cicor im Rahmen der Finanzberichterstattung offengelegten alternativen Performancekennzahlen zur Anwendung.  
Quellen: Geschäftsberichte, Plandaten und Management-Angaben von Cicor.

Wir haben die Angaben und Annahmen des Managements von Cicor von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden die wichtigsten Annahmen im Businessplan unter anderem den Analystenschätzungen für die identifizierten Vergleichsunternehmen gegenübergestellt. Für diese Analyse wurden die

Vergleichsunternehmen, welche massgeschneiderte EMS-Lösungen für vergleichbare Zielmärkte anbieten und wie Cicor auf einen hohen Spezialisierungsgrad und dafür geringere Volumen setzen, in einer Peer Group zusammengefasst.<sup>14</sup> Die wichtigsten Annahmen werden nachfolgend beschrieben.

Annahmen zur Entwicklung des Nettoumsatzes

### Vergleich der historischen und prognostizierten Wachstumsraten des Nettoumsatzes von Cicor und der Vergleichsunternehmen



Das Umsatzwachstum von Cicor lag in den GJ 2021 (11.2%) und 2022 (31.0%) innerhalb und im GJ 2023 deutlich über dem Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75% Quartil, «IQA») der Vergleichsunternehmen. Nebst dem organischen Wachstum ist das überdurchschnittliche Wachstum im GJ 2023 auf die durchgeführten Akquisitionen zurückzuführen.

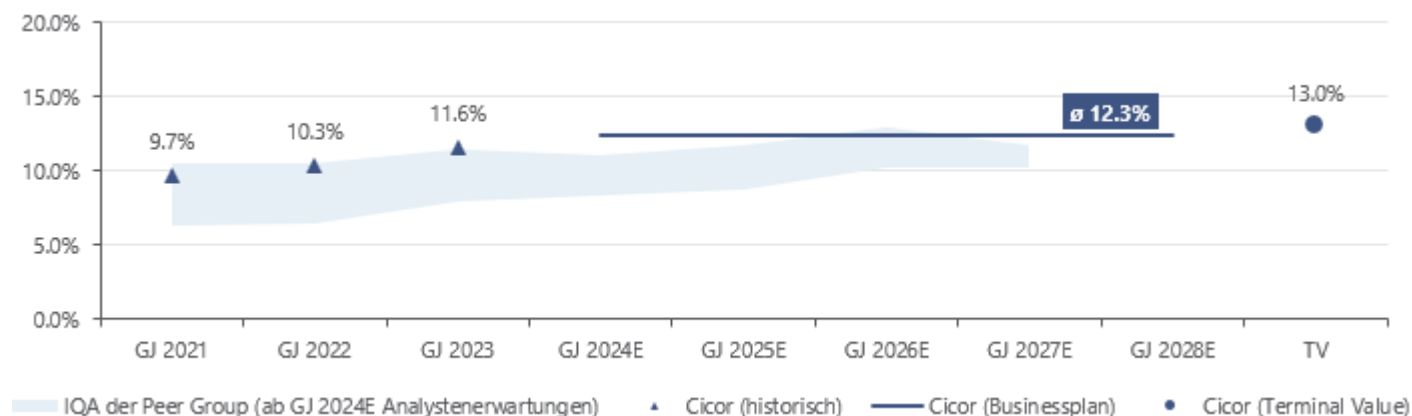
In den GJ 2024 bis 2028 erwartet das Management eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate («CAGR») von 11.0%. Die angestrebte Umsatzsteigerung im Businessplan widerspiegelt, unter Berücksichtigung der bereits vollzogenen Akquisitionen im GJ 2024, hauptsächlich organisches Wachstum und liegt am oberen Ende des IQA der Prognosen der Analysten für die Vergleichsunternehmen. Gemäss Businessplan setzt Cicor seine aktive Wachstumsstrategie fort und dürfte auch in Zukunft Marktanteile gewinnen.

<sup>14</sup> Eine Übersicht zu den Vergleichsunternehmen befindet sich in Anhang 5.3.

Für den Terminal Value wird eine nachhaltige Wachstumsrate von 2.0 %, entsprechend den gewichteten langfristigen Inflationserwartungen angenommen.<sup>15</sup>

Annahmen zur EBITDA-Marge

#### Vergleich der historischen und prognostizierten EBITDA-Margen von Cicor und der Vergleichsunternehmen<sup>16</sup>



Quellen: LSEG Data & Analytics, Businessplan und Management-Angaben von Cicor.

Die in den GJ 2021 und 2022 erzielte EBITDA-Marge von Cicor von 9.7%, respektive 10.3% liegt am oberen Ende des IQA der Vergleichsunternehmen. Die durch Wachstum, Synergien aus strategischen Akquisitionen und Verbesserungen in der operativen Effizienz gesteigerte EBITDA-Marge von 11.6% im GJ 2023 knapp oberhalb des IQA der Peer Group. Der IQA der durch die Analysten prognostizierten EBITDA-Margen der Vergleichsunternehmen bewegt sich für die GJ 2024 bis 2027 zwischen 8.5% und 12.8%. Die vom Management von Cicor für die GJ 2024 bis 2028 durchschnittlich erwartete EBITDA-Marge liegt bei 12.3% und damit am oberen Ende dieser Bandbreite.

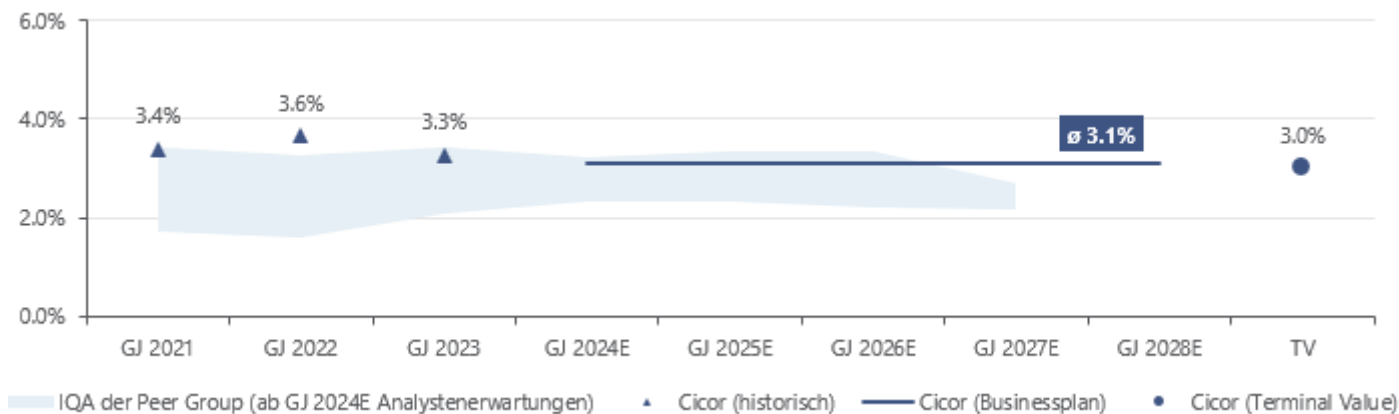
Langfristig betrachtet, beurteilt das Management von Cicor eine EBITDA-Marge von 13.0% als nachhaltig. Das angenommene nachhaltige betriebliche Profitabilitätsniveau von Cicor liegt über dem Analystenkonsens für die Vergleichsunternehmen per Ende des Geschäftsjahres 2027.

