

# Fairness Opinion

zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotes  
der **X-Rite Inc., Grandville, Michigan/USA** zu Handen des Ver-  
waltungsrates der **Amazys Holding AG, Regensdorf/Schweiz**



**SARASIN**

Bank Sarasin & Cie AG  
Corporate Finance  
Löwenstrasse 11  
8022 Zürich

Zürich, 30. Januar 2006 / *Version Übernahmekommission*

## Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung .....	4
1.1. Ausgangslage .....	4
1.2. Auftrag des Verwaltungsrates der Amazys an die Bank Sarasin & Cie AG .....	4
2. Beurteilungsgrundlagen.....	6
3. Amazys im Überblick.....	6
3.1. Die Amazys-Gruppe.....	6
3.2. Geschäftsbereiche und Marktüberblick .....	6
4. X-Rite im Überblick.....	6
4.1. Die X-Rite Gruppe.....	6
4.2. Produktbereiche.....	6
5. Bewertungsanalysen .....	6
5.1. Bewertungsumfang .....	6
5.2. Verwendete Planrechnungen .....	6
5.3. Verwendete Analysemethoden .....	6
5.4. Discounted Cash Flow Methode .....	6
5.5. Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften .....	6
5.6. Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen .....	6
5.7. Analyse bezahlter Prämien im schweizerischen Kapitalmarkt .....	6
5.8. Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses .....	6
6. Beurteilung des Gegenwertes .....	6
7. Ergebnis des Gutachtens .....	6
8. Anhang.....	6
8.1. Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher kotierter Gesellschaften.....	6
8.2. Beilage 2: Auswahl der „Selected Peers“ .....	6



8.3.	Beilage 3: Multiplikatoren ähnlicher Transaktionen .....	6
8.4.	Beilage 4: Prämienanalyse .....	6
8.5.	Beilage 5: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften .....	6
8.6.	Beilage 6: Preis- und Volumenanalyse X-Rite .....	6
8.7.	Beilage 7: Sensitivitätsanalyse .....	6
8.8.	Beilage 8: Abkürzungsverzeichnis / Glossar .....	6

**Hinweis**

*Die vorliegende Fairness Opinion, datiert vom 30. Januar 2006 / Version Übernahmekommission, ist eine auf Wunsch der Übernahmekommission nachträglich ergänzte Version der ursprünglichen Fassung der Fairness Opinion, welche ebenfalls das Datum 30. Januar 2006 trägt. Die Änderungen sind mit kursiver Schrift gekennzeichnet.*

*Die Basis für den Verwaltungsratsentscheid der Amazys Holding AG, Regensdorf/ Schweiz vor Veröffentlichung der Transaktion am 31. Januar 2006 bildete die ursprüngliche Fassung.*



# 1. Einleitung

## 1.1. Ausgangslage

Die Amazys Holding AG, Regensdorf, („Amazys“) ist ein börsenkotiertes Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von rund CHF 255 Mio per 26. Januar 2006. Amazys ging aus dem im 1997 erfolgten Zusammenschluss der Color Control Systems-Division der Gretag AG mit der Macbeth zur Gretag Macbeth Holding AG hervor. Die Holdinggesellschaft wurde 2001 in Amazys Holding AG umbenannt. Amazys und ihre GretagMacbeth-Tochtergesellschaften sind führende Hersteller und Anbieter von innovativen Farbmess- und Farbmanagement-Systemen.

Gemäss Informationen von Amazys beabsichtigt die X-Rite Inc., Grandville, Michigan/USA („X-Rite“), den Aktionären der Amazys ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von je CHF 2,4 Nominalwert zu unterbreiten. Der in Form einer Barzahlung von CHF 77.- pro Aktie Amazys und in Form von Aktien der X-Rite in einem Gegenwert von CHF 29.50 zum Zeitpunkt der Voranmeldung zu entrichtende Angebotspreis soll einem Gesamtbetrag von CHF 106.50 bei Ankündigung entsprechen. Der Anrechnungswert der X-Rite Aktie beruht dabei auf *dem durchschnittlichen Schlusskurs der X-Rite Aktien an der NASDAQ während den 10 Handelstagen bis zum vorletzten Handelstag vor der Voranmeldung*. Der Verwaltungsrat von Amazys betrachtet das Angebot von X-Rite als freundlich.

X-Rite ist ein an der NASDAQ kotiertes Unternehmen und ist ein direkter Konkurrent von Amazys. Die an der NASDAQ kotierte X-Rite weist eine Marktkapitalisierung von rund US\$ 233 Mio per 26. Januar 2006 auf. Die Aktien der X-Rite sollen zukünftig an der SWX Swiss Exchange im Rahmen einer Sekundärkotierung gehandelt werden.

## 1.2. Auftrag des Verwaltungsrates der Amazys an die Bank Sarasin & Cie AG

Der Verwaltungsrat von Amazys hat die Bank Sarasin & Cie AG, Zürich („Sarasin“) mit der Erstellung eines Gutachtens zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des von X-Rite in Aussicht gestellten Kaufpreises von gesamthaft CHF 106.50 pro Namenaktie der Amazys beauftragt, wobei CHF 77.- in bar und CHF 29.50 in Form von Aktien der X-Rite bezahlt werden sollen. Der Gesamtwert des aus einer Bar- und einer Aktienkomponente bestehenden Angebotspreises wird sich nach der Ankündigung mit der Kursentwicklung der X-Rite Aktie sowie des US\$/CHF-Wechselkurses verändern.

Das Gutachten ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat der Amazys im Rahmen der Erstellung des Berichtes des Verwaltungsrates gemäss Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote bestimmt. Der Verwaltungsrat von Amazys beabsichtigt, seinen Bericht gleichzeitig mit der Publizierung des Angebotsprospektes zu veröffentlichen.

**Das Gutachten von Sarasin stellt keine Empfehlung gegenüber den Publikumsaktionären der Amazys dar, das Übernahmeangebot der X-Rite anzunehmen oder abzulehnen. Das Gutachten von Sarasin richtet sich zudem in keiner Weise an X-Rite oder an deren**



**Aktionäre und ist nicht zur Beurteilung der Transaktion aus Sicht der X-Rite oder deren Aktionäre bestimmt.**

Unser Gutachten stützt sich auf eine Beurteilung von Informationen ab, deren Genauigkeit und Vollständigkeit wir annahmen und auf die wir uns verliessen, ohne sie von einem Dritten bestätigen oder prüfen zu lassen. Bezüglich der gemachten Angaben, Informationen und Daten, die uns zur Verfügung gestellt wurden, nahmen wir an, dass diese ordnungsgemäss erstellt worden sind. *Wie in Kapitel 5.2. unter Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen näher erläutert, wurden die wichtigsten Einflussfaktoren des Unternehmenswertes („Value Driver“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz durch Sarasin geprüft.* Das Gutachten von Sarasin ist ausschliesslich als Beurteilungsgrundlage für den Verwaltungsrat der Amazys und im Hinblick auf die Erstellung des im Börsengesetz vorgesehenen Berichtes des Verwaltungsrates bestimmt. Das Gutachten darf mit Ausnahme der zu erfolgenden Veröffentlichung im Zusammenhang mit dem Bericht des Verwaltungsrates der Amazys ohne die Erlaubnis von Sarasin für keinen anderen Zweck verwendet werden.



## 2. Beurteilungsgrundlagen

Sarasin hat für ihre Beurteilung die folgenden Grundlagen verwendet:

- Entwurf der Voranmeldung der X-Rite zum Übernahmeangebot an die Aktionäre von Amazys, datiert vom 24. Januar 2006
- Öffentlich zugängliche Informationen über Amazys, welche unseres Erachtens für die Bewertung bzw. für die Beurteilung der Angemessenheit des Übernahmeangebotes relevant sind. Dazu gehören vor allem die Geschäftsberichte (2002, 2003 und 2004) sowie die Halbjahresberichte per 30. Juni 2004 und 2005 (nicht revidiert)
- Businessplan der Amazys 2006-2009 (inkl. allfällige Akquisitionen), Ergebniserwartung 2005, Budget 2006, adjustierter Businessplan 2006-2009 (exkl. Akquisitionen)
- Strategieplan von Amazys, erstellt im Sommer 2005
- Besprechungen mit dem CEO und dem Finanzchef der Amazys insbesondere bezüglich Finanz- und Ertragslage, Geschäftsaussichten, Werttreiber und Annahmen des Businessplans, Markt- und Wettbewerbsumfeld
- Kapitalmarkt und Finanzdaten ausgewählter kotierter Unternehmen (Peer-Gruppe)
- Historische Kurs- und Volumenanalysen der Aktien Amazys und X-Rite
- Multiplikatoren von anderen Akquisitionstransaktionen
- Bezahlte Kontrollprämien bei kotierten Industrieunternehmen in der Schweiz
- Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung relevanter Parameter für die Bewertung

Die Beurteilung von Sarasin basiert auf aktuellen markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Bedingungen und berücksichtigt die Kapitalmarktverhältnisse sowie weitere Fakten, welche zum Zeitpunkt der Beurteilung bestanden oder erwartet wurden und ausgewertet werden konnten.

Wie in Kapitel 5.1. näher begründet, hat Sarasin keine Unternehmensbewertung von X-Rite durchgeführt. Sarasin führte keine Besichtigung der Produktionsanlagen und Einrichtungen von Amazys durch. Sarasin hat auch keine Schätzungen oder Bewertungen der Aktiven und Passiven von Amazys vorgenommen oder erstellen lassen.

Bei der Erstellung des Gutachtens hat Sarasin die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen zu Amazys vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.

Im Weiteren hat sich Sarasin auf Zusicherungen des Managements von Amazys gestützt, dass dieses sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst ist, wonach die verwendeten Informationen ungenau, irreführend oder unvollständig wären.



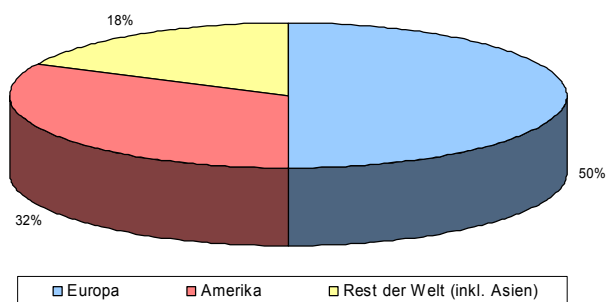
### 3. Amazys im Überblick

#### 3.1. Die Amazys-Gruppe

Die als Hersteller und Anbieter von innovativen Farbmess- und Farbmanagement-Systemen tätige Amazys erzielte im Jahre 2004 einen konsolidierten Nettoumsatz von CHF 131,6 Mio (CHF 69,8 Mio im ersten Halbjahr 2005), ein EBITA von CHF 19,4 Mio (CHF 10,5 Mio in H1 2005), ein EBIT von CHF 18,0 Mio (CHF 10,5 Mio in H1 2005) und einen Reingewinn von CHF 15,8 Mio (CHF 8,8 Mio in H1 2005). Hard- und Softwarelösungen ermöglichen Unternehmen jeglicher Grösse die konsistente Übermittlung von Farben sowie branchen- und prozessübergreifende wie auch geräte- und ortsunabhängige Farbkontrolle.

