

Fairness Opinion Fusion Burkhalter & Poenina

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses im Rahmen der geplanten Fusion nach Fusionsgesetz zwischen der Burkhalter Holding AG und der poenina holding ag

Fairness Opinion Fusion Burkhalter & Poenina

Inhalt

1	Einleitung	Seite 3
2	Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse	Seite 8
3	Bewertung	Seite 22
4	Beurteilung	Seite 54
5	Anhang	Seite 58

Fairness Opinion Fusion Burkhalter & Poenina

I Einleitung

I.1	Ausgangslage	Seite 4
I.2	Unser Auftrag	Seite 5
I.3	Vorgehen	Seite 6
I.4	Quellen	Seite 7

I Einleitung

I.1 Ausgangslage



Burkhalter ist ein führendes, an der SIX Swiss Exchange kotiertes Unternehmen im Bereich von Elektrotechnik-Dienstleistungen am Bauwerk.

Die Burkhalter Holding AG («Burkhalter») ist eine Dachgesellschaft, welcher 49 Gruppengesellschaften im Bereich Elektrotechnik-Dienstleistungen angehören. Die Gruppengesellschaften bieten ihren Kunden an über 100 Standorten in der Schweiz alle notwendigen Elektrotechnik-Dienste am Bauwerk an. Diese Leistungen umfassen Installationen, Service und Unterhalt, Schaltanlagen, Telematik-ICT, Automation sowie Security für Wohngebäude, Gewerbe- und Industriebauten sowie Infrastrukturanlagen innerhalb der Schweiz. In der Einheit Swiss Projects fasst Burkhalter zudem die standortunabhängigen Elektrotechnik-Dienstleistungen für Grosskunden zusammen.

Der Hauptsitz von Burkhalter befindet sich in Zürich. Im Geschäftsjahr («GJ») 2021 erzielte die Gruppe einen Betriebsertrag von CHF 545.5 Mio. und einen EBITDA von CHF 32.6 Mio. Die Aktien von Burkhalter sind seit dem 20. Juni 2008 an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert. Per 25. März 2022 lag die Marktkapitalisierung des Unternehmens bei CHF 395.9 Mio. Das Aktienkapital von Burkhalter besteht aus 5'988'800 ausstehenden Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.04.¹



Poenina ist ein führendes, an der SIX Swiss Exchange kotiertes Unternehmen in den Bereichen Gebäudetechnik sowie Gebäudehülle. Geplante Fusion zwischen Burkhalter & Poenina

Die poenina holding ag («Poenina») ist eine führende Anbieterin von Sanitärtechnik, Heizungs-/Kältetechnik und Lüftungs-/Klimatechnik (zusammengefasst im Geschäftsfeld «Gebäudetechnik»), sowie Bedachung und Spenglerei (zusammengefasst im Geschäftsfeld «Gebäudehülle») für öffentliche Bauten, Wohn-, Gewerbe- und Hotelbauten sowie Industriebauten. Poenina ist in der Schweiz und in Liechtenstein tätig und besteht aus 29 Gesellschaften mit einer Präsenz an 42 Standorten.

Der Hauptsitz von Poenina befindet sich in Opfikon bei Zürich. Im GJ2021 erzielte die Gruppe einen Betriebsertrag von CHF 383.2 Mio. und einen EBITDA von CHF 25.6 Mio. Die Aktien von Poenina sind seit dem 16. November 2017 an der SIX kotiert. Seit der Fusion mit der Caleira AG am 30. Juni 2020 ist das Aktienkapital in der jetzigen Form beständig. Per 25. März 2022 wies die Unternehmung eine Marktkapitalisierung von CHF 281.4 Mio. auf. Poenina hat ein Aktienkapital bestehend aus 5'791'050 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.10.²

¹ Quellen: SIX Swiss Exchange und Management Burkhalter.

² Quellen: SIX Swiss Exchange und Management Poenina.

Am 19. Januar 2022 gaben die beiden Gesellschaften Burkhalter und Poenina bekannt, in Fusionsverhandlungen nach Fusionsgesetz («FusG») zu treten. Im Rahmen der Verhandlungen soll für die geplante Fusion ein Umtauschverhältnis (Anzahl Burkhalter-Aktien pro Poenina-Aktie) definiert und den Aktionären beider Gesellschaften an der Generalversammlung zum Entscheid vorgelegt werden. Das Umtauschverhältnis beträgt gemäss den beiden Gesellschaften 0.73 Aktien von Burkhalter (als weiterbestehende Gesellschaft) pro Aktie von Poenina (als übertragende Gesellschaft).

Fusionierte Gesellschaft als Gesamtanbieterin von Dienstleistungen am Bauwerk

Die fusionierte Gesellschaft positioniert sich als Gesamtanbieterin von Dienstleistungen am Bauwerk (Wohngebäude, Gewerbe- und Industriebauten sowie Infrastrukturanlagen) im Bereich der Gebäudetechnik, namentlich in der Elektrotechnik, Sanitärtechnik, Heizungs- und Kältetechnik sowie Lüftungs- und Klimatechnik. Als Gesamtanbieterin bietet Burkhalter als fusionierte Gesellschaft zukunftsorientierte Gebäudetechnik aus einer Hand an. Durch die geplante Fusion von Burkhalter mit Poenina werden die bestehenden Wachstumsstrategien beider Unternehmen konsequent weiterverfolgt und es entsteht eine schlagkräftige Anbieterin von integrierten Gesamtlösungen im Gebäudetechnikbereich mit rund 4'600 Mitarbeitenden und rund 80 Gruppengesellschaften an über 140 Standorten in der Schweiz und im Fürstentum Liechtenstein.

1.2 Unser Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion umfasst jeweils eine unabhängige Bewertungsanalyse von Burkhalter und Poenina sowie eine Analyse des damit zusammenhängenden Umtauschverhältnisses

Die IFBC AG («IFBC») wurde am 27. Januar 2022 von den Verwaltungsräten von Burkhalter und Poenina mit der Erstellung einer unabhängigen Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses im Rahmen der geplanten Fusion von Burkhalter und Poenina beauftragt.

Dieser Bericht wurde ausschliesslich zum Zweck der Unterstützung der Verwaltungsräte von Burkhalter und Poenina bei der finanziellen Beurteilung des Umtauschverhältnisses erstellt. Die Fairness Opinion darf lediglich für die finanzielle Beurteilung des Umtauschverhältnisses durch die Verwaltungsräte von Burkhalter und Poenina 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 ist eine unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und erhält keine Entschädigung in Abhängig-

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 von Burkhalter und Poenina sowie den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

keit der Bewertungsergebnisse sowie des Transaktionserfolgs

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der von den Managements von Burkhalter und Poenina zur Verfügung gestellten Informationen vorausgesetzt. Weiter gehen wir davon aus, dass die erhaltenen bzw. bestätigten Informationen fachgerecht und nach bestem Wissen aufbereitet bzw. freigegeben wurden und damit der besten aktuell verfügbaren Einschätzung seitens der Managements der Gesellschaften entsprechen. Die Verantwortung von IFBC beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen und Berechnungen. IFBC hat insbesondere weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt.

Bewertungszeitpunkt ist der 25. März 2022

Der Bewertungszeitpunkt und damit das Datum der Beurteilung des Umtauschverhältnisses ist der 25. März 2022. Die Ergebnisse unserer unabhängigen Bewertungsanalysen wurde den Verwaltungsräten von Burkhalter und Poenina sowie dem Fusionsprüfer KMPG AG am 28. März 2022 zugestellt.

Die Bewertungen und die damit zusammenhängende finanzielle Beurteilung des Umtauschverhältnisses basieren auf den aktuellen Forecasts für das GJ2022, die vom jeweiligen Verwaltungsrat am 3. Januar 2022 (Burkhalter) bzw. 21. Januar 2022 (Poenina) genehmigt wurden, sowie Management-Angaben/Annahmen der beiden Gesellschaften per 15. März 2022.

Die Managements der beiden Gesellschaften bestätigen zudem, dass zwischen dem 31. Dezember 2021 und dem 25. März 2022 keine wesentlichen Ereignisse und Transaktionen eingetreten sind, die in der aktuellen Prognose für das GJ2022 und in den Management-Angaben/Annahmen nicht berücksichtigt sind. Insbesondere ist die Akquisition der Elektrohüs AG durch Burkhalter Anfang des GJ2022 im Forecast für das GJ2022 von Burkhalter enthalten.

1.3 Vorgehen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses von 0.73 Burkhalter-Aktien pro Poenina-Aktie im Rahmen der geplanten Fusion von Burkhalter und Poenina basiert auf Bewertungsüberlegungen von IFBC. Diese Beurteilung stützt sich auf die folgenden Analysen, die in diesem Bericht ausführlich beschrieben werden:

- Analyse der Geschäftstätigkeiten der beiden Unternehmen, ihrer Dienstleistungsangebote und Strategien sowie des aktuellen Marktumfelds für die beiden Unternehmen
- Analyse der historischen Finanzaufstellungen
- Beurteilung der von den Verwaltungsräten der beiden Gesellschaften genehmigten Forecasts für das GJ2022 sowie der von den Managements der beiden Gesellschaften bestätigten Angaben & Annahmen

- Bewertung der beiden Unternehmen und Berechnung des Werts je Aktie basierend auf den folgenden Bewertungsansätzen:
 - Discounted-Cashflow-Methode
 - Trading-Multiples-Ansatz
 - Transaction-Multiples-Ansatz
- Aktienkursanalyse sowie Analyse der aktuellen Kursziele der Analysten
- Herleitung des Umtauschverhältnisses auf Basis der Bewertungen sowie der Aktienkursanalyse und der Kursziele der Analysten

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses von 0.73 Burkhalter-Aktien pro Poenina-Aktie im Rahmen der geplanten Fusion von Burkhalter und Poenina 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 Umtauschverhältnisses möglich.