<sup>15</sup> Quelle: IMF, World Economic Outlook, Oktober 2024.

<sup>16</sup> IFRS 16- und ASC 842-bedingte Effekte wurden in den historischen sowie zukünftig erwarteten EBITDAs der Vergleichsunternehmen eliminiert, um eine konsistente Vergleichbarkeit zwischen den analysierten Unternehmen und Cicor sicherzustellen.

## Annahmen zu den CAPEX

### Vergleich der historischen und prognostizierten CAPEX in % vom Umsatz von Cicor und der Vergleichsunternehmen



Quellen: LSEG Data & Analytics, Businessplan und Management-Angaben von Cicor.

In den GJ 2021 bis 2023 investierte Cicor jährlich zwischen rund CHF 8.1 Mio. und CHF 12.7 Mio., was einer Investitionsquote (CAPEX ohne Akquisitionen in % des Nettoumsatzes) von 3.3% bis 3.6% entspricht. Mit diesen Werten bewegte sich Cicor am oberen Ende, respektive leicht über dem IQA der Vergleichsunternehmen. Für die GJ 2024 bis 2028 geht das Management von Cicor von einer durchschnittlichen Investitionsquote von 3.1% aus, was ebenfalls im oberen Bereich des IQA der Analystenschätzungen für die Vergleichsunternehmen liegt.

Langfristig wird seitens des Managements von Cicor ein CAPEX-Niveau von 3.0% im Verhältnis zum Nettoumsatz erwartet. Bei der Berechnung des Terminal Value wird zudem angenommen, dass die Abschreibungen nachhaltig dem prognostizierten CAPEX-Niveau entsprechen.

## Nettoumlaufvermögen

Das Nettoumlaufvermögen («NUV») von Cicor betrug in den GJ 2021 bis 2023 durchschnittlich 26.1% im Verhältnis zum Nettoumsatz.<sup>17</sup> Für die Planperiode von GJ 2024 bis 2028 rechnet Cicor mit einer Abnahme des NUV in Relation zum Nettoumsatz auf durchschnittlich 18.5%. Bei der Berechnung des Terminal Value gelangt ein nachhaltiges Niveau von 16.4%, analog zum GJ 2028, zur Anwendung.

<sup>17</sup> Für die Bestimmung des NUV gelangte eine abweichende Berechnungsmethodik im Vergleich zu den durch Cicor im Rahmen der Finanzberichterstattung offengelegten alternativen Performancekennzahlen zur Anwendung.



Steuern

Basierend auf den Schätzungen des Managements von Cicor wird für die GJ 2024 bis 2028 sowie für den Terminal Value ein kalkulatorischer Steuersatz von 25.0% verwendet.

Halbjahresabschluss per  
30. Juni 2024, jüngste  
Ereignisse und  
Ausblick 2024

In den ersten beiden Quartalen das GJ 2024 (per 30. Juni 2024) erzielte Cicor einen Umsatz von CHF 231.3 Mio. bei einem EBITDA von CHF 24.7 Mio. Sowohl Umsatz als auch EBITDA liegen leicht unter dem anteiligen Forecast für das GJ 2024. Aufgrund der hohen Visibilität in Bezug auf die finanzielle Entwicklung im 2. Halbjahr 2024 beurteilt das Management den Forecast 2024 dennoch als realistisch, was auch durch den Konsens der Analystenerwartungen gestützt wird.

Am 8. November 2024 hat Cicor öffentlich bekanntgegeben, das schwedische Entwicklungsunternehmen Nordic Engineering Partner AB erfolgreich übernommen zu haben. Darüber hinaus wurde am 2. Dezember 2024 kommuniziert, dass das Unternehmen eine Vereinbarung zum Erwerb des deutschen EMS-Dienstleisters Profectus GmbH unterzeichnet hat.<sup>18</sup> Beide Transaktionen stellen für Cicor weitere wesentliche Meilensteine auf dem Weg zum führenden pan-Europäischen Entwicklungs- und Fertigungspartner für anspruchsvolle Elektronik dar. Beide Transaktionen sind im für die Bewertung zugrundeliegenden Businessplan nicht reflektiert. Da die Transaktionen aber zu Marktpreisen erfolgten resp. erfolgen werden, haben diese auch keinen Einfluss auf den im Rahmen dieser Fairness Opinion resultierenden Wert pro Aktie.

---

<sup>18</sup> Quelle: Medienmitteilungen von Cicor.

Ermittlung des  
Eigenkapitalwerts

Die Diskontierung der erwarteten Free Cashflows der Planperiode sowie des Terminal Value mit dem WACC von 9.50%<sup>19</sup> ergibt einen operativen Unternehmenswert per 30. September 2024 von CHF 562.3 Mio.

Zum operativen Unternehmenswert per 30. September 2024 werden die nicht-operativen Vermögenswerte addiert und die Finanzverbindlichkeiten sowie schuldenähnliche Positionen abgezogen, um den Eigenkapitalwert zu ermitteln.

Bei den nicht-operativen Vermögenswerten per 30. September 2024 im Umfang von insgesamt CHF 30.4 Mio. handelt es sich um latente Steueraktiven (netto) sowie die ermittelte Überschussliquidität in der Höhe von CHF 22.1 Mio. Diese resultiert aus den Überlegungen des Managements zur Höhe der betrieblich notwendigen Liquidität, welche durch IFBC plausibilisiert wurden.

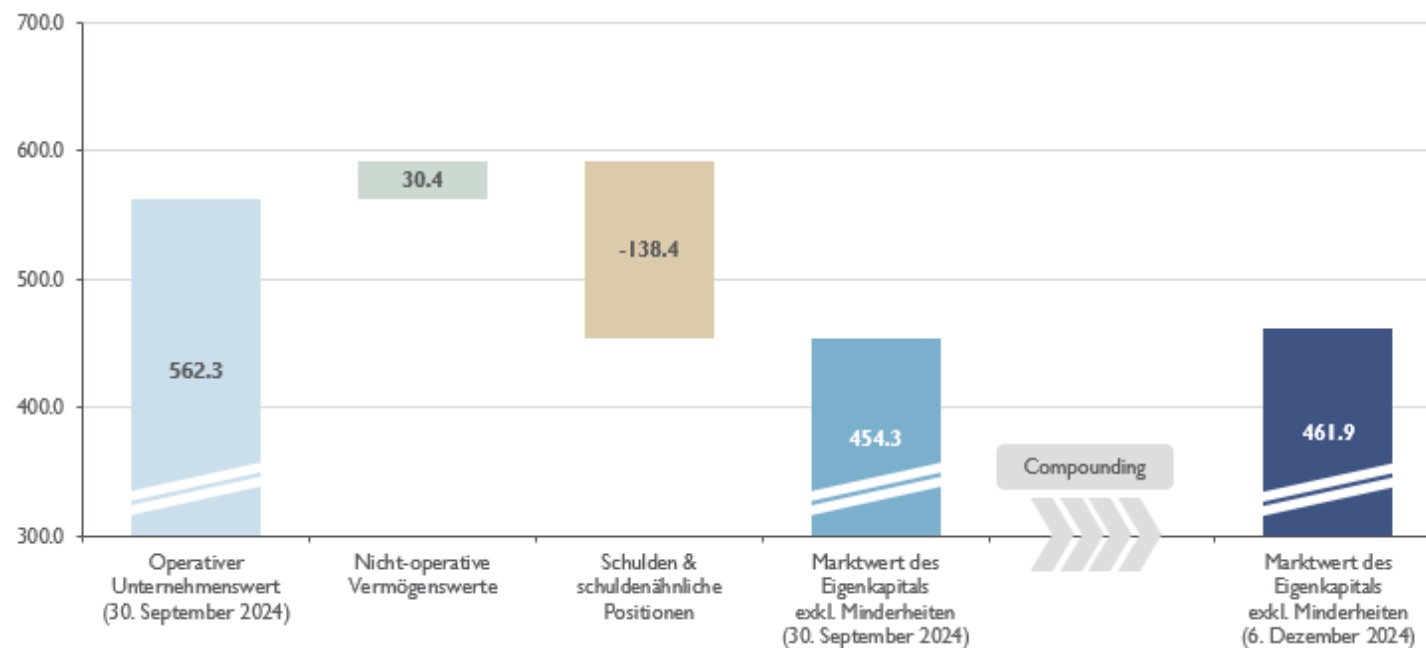
Verzinsliches Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen im Umfang von CHF 138.4 Mio. werden vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht (kurz- und langfristige Finanzverbindlichkeiten, kurz- und langfristige Rückstellungen, Verbindlichkeiten für ein Cash-Settlement der bestehenden Mitarbeiterbeteiligungspläne sowie Pensionsverpflichtungen). Per 30. September 2024 existieren keine Minderheiten.