Amazys beschäftigt rund 400 Mitarbeiter weltweit und verfügt über Distributionskanäle in mehr als 50 Ländern und Vertriebsbüros in den USA, Deutschland, UK, Frankreich, Italien, Hong Kong, China und Japan.

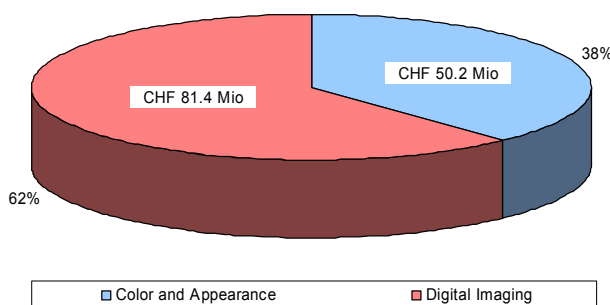
Die geografische Verteilung des Umsatzes 2004 sah wie folgt aus:



#### 3.2. Geschäftsbereiche und Marktüberblick

##### Geschäftsbereichs-Übersicht

Amazys ist in zwei Geschäftsbereiche eingeteilt, die im 2004 folgende Umsatzanteile aufwiesen:



## **Geschäftsbereich Digital Imaging (DI)**

Digital Imaging unterstützt Unternehmen, Fachleute und Endanwender mit einer Vielzahl von Instrumenten und Prozessen, Farbe präzise wiederzugeben. Zum Angebot gehören Lösungen für Designer, Fotografen, Grafiker und Drucker. Häufig wird die GretagMacbeth-Technologie bereits von den Herstellern mit ihren Geräten kombiniert, unter anderem in Flachbildschirmen, Digitaldruckern und herkömmlichen Druckmaschinen.

Der DI-Bereich umfasst Lösungen für die Bereiche Printwerbung und Broschüren, Internetseiten, Multi-Media Präsentationen und herkömmliche sowie digitale Fotografie und konzentriert sich auf die Bedürfnisse von Designern, Fotografen, Spezialisten der Druckvorstufe, Drucker und Fotolabore, die diese Bilder kreieren. Darüber hinaus adressiert Digital Imaging auch die Hard- und Softwarehersteller, die die Bilder tatsächlich produzieren, wie z.B. Hersteller von Digitalkameras, Grossformat-Druckern, Flachbildschirmen und Digitalprojektoren.

Im Geschäftsbereich DI ist das Ergebnis von Professional Services (PS) mit eingeschlossen. Professional Services bietet Ausbildung, Hotline- und Online-Support sowie Beratung für die grossen Produzenten von Color-Technology-Produkten und für die Benutzer von Farbmanagement-Lösungen an.

## **Geschäftsbereich Color & Appearance (CA)**

Der Geschäftsbereich Color and Appearance ist spezialisiert auf Probleme des Farbmanagement in den verschiedensten Industrien, bei denen die Farbe der Endprodukte eine kritische Rolle spielt. Die Produkte und Lösungen von Amazys helfen dem Anwender z.B. in der Farb-, Kunststoff-, Textil-, Papier- und Automobilindustrie, Farbkonsistenz über den ganzen Wertschöpfungsprozess sicherzustellen, vom Design und der Spezifikation bis hin zur Endproduktion. Color and Appearance beinhaltet Tisch- und Laborausüstung, Online- und tragbare Spektralfotometer sowie Software für Qualitätskontrolle und Color Formulation. Webbasierte Lösungen reduzieren zudem die Notwendigkeit des Austausches physischer Muster dank digitaler Farbkommunikation.

## **Marktüberblick**

Es existiert keine von dritter Seite erstellte, generell akzeptierte Industrie-Marktstudie. Amazys schätzt den für sie relevanten Gesamtmarkt auf rund CHF 700-800 Mio. Dieser Markt ist jedoch stark fragmentiert und sehr preissensitiv. Der starke Wettbewerbsdruck unter den Anbietern führte zu kontinuierlichen Preisermässigungen in der Vergangenheit. Es ist zu erwarten, dass sich der Preisdruck in der Zukunft fortsetzen wird. Der Markt im Allgemeinen ist raschen technologischen Veränderungen ausgesetzt, was grosse Innovationsfähigkeiten seitens der Anbieter voraussetzt.

Chancen ergeben sich für Amazys u.a. durch die Fähigkeit, vom professionellen Absatzmarkt, bei welchem das Color-Management entscheidend ist, sich zusätzliche Marktanteile am weniger professionellen Markt und im Heimmarkt zu holen sowie in neue Märkte vorzustoßen. So werden insbesondere die digitale Fotografie/Fotoabwicklung, die Heimunterhaltung und Embedded Applications als wichtige Wachstumsgebiete angesehen.

Als bedeutende Konkurrenten von Amazys zählen X-Rite (umsatzmässig führend, mit Nr. 1 Position in den USA) sowie die zur Eichhof-Gruppe gehörende Datacolor (umsatzmässig Nr. 3). Amazys ist umsatzmässig die Nr. 2, sieht sich jedoch als Marktführer in Europa. In den



USA betrachtet sich Amazys als Nr. 2 hinter X-Rite. In Asien hat gemäss Beurteilung von Amazys keines der drei Unternehmen eine eindeutige Führungsposition. Die Marktposition der drei vorerwähnten Unternehmen ist je nach Produktsegment unterschiedlich. Datacolor ist beispielsweise relativ stark im Textilbereich, X-Rite bei der Automobilindustrie und Amazys im Bereich Druckvorstufe (Pre-Press Segment).



## 4. X-Rite im Überblick

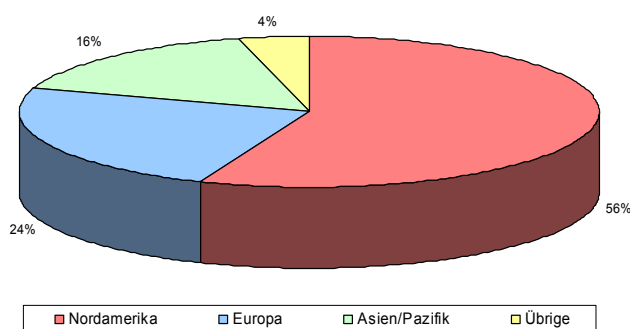
### 4.1. Die X-Rite Gruppe

X-Rite führte im April 1986 eine Publikumsöffnung (IPO) durch. Sie ist eine auf den Farbmess- und Farbmanagement-Bereich fokussierte Gesellschaft mit mehr als 650 Mitarbeitern und verfügt über Kunden in mehr als 80 Ländern.

X-Rite erzielte im Jahre 2004 einen Nettoumsatz von US\$ 126,2 Mio (US\$ 89,0 Mio in den ersten 9 Monaten 2005), einen betrieblichen Ertrag von US\$ 15,8 Mio (US\$ 5,4 Mio für 9 Monate 2005) sowie einen Reingewinn von US\$ 12,4 Mio (US\$ 3,6 Mio für 9 Monate 2005).

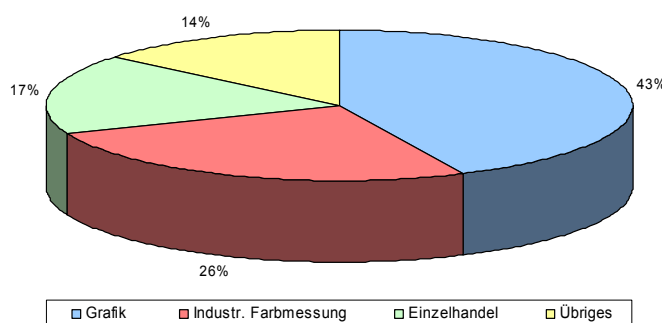
X-Rite bietet Hardware, Software und Supportlösungen an, die Farbtreue und Datenübertragung dort garantieren, wo das Farbergebnis für das Geschäft von wesentlicher Bedeutung ist. Die Kunden von X-Rite sind in den Bereichen Grafik, Druck, Verpackung, Digital- und Bedarfsdruck sowie Produktion und Farb Rezeptierung im Einzelhandel tätig.

Die geografische Verteilung des Umsatzes 2004 sah wie folgt aus:



### 4.2. Produktbereiche

Eine Aufteilung der Umsätze in die verschiedenen Produktbereiche zeigt für 2004 folgende Prozentsätze:



Der **Grafik-Bereich** weist Produkte für den Druck, die Druckvorstufe, den Fotobereich und das Grafik-Design auf. Der Fotobereich wird u.a. aufgrund des Wechsels von der Analogie- zur Digitalfotografie als Markt mit hohen Marktwachstumschancen eingeschätzt.

Zum Bereich **Industrielle Farbmessung** gehören Produkte für die Automobilindustrie, Druckfarbe, Textilbereich sowie Farben und Kunststoffe. Es ist davon auszugehen, dass sich dieser Markt etwa parallel mit dem jeweiligen Bruttoinlandprodukt entwickeln wird.

Der Bereich **Einzelhandel** beinhaltet Farbrezeptiersysteme und Systeme für die Innendekoration und Farbumsetzung. Die Marktwachstumschancen werden generell als gut eingeschätzt.

Der Bereich **Übrige** umfasst u.a. Produkte für die Licht- und Farbmessung sowie für den Medizinal- und Zahnarztbereich, wobei dieser Bereich ein geringes bis mittleres Wachstumspotenzial aufweisen dürfte.

Gemäss der Investorenpräsentation von X-Rite vom 1. August 2005 schätzte X-Rite ihren Marktanteil auf ca. 13-17 % des von ihr abgedeckten Gesamtmarktes. Im Vergleich zu Amazys geht X-Rite jedoch von einem höheren Gesamtmarkt aus.



## 5. Bewertungsanalysen

### 5.1. Bewertungsumfang

#### Stand-alone / Synergien

Die von Sarasin durchgeführte Bewertung beschränkt sich auf Amazys als Zielgesellschaft. Amazys wird auf einer stand-alone Basis beurteilt, d.h. es wird eine selbständige, zukünftige Geschäftsentwicklung angenommen. Die sich aus der beabsichtigten Übernahme von Amazys durch X-Rite ergebenden geschäftlichen Entwicklungsmöglichkeiten wurden nicht berücksichtigt.