I.4 Quellen

Unsere Beurteilung basiert unter anderem auf der Analyse folgender Quellen:

- Testierte Geschäftsberichte von Burkhalter (konsolidiert) und Poenina (konsolidiert) für GJ2018 bis GJ2020
- Jahresabschlüsse GJ2021 inkl. Anhang von Burkhalter (konsolidiert) und Poenina (konsolidiert)
- Aktuelle Forecasts für das GJ2022 der beiden Gesellschaften, die vom jeweiligen Verwaltungsrat am 3. Januar 2022 (Burkhalter) bzw. 21. Januar 2022 (Poenina) genehmigt wurden
- Aktuelle Management-Angaben/Annahmen der beiden Gesellschaften per 15. März 2022
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Daten ausgewählter Transaktionen basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen
- Besprechungen mit den Managements von Burkhalter und Poenina

Fairness Opinion Fusion Burkhalter & Poenina

2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

2.1	Unternehmensbeschreibung Burkhalter	Seite 9
2.2	Unternehmensbeschreibung Poenina	Seite 14
2.3	Marktanalyse Gebäude- und Elektrotechnik	Seite 20

2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

2.1 Unternehmensbeschreibung Burkhalter

2.1.1 Überblick zu Burkhalter

Burkhalter ist eine führende Anbieterin von Elektrotechnik-Dienstleistungen am Bauwerk in der Schweiz

Burkhalter ist ein führendes Schweizer Unternehmen im Bereich der Elektrotechnik-Dienstleistungen am Bauwerk. Burkhalter bietet ihre Leistungen für Wohngebäude, Gewerbe- und Industriebauten sowie Infrastrukturanlagen innerhalb der Schweiz an. Die Elektrotechnik-Dienstleistungen der Burkhalter Gruppe decken den Bereich ab dem Verbrauchsort ab, das heisst ab Speisung der Energie am Bauwerk. In diesem Zusammenhang bietet die Burkhalter Gruppe ihren Kunden ein umfassendes Angebot in den Geschäftsfeldern Installationen, Schaltanlagen, Service und Unterhalt, Telematik-ICT (Information and Communication Technologies («ICT»)), Automation sowie Security an.



Der Hauptsitz von Burkhalter befindet sich in Zürich.



Das Dienstleistungsspektrum erstreckt sich über sechs Bereiche: Installationen, Schaltanlagen, Service und Unterhalt, Telematik-ICT), Automation sowie Security.



30.9%³ von Burkhalter werden von Investoren und Fonds mit einer Beteiligung von mehr als 3.0% gehalten. Peter Grogg hält über die Ingro Finanz AG mit 12.0% den grössten Anteil gefolgt von Gaudenz F. Domenig mit 10.7%.



Per 25. März 2022 betrug die Marktkapitalisierung CHF 395.9 Mio. bei 5'988'800 ausstehenden Aktien und einem Aktienkurs von CHF 66.1.⁴

Die 49 Gruppengesellschaften sind an über 100 Standorten in der gesamten Schweiz tätig. Jeder Geschäftsführer der einzelnen Gruppengesellschaften agiert als weitgehend eigenständiger Unternehmer im Rahmen der Vorgaben der Burkhalter Gruppe (Kennzahlen, Zielvorgaben). Dieser grösstmögliche Grad an Autonomie ermöglicht es den Gruppengesellschaften, sich optimal an die geografisch und kulturell divergierenden Anforderungen in der Schweiz

³ Quelle: gemäss Angaben von Burkhalter, per 31.12.2021.

⁴ Quellen: SIX Swiss Exchange und Management Burkhalter, per 25.03.2022.

anzupassen und auf lokale resp. regionale Kundenbedürfnisse einzugehen. Die durchschnittliche Anzahl Vollzeitstellen im GJ2021 betrug 3'157.

Burkhalter besteht seit dem Jahr 1959, als das Unternehmen als Einzelfirma in Zürich gegründet wurde. Im Jahr 1987 wurde die Firma an die Zellweger-Luwa Gruppe verkauft. In den Jahren 1997 und 2000 folgten zwei Management Buy-outs. Burkhalter ist in ihrer jetzigen Struktur seit 2008 an der SIX kotiert.

2.1.2 Geschäftsmodell von Burkhalter

Geschäftsmodell

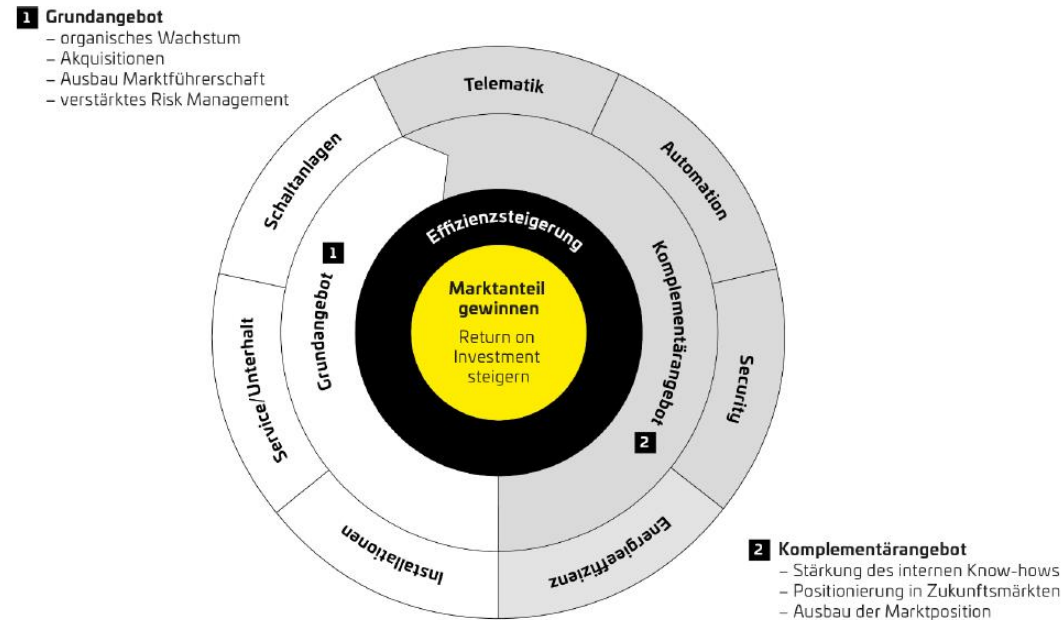
Die Burkhalter Gruppe ist ein Verbund von weitgehend autonom geführten Gruppengesellschaften. Jede der lokalen Gruppengesellschaften tritt gegenüber den Kunden als Anbieterin für Elektrotechnik-Dienstleistungen in den sechs Geschäftsfeldern der Burkhalter Gruppe auf. Bedarf es für die Erbringung einer Leistung Spezialwissen oder zusätzliche Kapazitäten, kann dies von einer anderen als Kompetenzzentrum fungierenden Gruppengesellschaft bezogen werden. Dank der Zusammenarbeit mit den regionalen Kompetenzzentren können auch kleinere lokale Gruppengesellschaften ihren Kunden bedürfnisgerechte Elektrotechnik-Gesamtlösungen anbieten.

Strategie

Die Burkhalter Gruppe fokussiert grundsätzlich auf ihr Grundangebot, welches die Bereiche Installationen, Service & Unterhalt sowie Schaltanlagen umfasst. Dies soll durch organisches Wachstum vorangetrieben und durch Akquisitionen ergänzt werden. Der Fokus liegt in diesen Bereichen auf dem Ausbau der Marktführerschaft und soll durch verstärktes Risikomanagement gestärkt werden.

Das Komplementärangebot fasst die übrigen Dienstleistungen zusammen. Dabei strebt Burkhalter die Stärkung des internen Know-hows via Kompetenzzentren an. Zudem soll die Marktposition ausgebaut und die Positionierung in Richtung Zukunftsmärkte eingeleitet werden. In diesem Kontext spielt auch die Energiestrategie 2050 eine wichtige Rolle.

Dienstleistungsangebot von Burkhalter



Quelle: Bilanz-Medienkonferenz, Burkhalter Gruppe, 2021.

Wachstum durch
Akquisitionen

Durch Akquisitionen will Burkhalter weitere Marktanteile gewinnen. Der Fokus liegt dabei auf Unternehmen, welchen einen lokalen Markt abdecken, welcher bislang nicht von Burkhalter direkt bearbeitet wird. Damit soll die Marktposition von Burkhalter kontinuierlich ausgebaut werden.

Überblick zu den
Dienstleistungen

Das Dienstleistungsangebot von Burkhalter fokussiert sich auf die folgenden sechs Elektrotechnik-Dienstleistungen:

- (1) Die Sparte **Elektroinstallationen** realisiert Installationen von Stark- und Schwachstromanlagen, sowohl für Wohn-, Industrie- und Gewerbebauten als auch öffentliche Bauten. Die Elektrotechnik-Dienstleistungen der Burkhalter Gruppe umfassen den gesamten Prozessablauf von der Analyse über die Beratung, Projektierung und

Ausführung bis zu Sicherheitskontrollen. Zudem bietet Burkhalter Installationen für erneuerbare Energien. Darunter fallen beispielsweise Installationen von Fotovoltaik- und Solaranlagen.