Der für Cicor per 30. September 2024 resultierende Eigenkapitalwert in der Höhe von CHF 454.3 Mio. wird schliesslich auf den Bewertungsstichtag aufgezinnt. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalwert per 6. Dezember 2024 von CHF 461.9 Mio.

---

<sup>19</sup> Für weiterführende Informationen zur Berechnung des WACC vgl. Anhang 5.1.

**Bestimmung des Eigenkapitalwerts von Cicor per 6. Dezember 2024 (in CHF Mio.)**



Quelle: IFBC.

Wert pro Aktie in CHF

Per 6. Dezember 2024 sind insgesamt 4'564'946 Aktien ausgegeben. Gemäss Angaben des Managements hält Cicor aktuell 307'007 dieser Aktien als eigene Aktien, welche folglich von den insgesamt ausgegebenen Aktien in Abzug gebracht werden müssen. Zusätzlich werden bei der Umwandlung der restlichen MCN 113'326 neue Aktien ausgegeben. Die relevante Anzahl ausstehender Aktien beträgt somit 4'371'265. Dividiert man den Eigenkapitalwert von CHF 461.9 Mio. per 6. Dezember 2024 durch diese Anzahl Aktien, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 105.67.

**Sensitivitätsanalyse in Bezug auf den Wert pro Aktie von Cicor per 6. Dezember 2024 (in CHF)**

		Nachhaltige EBITDA-Marge in %				
		12.50%	12.75%	13.00%	13.25%	13.50%
WACC	9.00%	109.20	112.22	115.23	118.25	121.27
	9.25%	104.51	107.40	110.29	113.17	116.06
	9.50%	100.13	102.90	105.67	108.44	111.21
	9.75%	96.03	98.69	101.35	104.01	106.67
	10.00%	92.19	94.75	97.30	99.86	102.41

		Nachhaltiges Investitionsniveau in % vom Umsatz				
		3.50%	3.25%	3.00%	2.75%	2.50%
WACC	9.00%	109.02	112.13	115.23	118.34	121.45
	9.25%	104.33	107.31	110.29	113.26	116.24
	9.50%	99.95	102.81	105.67	108.53	111.38
	9.75%	95.86	98.61	101.35	104.10	106.84
	10.00%	92.02	94.66	97.30	99.94	102.58

Quelle: IFBC

Obige Abbildungen zeigen die Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie von Cicor in CHF per 6. Dezember 2024. Eine Veränderung des unterstellten WACC von 9.50% um  $\pm 50$  Basispunkte und der im Terminal Value unterstellten nachhaltigen EBITDA-Marge um  $\pm 50$  Basispunkte führt zu einer Wertbandbreite von CHF 92.19 bis CHF 121.27 pro Aktie. Eine identische Veränderung des WACC bei einer gleichzeitigen Anpassung der nachhaltigen CAPEX in % des Nettoumsatzes um  $\pm 50$  Basispunkte resultiert in einer Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 92.02 und CHF 121.45.

## **Zusammenfassung**

- Die Anwendung der DCF-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts ist anerkannte Best Practice.
- Die Annahmen zu den Free Cashflows basieren auf dem Forecast für das GJ 2024 und dem Businessplan für die GJ 2025 bis 2028, die vom Verwaltungsrat von Cicor am 4. November 2024 genehmigt wurden, den unveröffentlichten Resultaten der ersten 3 Quartale des GJ 2024 (per 30. September 2024) sowie den Angaben und Annahmen des Managements.
- Für die Ermittlung des Eigenkapitalwerts wurde ein WACC von 9.50% angewendet.
- Der resultierende Wert pro Aktie per 6. Dezember 2024 beträgt CHF 105.67.
- Die Sensitivitätsanalysen ergeben eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 92.02 bis CHF 121.45.
- Dem Resultat der DCF-Bewertung wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, denn die Anwendung der DCF-Methode entspricht der anerkannten Corporate-Finance-Theorie sowie der aktuellen Best Practice und ermöglicht es, die unternehmensspezifischen Gegebenheiten von Cicor adäquat in der Bewertung zu berücksichtigen.

### 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 Cicor eine Peer Group mit vergleichbaren Unternehmen gebildet.<sup>20</sup> Für jedes ausgewählte Vergleichsunternehmen wird der EBITDA-Multiple berechnet, indem der gesamte Unternehmenswert per 30. November 2024<sup>21</sup> (Marktwert des Eigenkapitals zzgl. Nettoverschuldung) ins Verhältnis zum jeweiligen EBITDA (11/2024 (last twelve months, «LTM»), respektive zum erwarteten EBITDA 12/2025E und 12/2026E («E»)) gesetzt wird. Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung von Cicor 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 den geschätzten EBITDA von Cicor angewandt. Daraus resultiert der operative Unternehmenswert. Die nicht-operativen Vermögenswerte werden zum operativen Unternehmenswert addiert und die verzinslichen Finanzverbindlichkeiten sowie die schuldenähnlichen Positionen per 30. September 2024 in Abzug gebracht. Der daraus resultierende Eigenkapitalwert wird im Anschluss zum Bewertungsstichtag per 6. Dezember 2024 aufgezinnt 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 58.87 und CHF 78.79. Der durchschnittliche Medianwert pro Aktie beträgt CHF 71.15.

Im Vergleich zur DCF-Bewertung resultiert bei der Anwendung von Trading Multiples eine tiefere Bewertung von Cicor. Es ist jedoch zu beachten, dass die zugrunde liegenden Multiples der Vergleichsunternehmen das erwartete Wachstum von Cicor nicht vollständig widerspiegeln.