Die Übernahme von Amazys ermöglicht es einem Übernehmer, Synergiepotenziale in verschiedensten Bereichen zu nutzen. Für industrielle Übernehmer stehen dabei Synergien in der Technologie, in der Forschung und Entwicklung sowie im Marktzugang im Vordergrund. Je nach Übernehmer lassen sich auch Kostensynergien nutzen.

Die stand-alone Bewertung von Amazys auf Basis der DCF Methode berücksichtigt diese Synergiepotenziale nicht, da diese durch Amazys auf einer stand-alone Basis nicht realisiert werden können.

Die Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen (Kap. 5.6.) und die Prämienanalyse (Kap. 5.7.) erlauben jedoch einen Vergleich mit den Werten, die anlässlich anderer Transaktionen bezahlt wurden. Diese Werte können einen Hinweis auf die Entschädigung der Aktionäre der Zielgesellschaft für das zukünftige Synergiepotenzial geben.

#### Beurteilung der Aktienkomponente des Angebots

Eine Unternehmensbewertung des Übernehmers, X-Rite, wurde aus folgenden Gründen nicht durchgeführt:

- Kaufpreis besteht gemäss Ausgangslage im Zeitpunkt der Ankündigung zu fast drei Vierteln (72 %) aus einer Bargeldzahlung, die keiner Wertschwankung unterliegt.
- Der restliche Viertel (28 %) des Kaufpreises wird in Aktien der übernehmenden Gesellschaft, X-Rite, entrichtet. Die Anzahl der angebotenen Aktien bestimmt sich nach dem durchschnittlichen Börsenkurs (Durchschnittskurs) der X-Rite Aktie während einer bestimmten Periode unmittelbar vor der Bekanntgabe des Angebots. Die Auswirkung von Kursschwankungen der X-Rite Aktie sowie von Wechselkurschwankungen auf den Wert des Angebots wird dadurch stark gedämpft, dass der Aktienanteil des Angebots nur rund einem Viertel des Kaufpreises entspricht (siehe auch Kap. 6).

Die Preis- und Volumenentwicklung der X-Rite Aktie ist in Beilage 8.6. dargestellt. Folgende Feststellungen können gemacht werden:

- **Liquidität / Free-float:** In den letzten 6 Monaten gab es keine wesentliche Zunahme des Handelsvolumens in X-Rite Aktien. Im Durchschnitt der letzten 6 Monate<sup>1</sup> wurden täglich Aktien im Wert von rund US\$ 0,76 Mio umgesetzt, was auf einer täglichen Basis rund 0,33 % der heutigen Marktkapitalisierung von X-Rite entspricht. *Sarasin erachtet die Liquidität als ausreichend.*

Im Weiteren hat X-Rite keinen bedeutenden Grossaktionär, der den free-float wesentlich einschränken würde. Gemäss Bloomberg besitzen 7 verschiedene institutionelle Investoren zwischen 5 % und 10 % der Aktien (zusammen ca. 46,1 %); d.h. *Sarasin geht von einem Free-float von mindestens 53.9 % aus.*

- **Kursentwicklung:** Der Kurs der X-Rite hat sich über die letzten 6 Monate relativ konstant entwickelt. Insbesondere im Januar 2006 war der Kurs der X-Rite Aktie konstant. Im Vergleich zum Aktienkurs von Amazys hat sich der Aktienkurs von X-Rite etwas verhaltener entwickelt (siehe Beilage 6)<sup>2</sup>. Im Vergleich zu den Höchst- und Tiefstkursen der letzten 5 Jahre liegt der Kurs von X-Rite leicht über dem Durchschnitt.

Aufgrund der Liquidität, des Free-floats und der historischen Kursentwicklung sind wir der Ansicht, dass der Aktienkurs von X-Rite den inneren Wert der Aktien widerspiegeln sollte. Eine Bewertung der Aktienkomponente des Angebots aufgrund des Aktienkurses von X-Rite erscheint uns daher angemessen.

## Internes Wachstum

Der Businessplan von Amazys enthält neben internem Wachstum auch externes Wachstum, d.h. durch Akquisitionen generiertes Wachstum. Für den Zweck der vorliegenden Bewertung wurde der Businessplan überarbeitet und um das durch Akquisitionen getriebene Wachstum bereinigt („adjustierter Businessplan“). Die Elimination der Akquisitionseffekte ist aus Sicht Sarasin notwendig, weil aus heutiger Sicht die Beurteilung der geschäftlichen und finanziellen Auswirkungen möglicher Akquisitionen zu wenig konkret und mit zu vielen Unsicherheiten verbunden ist (z.B. bezüglich Zeitpunkt, Zielobjekt, Realisierbarkeit, Kaufpreis, Integrationskosten und Auswirkungen auf Wachstum und Kostenstruktur).

Der Businessplan von Amazys sieht neben einer aktiven Verteidigung und Ausdehnung des Geschäftspotenzials in den angestammten Märkten der Unternehmung vor, über das systematische Erschliessen von neuen Märkten durch neue Produkte und Angebote zusätzliches Wachstum zu generieren. Einerseits erlauben neue Produkte und Applikationen, zusätzliche Märkte anzugehen, die bisher der Gesellschaft aufgrund fehlender Produkte und Applikationen nicht zugänglich waren, andererseits ist vorgesehen, mit neuen Produkten und Applikationen auch neue Märkte zu schaffen (z.B. Digitale Bildverarbeitung).

## Kontrollprämie

Im Rahmen von Übernahmeangeboten bezahlen Käufer üblicherweise eine Prämie zum Börsenkurs, um in den Besitz der Aktien der Zielgesellschaft zu gelangen. Aus Sicht Käufer können u. a. Synergiepotenziale, Opportunitätsrisiken, Finanzierungsstrukturen oder eine Diffe-

<sup>1</sup> Der Beobachtungszeitraum von 6 Monaten wurde gewählt, weil in diesem Zeitraum die Kontakte zwischen X-Rite und Amazys intensiviert und schliesslich die vorliegende Transaktion verhandelt wurde

<sup>2</sup> Aktienkursentwicklung Amazys und X-Rite, Vergleich der letzten 6 Monate



renz zwischen (tieferer) Börsenbewertung und innerem Wert der Unternehmung diese Prämie rechtfertigen. Die Höhe der Prämie ist allerdings regelmässig dadurch begrenzt, dass letztlich die Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft einen Mehrwert aus der Transaktion erwarten und die Risiken der Übernahme zu tragen haben.

Die Quantifizierung der im konkreten Fall gerechtfertigten Prämie ist äusserst schwierig, weil deren Höhe stets von den spezifischen Umständen abhängt. Die Analysen in Kapitel 5.6. und 5.7. zeigen einerseits auf, welche Multiplikatoren Käufer bei vergleichbaren Transaktionen bezahlt haben und andererseits, welche Prämien über dem Börsenkurs in den vergangenen Jahren im schweizerischen Markt bei der Übernahme kotierter Industrieunternehmungen offeriert wurden.

## **Bewertungsstichtag und anschliessende Ereignisse**

Als Bewertungsstichtag wurde der 1. Januar 2006 festgelegt. Das Management von Amazys hat gegenüber Sarasin bestätigt, dass seit dem Bewertungsstichtag keine Ereignisse eingetreten sind, welche einen materiellen Einfluss auf die Bewertung haben.

## **5.2. Verwendete Planrechnungen**

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen spezifischen Erfolgsfaktoren, - einschliesslich seiner materiellen Substanz, Innovationskraft, Produkte und Marktpositionierung, innerer Organisation, Mitarbeiter und seines Managements -, in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass letztlich ausschliesslich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Um die zukünftigen finanziellen Überschüsse zu berechnen, hat Sarasin als Ausgangsbasis die historische Entwicklung, den Halbjahresabschluss 2005, die Ergebniserwartung 2005, das Budget 2006 und den adjustierten Businessplan 2006-2009 von Amazys der Bewertung zugrunde gelegt.

## **Planungshorizont und Residualwert**

Das von Sarasin erstellte Bewertungsmodell basiert auf der Ergebniserwartung 2005, dem Budget 2006 und dem adjustierten Businessplan 2006-2009 (zusammen „Planrechnung“) der Gesellschaft. Für das letzte Jahr der detaillierten Projektionen, 2010, wird ein normalisiertes Ergebnis zugrunde gelegt, d.h. ein Übergang zu langfristig nachhaltigen Wachstums-, Profitabilitäts- und Investitionswerten (insbesondere Marketing- und Verkaufskosten sowie Forschungs- und Entwicklungsaufwand) angenommen. In den Jahren 2006 bis 2009 sieht der Businessplan der Gesellschaft u.a. durch das Erschliessen bzw. das Schaffen neuer Märkte mit neuen Produkten und Applikationen ein Wachstum vor, das über dem organischen Wachstum in den angestammten Märkten liegt. Vor diesem Hintergrund ist die Annahme einer Normalisierung der Geschäftsentwicklung im letzten Jahr der detaillierten Projektionen wichtig. Gestützt wird diese Normalisierung auch durch einen Vergleich mit den historisch erzielten Wachstums- und Profitabilitätswerten der Gesellschaft.

Der finanzielle Überschuss des Jahres 2010, das wie erwähnt in Bezug auf Wachstum, Profitabilität und Investitionen normalisiert wurde, dient auch als Basis für die Bestimmung des

Residualwertes mit Hilfe der Multiplikatoren-Methode. Das heisst, der Residualwert ergibt sich aus der Multiplikation des erwirtschafteten EBITDA des letzten Planjahres mit einem EBITDA Exit-Multiple, welcher durch eine Analyse vergleichbarer Gesellschaften hergeleitet wurde. Mittels einer Kontrollrechnung wurde das Ergebnis plausibilisiert, indem die implizite, ewige Rente bestimmt wurde.

### Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen

Im Rahmen unserer Bewertungsarbeiten haben wir die wichtigsten Einflussfaktoren des Unternehmenswertes („Value Driver“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz geprüft. Dabei wurden auch die historischen Ist-Zahlen (inkl. Halbjahresabschluss 2005), die Ergebniserwartung 2005, das Budget 2006 und der adjustierte Businessplan beurteilt und mit dem Management der Gesellschaft diskutiert. Im Fokus standen neben den historischen Ergebnissen insbesondere die den Planrechnungen zugrunde liegenden Annahmen, Überlegungen und bereits eingeleiteten bzw. geplanten, zukünftigen Massnahmen (z.B. Produkteinitiativen, Marketinginitiativen, Forschungs- und Entwicklungsprojekte, etc).