- (2) Der **Service & Unterhalt** erbringt Wartungsarbeiten an den elektrischen Systemen und zeichnet sich durch einen 24x7 Pikettdienst aus. Dieser reicht von kleinen Montagen bis hin zur technischen Wartung im Gewerbe.
- (3) **Schaltanlagen** ermöglichen die Energieverteilung und -steuerung. Burkhalter produzierte die Schaltanlagen in eigenen Werkstätten in einem standardisierten Verfahren.
- (4) Die **Telematik-ICT** umfasst Lösungen für den dynamischen Kommunikationsbereich, wobei sich Burkhalter auf Systemlösungen zur Integration der verschiedensten Medien fokussiert. Zudem werden die für die Integration notwendigen Kommunikationsverkabelungen am Gebäude vorgenommen. Der Bereich Telematik inkludiert auch Connect Solutions, bei der Burkhalter die Grundinstallation und Verbindung zum Provider anbietet. Der Bereich Voice Solutions umfasst verschiedene Medien wie mobile Kommunikation, Internet, E-Mail, Voice over IP, Unified Communications & Collaboration Lösungen und WLAN-Installationen. Im Kompetenzbereich Data Solutions werden bestehende IT-Infrastrukturen überprüft, analysiert und optimiert. Aufgrund der Komplexität der Telematik-ICT werden die Dienstleistungen von Burkhalter in elf Kompetenzzentren zusammengefasst.
- (5) In der **Automation** werden Mess-, Steuer- und Regelanlagen sowie Leitsysteme geplant, hergestellt und installiert. Die Automationslösungen vereinen verschiedene technische Einrichtungen wie Beleuchtung, Heizung, Lüftung und Multimediatechnik, zur standortunabhängigen Bedienung. Zudem werden auch industrielle Prozesse automatisiert.
- (6) Im Bereich **Security** installiert Burkhalter massgeschneiderte, technische Sicherheitssysteme. Solche Sicherheitssysteme können Einbruch- oder Brandmeldungen auslösen und umfassen ebenso Alarm- wie Videoanlagen. Zudem bietet Burkhalter Anlagen für die Zutrittskontrolle an.

Die standortübergreifende Organisationseinheit «Swiss Projects» bietet für grössere Kunden, welche schweizweit an mehreren Standorten tätig sind, Leistungen aus einer Hand an. Ein zentraler Ansprechpartner koordiniert die Installations- und Wartungsarbeiten, welche von den regionalen Gruppengesellschaften effizient umgesetzt werden.

Auf der Basis der hohen dezentralen Verantwortung der Gruppengesellschaften in Verbindung mit der standortübergreifenden Organisation «Swiss Projects» ist die Burkhalter Gruppe in der Lage, optimal auf die Kundenbedürfnisse einzugehen und eine leistungsfähige Partnerin für Projekte jeder Grössenordnung zu sein.

2.1.3 Finanzielle Entwicklung von Burkhalter

Schlüsselereignisse in der jüngsten Vergangenheit

Die jüngste Geschichte von Burkhalter war unter anderem durch die folgenden Schlüsselereignisse geprägt:

- Das Geschäftsjahr 2020 war durch die COVID-19-Krise geprägt, deren Auswirkungen die Burkhalter Gruppe besonders im ersten Halbjahr zu spüren bekam. Zudem gründete Burkhalter die Elektrotechnik AG EAGB, welche als Auffanggesellschaft einer sich im Nachlass befindenden Gesellschaft in Basel diente. Burkhalter übernahm dabei rund 90% der 190 Mitarbeitenden sowie ein Grossteil deren Aufträge. Schliesslich wurden zwei kleinere Akquisitionen getätigt.
- Um ihre Präsenz in der Westschweiz weiter auszubauen, akquirierte Burkhalter im Jahr 2021 die beiden Unternehmen Tabelec Force et Commandes SA und der Mérinat SA.
- Im Januar 2022 akquirierte Burkhalter das Unternehmen Elektrohüs AG und baute so die Präsenz im Wallis weiter aus.

Historische KPIs von Burkhalter

Finanzielle Entwicklung von Burkhalter GJ2019–GJ2021

in TCHF	GJ2019	GJ2020	GJ2021
Betriebsertrag	510'613	504'041	545'540
Wachstumsrate	0.8%	-1.3%	8.2%
EBITDA	30'313	21'982	32'562
EBITDA-Marge	5.9%	4.4%	6.0%
CAPEX	5'643	3'513	5'348
In % des Betriebsertrages	1.1%	0.7%	1.0%
NUV	38'639	27'108	31'085
In % des Betriebsertrages	7.6%	5.4%	5.7%
Net Debt	-32'522	-30'308	-28'947
Eigenkapital (Buchwert, inkl. Minderheiten)	85'256	71'285	73'992

Quelle: Burkhalter Geschäftsberichte GJ2019–GJ2021. Anmerkung: Brutto CAPEX exkl. M&A-Aktivitäten und Finanzanlagen.

Steigerung des Betriebsertrags Post-COVID

Trotz der COVID-19-Pandemie und den damit verbundenen temporären Baustellenschliessungen gelang es der Burkhalter Gruppe den Betriebsertrag im GJ2020 im Vergleich zum Vorjahr fast zu halten. Im GJ2021 resultierte ein Betriebsertragswachstum von hohen 8.2%, was sowohl auf organisches Wachstum als auch auf Akquisitionen zurückzuführen ist.

EBITDA-Marge 2021 auf Vorkrisen-Niveau

Die EBITDA-Marge hat sich im GJ2020 deutlich reduziert. Burkhalter begründet dies insbesondere mit dem Preisdruck aufgrund des intensiven Wettbewerbs. Zudem werden Ineffizienzen bei vereinzelt Grossprojekten und der Fachkräftemangel als Gründe genannt. Das GJ2020 war zudem stark durch die COVID-19-Pandemie beeinflusst. Im GJ2021 konnte die EBITDA-Marge hingegen um 1.6 Prozentpunkte auf das Niveau des GJ2019 gesteigert werden.

Die (brutto) Investitionen («CAPEX») exkl. M&A-Aktivitäten und Finanzanlagen sanken über die Jahre von knapp CHF 5.6 Mio. im GJ2019 auf rund CHF 5.3 Mio. im GJ2021. Im Durchschnitt entsprechen die CAPEX rund 0.9% des Betriebsertrages.

Weitere finanzielle historische KPI

Burkhalter ist kaum fremdfinanziert, was zusammen mit dem hohen Bestand an flüssigen Mitteln zu einer negativen Nettoverschuldung führt. Bei den Finanzverbindlichkeiten von rund CHF 12.5 Mio. handelt es sich um Hypothekarschulden auf Geschäftsliegenschaften.

Die Reduktion des Eigenkapitals im GJ2020 ist auf eine Reduktion der Gewinnreserven zurückzuführen. Primär ist dies durch den tieferen Gewinn 2020 und die konstante Dividendenpolitik zu erklären.⁵ Zudem führt die direkte Verrechnung des Goodwills mit dem Eigenkapital zu einem entsprechend tieferen Eigenkapitalwert gemäss Swiss GAAP FER.

2.2 Unternehmensbeschreibung Poenina

2.2.1 Überblick zu Poenina

Poenina ist ein in der Schweiz und Liechtenstein führendes Unternehmen in den Bereichen Gebäudetechnik und Gebäudehülle

Poenina ist eine führende Anbieterin von Leistungen in den beiden Geschäftsbereichen Gebäudetechnik und Gebäudehülle in der Schweiz und Liechtenstein. Poenina bietet ihre Dienstleistungen für öffentliche Bauten, für Wohn-, Gewerbe- und Hotelbauten sowie für Industriegebäude an. Im Geschäftsfeld der Gebäudetechnik bieten die Gruppengesellschaften von Poenina Leistungen in den Bereichen Sanitärtechnik, Heizung & Kälte sowie Lüftung & Klima an. Im Geschäftsfeld Gebäudehülle sind die Leistungen in den Bereichen Bedachung und der Spenglerei zusammengefasst. Ergänzt wird das Angebot durch die Nebenkompetenzen Planung, Elektrotechnik, Anlagenbau und Verwaltung.

⁵ Quelle: Burkhalter Jahresbericht 2020.

Der Hauptsitz von Poenina ist in Opfikon bei Zürich. Mit ihren 29 Gruppengesellschaften ist Poenina an 42 Standorten in der Schweiz (Fokus Zentral- und Ostschweiz) und im Fürstentum Liechtenstein aktiv. Jede Gruppengesellschaft agiert weitgehend selbständig und orientiert sich an Vorgaben der Gruppe (Kennzahlen, Zielvorgaben). Diese Autonomie führt dazu, dass die Gruppengesellschaften unternehmerisch denken. Weiter ermöglicht es den Gruppengesellschaften, sich ideal an die lokalen Gegebenheiten anzupassen und auf regionale Kundenbedürfnisse einzugehen. Die durchschnittliche Anzahl Vollzeitstellen im GJ2021 betrug 1'393.

Poenina wurde im Jahr 2010 gegründet und ist seit dem Jahr 2017 an der SIX kotiert. In ihrer jetzigen Form ist sie seit der Fusion mit Caleira AG im Juni 2020 beständig.



Der Hauptsitz von Poenina befindet sich in Opfikon.



Poenina bietet Dienstleistungen in den Bereichen Sanitärtechnik, Heizungs-/Kältetechnik und Lüftungs-/Klimatechnik (zusammen Gebäudetechnik), sowie Bedachung und Spenglerei (zusammen Gebäudehülle) an.



59.9% von Poenina werden von Investoren und Fonds mit einer Beteiligung von mehr als 3.0% gehalten. Jean Claude Bregy hält mit 20.7% den grössten Anteil gefolgt von der Roger Kunz Holding AG mit 9.4% und der Brüesch Holding AG mit 8.5%.⁶



Per 25. März 2022 betrug die Marktkapitalisierung CHF 281.4 Mio. bei 5'791'050 ausstehenden Aktien und einem Aktienkurs von CHF 48.6.⁷

2.2.2 Geschäftsmodell von Poenina

Geschäftsmodell

Die Gruppengesellschaften von Poenina bieten ihren Kunden das gesamte Leistungsspektrum in den Bereichen Gebäudetechnik und/oder Gebäudehülle an. Falls bei einer Gruppengesellschaft zu wenig Personal oder Spezialwissen vorhanden ist, wird auf Ressourcen anderer Gruppengesellschaften zurückgegriffen. Dank dieser überregionalen Zusammenarbeit können auch kleinere Gruppengesellschaften ihren Kunden Gesamtlösungen anbieten, welche das Leistungsspektrum einzelner Gruppengesellschaften eigentlich übersteigen. Vor diesem

⁶ Quelle: gemäss Angaben von Poenina, per 31.12.2021.

⁷ Quellen: SIX Swiss Exchange und Management Poenina, per 25.03.2022.

Hintergrund ist es das Ziel von Poenina, dass sich die Gruppengesellschaften fachlich und geografisch möglichst gut ergänzen und so den Kunden einen Mehrwert bieten können.