Bewertung basierend auf  
Transaction Multiples

Im Rahmen der Analyse der Transaction Multiples wird der Unternehmenswert auf der Basis beobachtbarer Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen bestimmt. Dabei wurden Unternehmenstransaktionen zwischen Januar 2014 und Oktober 2024

<sup>20</sup> Für weiterführende Informationen zu den ausgewählten Vergleichsunternehmen im Rahmen der Trading-Multiples-Analyse vgl. Abschnitt 5.3 im Anhang.

<sup>21</sup> Letztes Monatsende vor der Vorankündigung.

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 (LTM) verglichen.<sup>22</sup> Analog zum Vorgehen bei der Trading-Multiples-Analyse wird der Abweichung zwischen der Grösse der einzelnen Vergleichstransaktionen und der Marktkapitalisierung von Cicor durch die Berücksichtigung impliziter, grössenabhängiger Premiums/Discounts entsprechend Rechnung getragen.

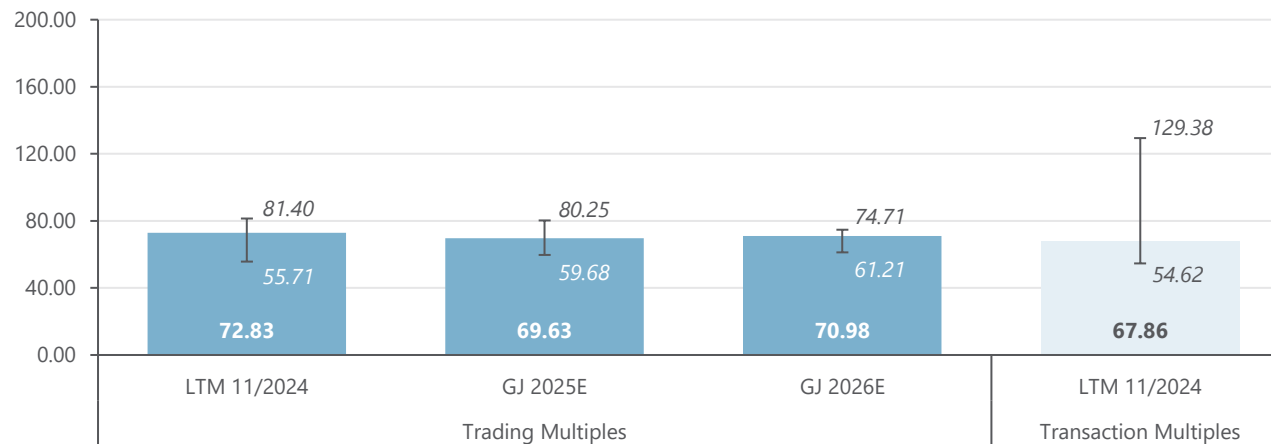
Aufgrund der eingeschränkten Datenlage zu vergleichbaren Transaktionen und der teilweise hohen zeitlichen Diskrepanz zum Bewertungszeitpunkt, ist dieser Analyse eine geringe Bedeutung beizumessen. Ferner zu beachten ist, dass bei einer kleinen Anzahl von Vergleichstransaktionen transaktionsspezifische Effekte zudem einen starken Einfluss haben können.

Im Zeitraum zwischen 2014 und 2024 konnten zehn Transaktionen identifiziert werden, bei welchen das Zielunternehmen ein mit Cicor vergleichbares Geschäftsmodell aufwies und die notwendigen finanziellen Daten öffentlich verfügbar sind.

Zur Bestimmung des Unternehmenswerts werden die resultierenden Transaction Multiples mit dem EBITDA von Cicor per 30 November 2024 (LTM) multipliziert. 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 Medianwert pro Aktie von CHF 67.86. mit einer Wertbandbreite (IQA) zwischen CHF 54.62 und CHF 129.38.

---

<sup>22</sup> Für weiterführende Informationen zu den ausgewählten Vergleichstransaktionen im Rahmen der Transaction-Multiples-Analyse vgl. Abschnitt 5.4 im Anhang.

**Wert pro Aktie von Cicor per 6. Dezember 2024 anhand der Multiples-Bewertungen (in CHF)**


Quellen: LSEG Data & Analytics, IFBC Analyse.

**Zusammenfassung**

- Zur Plausibilisierung des DCF-Werts werden Bewertungen basierend auf Trading und Transaction Multiples vorgenommen.
- Die Bewertung mittels Trading Multiples ergibt einen durchschnittlichen Wert je Aktie von CHF 58.87 bis CHF 78.79 (Durchschnittlicher Medianwert CHF 71.15). Die im Vergleich zur DCF-Bewertung tiefere Bewertung von Cicor mittels Trading Multiples ist insbesondere auf das erwartete Wachstum im Businessplan von Cicor zurückzuführen, welches in den aktuellen Marktbewertungen der Vergleichsunternehmen nicht vollständig reflektiert wird.
- Basierend auf der Transaction-Multiples-Bewertung resultiert ein Wert je Aktie von CHF 67.86 mit einer Wertbandbreite von CHF 54.62 bis CHF 129.38. Die Aussagekraft der Transaction-Multiple-Bewertung ist aufgrund der geringen Anzahl vergleichbarer Transaktionen und der zeitlichen Diskrepanz von geringerer Bedeutung.
- Die Aussagekraft der Multiples-Bewertungen beurteilt IFBC als eingeschränkt. Generell gilt es zu beachten, dass sowohl Geschäftsmodelle als auch die spezifische Situation der Peer-Unternehmen von denjenigen von Cicor abweichen können. Den Transaktionen ist aufgrund der hohen zeitlichen Diskrepanz sowie allfälliger unternehmens- und transaktionsspezifischer Effekte sowie der vergleichsweise kleinen Anzahl verfügbarer Transaktionen eine untergeordnete Bedeutung beizumessen.



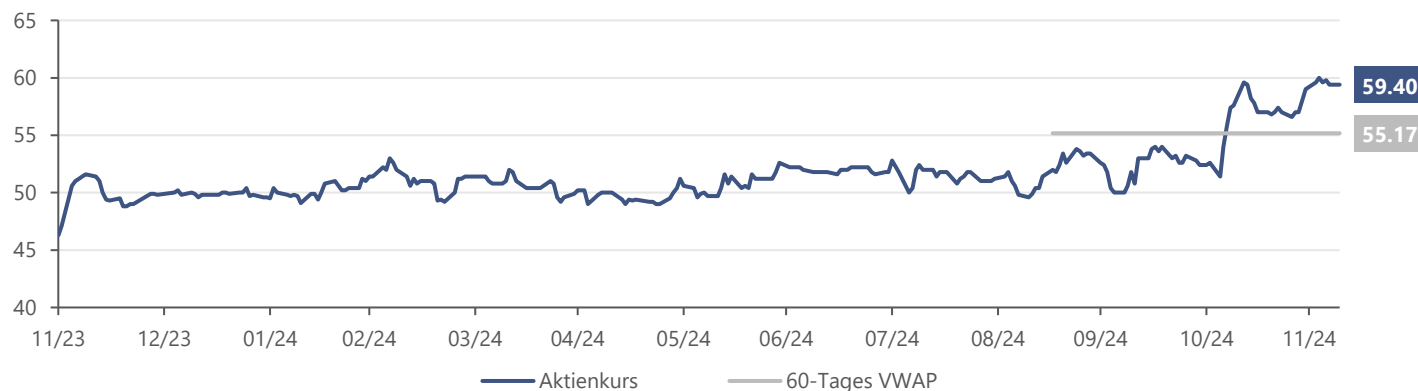
### 3.4 Aktienanalyse und Analystenschätzungen

#### Aktienkursentwicklung

Der Kurs der Cicor-Aktie ist in den letzten 12 Monaten um 16.0% gestiegen. Während dieses Zeitraums schwankte der Kurs zwischen CHF 48.80 (20. Dezember 2023) und CHF 60.00 (3. Dezember 2024).