Sofern aus Sicht Sarasin Anpassungen an der Planrechnung gerechtfertigt erschienen, wurden diese vorgenommen. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die von Sarasin für die Bewertung verwendeten Annahmen zu den wichtigsten Value Drivers.

Value Driver	2006 – 2010
Inflation	1,25 % p.a.
<b>Adjustiertes, nominelles Umsatzwachstum (ohne Akquisitionen)</b> Amazys erzielte historisch betrachtet (1997 – 2004) ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 5,8 % p.a. Mittelfristig geht Amazys davon aus, dass die traditionellen Märkte, in denen die Gesellschaft heute aktiv ist, je nach Teilsegment mit durchschnittlich 2-3 % bis 4-5 % wachsen. Das Wachstum ist in gewissen Teilmärkten auch zyklischen Schwankungen unterworfen, wie dies auch die Vergangenheit gezeigt hat. Das Umsatzwachstum wird zusätzlich durch das harte Wettbewerbsumfeld geprägt, das eine Absatzpreiserosion bewirkt und potentiell Wachstum durch Vergrösserung der Marktanteile in den traditionellen Märkten gewisse Schranken setzt. Neben diesen traditionellen Märkten ist Amazys auch in neuen, rascher wachsenden Märkten aktiv.	Durchschnittliches Umsatzwachstum: <b>8,0 % p.a.</b>



<p><b>Umsatzwachstum (Fortsetzung)</b></p> <p>Um schneller als das natürliche Wachstum der traditionellen Märkte wachsen zu können, beabsichtigt Amazys, verstärkt mit neuen Produkten und Applikationen in diese neuen Märkte vorzustossen bzw. durch neue Produkte und Applikationen neue Anwendungen zu schaffen (z.B. Digital Imaging; Embedded Applications, Digital Supply Chain).</p> <p>Sarasin erachtet es als plausibel, dass mit dem Erschliessen neuer Wachstumsmärkte kurz- bis mittelfristig ein Wachstum erzielt werden kann, das signifikant über dem organischen Wachstum der traditionellen Märkte liegt.</p>	
<p><b>Bruttomarge</b></p> <p>Amazys erzielte historisch betrachtet (1997 – 2004) eine durchschnittliche Bruttomarge von 54,1 %, wobei die Gesellschaft die Bruttomarge kontinuierlich zu verbessern vermochte von 50,6 % im Jahr 1997 auf 57,9 % im Jahr 2004.</p> <p>Die Bruttomarge wird einerseits durch die Herstellungskosten beeinflusst, andererseits durch die Verkaufserlöse. Der intensive Wettbewerb, der auch über den Preis geführt wird, führt zu einem stetigen Rückgang der Verkaufserlöse je Produkteinheit. Um den Preiserückgang auffangen zu können, müssen u.a. die Herstellungskosten laufend gesenkt werden.</p> <p>Amazys ist überzeugt, dass es der Gesellschaft gelingt, beim Senken der Herstellungskosten mit dem Preiserückgang Schritt zu halten. Ferner geht die Gesellschaft davon aus, dass das Erschliessen neuer Märkte mit neuen Produkten und Applikationen keinen wesentlichen Einfluss auf die Bruttomarge hat. Sarasin geht davon aus, dass die Bruttomarge mittelfristig leicht über dem historischen Wert (d.h. von 54,1 % für die Periode '97 bis '04) liegt, sich diesem tendenziell bis 2010 jedoch wieder annähert. Die Annahme, dass die Bruttomarge mittelfristig über dem historischen Wert liegt, ist auch dadurch gerechtfertigt, dass die Gesellschaft in der Periode '97 bis '04 die Bruttomarge kontinuierlich verbessern konnte.</p>	<p>Durchschnittliche Bruttomarge:</p> <p><b>55,5 %</b></p>





<p><b>EBITA Marge</b></p> <p>Amazys erzielte historisch betrachtet (1997 – 2004) eine durchschnittliche EBITA Marge von 10,9 %. Diese historische Marge ist insbesondere durch das schwierige Jahr 2001 geprägt. Berücksichtigt man in derselben Periode die höchste und die tiefste EBITA Marge nicht, so ergibt sich ein adjustierter Durchschnitt von 12 %. Im Jahr 2004 erzielte Amazys eine EBITA Marge von 14,7 %.</p> <p>Sarasin geht davon aus, dass sich die EBITA Marge nach dem aussergewöhnlichen Jahr 2004 etwas zurückbilden wird.</p> <p>Die EBITA Marge wird einerseits durch die Bruttomarge beeinflusst und andererseits durch die Entwicklung der operativen Kosten. Dabei ist davon auszugehen, dass das Erschliessen neuer Märkte entsprechende „Investitionen“ insbesondere im Bereich Forschung und Entwicklung sowie Verkauf und Marketing voraussetzt, was sich wiederum auf die erzielbare EBITA Marge auswirkt.</p> <p>Ferner geht Sarasin davon aus, dass Amazys bereit ist, kurz- bis mittelfristig etwas EBITA Marge zu „opfern“, um das Wachstum der Gesellschaft zu beschleunigen und um möglichst zügig in neue Märkte vorstossen zu können.</p> <p>Vor diesem Hintergrund geht Sarasin von einer EBITA Marge aus, die sich zum Beginn der Planungsperiode am adjustierten Durchschnitt orientiert und sich über die Planungsperiode bis 2009 kontinuierlich verbessert.</p>	<p>Durchschnittliche EBITA Marge:</p> <p><b>13,9 %</b></p>
<p><b>Investitionen</b></p> <p>Grundsätzlich spielen die Investitionen bei Amazys eine eher untergeordnete Rolle, weil primär „Investitionen“ in Form von Kosten für Forschung und Entwicklung sowie für Verkauf und Marketing anfallen.</p> <p>Investitionen fallen primär an, um Werkzeuge und Maschinen für den Prototypenbau und die Fertigung sowie Testgeräte für die Qualitätssicherung zu beschaffen. Die Höhe der Investitionen steht damit in einem direkten Zusammenhang mit der Entwicklung und Markteinführung neuer Produkte.</p> <p>Die Gesellschaft geht davon aus, dass sich die Investitionen von historisch betrachtet CHF 3 Mio bis CHF 4 Mio leicht auf CHF 4 Mio bis CHF 5 Mio pro Jahr erhöhen werden.</p>	<p>Durchschnittliche Investitionen:</p> <p><b>CHF 4,5 Mio</b></p>



<p><b>Residualwert: Exit Multiple (EBITDA) im Jahr 2010</b></p> <p>Die Wachstumsrate für die Berechnung des Residualwerts beeinflusst das Bewertungsergebnis massgeblich, da bei Discounted Cashflow Bewertungen typischerweise dem Residualwert eine hohe Gewichtung zukommt.</p> <p>Die verwendete Bandbreite für den EBITDA Multiple entspricht den EBITDA Multiples vergleichbarer Gesellschaften für die Jahre 2005E und 2006E. Zur Ermittlung des EBITDA Multiple siehe Kap. 5.5. und die Beilagen 8.1. sowie 8.2.<sup>3</sup></p> <p>Um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass Amazys eine bedeutend kleinere Marktkapitalisierung und Unternehmensgrösse als die Mehrzahl der „International Selected Peers“ aufweist, wurden primär auf die ermittelten Exit-Multiples der Swiss Selected Peers und von X-Rite abgestellt. Die für X-Rite ermittelten Multiplikatoren, d.h. der am besten mit Amazys vergleichbaren Gesellschaft, sind mit den für die Swiss Selected Peers ermittelten Multiplikatoren vergleichbar.</p>	<p><u>Exit-Multiple:</u> <b>9,25x – 9,75x</b></p>
<p><b>Steuersatz</b></p> <p>Die Gesellschaft geht davon aus, dass sich der aktuell betrachtet relativ tiefe Steuersatz (13,2 % in 2004) im Verlauf der Planungsperiode (nach Nutzung vorhandener Steueraktiven) auf rund 28 % erhöht.</p> <p>Die Annahmen der Gesellschaft erscheinen Sarasin plausibel.</p>	<p>Durchschnittlicher Steuersatz: <b>26,1 %</b></p>

### 5.3. Verwendete Analysemethoden

Sarasin verfügte über zwei Wochen Zeit zur Durchführung ihrer Arbeiten und hatte mehrmals die Möglichkeit, die Geschäftsstrategie sowie die Planrechnungen mit dem CEO und CFO von Amazys zu diskutieren. Die Bewertung von Sarasin basiert auf Planrechnungen von Amazys. Wo es Sarasin aufgrund eigener Analysen, dem Studium der zur Verfügung gestellten Unterlagen und nach Diskussion mit dem Management gerechtfertigt erschien, wurden die Planrechnungen für den Zweck der Discounted Cash Flow Bewertung adjustiert und die in Kapitel 5.2. beschriebenen Annahmen verwendet.

Zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Übernahmeangebotes von X-Rite erachten wir die DCF-Methode als am Besten geeignet. Zur Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses wurde zusätzlich eine Analyse vergleichbarer Gesellschaften (COMPCO Analyse), eine Analyse vergleichbarer Transaktionen (COMPAC Analyse) sowie eine Analyse

<sup>3</sup> Das Ergebnis der Endwertberechnung impliziert eine ewige Rente von 2.3% bis 2.9%. Die historisch betrachtet hohen EBITDA-Multiplikatoren und die erwarteten ewigen Renten widerspiegeln die gestiegenen Bewertungskennzahlen der letzten Monate.

von im schweizerischen Markt bei Börsentransaktionen bezahlten Kontrollprämien vorgenommen.

#### 5.4. Discounted Cash Flow Methode

Bei der DCF-Methode wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Nutzbare Steueraktiven wurden durch einen reduzierten Steuersatz in den ersten Planjahren berücksichtigt. Als finanzielle Überschüsse wurden die Free Cash Flows herangezogen, die den Aktionären und den Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen. Die Summe der Barwerte der Free Cash Flows (inkl. Residualwert) ergibt den Unternehmenswert brutto. Von diesem werden die zinstragenden Verbindlichkeiten, bereinigt um die überschüssigen flüssigen Mittel, in Abzug gebracht, um den Unternehmenswert netto, d.h. den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln. Ebenfalls berücksichtigt wurde der Umstand, dass das Übernahmeangebot es den Mitarbeitern von Amazys ermöglicht, ihre Mitarbeiteroptionen anzudienen.

Zur Berechnung der Barwerte der finanziellen Überschüsse wurden als Diskontsatz die gewichteten Fremd- und Eigenkapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital) verwendet. Zur Berechnung der Kapitalkostenkomponenten wurde das Capital Asset Pricing Model angewandt.