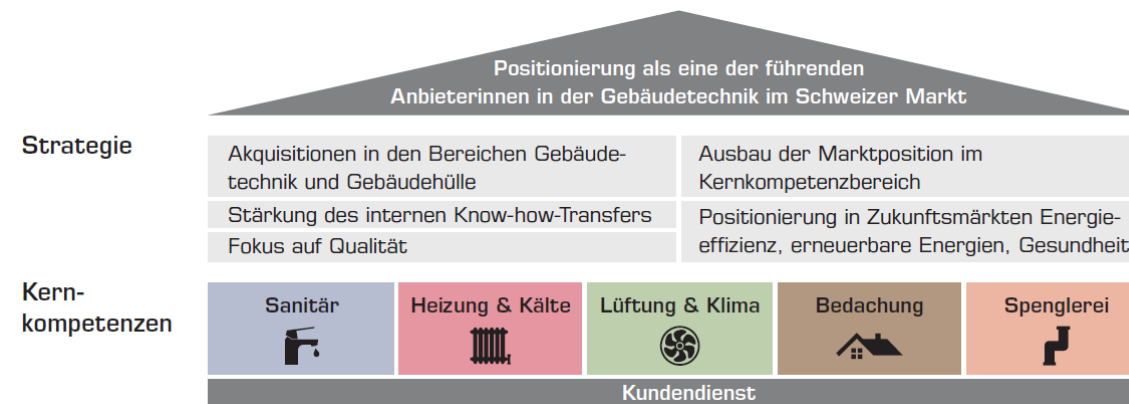
Strategie

Poenina positioniert sich als Gesamtanbieterin von Leistungen in den Bereichen Gebäudetechnik (Sanitärtechnik, Heizungs-/Kältetechnik, Lüftungs-/Klimatechnik) und Gebäudehülle (Bedachung und Spenglerei). Die Kunden von Poenina sind Baugenossenschaften, Generalunternehmungen sowie die öffentliche Hand und Private. Die Leistungen erstrecken sich über sämtliche Installationsgrade vom Rohbau bis zur schlüsselfertigen Übergabe. Poenina hat zum Ziel, die geographische Präsenz im Zielmarkt auszubauen und die Rentabilität zu steigern.

Dieses Ziel will Poenina insbesondere über folgende Massnahmen erreichen:

- Weitere Akquisitionen in den beiden Bereichen Gebäudetechnik und Gebäudehülle
- Verbesserung des Wissenstransfers und Fokus auf Qualität
- Erfolgreiche Positionierung in Zukunftsmärkten, welche sich insbesondere im Zusammenhang mit der Energiestrategie 2050 ergeben. So soll die Präsenz im Bereich Umbau/Sanierung gestärkt und das Dienstleistungsangebot im Bereich der Energieberatung ausgebaut werden

Strategie von Poenina



Quelle: Bilanz-Medienkonferenz, Poenina, 2021.

Überblick zu den Dienstleistungen

Poenina bietet ein breites Angebot an Dienstleistungen in den Bereichen Gebäudetechnik und Gebäudehülle mit fünf Kernkompetenzen an, welche jeweils durch einen Kundendienst und Service ergänzt werden:

- (1) Im Bereich der **Sanitärinstallationen** bietet Poenina Wasser- und Abwasserinstallationen, Gasinstallationen, Drucklufteinrichtungen sowie Vorwandinstallationen. Bei Neu- und Umbauten sowie Sanierungen ist Poenina der Ansprechpartner für Badezimmer, Küchen, Schwimmbäder, Wasser-Installationen (Enthärtung, Aufbereitung etc.) sowie thermische Solaranlagen.
- (2) Die **Heizungs- und Kältetechnik** umfasst die Planung und Installation von Heizkörpern, Bodenheizungen, Lufterhitzer, Warmwasseraufbereitungsanlagen, Wärmepumpen, Kälteanlagen, Gas- und Ölheizungen sowie Fernwärmelösungen.
- (3) In der **Lüftungs- und Klimatechnik** installiert Poenina Komfortlüftungen für Minergie-Standards, Küchen-/Bad-Entlüftungen sowie Wärmerückgewinnungsanlagen. Zudem umfasst die Kernkompetenz in diesem Bereich Klimaanlageanlagen, industriellen Lüftungen und kontrollierte Wohnungslüftungen.
- (4) Im Bereich der **Bedachung** werden für Neubauten, Umbauten und Sanierungen diverse Lösungen für Flach- und Steildächer angeboten.
- (5) Bei der **Spenglerei** fertigt Poenina alle Arten von Verkleidungen, Dachrändern, Einfassungen, Rinnen und Ablaufrohren.

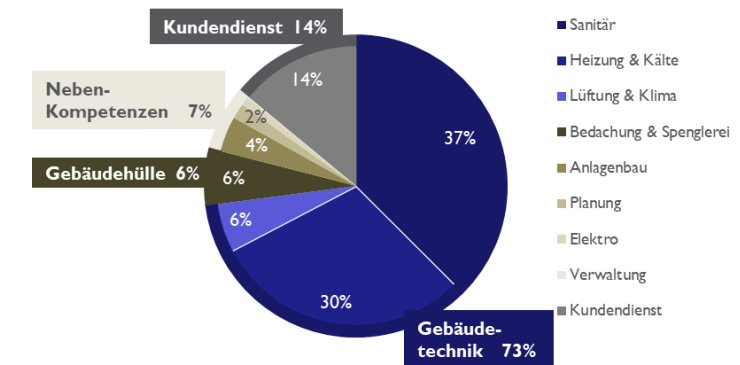
Im Bereich der Nebenkompetenzen bietet Poenina zudem **Planungen** für nachhaltige Energielösungen an. So stehen die Gruppengesellschaften für eine Energieberatung und eine Planung von Gebäudetechnikanlagen, Elektroanlagen, Fernwärmenetze, sowie Wasser- und Gasversorgung zur Verfügung. **Elektroinstallationen** gehören genauso zu den Nebenkompetenzen von Poenina wie der **Anlagenbau**, welcher insbesondere die Planung, Installation und Wartung von industriellen Anlagen und Maschinen umfasst. In der Poenina Management AG werden für sämtliche Gruppengesellschaften Verwaltungsdienstleistungen zentral erbracht.

Verteilung Betriebsertrag

Gut ein Drittel des Betriebsertrages von Poenina wird im Bereich der Sanitärtechnik erwirtschaftet. Zusammen mit Heizung & Kälte sowie Lüftung & Klima entspricht der Betriebsertrag des Segments Gebäudetechnik rund 73% des gesamten Betriebsertrages von Poenina. Der restliche Betriebsertrag verteilt sich auf das Segment Gebäudehülle (6%), den Bereich Nebenkompetenzen (7%) und den Kundendienst (14%).

Geografisch fallen rund zwei Drittel des Betriebsertrages in den Kantonen Zürich, Graubünden und Wallis an. Der restliche Betriebsertrag verteilt sich auf andere Ost- und Zentralschweizer Kantone sowie das Fürstentum Liechtenstein.

Aufteilung des Betriebsertrages im GJ2021 nach Dienstleistungen



Quelle: Poenina Jahresbericht 2021.

2.2.3 Finanzielle Entwicklung von Poenina

Schlüsselergebnisse in der jüngsten Vergangenheit

Poenina hat in den letzten Jahren eine intensive anorganische Wachstumsstrategie verfolgt. Die namhaftesten Akquisitionen waren die folgenden:

- Per November 2018 erfolgte der Zusammenschluss von Poenina mit der Inretis Gruppe. Durch diese Akquisition wurden die Gesellschaften von Poenina um sechs weitere Gruppengesellschaften ergänzt. Die Erstkonsolidierung erfolgte per 5. November 2018.
- Im Juni 2020 fusionierte Poenina mit der Caleira AG. Die fusionierte Gesellschaft wurde an der SIX weiter unter dem Namen poenina holding ag gehandelt. Die Caleira AG bestand aus 13 Gesellschaften im Bereich der Gebäudetechnik und erwirtschaftete rund CHF 112 Mio. Umsatz.
- Per 31. März 2021 erfolgte die Akquisition der Kälte 3000 AG mit Hauptsitz in Landquart (GR). Per 30. Juni 2021 wurde die Christian Jost AG mit Sitz in Chur (GR) sowie die Längle & Staub Sanitärplanung GmbH mit Sitz in St. Gallen übernommen.

Historische KPIs von Poenina

Finanzielle Entwicklung von Poenina GJ2019–GJ2021

in TCHF	GJ2019	GJ2020	GJ2021
Betriebsertrag	253'215	302'223	383'240
Wachstumsrate	59.8%	19.4%	26.8%
EBITDA	17'982	17'924	25'576
EBITDA-Marge	7.1%	5.9%	6.7%
CAPEX	1'905	3'345	3'977
In % des Betriebsertrages	0.8%	1.1%	1.0%
NUV	34'388	42'456	48'268
In % des Betriebsertrages	13.6%	14.0%	12.6%
Net Debt	-7'580	-15'000	-1'805
Eigenkapital (Buchwert, inkl. Minderheiten)	54'325	72'795	69'652

Quelle: Geschäftsberichte Poenina Holding AG GJ2019–GJ2021. Anmerkung: Brutto CAPEX exkl. M&A-Aktivitäten und Finanzanlagen.

Akquisitionsbedingtes Wachstum

Poenina konnte den Betriebsertrag durch das starke anorganische Wachstum in den letzten Jahren massiv steigern. Dies zeigt sich insbesondere im GJ2020. Trotz des negativen Einflusses der COVID-19-Pandemie resultierte ein deutlich höherer Betriebsertrag, was vor allem auf die Fusion mit Caleira AG zurückzuführen ist.