Die Aktie von Cicor wurde am 6. Dezember 2024, am letzten Handelstag vor der Voranmeldung des Angebots durch OEP, mit einem Schlusskurs von CHF 59.40 gehandelt. Der volumengewichtete Durchschnittspreis (VWAP) der letzten 60 Handelstage betrug per 6. Dezember 2024 CHF 55.17.

#### Entwicklung des Aktienkurses von Cicor der letzten 12 Monate (in CHF)



Quellen: LSEG Data & Analytics, SIX Swiss Exchange.

#### Im Angebotspreis enthaltene Prämien zum Aktienkurs und VWAP

Der Angebotspreis liegt bei CHF 55.17 und entspricht damit dem VWAP (60 Handelstage) per 6. Dezember 2024. Der implizite Abschlag des Angebotspreises gegenüber dem Schlusskurs am letzten Handelstag vor der Voranmeldung des Angebots (6. Dezember 2024) beträgt somit -7.12%.

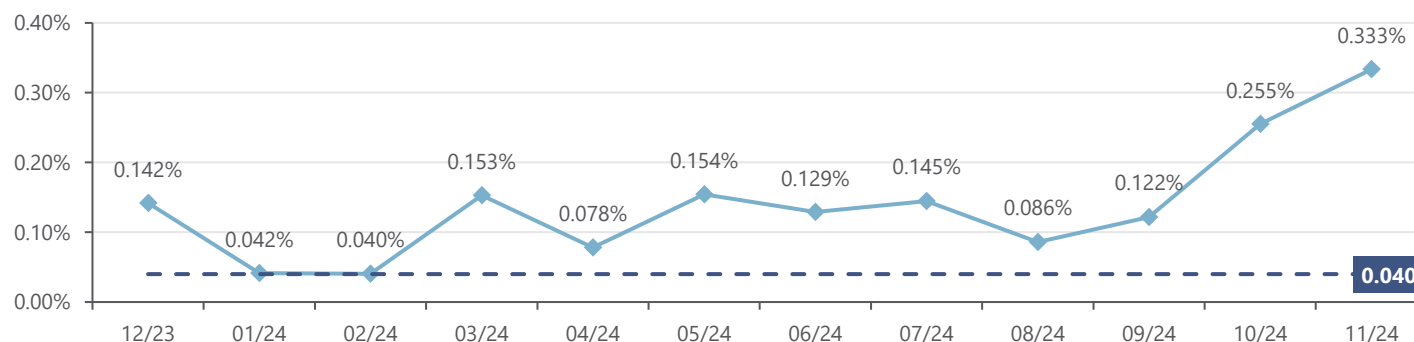
#### Liquiditätsanalyse

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.»<sup>23</sup> Da die Aktien von Cicor nicht Teil des SLI sind, erfolgt die Prüfung der Liquidität der Aktie auf Basis der Analyse des Handelsvolumens.

Unter Berücksichtigung der Handelsvolumen an den Schweizer Börsen SIX Swiss Exchange und BX Swiss ist der Median des Handelsvolumens der Cicor-Aktie während des Zwölfmonatszeitraums vor der Vorankündigung der Transaktion in 11 von 12 Monaten höher als der geltende Schwellenwert von 0.04%. In dieser Betrachtung sind die Aktien von Cicor als liquide zu beurteilen. Werden zusätzlich die Handelsvolumen der Cicor-Aktie an weiteren Börsen und Handelsplattformen im Ausland<sup>24</sup> berücksichtigt, liegt der Median des Handelsvolumens von Cicor-Aktie während des Zwölfmonatszeitraums vor der Voranmeldung des Angebots in sämtlichen 12 Monaten auf oder über dem geltende Schwellenwert von 0.04%. Der Aktienkurs von Cicor ist folglich eine valide Referenz zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots.

#### Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien von Cicor in % des Free Float (unter Berücksichtigung von Börsen und Handelsplattformen im In- und Ausland)



Quellen: LSEG Data & Analytics, IFBC Analyse. Free Float gemäss Aktienregister von Cicor per 31. Dezember 2023, 30. Juni 2024 und 30. September 2024 sowie Angaben des Managements von Cicor.

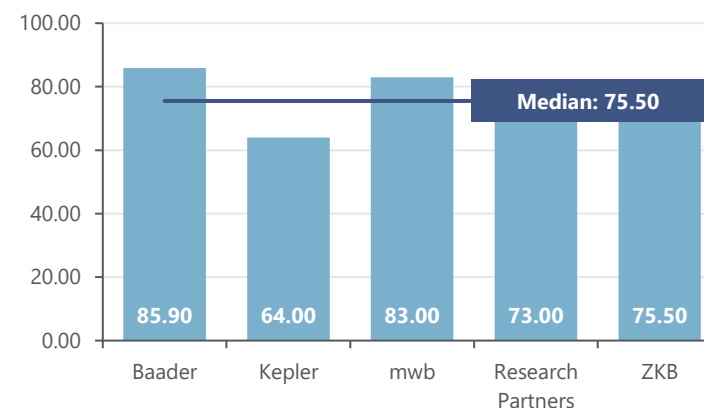
<sup>23</sup> Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26. Februar 2010.

<sup>24</sup> U. a. wurden die folgenden Börsen und Handelsplattformen berücksichtigt: Aquis, BATS, CBOE und London Stock Exchange.

## Kursziele der Analysten

Aktuell werden zu Cicor fünf Analystenberichte mit entsprechenden Kurszielen publiziert.<sup>25</sup> Die Kursziele aller Analysten wurden zuletzt zwischen Mitte Oktober und Anfang Dezember aktualisiert und liegen zwischen CHF 64.00 und CHF 85.90. Der Median der Kursziele liegt bei CHF 75.50. Das Angebot von OEP liegt mit dem Angebotspreis von CHF 55.17 um -26.9% unter dem Median der Kursziele der Analysten. Im Vergleich zum Businessplan von Cicor gehen die Analysten in den Finanzplanungen von einem tieferen Umsatzwachstum und einer tieferen EBITDA-Marge aus, weshalb das durchschnittlich resultierende Kursziel unterhalb des Werts pro Aktie gemäss DCF-Bewertung liegt.