Die folgenden Inputvariablen fanden bei der Berechnung des Diskontsatzes Verwendung:

#### Risikoloser Zinssatz

Für die Ableitung des risikolosen Zinssatzes wurde vom CHF Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage ausgegangen. Dabei wurde für den risikolosen Zinssatz die langfristig erzielbare Rendite von Anleihen der schweizerischen Eidgenossenschaft herangezogen. Da Laufzeiten aber zeitlich begrenzt sind, muss eine Annahme bzgl. des Zinsniveaus bei der Wiederanlage getroffen werden. Zur Orientierung wurde dazu die Zinsentwicklung der Vergangenheit herangezogen.

Anleihen der schweizerischen Eidgenossenschaft mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren wiesen am 23. Januar 2006 eine Rendite von 2,5 %<sup>4</sup> und im Durchschnitt über die letzten 5 Jahre eine Rendite von 3,7 %<sup>5</sup> auf. Über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten war das Zinsniveau jedoch klar über 4 %.<sup>6</sup> Unter Berücksichtigung des heutigen und des historischen Zinsniveaus erachten wir eine langfristige erwartete Rendite von 4 % als angemessen.

#### Risikozuschlag

Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme des Unternehmerrisikos lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelten. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen eingehen, ist ein Zuschlag zum risikolosen Zinssatz notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit

---

<sup>4</sup> Quelle: Datastream

<sup>5</sup> Quelle: Datastream

<sup>6</sup> Quelle: Pictet&Cie, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2004), Januar 2005

dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.

Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dieses wurde hier angewendet.

Die spezifische Risikoprämie eines Unternehmens erhält man durch Multiplikation des Beta-Faktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Beta-Faktor ist ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta-Faktor grösser eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals gemessen am Aktienkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass sich der Wert im Durchschnitt unterproportional ändert.

Die Berechnung der Marktrisikoprämie erfolgt durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in Aktien und risikolosen Anlagen. Kapitalmarktuntersuchungen langjähriger Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Unter Berücksichtigung der langfristigen Aktienmarktrendite in der Schweiz von 8 % bis 10 %<sup>7</sup> errechnet sich nach Abzug des angenommen risikolosen Zinssatzes von 4 % eine Marktrisikoprämie von rund 5 %, welche der Bewertung zu Grunde gelegt wurde.

Zur Herleitung des Beta-Faktors für Amazys wurden die Beta-Faktoren vergleichbarer Unternehmen herangezogen (vgl. Beilage 8.5). Um die Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen effektiv vergleichbar machen zu können, wurden diese um die unternehmensspezifische Verschuldung bereinigt. Der durchschnittliche verschuldungsbereinigte (schuldenfreie) Beta-Faktor dieser Vergleichsunternehmen beträgt 1.13. Damit aus dem so ermittelten verschuldungsbereinigten Beta-Faktor der Vergleichsgruppe der Beta-Faktor für Amazys abgeleitet werden kann, ist dieser wiederum der unternehmensspezifischen Verschuldung von Amazys anzupassen. Zur Berechnung des Beta-Faktors von Amazys wurde eine Zielverschuldung von 35 % Nettofinanzschulden zu 65 % Eigenkapital verwendet (d. h. ein Gearing von 0.54). Aktuell hat Amazys kein verzinsliches Fremdkapital. Da mit einer gewissen Verschuldung die Kapitalkosten optimiert werden können, gehen wir davon aus, dass Amazys mittel- bis langfristig eine Zielverschuldung im oben beschriebenen Umfang anstreben wird.

## **Fremdkapitalkosten**

Wir gehen davon aus, dass Amazys bei einem Gearing von 0.54 einen Zuschlag von rund 100 Basispunkten auf den sicheren Zinssatz bezahlt. Damit belaufen sich die Fremdkapitalkosten vor Steuern auf 5 %.

## **Gesamtkapitalkosten**

Auf Basis der oben erläuterten Angaben errechnen sich die Gesamtkapitalkosten wie folgt:

---

<sup>7</sup> Quelle: Pictet&Cie, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2004), Januar 2005

(Zahlen teilweise gerundet)	<b>Amazys</b>	<b>Quelle:</b>
Risikofreier Zinssatz	4.0%	Rendite schweiz. Staatsanleihen inkl. Wiederanlageprämisse
Marktrisikoprämie	5.0%	Bloomberg; (Aktienmarktrendite - risikofreier Zinssatz)
Unlevered Beta	1.13	Peergruppenanalyse (Quelle: Bloomberg)
Relevered Beta	<u>1.57</u>	= Unlevered Beta * (1+(1-s) * Gearing)
<b>Eigenkapitalkosten</b>	11.9%	= Risikofreier Zinssatz + (Marktrisikoprämie*relevered Beta)
Risikofreier Zinssatz	4.00%	Rendite schweiz. Staatsanleihen inkl. Wiederanlageprämisse
Risikozuschlag	<u>1.00%</u>	Basierend auf Zielkapitalstruktur / Marktkonditionen (Bloomberg)
<b>Fremdkapitalkosten</b>	5.00%	
Fremdkapitalkosten (steueradj.)	3.60%	= Fremdkapitalkosten * (1-s)
Gearing (net debt / equity*)	0.54	Unterstellte, langfristige Zielkapitalstruktur
Anteil Fremdkapital	35%	
Anteil Eigenkapital	65%	
Steuerrate (s)	<u>28.0%</u>	Grenzsteuersatz
<b>WACC (steueradjustiert)</b>	<u><b>9.0%</b></u>	Gewichtete Gesamtkapitalkosten steueradjustiert
* Marktwert		

## Besonderheiten

Die Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis von nicht-betrieblichem Vermögen oder speziellen Verpflichtungen sind nicht wesentlich.

Für die Berechnung der Anzahl Aktien wurde die Ausübung von „in-the-money“ Optionen angenommen. Eigene Aktien wurden in Abzug gebracht.

## Resultat DCF-Bewertung

Die DCF-Bewertung führte zu einem Wert im Bereich von **CHF 89.-** bis **CHF 98.-** pro Namenaktie der Amazys.

Sensitivitätsanalysen haben gezeigt, dass neben den Annahmen zum WACC und Exit Multiple die verwendeten Annahmen zum Umsatzwachstum, zur Bruttomarge, zur EBITA Marge und die Investitionsannahmen (inkl. Nettoumlaufvermögen) das Bewertungsergebnis wesentlich beeinflussen können. *Das Ergebnis der Sensitivitätsanalysen ist in Beilage 7 dargestellt.*

## 5.5. Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften

### Stellenwert

Diese Methode wird insbesondere in der Finanzanalyse bevorzugt, da die Kapitalmarktteilnehmer meist nicht über detaillierte Planrechnungen der Firmen verfügen. Da Sarasin die Planrechnungen von Amazys zur Verfügung gestellt wurden und diese in Diskussion mit dem Management sowie mittels zusätzlicher, durch die Gesellschaft zur Verfügung gestellter Dokumente plausibilisiert werden konnten, beurteilen wir die DCF-Bewertung als die aussagekräftigere Bewertungsmethode.

Die Bewertung mit Hilfe von ähnlichen kotierten Gesellschaften dient damit primär der Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses der DCF-Methode.

## Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes (aktueller Börsenwert plus Nettoschulden, Minoritäten) von ähnlichen kotierten Gesellschaften mit den aktuellen bzw. erwarteten finanziellen Überschüssen (meist Umsatz, EBITDA oder EBITA) für die letzten zwölf Monate, das laufende und das folgende Geschäftsjahr werden Multiplikatoren errechnet und ein Durchschnitt gebildet (siehe Beilage 8.1). Die Anwendung dieser Durchschnittsmultiplikatoren auf die finanziellen Kennzahlen (Umsatz, EBITDA und EBITA) von Amazys ergibt ein Bewertungsergebnis für jeden errechneten Durchschnittsmultiplikator.

Die folgenden zwei Faktoren haben einen wesentlichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis:

- der resultierende Multiplikator, und
- der finanzielle Überschuss, auf den der Multiplikator angewendet wird.

Der resultierende Multiplikator ist letztlich abhängig von der Auswahl der Vergleichsgesellschaften. Nur wenn Gesellschaften zur Verfügung stehen, die in Bezug auf die wesentlichen Charakteristiken der zu bewertenden Gesellschaft vergleichbar sind, ergibt sich ein aussagekräftiger Multiplikator.

Da die Methode auf die aktuellen, bzw. kurzfristig erwarteten Ergebnisse zurückgreift (letzte zwölf Monate, 2005 und 2006), widerspiegelt das Ergebnis den Unternehmenswert aus einer eher kurzfristigen Optik. Mittelfristig realisierbares Wachstums- und Margensteigerungspotenzial wird in der Regel nur erfasst, wenn die Vergleichsgesellschaften ähnliche Wachstums- und Margenpotenziale aufweisen.

## Auswahl der Vergleichsgesellschaften für Amazys

Vergleichsgesellschaften für Amazys auszuwählen, gestaltete sich als ausgesprochen schwierig. Es gibt nur zwei relativ direkt vergleichbare Firma, die mit ähnlichen Produkten in gleichen bzw. gleichartigen Märkten operieren, nämlich X-Rite und Datacolor. Davon ist nur X-Rite börsenkotiert, während Datacolor eine Tochtergesellschaft der börsenkotierten Brauerei Eichhof ist. Da der Umsatz von Datacolor am Gesamtumsatz der Brauerei Eichhof nur etwa 1/3 beträgt, erachten wir Eichhof als nicht geeignet für die vergleichende Analyse.

Amazys offeriert primär Industriekunden Hardware und Software zum Messen und Verwalten von Farben in der industriellen Produktion, im Druckbereich und im Bereich der digitalen Bildverarbeitung. Bei der Hardware handelt es sich im Kern um Sensoren, die Farb(qualitäten) als stand-alone Produkt oder eingebaut in andere Produkte (z.B. in eine Druckmaschine) messen können und bei der Software z.B. um Applikationen, welche insbesondere die Farbtreue vom Design bis zur Serienfertigung sicherstellen sollen. Hauptkunden der Amazys sind in erster Linie OEM Betriebe, mittelfristig soll auch vermehrt der „professionelle Endkunde“ angesprochen werden. Das zukünftige, erwartete Umsatzwachstum beträgt rund 8 % und die erwartete EBITA Marge 13 % - 14 %. Amazys hat eine führende Marktposition in einem Markt mit hoher Wettbewerbsintensität und weist im Vergleich kotierter Börsenunternehmen eine relativ kleine Marktkapitalisierung auf. Kostentreiber sind weniger Investitionen als die Kosten für Forschung und Entwicklung sowie Verkauf und Marketing.