Einfluss von COVID-19

Das GJ2020 war durch die COVID-19-Krise geprägt. Verschiebungen einzelner grösserer Bauprojekte sowie ein Nachfragerückgang im Bereich der bewohnten Umbauten und der Servicearbeiten wirkten sich negativ auf das Ergebnis der Gruppe im GJ2020 aus. Poenina spürte die Effekte von COVID-19 vor allem durch die Schutzmassnahmen und somit induzierte Effizienzverluste insbesondere in den Bereichen der Umbauten und Sanierungen in bewohnten Immobilien. Der Margenrückgang im GJ2020 war insbesondere auf die Effekte der Pandemie zurückzuführen. Insbesondere Grossbauprojekte die verschoben wurden sowie der Nachfragerückgang von Servicedienstleistungen haben die Marge negativ beeinflusst. Eine Erholung der Situation war bereits im GJ2021 sichtbar. Zum einen floss die Caleira AG zum ersten Mal für das gesamte Geschäftsjahr in die Zahlen mit ein, zum anderen hat sich die Lage weitgehend normalisiert. Die EBITDA-Marge für das GJ2021 befindet sich schon fast auf dem Niveau der Vorkrisenjahre.

Weitere finanzielle historische KPI

Die brutto Investitionen exkl. M&A-Aktivitäten und Finanzanlagen entsprachen in den letzten Jahren zwischen 0.8% und 1.1% des Betriebsertrags. Durch das Wachstum der Gruppe stieg auch der absolute Investitionsbedarf an.

Das Nettoumlaufvermögen entsprach im Betrachtungszeitraum durchschnittlich rund 13.4% des Betriebsertrages. Per Ende GJ2021 hatte sich das Nettoumlaufvermögen auf 12.6% des Betriebsertrags reduziert.

Poenina hatte per Ende GJ2021 Finanzverbindlichkeiten im Umfang von rund CHF 30.4 Mio. ausstehend, was zusammen mit dem soliden Cash Bestand zu einer negativen Nettoverschuldung führt.

2.3 Marktanalyse Gebäude- und Elektrotechnik

Generelle Abhängigkeiten der Gebäude- und Elektrotechnik-Branche

Anbieter im Bereich der Gebäudetechnik (für Burkhalter ist dabei insbesondere der Bereich Elektrotechnik relevant sowie für Poenina die Bereiche Sanitär-, Heizungs-, Kälte-, Lüftungs- und Klimatechnik) sind stark von der Bauwirtschaft abhängig.

Gemäss Analysen des KOF sollen die realen Bauinvestitionen im Jahr 2021 im Vorjahresvergleich um 1.5% zulegen. Nach Einschätzung des KOF dürften in den Jahren 2022 und 2023 die Bauinvestitionen zudem weniger kräftig ansteigen. Dies wird gemäss Bericht auf die globale Knappheit bestimmter Baumaterialien zurückgeführt, welche die Baupreise in diesem und im kommenden Jahr vorübergehend ansteigen lassen sollen. Gleichzeitig sollen die immer noch günstigen Finanzierungsbedingungen und die durch die Pandemie befeuerte Nachfrage nach Wohneigentum in den Jahren 2021 und 2022 für positive Impulse im Wohnbausektor sorgen. Die Investitionen für Industriebauten dürften zudem von der guten Geschäftslage der Schweizer Industrie profitieren, insbesondere der florierenden Pharmaindustrie.⁸

Der schweizerische Baupreisindex, welcher als Referenzindikator für Offerten herangezogen wird und die Preisentwicklung abbilden soll, hat für Neubauten von Mehrfamilienhäusern per Oktober 2021 gegenüber dem Vorjahr rund 4.5% zugelegt. Die Zunahme für Einfamilienhäuser lag bei 3.8% diejenige für Bürogebäude bei 4.8%.⁹

Die grosse Anzahl von Anbietern im Schweizer Markt für Gebäude- und Elektrotechnik hat einen relativ hohen Preisdruck zur Folge. Zudem wird das Marktwachstum durch einen Fachkräftemangel eingeschränkt.

⁸ Quelle: KOF Analysen, Konjunkturanalyse: Prognose 2022/2023, 2021, Nr. 4, Winter.

⁹ Quelle: Bundesamt für Statistik, Baupreisindex, aktuelle Resultate per Oktober 2021.

Schweizer Markt für
Elektrotechnik-
Dienstleistungen

Der Elektroinstallationsmarkt in der Schweiz ist fragmentiert. Rund 3'400 Unternehmen zählen weniger als 100 Mitarbeitende. Weitere rund 60 Unternehmen im Elektroinstallationsmarkt zählen über 100 Mitarbeitende während nur vier schweizweit tätige Elektroinstallationsunternehmen über 1'000 Beschäftigte haben.

Der Baupreisindex im Bereich der Elektrotechnik ist im Jahr 2021 für Neubau-Mehrfamilienhäuser um 1.8% angestiegen. Die Preise von Starkstromanlagen legten um 4.8% zu, während Starkstrominstallationen lediglich um 1.0% zulegten. Der Index für Schwachstrominstallationen stieg um 1.4% an.¹⁰

Schweizer Markt für
Gebäudetechnik

Der Markt im Bereich der Gebäudetechnik in der Schweiz ist gemäss Poenina ebenfalls stark fragmentiert und ist durch eine Grosszahl kleiner- bis mittelgrosser Unternehmen charakterisiert, was zu einem verstärkten Preisdruck führt. Die grössten Mitbewerber von Poenina sind Engie, BKW ISP und die ID-Gruppe. Eine sehr bedeutende Marktposition nehmen auch die Hälg Gruppe und die Bouygues Energies & Services Intec ein deren Dienstleistungsspektren jedoch umfangreicher sind. Es wird erwartet, dass sich auch in diesem Markt vermehrt das Angebot aus einer Hand durchsetzen wird, d.h. Anbieter müssen in der Lage sein, von der Planung über die Installation und bis hin zur Wartung Leistungen zu erbringen.

Der Baupreisindex im Bereich Heizung/Lüftung stieg innerhalb des letzten Jahres für Neubau-Mehrfamilienhäuser um 5.6% an. Dabei haben sowohl die Wärmeerzeugung (+7.6%) als auch Lüftungsanlagen (+2.7%) eine Preissteigerung erfahren. Während der Bereich Spenglerarbeiten um 6.0% zulegte, verzeichnete der Bereich Sanitäranlagen einen leichten Rückgang mit -0.3%. Im Bereich der Renovationen sind die Preise für Sanitärleistungen um 3.2% gestiegen.¹¹

¹⁰ Quelle: Bundesamt für Statistik, Baupreisindex, aktuelle Resultate per Oktober 2021.

¹¹ Quelle: Bundesamt für Statistik, Baupreisindex, aktuelle Resultate per Oktober 2021.

Fairness Opinion Fusion Burkhalter & Poenina

3 Bewertung

3.1	Bewertungsansatz	Seite 23
3.2	Discounted-Cashflow-Bewertung	Seite 25
3.3	Multiples-Bewertung	Seite 42
3.4	Aktienkursanalyse & Analystenschätzungen	Seite 47

3 Bewertung

3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung von Burkhalter und Poenina 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 unserer Aktienkursanalyse sowie Zielkurse.

Die individuellen Bewertungen von Burkhalter und Poenina im Zusammenhang mit der geplanten Fusion erfolgen auf einer Stand-Alone-Basis¹² unter der Anwendung unterschiedlicher Bewertungsansätze. Die Bewertung der beiden Unternehmen und die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses erfolgt per 25. März 2022, dem letzten Börsenhandelstag vor der Eingabe der Fairness Opinion.

Zusätzlich zu den Stand-Alone-Bewertungen der beiden Gesellschaften sind im Sinne von Art. 7 Abs. 1 FusG weitere relevante Umstände zu berücksichtigen. Dazu gehören insbesondere Synergien.¹³ Die beiden Gesellschaften erwarten Synergien aus der Abdeckung des gesamten Dienstleistungsspektrums aus einer Hand. Das organische Umsatzsteigerungspotential ist aus heutiger Perspektive aufgrund des Fachkräftemangels in der Schweizer Gebäude- und Elektrotechnikbranche allerdings stark eingeschränkt. Allfällige Kostensynergien sind limitiert, da die beiden Gesellschaften auch nach der geplanten Fusion weitgehend eigenständig bleiben sollen. Es werden namentlich gewisse Kosteneinsparungsmöglichkeiten auf Holdingstufe (Geschäftsleitung und Verwaltungsrat) sowie im IT-Bereich erwartet. Die Gesellschaften gehen weiter davon aus, dass die anfallenden Synergien proportional zum Marktwert der beiden Gesellschaften anfallen und damit das Umtauschverhältnis nicht beeinflussen. Vor diesem Hintergrund kann auf die explizite Quantifizierung und Berücksichtigung von Umsatz- und Kostensynergien ohne Einfluss auf das Umtauschverhältnis verzichtet werden.

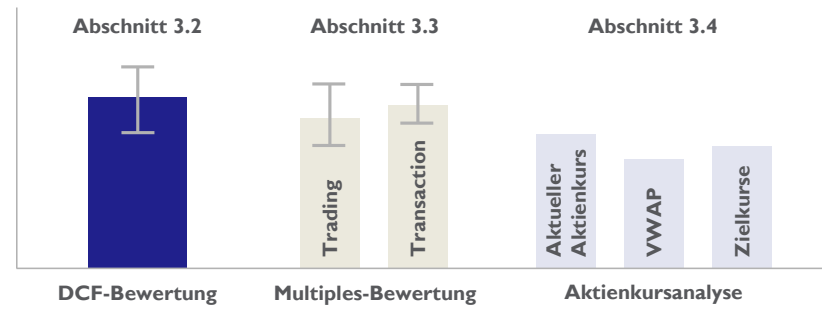
Innerhalb unseres Bewertungsframeworks ist die Discounted-Cashflow-Methode («DCF-Methode») von grösster Bedeutung. Die sich aus der DCF-Methode sowie der Trading- und Transaction-Multiples-Bewertung ergebende Werte pro Aktie von Burkhalter und Poenina werden ins Verhältnis gesetzt und daraus entsprechende Umtauschverhältnisse abgeleitet. Der aktuelle Aktienkurs sowie der volumengewichteten Durchschnittskurs (Volume Weighted Average Price, «VWAP») der beiden Aktien werden per Stichdatum ebenfalls ins Verhältnis gesetzt. Weiter wird das aus Analystentargets resultierende Umtauschverhältnis analysiert.