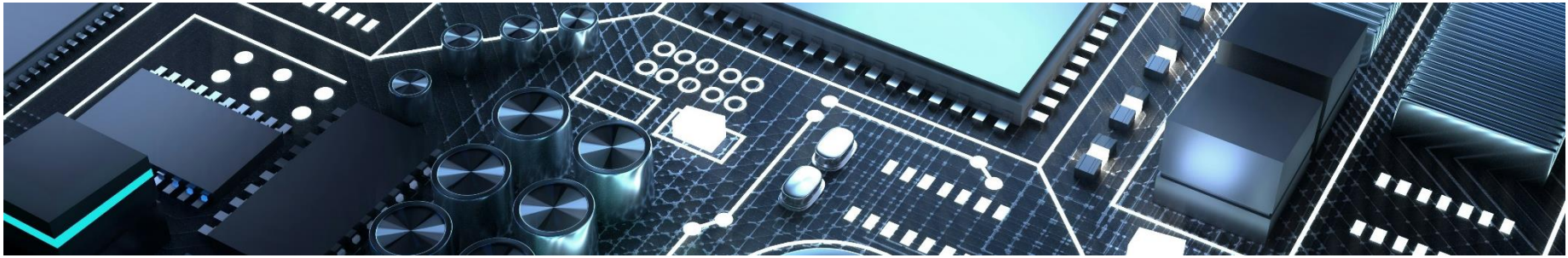
## Kursziele der Analysten (in CHF)



## Zusammenfassung

- Die Aktien von Cicor sind unter Berücksichtigung der Handelsvolumen an den Schweizer Börsen und den weiteren Börsen im Ausland als liquide 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 OEP als valide Referenz herangezogen werden.
- Am letzten Handelstag vor der Voranmeldung des Angebots (6. Dezember 2024) schloss der Aktienkurs von Cicor bei CHF 59.40. Der VWAP lag zu diesem Zeitpunkt bei CHF 55.17. Der implizite Abschlag des Angebotspreises im Vergleich zum Aktienkurs liegt bei -7.12%. Im Vergleich zum VWAP beträgt die implizite Prämie 0.00%, da der Angebotspreis exakt dem VWAP (60 Handelstage) entspricht.
- Die aktuellen Kursziele der Analysten bewegen sich in einer Bandbreite von CHF 64.00 und CHF 85.90 mit einem Median von CHF 75.50. Die tiefere Bewertung der Analysten im Vergleich zur DCF-Bewertung ist auf niedrigere Erwartungen in Bezug auf Umsatzwachstum und EBITDA-Margen zurückzuführen. Darüber hinaus liegen nur wenige Analystenschätzungen vor. Vor diesem Hintergrund werden den publizierten Kurszielen nur eine untergeordnete Bedeutung bei der finanziellen Beurteilung des Angebots beigemessen.

<sup>25</sup> Quellen: LSEG Data & Analytics, Baader, 2.12.2024; Kepler Chevreux, 15.10.2024; mwb research, 29.11.2024; Research Partners, 14.11.2024; Zürcher Kantonalbank, 19.11.2024.



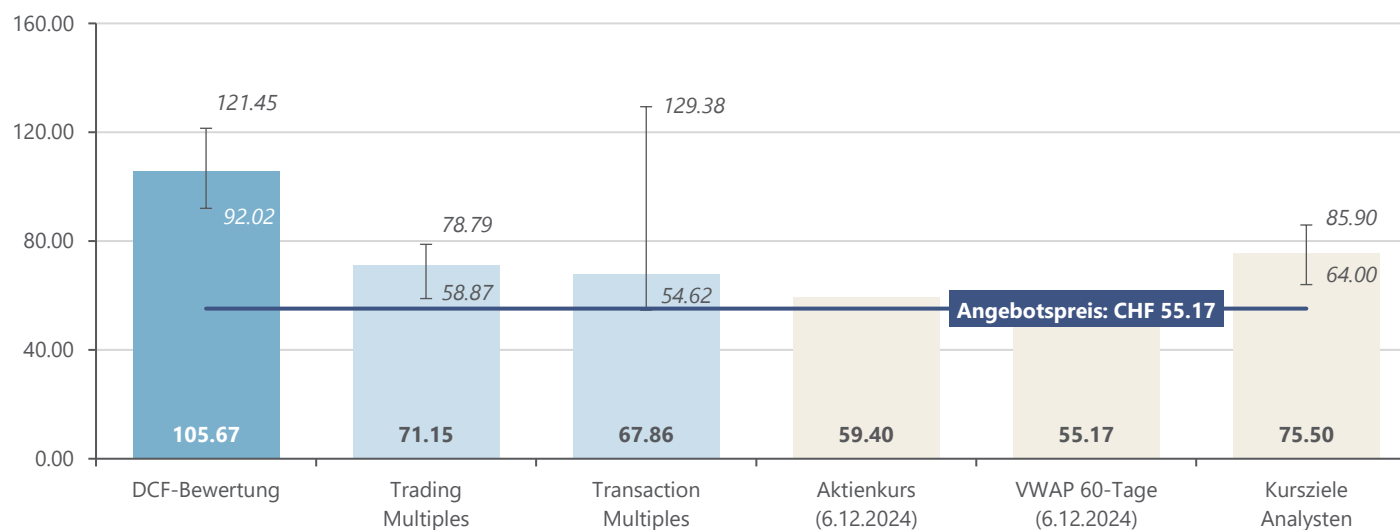
## | 4 Beurteilung

## 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 OEP für die ausstehenden Aktien von Cicor:

Überblick zu den  
Bewertungsergebnissen

### Übersicht zu den Bewertungsergebnissen von Cicor per 6. Dezember 2024 (Wert pro Aktie in CHF)



Quelle: IFBC.

- Gemäss Best Practice haben wir eine Reihe von Bewertungsmethoden angewandt, um den Wert pro Aktie von Cicor zu bestimmen.
- Die Bewertung mittels DCF-Methode ergibt per 6. Dezember 2024 einen Wert pro Aktie von CHF 105.67 mit einer Wertbandbreite zwischen CHF 92.02 und CHF 121.45. Das Bewertungsergebnis ist vor allem sensitiv bezüglich der als nachhaltig geschätzten EBITDA-Marge, dem Investitionsniveau sowie des unterstellten Kapitalkostensatzes. Dem Resultat der DCF-Bewertung wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit

diesem Ansatz der anerkannten Corporate-Finance-Theorie sowie der aktuellen Best Practice gefolgt und den unternehmensspezifischen Gegebenheiten von Cicor am besten Rechnung getragen wird.


- Bei einer Bewertung mittels Trading Multiples resultiert per 6. Dezember 2024 eine Wertbandbreite von CHF 58.87 bis CHF 78.79 pro Aktie (durchschnittlicher Medianwert bei CHF 71.15. Die Anwendung von Transaction Multiples führt per 6. Dezember 2024 zu einer Wertbandbreite von CHF 54.62 bis 129.38 pro Aktie (Median bei CHF 67.86). Trotz der sorgfältigen Auswahl von Vergleichsunternehmen beurteilen wir die Aussagekraft der Bewertung anhand von Multiples als eingeschränkt. Die spezifische Situation und die erwartete Entwicklung von Cicor ist in den aktuellen Marktbewertungen der Vergleichsunternehmen nicht vollumfänglich abgebildet. Zudem sind die identifizierten Zielunternehmen als Grundlage für die Bestimmung der Transaction Multiples nur im weiteren Sinne mit Cicor vergleichbar.
- Die Aktien von Cicor sind unter Berücksichtigung der Handelsvolumen an den Schweizer Börsen sowie weiteren Börsen und Handelsplattformen im Ausland als liquide zu beurteilen. Aus diesem Grund können sowohl der Aktienkurs als auch der VWAP der letzten 60 Handelstage bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch OEP mitberücksichtigt werden.
- Im Vergleich zum Schlusskurs von CHF 59.40 am 6. Dezember 2024, dem letzten Handelstag vor der Voranmeldung des Angebots durch OEP, entspricht der Angebotspreis von CHF 55.17 einem Abschlag von -7.12%. Aus dem Vergleich zwischen dem Angebotspreis und dem VWAP (60 Tage) von CHF 55.17 per 6. Dezember 2024 resultiert eine Prämie von 0.00%, da der Angebotspreis exakt dem VWAP (60 Handelstage) entspricht.