Vor diesem Hintergrund wurden Vergleichsunternehmen identifiziert, die idealerweise den folgenden Anforderungen genügen:

- Hersteller von technologisch anspruchsvollen Messgeräten im Farbmessbereich oder in Bereichen mit ähnlichen Kunden (Auto, Textil, Druck & Graphik) und von Software Applikationen in Verbindung mit diesen Messgeräten
- Kundenseitig richtet sich das Angebot primär an OEM Betriebe und nicht an den Retailmarkt
- Vergleichbare Wachstums- und Profitabilitätserwartungen
- Führende Marktposition im spezifischen Markt mit hoher Wettbewerbsintensität
- Verhältnismässig tiefe Investitionsintensität
- Small bis Mid Cap

Auf Basis dieser Kriterien wurden die folgende Gruppe vergleichbarer Unternehmen ermittelt:

- Cyberoptics
- EFI (Electronics for Imaging)
- Hexagon
- Konica-Minolta
- Mettler-Toledo
- Thermo Electron
- X-Rite

Von den ermittelten Unternehmen ist nur X-Rite eine vergleichbare Gesellschaft im eigentlichen Sinne. Die übrigen Gesellschaften haben zwar mehrere Berührungspunkte mit den Charakteristiken von Amazys, aber auch zahlreiche Unterschiede. Neben X-Rite erachten wir Cyberoptics, EFI, Mettler-Toledo und Thermo Electron als die am ehesten vergleichbaren Gesellschaften („International Selected Peers“). Vergleiche dazu Beilage 8.2.

Zusätzlich wurde eine Auswahl von schweizerischen Industriegesellschaften hinzugezogen, die obwohl sie in Bezug auf die Geschäftstätigkeit nicht direkt vergleichbar sind, dennoch gewisse Anhaltspunkte für die Marktbewertung von schweizerischen Industriegesellschaften geben können. Die folgenden Gesellschaften wurden ausgewählt:

- Belimo
- Feintool
- Georg Fischer
- Kaba
- Komax
- Saurer
- Schindler
- Sulzer

Von diesen Gesellschaften erachten wir Belimo, Kaba und Komax – trotz aller Einschränkungen – als am ehesten vergleichbar, insbesondere in Bezug auf ihre Profitabilität, Marktkapitalisierung und Wachstumserwartungen („Swiss Selected Peers“). Vergleiche dazu Beilage 8.2.

## **Resultat der Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften**

Die Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften führt zu folgenden Wertbereichen:



X-Rite	<b>CHF 76.- bis CHF 93.-</b> je Namenaktie
Selected International Peers: (Cyberoptics, EFI, Mettler-Toledo, Thermo Electron, X-Rite)	<b>CHF 88.- bis CHF 104.-</b> je Namenaktie <sup>8</sup>
Selected Swiss Peers:: (Komax, Belimo, Kaba)	<b>CHF 79.- bis CHF 88.-</b> je Namenaktie

Insgesamt ist Sarasin der Ansicht, dass das Ergebnis des Vergleichs mit X-Rite und den Selected Swiss Peers aussagekräftiger ist als der Vergleich mit den Selected International Peers, weil die Mehrheit dieser Gesellschaften sich in Bezug auf Marktkapitalisierung und Grösse des Umsatzes in anderen Grössenordnungen bewegt.

## 5.6. Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen

### Stellenwert

Wollen sich ein strategischer Käufer und ein Verkäufer auf einen Kaufpreis im Hinblick auf eine Übernahme einigen, müssen sich die beiden Parteien im Rahmen ihrer Bewertungsüberlegungen Gedanken zum Synergiepotenzial machen. Um als Käufer den Zuschlag zu erhalten, kann sich dieser bereit erklären, einen Teil des zukünftigen Synergiepotenzials in seine Preisofferte einzubeziehen, was regelmässig zu einer Prämie über Börsenkurs führt. Eine Analyse ähnlicher Transaktionen kann Aufschluss über bezahlte Multiplikatoren in Übernahmesituationen geben. Allerdings muss festgehalten werden, dass es sehr schwierig ist, vergleichbare und gleichzeitig aktuelle Transaktionen zu finden. Diese dürfen nicht zu weit zurückliegen, weil sich bezahlte Multiplikatoren – wie die Bewertung der Aktienmärkte – über die Zeit stark verändern können.

### Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes, der im Rahmen eines Übernahmeangebotes bezahlt wurde, mit einem finanziellen Überschuss der Zielgesellschaft (Umsatz, EBITDA, EBITA) erhält man den bezahlten Multiplikator. Aus verschiedenen Transaktionen wird ein Durchschnittsmultiplikator gebildet, der dann durch Multiplikation mit dem entsprechenden finanziellen Überschuss der Zielgesellschaft zu einem Unternehmenswert für die Zielgesellschaft führt.

### Auswahl der ähnlichen Transaktionen

Die wichtigsten von uns angewendeten Kriterien für die Auswahl der Transaktionen waren die Folgenden:

- Transaktionsgrösse: kleiner als ca. US\$ 500 Mio und grösser als US\$ 50 Mio
- Vergleichbare industrielle Aktivität, insbesondere im Bereich der Messtechnik und Sensorik, des Monitoring oder von Herstellern mit solchen Aktivitäten verbundener Software

---

<sup>8</sup> Um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass die vergleichbaren Unternehmungen einerseits deutlich höhere Umsätze erzielen und andererseits signifikant grössere Marktkapitalisierungen aufweisen, wurde auf den Multiples ein Abschlag von 10% vorgenommen.



- Transaktionsdatum weniger als 2 Jahre alt
- Übernahme einer Mehrheit
- Verfügbarkeit von Multiples

### Resultat der Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen

In Beilage 8.3. sind die in den jeweiligen Transaktionen bezahlten Multiplikatoren aufgeführt. Die Analyse zeigt, dass Kennzahlen insbesondere zum aussagekräftigeren EBITA- oder EBITDA-Multiplikator nur selten verfügbar sind und dass die resultierenden Kennzahlen (insbesondere Umsatz-Multiplikator) eine sehr grosse Bandbreite haben.

Aus Sicht Sarasin ist die Aussagekraft dieser Analyse sehr eingeschränkt, weil einerseits nur spärlich aussagekräftige Kennzahlen zur Verfügung stehen und andererseits Aussenstehende nicht beurteilen können, in wieweit diese Transaktionen mit der vorliegenden Transaktion vergleichbar sind.

Die Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen führt zu einem Bewertungsergebnis von **CHF 111.-** je Namenaktie bei einer Bandbreite von CHF 100.- bis CHF 121.-.

### 5.7. Analyse bezahlter Prämien im schweizerischen Kapitalmarkt

Im Sinne einer weiteren Analyse kann auch beurteilt werden, inwieweit die in der vorliegenden Transaktion gemäss Ausgangslage angebotene Prämie von 39 % im Vergleich zum Börsenkurs Amazys der letzten 30 Börsentage (Stand 26.1.2006), den bezahlten Prämien in vergleichbaren Börsentransaktionen entspricht.

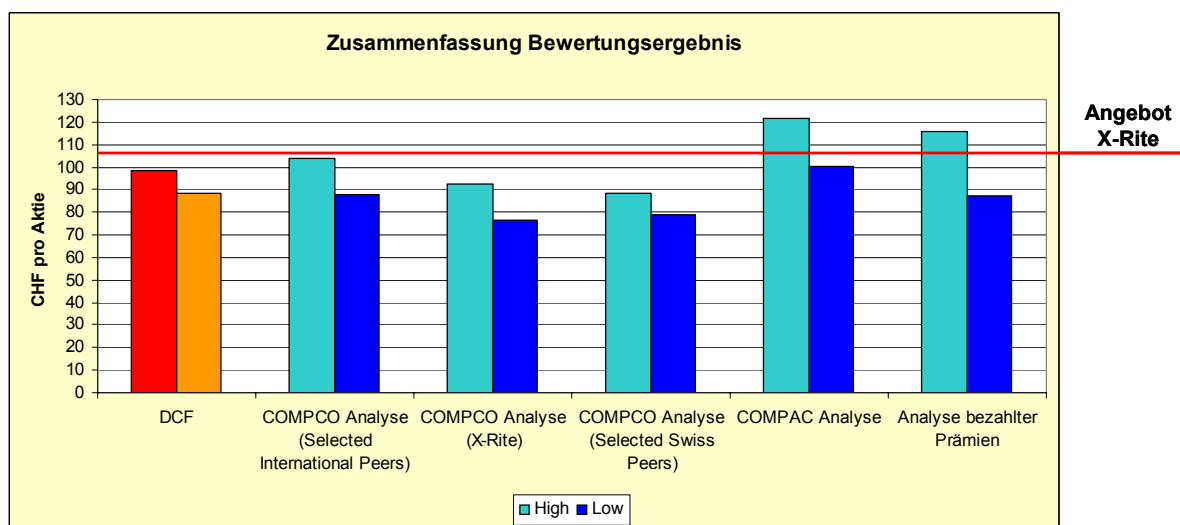
Die Kriterien für vergleichbare Transaktionen wurden wie folgt festgelegt:

- Transaktionsgrösse: grösser als CHF 40 Mio
- Gesellschaft mit industriellen Aktivitäten
- Transaktionsdatum weniger als 2 Jahre alt
- Zielgesellschaft an SWX Swiss Exchange kotiert

Die besondere Konstellation im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots beeinflusst die Prämie wesentlich. So wurden im Rahmen von Übernahmekämpfen zwischen verschiedenen Offerten höhere Prämien bezahlt (z.B. Leica oder Saia-Burgess) als bei Offerten ohne Konkurrenzofferte (z.B. Sarna). Weiter spielt auch die Art der Entschädigung eine Rolle. Werden ausschliesslich Aktien angeboten, so fallen die bezahlten Prämien regelmässig tiefer aus als wenn die Offerte mehrheitlich in bar ist. Auf Basis der höchsten und der tiefsten bezahlten Prämie errechnet sich für Amazys auf Basis der letzten 30 Handelstage (Eröffnungskurses) bis am 26. Januar 2006 ein Bereich von **CHF 87.-** bis **CHF 116.-** bei einem durchschnittlichen Wert von **CHF 102.-** je Namenaktie.



## 5.8. Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses



Die DCF-Bewertung ergibt einen Wert von Amazys von CHF 89.- bis CHF 98.- pro Namenaktie der Amazys.

Das Ergebnis der DCF-Bewertung wird insbesondere durch die COMPCO Analyse gestützt und plausibilisiert.

Die DCF-Bewertung auf einer stand-alone Basis berücksichtigt naturgemäss bei Übernahmen erzielbare Kontrollprämien nicht in vollem Umfang.