¹² Nach FusG sind die Gesellschaften in einem ersten Schritt auf einer Stand-Alone-Basis zu bewerten (vgl. von der Crone Hans Caspar, Gersbach Andreas, Kessler Franz J., von der Crone Brigitte, Ingber Karin, www.fusg.ch, 2. Auflage, Zürich 2017, Rz 91).

¹³ Vgl. von der Crone Hans Caspar, Gersbach Andreas, Kessler Franz J., von der Crone Brigitte, Ingber Karin, www.fusg.ch, 2. Auflage, Zürich 2017, Rz 94.

Die nachfolgende Darstellung zeigt die in den folgenden Abschnitten angewandten Bewertungsmethoden:

Bewertungsansatz



3.2 Discounted-Cashflow-Bewertung

3.2.1 Einführung in die Bewertungsmethodik & 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 Wert des Eigenkapitals per 25. März 2022 wie folgt bestimmt werden:

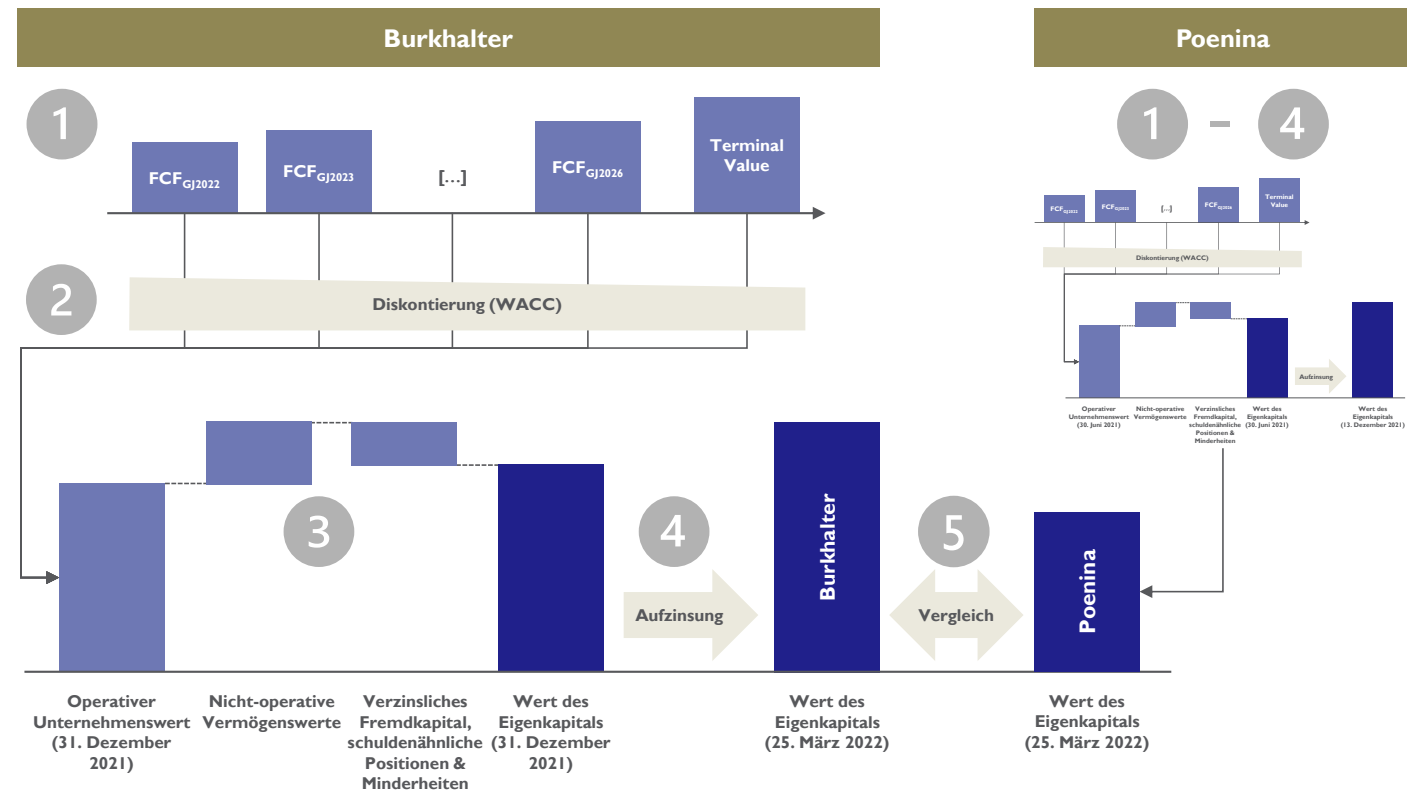
Bestimmung des
Eigenkapitalwerts

- 1 In einem ersten Schritt werden die erwarteten operativen Free Cashflows bestimmt. Hierzu wurde auf Basis der historischen Finanzaufgaben und unter Berücksichtigung der aktuellen Entwicklungen für das GJ2022 ein Forecast durch die Verwaltungsräte der beiden Gesellschaften genehmigt. Auf dieser Basis hat das jeweilige Management der beiden Gesellschaften die wesentlichen Planungsannahmen definiert, welche durch IFBC in eine Free Cashflow-Planung für die GJ2022 bis 2026 überführt wurden. Die Free Cashflow-Planungen der beiden Gesellschaften wurden anschliessend durch das jeweilige Managements geprüft und bestätigt. Der Wertanteil, der auf die Phase nach der Planungsperiode entfällt, wird in einem Endwert («Terminal Value», «TV») zusammengefasst. Die damit zusammenhängenden Annahmen wurden durch das jeweilige Management bestätigt.
- 2 Die erwarteten Free Cashflows der Planungsperiode sowie der ermittelte Terminal Value werden anschliessend mit dem spezifischen WACC für Burkhalter und Poenina per 31. Dezember 2021 diskontiert. Aus den dadurch ermittelten Barwerten ergibt sich der operative Unternehmenswert.
- 3 Basierend auf den jeweiligen Jahresabschlüssen per 31. Dezember 2021 werden die operativ nicht notwendigen Vermögenswerte zum operativen Unternehmenswert hinzuaddiert sowie das verzinsliche Fremdkapital, schuldenähnliche Positionen und der Marktwert der Minderheiten subtrahiert. Daraus ergeben sich die jeweiligen Marktwerte des Eigenkapitals per 31. Dezember 2021.
- 4 Die ermittelten Eigenkapitalwerte werden auf den Bewertungszeitpunkt (25. März 2022) aufgezinst. Die resultierenden Eigenkapitalwerte werden schliesslich durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den jeweiligen Wert pro Aktie per 25. März 2022 zu ermitteln.

- 5 Zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses zwischen den Aktien von Burkhalter und Poenina werden die beiden Werte pro Aktie per 25. März 2022 einander gegenübergestellt. Hierzu wird der Wert der Poenina-Aktie durch den Wert der Burkhalter-Aktie dividiert.

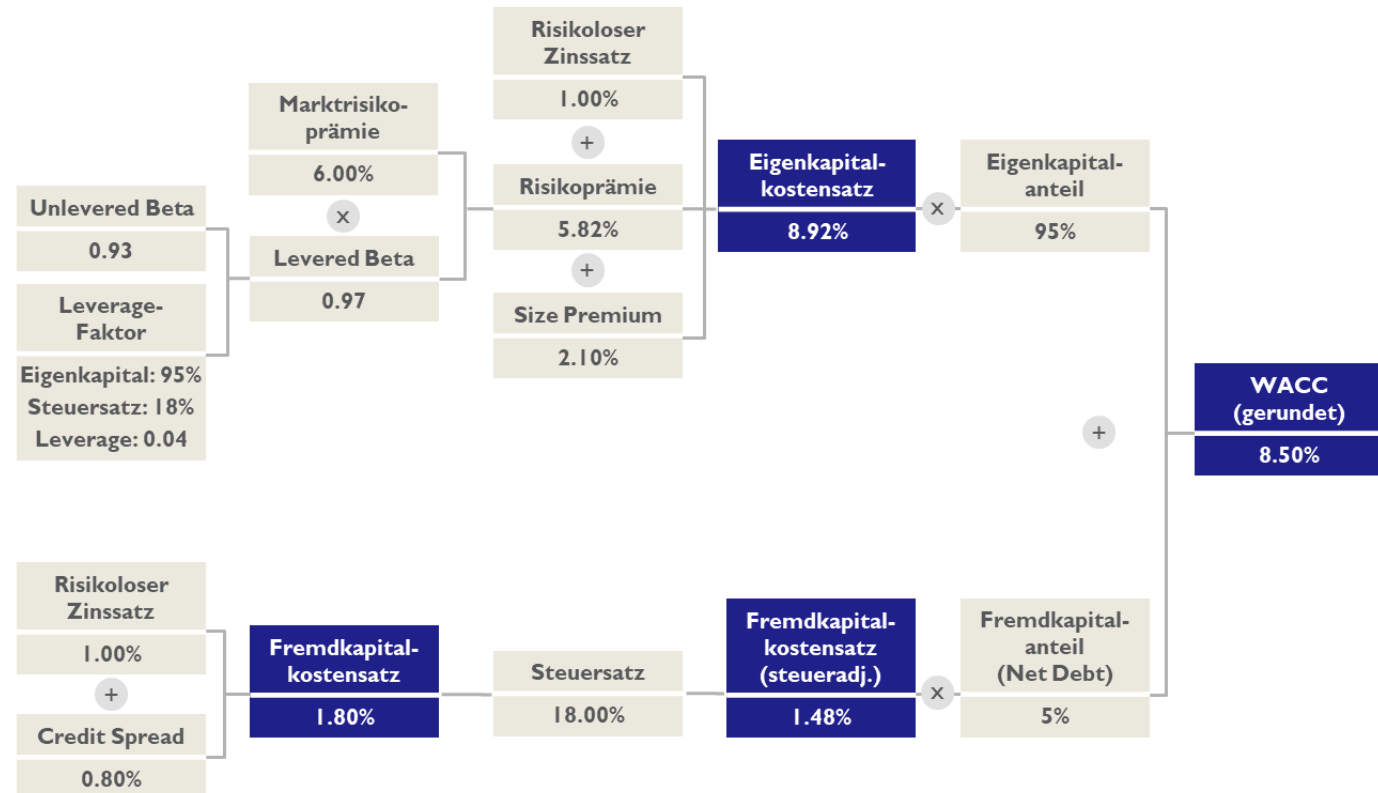
Die nachfolgende Abbildung fasst die konzeptionelle Herleitung des Umtauschverhältnisses zwischen Burkhalter und Poenina per 25. März 2022 zusammen:

Bestimmung des Umtauschverhältnisses im Rahmen der geplanten Fusion von Burkhalter und Poenina per 25. März 2022 (Anzahl Burkhalter-Aktien pro Poenina Aktie)



In der nachfolgenden Abbildung wird die Bestimmung des WACC zusammengefasst. Mangels ausreichender Anzahl kotierter Vergleichsunternehmen deren Geschäftsmodelle mit denjenigen von Burkhalter bzw. Poenina vergleichbar sind sowie der wesentlichen Gemeinsamkeiten der beiden Unternehmen wird für Burkhalter und Poenina die identische Peer Group verwendet. Aufgrund der Übereinstimmung der weiteren Kapitalkostenparameter gelangt für beide Unternehmen ein einheitlicher Kapitalkostensatz in der Höhe von 8.5% zur Anwendung:¹⁴

Bestimmung des WACC von Burkhalter und Poenina



¹⁴ Für weitere Angaben siehe Anhang (Abschnitt 5.1).

3.2.2 Bewertung von Burkhalter

Free-Cashflow-Schätzungen
Burkhalter

Der prognostizierte Free Cashflow für das GJ2022 basiert auf dem Forecast für das GJ2022 von Burkhalter. Für die Herleitung der prognostizierten Free Cashflows der Folgejahre wurden die Erfolgsrechnungen, Bilanzen und Geldflussrechnungen auf Basis der wesentlichen Planungsannahmen modelliert, mit dem Management diskutiert und schliesslich durch das Management bestätigt. Zusätzlich wird ein Terminal Value berücksichtigt. Die damit einhergehenden Annahmen zu den nachhaltigen Werten wurden ebenfalls durch das Management bestätigt. Die wichtigsten Werttreiber und Annahmen sind in der Tabelle rechts dargestellt.

Wir haben die Management-Angaben/Annahmen von Burkhalter von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden die wichtigsten Annahmen unter anderem mit den identifizierten Vergleichsunternehmen verglichen. Die wichtigsten Annahmen werden im Folgenden ausführlicher beschrieben:

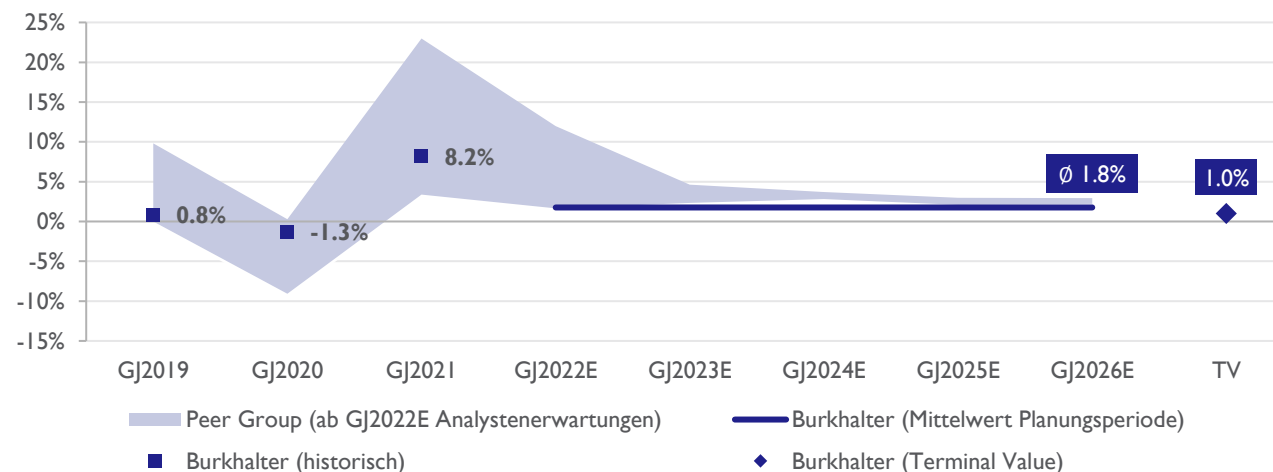
Übersicht zu den wesentlichen Annahmen in der Planungsperiode sowie im Terminal Value inkl. Vergleich mit der Vergangenheit

Mittelwert	GJ2019 - GJ2021	GJ2022 - GJ2026	Terminal Value
Wachstum Betriebsertrag (CAGR)	2.5%	1.8%	1.0%
EBITDA-Marge	5.4%	6.3%	6.5%
CAPEX in % des Betriebsertrags	0.9%	0.8%	0.7%
NUV in % des Betriebsertrags	6.2%	5.7%	5.8%

Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben/Annahmen von Burkhalter, Analyse von IFBC.

Annahmen zur Entwicklung des Betriebsertrags

Vergleich der historischen und prognostizierten Wachstumsraten des Betriebsertrags von Burkhalter und den Peer Group Unternehmen

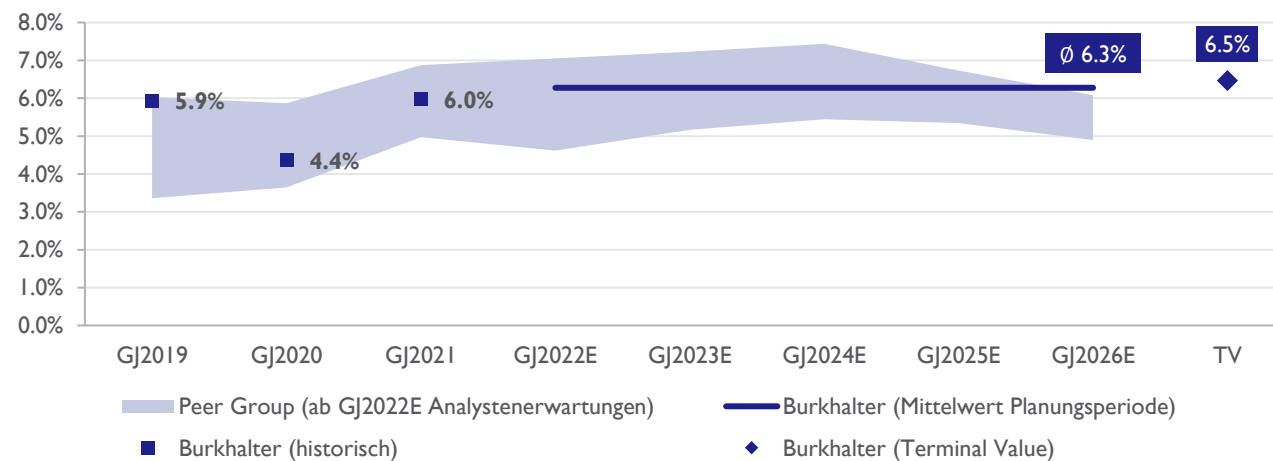


Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports, Management-Angaben/Annahmen Burkhalter.

Nach dem leicht rückläufigen Betriebsertrag im GJ2020 aufgrund der COVID-19-Pandemie konnte Burkhalter im GJ2021 ein durch Akquisitionen unterstütztes Wachstum des Betriebsertrags von 8.2% realisieren. Burkhalter geht davon aus, dass in Zukunft das Geschäft nicht mehr durch pandemiebedingte Effekte beeinflusst werden wird. Für die Planungsperiode GJ2022–GJ2026 erwartet das Management eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate («CAGR») von 1.8%. Diese liegt am unteren Ende des Interquartilsabstands (25%-Quartil bis 75%-Quartil, blauer Bereich) der Prognosen der Analysten für die Vergleichsunternehmen.¹⁵ Diese Differenz ist insbesondere auf drei Faktoren zurückzuführen. Erstens, in der Planungsperiode sind keine Akquisitionen von zusätzlichen Gesellschaften abgebildet. Zweitens, in der Elektrotechnikbranche in der Schweiz herrscht ein ausgeprägter Fachkräftemangel, welcher das künftige organische Wachstum stark limitieren dürfte. Schliesslich sind die Vergleichsunternehmen mehrheitlich in Märkten ausserhalb der Schweiz aktiv, in denen mehr Wachstum erwartet wird. Für die Berechnung des Terminal Values wird eine nachhaltige Wachstumsrate von 1.0% berücksichtigt, die der langfristigen Inflationserwartung für die Schweiz entspricht.

¹⁵ Betriebsertragsprognosen von Analysten liegen nur für drei Vergleichsunternehmen bis zum GJ2026 vor.

Vergleich der historischen und prognostizierten EBITDA-Margen von Burkhalter und den Peer Group Unternehmen¹⁶



Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports, Management-Angaben/Annahmen Burkhalter.