Abschliessende Beurteilung  
des Angebots

Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC den Angebotspreis von CHF 55.17 je Aktie von Cicor aus finanzieller Sicht als **nicht** fair. Diese Konklusion basiert auf den folgenden Überlegungen:

- Der Angebotspreis entspricht lediglich 52.2% des fairen Aktienpreises gemäss DCF-Bewertung und liegt deutlich unter der aus der Sensitivitätsanalyse entstehenden Wertbandbreite.
- Der Angebotspreis liegt unter der Wertbandbreite, die sich aus der Anwendung von Trading Multiples ergibt und entspricht lediglich 77.5% des Durchschnitts der Medianwerte der Trading Multiples. Zudem liegt der Angebotspreis ebenfalls unterhalb des Medianwerts der Transaction-Multiples-Bewertung.
- Der Angebotspreis liegt unter dem Schlusskurs des Aktienpreises per 6. Dezember 2024 und entspricht exakt dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage (per 6. Dezember 2024).

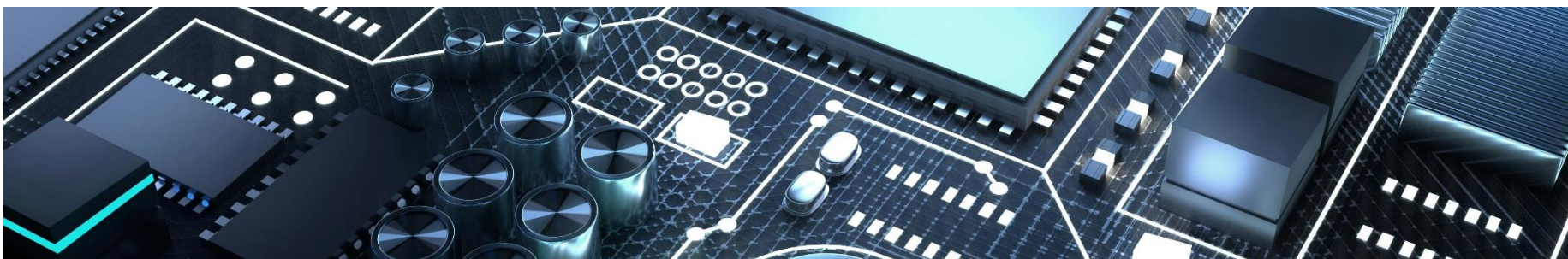
Zürich, 12. Dezember 2024



Dr. Thomas Vettiger  
Managing Partner



Jan Hunziker  
Manager



## 5 Anhang

5.1	Kapitalkostensatz (WACC)	Seite 49
5.2	Beta Analyse per 30. November 2024	Seite 51
5.3	Trading Multiples per 30. November 2024	Seite 52
5.4	Transaction Multiples per 30. November 2024	Seite 53
5.5	Abkürzungsverzeichnis	Seite 54



## 5 Anhang

### 5.1 Kapitalkostensatz (WACC)

Parameter	Wert	Beschreibung
Währungsgewichteter risikoloser Zinssatz	2.00%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Höherer Wert zwischen dem definierten Mindestwert (Untergrenze für den realen Zinssatz von 0.00% + langfristig erwartete Inflation) und der Rendite der 10-jährigen CH-Staatsanleihe (rollierender Durchschnitt über einen Monat).</li> <li>Berücksichtigung der langfristigen Inflationsdifferenzen zwischen der Schweiz und den relevanten Ländern in Abstimmung mit dem seitens Management von Cicor als nachhaltig beurteilten Fremdwährungssplit.</li> <li>Quellen: LSEG Data &amp; Analytics, IMF World Economic Outlook (Oktober 2024), Management von Cicor.</li> </ul>
Marktrisikoprämie	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und 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.</li> <li>Quelle: IFBC.</li> </ul>
Unlevered Beta	0.83	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das unlevered Beta misst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren, ausschliesslich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens.</li> <li>Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, werden nebst dem Beta von Cicor auch statistisch signifikante Betas von Peer Group Unternehmen analysiert.</li> <li>Der Median des unlevered Beta der Peer Group per 30. November 2024 (letztes Monatsende vor dem Bewertungszeitpunkt) basiert auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren.</li> <li>Quellen: LSEG Data &amp; Analytics, Management von Cicor</li> </ul>
Leverage-Faktor	0.19	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur sowie des relevanten Steuersatzes von Cicor (Hamada-Ansatz).</li> </ul>
Levered Beta	0.99	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.</li> </ul>
<b>Risikoprämie</b>	<b>5.91%</b>	

Parameter	Wert	Beschreibung
Size Premium	3.35%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen.</li> <li>Aus diesem Grund wird ein Size Premium im Rahmen des Capital Asset Pricing Model berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet.</li> <li>Unter Berücksichtigung der Marktkapitalisierung von Cicor sowie unseren Bewertungsüberlegungen wird ein Size Premium von 3.35% (Durchschnitt aus 9. und 10. Dezil der Size Premia gemäss Kroll) angewendet.</li> <li>Quellen: LSEG Data &amp; Analytics; Kroll per 31. Dezember 2023.</li> </ul>
<b>Eigenkapitalkostensatz</b>	<b>11.26%</b>	
Währungsgewichteter Basiszinssatz	2.00%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Höherer Wert zwischen dem definierten Mindestwert (Untergrenze für den realen Zinssatz von 0.00% + langfristig erwartete Inflation) und der Rendite des 5-Jahres-Swapsatzes (rollierender Durchschnitt über einen Monat).</li> <li>Berücksichtigung der langfristigen Inflationsdifferenzen zwischen der Schweiz und den relevanten Ländern in Abstimmung mit dem seitens Management von Cicor als nachhaltig beurteilten Fremdwährungssplit.</li> <li>Quellen: LSEG Data &amp; Analytics, IMF World Economic Outlook (Oktober 2024), Management von Cicor.</li> </ul>
Credit Spread	150bp	<ul style="list-style-type: none"> <li>Basierend auf den aktuellen Marktdaten und Fremdkapitalkonditionen von Cicor gelangt ein Aufschlag von 150bp auf den Basiszinssatz zur Anwendung.</li> <li>Quellen: LSEG Data &amp; Analytics, Management von Cicor.</li> </ul>
<b>Fremdkapitalkostensatz</b>	<b>3.50%</b>	
Steuersatz	25.00%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Erwarteter langfristiger Steuersatz von Cicor.</li> <li>Quelle: Management von Cicor.</li> </ul>
<b>Steueradjustierter. Fremdkapitalkostensatz</b>	<b>2.63%</b>	
Eigenkapitalanteil	80.00%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bestimmung einer Zielkapitalstruktur von Cicor in Abstimmung mit der Kapitalstruktur der Peer Group Unternehmen.</li> <li>Quelle: LSEG Data &amp; Analytics.</li> </ul>
Fremdkapitalanteil (Net Debt)	20.00%	
<b>WACC (gerundet)</b>	<b>9.50%</b>	