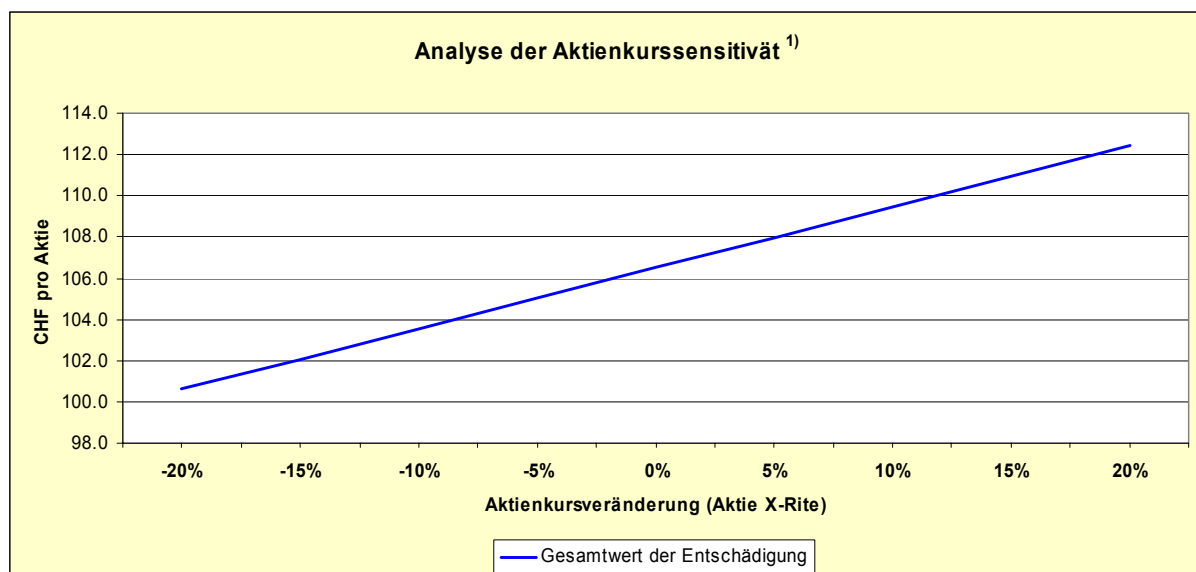
Die COMPAC Analyse und die Analyse bezahlter Prämien indizieren durchschnittlich erzielbare Kontrollprämien. Daraus Rückschlüsse auf den konkreten Einzelfall, im vorliegenden Fall auf das Übernahmeangebot von X-Rite zu ziehen, ist jedoch nur bedingt sinnvoll, weil die Umstände des Einzelfalles zu unterschiedlich sind. Immerhin lässt sich aussagen, dass das Angebot von X-Rite im Bereich des Ergebnisses dieser Analysen liegt.

Für die Bewertung von Amazys ist deshalb im wesentlichen auf das Ergebnis der DCF-Bewertung abzustellen.

## 6. Beurteilung des Gegenwertes

X-Rite offeriert den Aktionären von Amazys eine Entschädigung im Gesamtwert von CHF 106.50 pro Namenaktie. Diese Entschädigung setzt sich zusammen aus einer Barkomponente von CHF 77.- und einer Aktienkomponente von CHF 29.50. Die Anzahl Aktien bestimmt sich nach dem durchschnittlichen Aktienkurs von X-Rite vor Ankündigung der Transaktion.

Durch den hohen Anteil der Barkomponente (72 % des Gesamtbetrages von CHF 106.50) haben allfällige Kursschwankungen der Aktie von X-Rite nur eine relativ geringe Auswirkung auf den Gesamtwert der Entschädigung.



<sup>1)</sup> Annahme: Konstanter Wechselkurs US\$ zu CHF

## 7. Ergebnis des Gutachtens

Basierend auf den diesem Gutachten zugrunde liegenden Bewertungsanalysen und Überlegungen beurteilen wir das Übernahmeangebot von X-Rite aus Sicht des Verwaltungsrates und der Aktionäre der Amazys als fair. Diese Aussage stützt sich in erster Linie auf das Resultat der DCF-Bewertung. Das Ergebnis der DCF Analyse wird ergänzt und bestätigt durch die oben dargestellten, zusätzlichen Analysen.

Zürich, 30. Januar 2006

**Bank Sarasin & Cie AG**

Alexander Cassani

Matthias Spiess



**SARASIN**

## 8. Anhang

### 8.1. Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher kotierter Gesellschaften

#### International Peer Group

Company	Country	Market Cap.	Sales Multiples				EBITDA Multiples				EBITA Multiples		
		(Local currency)	LTM	2005 E	2006 E		LTM	2005 E	2006 E		LTM	2005 E	2006 E
X-Rite	US	234	1.7x	1.6x	1.5x		10.0x	NA	NA		13.8x	15.2x	10.6x
EFI	US	1'214	3.1x	2.3x	1.9x		26.3x	14.2x	10.6x		37.0x	17.2x	11.0x
Thermo Electron	US	5'345	2.5x	2.2x	2.0x		19.3x	13.3x	11.7x		22.5x	16.9x	14.4x
Mettler-Toledo	US (Swiss)	2'564	1.9x	1.8x	1.7x		13.1x	12.0x	11.2x		15.1x	14.6x	13.4x
Cyberoptics	US	133	1.8x	2.4x	1.8x		7.1x	NA	NA		7.7x	32.0x	10.9x
Konica Minolta	Japan	709'240	0.8x	0.9x	0.9x		29.7x	6.4x	5.8x		20.2x	11.8x	10.3x
Hexagon	Sweden	4'214	0.8x	0.7x	0.5x		7.4x	5.3x	3.2x		9.9x	7.4x	4.1x
AVERAGE (all peers)			1.8x	1.7x	1.5x		16.1x	10.3x	8.5x		18.0x	16.4x	10.7x
AVERAGE (peer selection)			2.2x	2.1x	1.8x		15.2x	13.2x	11.2x		19.2x	19.2x	12.0x

Quelle: Bloomberg (I/B/E/S)

## Swiss Peer Group

Company	Market Cap.	Sales Multiples			EBITDA Multiples			EBITA Multiples		
	(CHFm)	LTM	2005 E	2006 E	LTM	2005 E	2006 E	LTM	2005 E	2006 E
Komax	370	1.8x	1.5x	1.3x	10.6x	11.4x	9.0x	14.0x	14.9x	11.4x
Belimo	510	2.0x	1.8x	1.7x	11.5x	10.7x	9.5x	13.9x	13.1x	11.5x
Kaba	1'142	1.5x	1.4x	1.3x	9.5x	9.1x	8.6x	11.5x	11.3x	10.5x
Saurer	1'316	0.5x	0.5x	0.5x	4.0x	4.8x	4.3x	6.7x	8.7x	7.3x
Georg Fischer	1'571	0.5x	0.5x	0.5x	4.9x	4.7x	4.4x	8.5x	7.7x	6.7x
Feintool	190	0.7x	0.7x	0.6x	7.8x	6.5x	6.2x	15.4x	10.7x	10.0x
Sulzer	2'834	2.5x	2.1x	1.9x	22.2x	20.9x	16.6x	45.6x	32.8x	23.0x
Schindler	7'045	1.8x	1.8x	1.7x	20.4x	21.0x	18.5x	26.6x	24.8x	21.4x
AVERAGE (all peers)		1.4x	1.3x	1.2x	11.4x	11.1x	9.6x	17.8x	15.5x	12.7x
AVERAGE (peer selection)		1.8x	1.6x	1.5x	10.5x	10.4x	9.0x	13.1x	13.1x	11.2x

Quelle: Bloomberg (I/B/E/S)

8.2. Beilage 2: Auswahl der „Selected Peers“<sup>9</sup>

## International Peer Group

Company	CAGR Sales 2004 - 2006 E	EBITA Margin 2005 E	EBITA Margin 2006 E	RANKING
X-Rite	7.8%	10.8%	14.0%	1
EFI	22.6%	13.3%	17.0%	2
Thermo Electron	14.1%	13.2%	14.3%	3
Mettler-Toledo	5.3%	12.5%	13.0%	3
Cyberoptics	4.2%	7.6%	16.4%	3
Konica Minolta	-3.0%	7.4%	8.7%	6
Hexagon	27.5%	9.8%	12.6%	7
<b>AMAZYS (I B E S)</b>	8.1%	16.7%	16.7%	

Source: Bloomberg (I B E S Forecast)

## Swiss Peer Group

Company	CAGR Sales 2004 - 2006 E	EBITA Margin 2005 E	EBITA Margin 2006 E	RANKING
Belimo	9.2%	14.1%	14.7%	1
Kaba	4.9%	12.4%	12.8%	2
Komax	16.0%	10.1%	11.7%	3
Georg Fischer	4.0%	6.5%	7.1%	4
Sulzer	12.3%	6.3%	8.5%	4
Schindler	1.8%	7.2%	8.0%	4
Feintool	4.9%	6.1%	6.3%	7
Saurer	-0.5%	5.7%	6.6%	8
<b>AMAZYS (I B E S)</b>	8.1%	16.7%	16.7%	

Source: Bloomberg (I B E S Forecast)

<sup>9</sup> Das Ranking ist umso höher, je näher die Wachstums- und Profitabilitätskennzahlen der Vergleichsgesellschaften bei den Kennzahlen von Amazys liegen

## 8.3. Beilage 3: Multiplikatoren ähnlicher Transaktionen

Year	Target	Acquiror	Enterprise Value (US\$m)	EV/LTM Sales	EV /LTM EBITDA
2005	Solartron Analytical	AMETEK Inc	75.8	2.8x	17.9x
2005	BEI Technologies Inc	Schneider Electric SA	531.19	1.8x	16.8x
2005	Spectro Beteiligungs GmbH	AMETEK Inc	96.9	0.8x	NA
2005	VUTEK Inc	Electronics for Imaging	281.0	2.2x	NA
2005	CORECO iMaging	DALSA Corp	57.8	2.2x	NA
2004	Novar Plc	Honeywell International Inc	1828.31	0.7x	6.8x
2004	Linx Printing Technologies PLC	DANAHER Corp	148.7	2.9x	22.2x
2004	Computer Access Technology Corp	LeCroy Corp	118.0	6.7x	NM
2004	Taylor Hobson Ltd	AMETEK Inc	93.4	2.3x	17.6x
2004	Ocean Optics Inc	HALMA PLC	50.0	2.0x	NA
2004	Spectra-Physics Inc	Newport Corp	300.0	1.5x	NA
2004	ISCO Inc	Teledyne Technologies Inc	96.0	1.4x	21.0x
2004	Kavlico Inc	Schneider Electric SA	195.0	1.2x	NA
Sources: Bloomberg, Factsheet, Company Info			<b>Mean</b>	<b>2.2x</b>	<b>17.1x</b>
			<b>Median</b>	<b>2.0x</b>	<b>17.8x</b>