## 5.2 Beta Analyse per 30. November 2024

Unternehmen	Land	Lokal- währung	Leverage <sup>1)</sup>	Adj. Levered Beta <sup>2)</sup>	Adj. Unlevered Beta
			11/2024	11/2024	11/2024
Cicor Technologies Ltd	Schweiz	CHF	0.22	0.62	0.51
Benchmark Electronics Inc	USA	USD	0.04	0.98	0.94
Kitron ASA	Norwegen	EUR	0.18	0.58	0.49
Scanfil Oyj	Finnland	EUR	0.06	0.59	0.56
Note AB (publ)	Schweden	SEK	0.06	0.92	0.86
Kimball Electronics Inc	USA	USD	0.31	1.05	0.80
Incap Oyj	Finnland	EUR	0.00	1.07	1.07
TT electronics PLC	Grossbritannien	GBP	0.36	0.65	0.48
Nortech Systems Inc	USA	USD	0.17	0.73	0.62
Hanza AB	Schweden	SEK	0.15	0.86	0.75
Inission AB	Schweden	SEK	0.20	0.90	0.75
Fabrinet	Cayman Islands	USD	0.00	1.65	1.65
<b>Median</b>			<b>0.16</b>	<b>0.95</b>	<b>0.83</b>

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

2) Adj. Wöchentliches Beta (2 Jahre) per 30. November 2024.

Graue Werte werden mangels statistischer Signifikanz in der Analyse ausgeschlossen.

Quelle: LSEG Data & Analytics.

## 5.3 Trading Multiples per 30. November 2024

Unternehmen	Land	Rechnungslegungs- standard	Lokal- währung	Marktkapitalisierung per 30.11.2024	Unternehmenswert per 30.11.2024 <sup>1)</sup>	Adjustierte EBITDA Multiples <sup>2)</sup>		
				in CHF Mio.	in CHF Mio.	11/24 LTM	12/25 E	12/26 E
Cicor Technologies Ltd	Schweiz	CH GAAP	CHF	204.5	284.1	5.3x	4.6x	4.3x
Benchmark Electronics Inc	USA	US	USD	1'564.7	1'524.5	7.8x	7.3x	n/a
Kitron ASA	Norwegen	IFRS	EUR	501.1	586.7	7.8x	6.9x	6.1x
Scanfil Oyj	Finnland	IFRS	EUR	492.6	483.4	5.7x	5.3x	4.9x
Note AB (publ)	Schweden	IFRS	SEK	300.4	316.8	7.7x	6.4x	5.5x
Kimball Electronics Inc	USA	US	USD	435.9	585.1	5.5x	5.7x	n/a
Incap Oyj	Finnland	IFRS	EUR	266.7	252.8	7.1x	6.2x	5.7x
TT electronics PLC	Grossbritannien	IFRS	GBP	236.9	360.1	5.7x	4.5x	3.8x
Nortech Systems Inc	USA	US	USD	28.2	36.2	n/a	n/a	n/a
Hanza AB	Schweden	IFRS	SEK	236.2	291.4	7.4x	5.2x	4.8x
Inission AB	Schweden	IFRS	SEK	58.3	82.2	6.6x	5.9x	5.4x
Fabrinet	Cayman Islands	US	USD	7'523.8	6'723.2	14.9x	12.2x	10.3x
<b>3. Quartil</b>				<b>494.7</b>	<b>585.5</b>	<b>7.8x</b>	<b>6.7x</b>	<b>5.7x</b>
<b>Median</b>				<b>283.6</b>	<b>338.4</b>	<b>7.1x</b>	<b>5.9x</b>	<b>5.4x</b>
<b>1. Quartil</b>				<b>228.3</b>	<b>276.3</b>	<b>5.7x</b>	<b>5.3x</b>	<b>4.8x</b>

1) Unter Berücksichtigung von Net debt.

2) Die zugrundeliegenden Daten wurden um ASC 842 und IFRS 16-bedingte Effekte bereinigt. Darüber hinaus wurden keine Anpassungen vorgenommen (u. a. keine M&A-bedingten pro-forma Adjustments). Den Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung von Cicor 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: LSEG Data & Analytics.

## 5.4 Transaction Multiples per 30. November 2024

Datum	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Impliziter Wert des Eigenkapitals (in USD Mio.)	Adjustierte EBITDA Multiples <sup>1)</sup>
21.01.2022	MLB Electronics Oy	Inission AB	3	4.4x
20.12.2021	bb Electronics AS	Kitron ASA	91	15.6x
12.08.2021	IEC Electronics Corp   IE1	Creation Technologies LP	174	22.3x
23.01.2020	AWS Electronics Ltd	Incap Oyj   ICP1V	19	8.1x
09.11.2018	MC Assembly Holdings Inc	SMTC Corp	70	7.4x
01.11.2018	Speedboard Assembly Services Ltd	Note AB	10	5.6x
15.09.2016	Exception EMS Ltd	Fabrinet   FN	16	6.0x
29.01.2016	GPV International A/S	Schouw & Co A/S	58	5.7x
06.10.2014	Kimball Electronics Inc	Kimball International Inc. (Spin Off)	210	5.0x
03.09.2014	CDR Manufacturing LLC	Key Tronic Corporation	47	12.8x
<b>3. Quartil</b>				<b>11.6x</b>
<b>Median</b>				<b>6.7x</b>
<b>1. Quartil</b>				<b>5.6x</b>

1) Den Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung von Cicor 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.

Quellen: ION Analytics Mergermarket, LSEG Data & Analytics.

## 5.5 Abkürzungsverzeichnis

A&D	Luft- & Raumfahrt und Verteidigung (Aerospace & Defence)	H1 / H2	Erste Hälfte / Zweite Hälfte eines Geschäftsjahres
Angebot	Öffentliches Übernahmeangebot von OEP für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Cicor	IFBC	IFBC AG
Angebotspreis	Angebotspreis von CHF 55.17 in bar pro Cicor-Aktie	IMF	International Monetary Fund (Internationaler Währungsfonds)
AS	Advanced Substrates	IoT	Internet of Things
bp	Basispunkte	IQA	Interquartilsabstand
CAGR	Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (Compound annual growth rate)	LTM	Last twelve months
CAPEX	Nettoinvestitionen (Capital expenditures)	M&A	Fusionen und Akquisitionen (Merger & Acquisitions)
CH	Schweiz	MCN	Pflichtwandelanleihe (Mandatory Convertible Note)
CHF	Schweizer Franken	NUV	Nettoumlaufvermögen
Cicor, Gruppe, Zielgesellschaft	Cicor Technologies Ltd.	OEM	Original Equipment Manufacturer
DCF-Methode	Discounted-Cashflow-Methode	OEP, Anbieterin, die Anbieterin	OEP 80 B.V.
E	Erwartet	PCB	Leiterplatte (Printed Circuit Board)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen und Amortisationen)	SIX	SIX Swiss Exchange
EMEA	Europa, Mittlerer Osten und Afrika	SLI	Swiss Leader Index
EMS	Electronic Manufacturing Services	TV	Endwert (Terminal Value)
FCF	Free Cashflow	UEK	Übernahmekommission
GJ	Geschäftsjahr; Geschäftsjahre	VR	Verwaltungsrat

VWAP	Volumengewichteter Durchschnittspreis (Volume-weighted average price)	YTD	Year-to-Date
WACC	Weighted average cost of capital		