## 8.4. Beilage 4: Prämienanalyse

## Swiss Takeovers

Date Of Announcement <sup>2)</sup>	Target	Acquiror <sup>1)</sup>	Transaction Value Equity <sup>1)</sup>	Cash Consideration in % of total	Minimum Acceptance Level <sup>1)</sup>	Premium paid based on 1 Month Average <sup>3)</sup>	Target Industry Segment
(in CHFm)							
31.01.2006	Amazys	X-Rite	365.3	72%	70%	39.6%	Electronic Measur. Instr.
01.12.2005	Berna Biotech	Crucell NV	590	0%	67.0%	18.9%	Health Care
12.09.2005	Sarna Kunststoff	Sika	399	100%	66.7%	14.4%	Bldg & Construction Prod-Misc
30.06.2005	Saia-Burgess	Gatebrook (Johnson)	696	100%	50.0%	41.3%	Electric Products - Misc.
13.06.2005	Leica Geosystems Holding AG	Hexagon AB	1463	80%	50.1%	51.7%	Electronic Measur. Instr.
11.03.2005	Büro-Fürer AG	Holding Lyreco Internationale S.A.S.	46	100%	none	34.3%	Office Supplies & Forms
2004	none						
Mean						33%	
Median						37%	
Source: Bloomberg; Company Info							

1) Of the successful acquiror, if competing offers were launched

2) Announcement date of first offer if competing offers were launched and successful

3) Opening prices for the previous 30 trading days, for Amazys until January 26, 2006

## 8.5. Beilage 5: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften

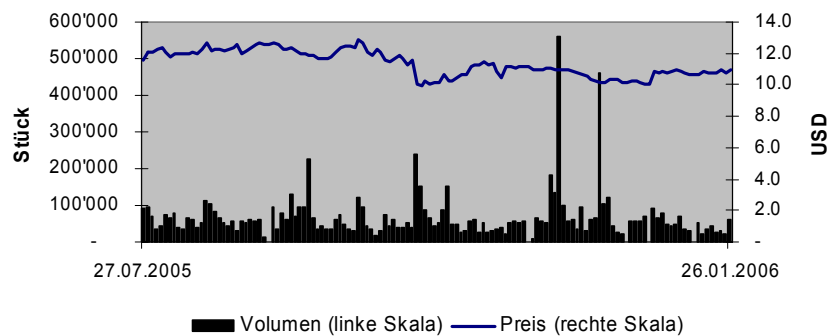
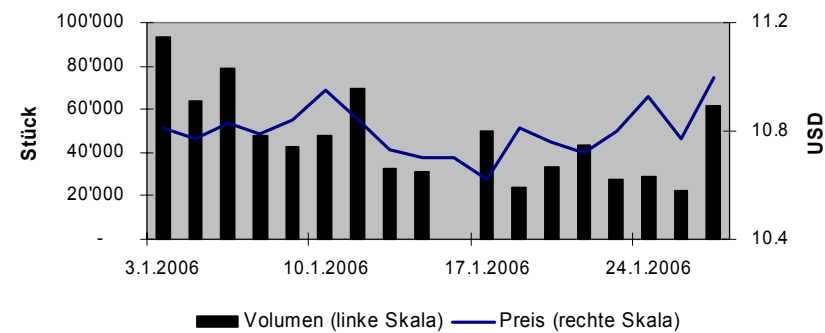
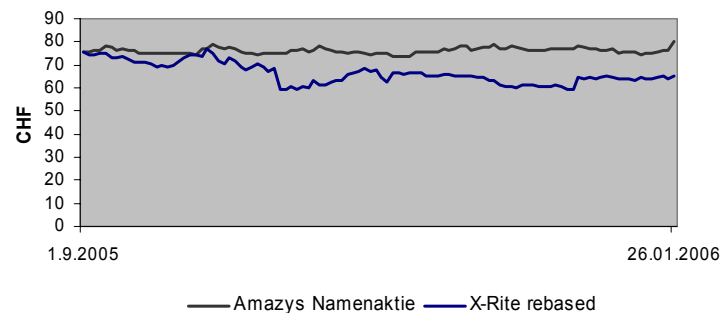
Company	Beta Index	Adjusted Beta <sup>1)</sup>	Net Debt / Market Cap	Unlevering Factor <sup>2)</sup>	Unlevered Beta <sup>3)</sup>
X-Rite	SPX	1.40	-7.0%	1.05	1.47
Amazys	SMI	0.56	-13.0%	1.10	0.62
Konica Minolta	TPX	1.21	26.1%	0.85	1.03
Electronics for Imaging Inc	SPX	1.13	-34.1%	1.30	1.47
Cyberoptics Corp	SPX	1.53	-23.7%	1.19	1.82
Thermo Electron Corp	SPX	1.18	0.8%	0.99	1.17
Mettler-Toledo Int.	SPX	0.98	59.6%	0.70	0.68
Hexagon	OMX	0.84	5.4%	0.96	0.81
<b>MEAN</b>					<b>1.13</b>

<sup>1)</sup> Source: Bloomberg, weekly data since Jan. 23, 2004; performance compared with respective local index

<sup>2)</sup> Unlevering Factor =  $1 / (1 + (1 - \text{tax rate}) * (\text{net debt}/\text{equity}))$

<sup>3)</sup> Unlevered Beta = Adjusted Beta \* Unlevering Factor

## 8.6. Beilage 6: Preis- und Volumenanalyse X-Rite

Preis- und Volumenentwicklung der X-Rite Aktien  
(6 Monate)Preis- und Volumenentwicklung der X-Rite Aktien  
(Januar 2006)Preisentwicklung Amazys und X-Rite (rebased)  
(seit 1. September 2005)

Schlusskurse der X-Rite Aktien

(in USD)	2001	2002	2003	2004	2005
Höchst	10.2	9.6	12.0	17.0	16.6
Tiefst	6.9	6.5	7.1	11.5	10.0
Schlusskurs 26. Januar 2006: USD 11.0					

Quelle: Bloomberg

## 8.7. Beilage 7: Sensitivitätsanalyse

Auf Wunsch der Übernahmekommission wird in der nebenstehenden Tabelle die Sensitivität des Bewertungsergebnisses in Bezug auf die wesentlichen Value Driver des Businessplans sowie bezüglich des verwendeten WACC und Exit-Multiples dargestellt. Sarasin weist darauf hin, dass die dargestellten Wertschwankungen eine geringe Aussagekraft haben, weil jeweils nur eine Veränderung eines Werttreibers simuliert wird, ohne nach den Gründen dieser Veränderung zu fragen und ohne die Wechselwirkung auf die anderen Werttreiber zu analysieren und zu beurteilen. So übt zum Beispiel eine tiefere EBITA Marge, verursacht durch höhere Ausgaben für Forschung und Entwicklung, regelmässig einen positiven Einfluss auf das zukünftige Wachstum und die zukünftige Ertragskraft aus, während die vorliegende Sensitivitätsanalyse nur den Effekt der tieferen EBITA Marge darstellt.

Value Driver	Veränderung Werttreiber '06 - '10	Einfluss auf Wert Amazys Aktie
a) <b>WACC</b>	plus 1 Prozentpunkt (100bp) minus 1 Prozentpunkt (100bp)	-2.8% 3.0%
	plus 0.25 bei Beta (relevered) minus 0.25 bei Beta (relevered)	-2.3% 2.4%
b) <b>Endwert</b>	plus 0.5x bei Exit Multiple (Endwert) minus 0.5x bei Exit Multiple (Endwert)	3.8% -3.8%
c) <b>Growth Rate</b>	plus 1 Prozentpunkt (100bp) durchschnittliches Wachstum minus 1 Prozentpunkt (100bp) durchschnittliches Wachstum	2.9% -2.8%
d) <b>Bruttomarge</b>	plus 1 Prozentpunkt (100bp) durchschnittliche Bruttomarge minus 1 Prozentpunkt (100bp) durchschnittliche Bruttomarge	5.6% -5.6%
e) <b>EBITA Marge</b>	plus 1 Prozentpunkt (100bp) durchschnittliche EBITA Marge minus 1 Prozentpunkt (100bp) durchschnittliche EBITA Marge	5.5% -5.5%
f) <b>CAPEX</b>	plus CHF 1 Mio p.a. minus CHF 1 Mio. p.a.	-1.1% 1.1%
g) <b>Steuerrate</b>	plus 1 Prozentpunkt (100bp) minus 1 Prozentpunkt (100bp)	-0.2% 0.2%



**8.8. Beilage 8: Abkürzungsverzeichnis / Glossar**

Amazys	Amazys Holding AG, c/o Gretag-Macbeth AG, Althardstrasse 70, CH-8105 Regensdorf, Schweiz
Beta	Relativer Eigenkapitalrisikofaktor
CAGR	Compound Annual Growth Rate, durchschnittliches jährliches Wachstum über einen Zeitraum (geometrisches Mittel)
DCF	Discounted Cash Flow
FCF	Free Cash Flow (vor Fremdkapitalzinsen); wurden als finanzielle Überschüsse in der DCF-Bewertung verwendet
EBIT	Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
EBITDA Exit Multiple	Verhältnis zwischen Residualwert und EBITDA im letzten Planungsjahr
Free float	Streubesitz
„in-the-money“ Option	Recht zum Bezug einer Aktie von Amazys zu einem Ausübungspreis unter dem aktuellen Börsenkurs
LTM	Last twelve months (Erfolgsrechnungszahlen basierend auf den veröffentlichten Finanzzahlen der letzten 12 Monate)
OEM	Original Equipment Manufacturer (Erstausrüster)
Residualwert	Unternehmenswert am Ende der Planungsperiode
Unternehmenswert brutto	Wert einer Gesellschaft vor Abzug des verzinslichen Fremdkapitals (allenfalls bereinigt um überschüssige Liquidität)
Unternehmenswert netto	Wert einer Gesellschaft nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals; entspricht dem Wert des Eigenkapitals
Value Driver	Bewertungsparameter, der einen wesentlichen Einfluss auf das Resultat der DCF-Bewertung hat
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Gewichtete Gesamtkapitalkosten, bestehend aus Eigen- und Fremdkapitalkosten)
Zielgesellschaft	Gesellschaft, die Ziel eines Übernahmeangebots durch einen Käufer ist
X-Rite	X-Rite Inc., 3100 44th Street S.W., Grandville, MI-49418, USA