Im Zuge der COVID-19-Pandemie sank die EBITDA-Marge von Burkhalter temporär auf 4.4%. Im vergangenen Jahr lag die EBITDA-Marge mit 6.0% bereits wieder über dem Vorkrisenniveau. Für die kommenden Jahre rechnet das Management von Burkhalter mit einer weiteren Steigerung der EBITDA-Marge. Die prognostizierte EBITDA-Marge für die Planungsperiode liegt im Durchschnitt bei 6.3%. Diese geplante Verbesserung liegt im Bereich der Analystenschätzungen für die Peer Group Unternehmen.¹⁷

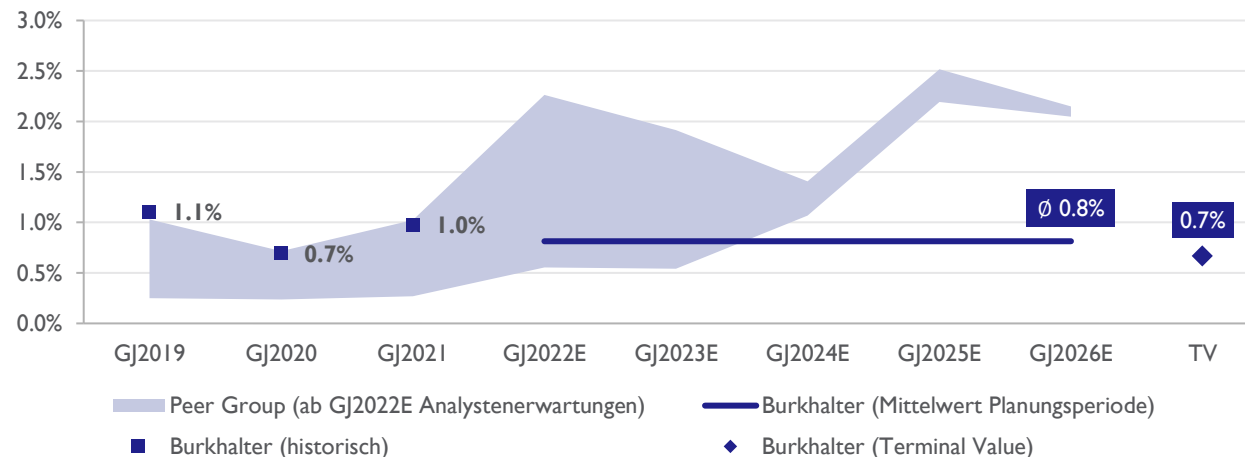
Langfristig betrachtet, schätzt das Management eine EBITDA-Marge von 6.5% als nachhaltig ein.

¹⁶ Allfällige IFRS 16 bedingte Effekte wurden in den historischen sowie zukünftig erwarteten EBITDAs der Peer Group Unternehmen eliminiert.

¹⁷ EBITDA-Prognosen von Analysten liegen nur für zwei Vergleichsunternehmen bis zum GJ2026 vor.

Annahmen zu den CAPEX

Vergleich der historischen und prognostizierten CAPEX von Burkhalter und der Peer Group Unternehmen



Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports, Management-Angaben/Annahmen Burkhalter.

Im Zeitraum GJ2019 bis GJ2021 investierte Burkhalter jährlich zwischen CHF 3.5 Mio. und CHF 5.6 Mio. (brutto, exkl. Finanzanlagen sowie M&A Aktivitäten). Im Verhältnis zum Betriebsertrag entspricht dies einer Investitionsquote von 0.7% bis 1.1%. Für die kommenden Jahre wird ein relativ stabiles Investitionsniveau von durchschnittlich 0.8% des Betriebsertrages geplant. Dieses ist vergleichbar mit den Analystenerwartungen für die Peer Group Unternehmen für die kommenden zwei Jahre sowie der historischen Investitionsquote.¹⁸

Langfristig wird vom Management ein nachhaltiges CAPEX-Niveau im Verhältnis zum Betriebsertrag von 0.7% geschätzt. Bei der Berechnung des Terminal Values wird angenommen, dass die Abschreibungen dem prognostizierten CAPEX-Niveau entsprechen.

Nettoumlaufvermögen («NUV»)

Zwischen GJ2019 und GJ2021 sank das Nettoumlaufvermögen als Prozentsatz des Betriebsertrages von 7.6% auf 5.7% (Durchschnitt 6.2%). Für die Planungsperiode wurde die Entwicklung der einzelnen Bilanzpositionen modelliert.

¹⁸ Der starke Anstieg der prognostizierten CAPEX der Vergleichsunternehmen ab GJ2025 ist auf die geringe Anzahl vorliegender Analystenschätzungen zurückzuführen und deshalb nicht aussagekräftig (längerfristige CAPEX-Prognosen von Analysten liegen nur für drei (GJ2025) bzw. zwei (GJ2026) Vergleichsunternehmen vor).

Daraus resultiert ein durchschnittliches Niveau des Nettoumlaufvermögen von 5.7% des Betriebsertrages. Im Rahmen der Berechnung des Terminal Value wird von einem nachhaltigen Niveau von 5.8% des Betriebsertrages ausgegangen.

Steuern

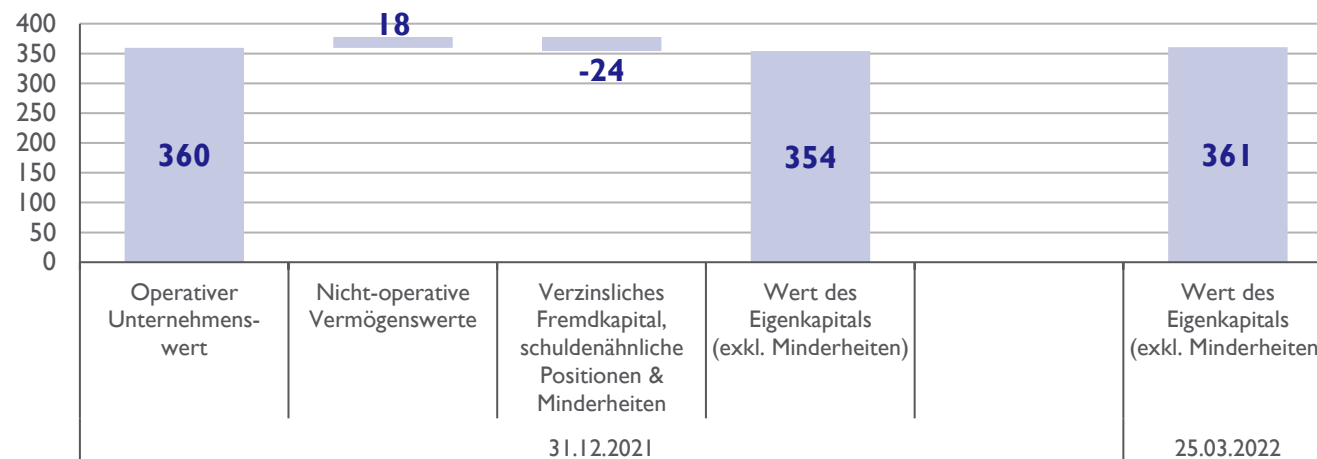
Die latenten Steuerguthaben aus akkumulierten Verlustvorträgen sowie die latenten Steuerverpflichtungen sind in der Planungsperiode nicht explizit berücksichtigt. Deshalb werden die latenten Steuerverpflichtungen (netto) bei der Ermittlung des Eigenkapitalwerts als schuldenähnliche Position behandelt. Das Management von Burkhalter schätzt einen langfristigen Steuersatz von 18.0% der in der Planungsperiode und im Terminal Value als kalkulatorischer Steuersatz zur Anwendung gelangt.

Ermittlung des Eigenkapitalwerts

Die Diskontierung der erwarteten Free Cashflows der Planperiode sowie des Terminal Value mit dem WACC von 8.5%¹⁹ ergibt einen operativen Unternehmenswert per 31. Dezember 2021 von CHF 359.5 Mio. Zum operativen Unternehmenswert werden operativ nicht notwendige Vermögenswerte (einschliesslich Arbeitgeberbeitragsreserven, Darlehen an Mitarbeitende und Dritte, Wertschriften, Überschussliquidität sowie Renditeliegenschaften zu Marktwerten) in Höhe von CHF 18.4 Mio. addiert. Verzinsliches Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen (einschliesslich verzinsliche kurz- und langfristige Finanzverbindlichkeiten, Rückbehalte aus Akquisitionen, latente Steuerverpflichtungen (netto) und Rückstellungen) von insgesamt CHF 24.1 Mio. sowie der Marktwert der Minderheiten im Umfang von CHF 0.03 Mio. werden per 31. Dezember 2021 abgezogen. Der für Burkhalter daraus resultierende Eigenkapitalwert per 31. Dezember 2021 in der Höhe von CHF 353.8 Mio. wird schliesslich mit dem Kapitalkostensatz auf den Bewertungsstichtag (25. März 2022) aufgezinnt. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalwert per 25. März 2022 von CHF 360.7 Mio.

¹⁹ Siehe Anhang 5.1 für detaillierte Informationen zur Berechnung des WACC.

Bestimmung des Eigenkapitalwerts von Burkhalter per 25. März 2022 (in CHF Mio.)



Quelle: IFBC.

Wert pro Aktie in CHF

Per 25. März 2022 sind insgesamt 5'998'149 Aktien ausgegeben.²⁰ Burkhalter hat keine Optionen oder Wandeldarlehen ausstehend. Nach Angaben des Managements hielt Burkhalter am 25. März 2022 9'349 eigene Aktien. Dividiert man den Eigenkapitalwert per 25. März 2022 durch die im Umlauf befindliche Anzahl von 5'988'800 ausstehenden Aktien, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 60.2.

Sensitivitätsanalysen

Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie von Burkhalter per 25. März 2022 (in CHF)

	WACC	WACC					WACC	WACC					
		9.00%	8.75%	8.50%	8.25%	8.00%		9.00%	8.75%	8.50%	8.25%	8.00%	
Reales Wachstum (TV)	0.50%	56.9	58.8	60.7	62.9	65.1	EBITDA-Marge (TV)	6.97%	60.6	62.5	64.6	66.8	69.2
	0.25%	56.7	58.5	60.5	62.6	64.8		6.72%	58.5	60.4	62.4	64.6	66.9
	0.00%	56.5	58.3	60.2	62.3	64.5		6.47%	56.5	58.3	60.2	62.3	64.5
	-0.25%	55.2	56.9	58.7	60.7	62.7		6.22%	54.5	56.2	58.0	60.0	62.1
	-0.50%	54.0	55.6	57.3	59.2	61.1		5.97%	52.4	54.1	55.9	57.7	59.8

Quelle: IFBC.

²⁰ Quelle: SIX Swiss Exchange.

Die beiden vorangehenden Abbildungen zeigen Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie von Burkhalter per 25. März 2022.²¹ Eine Veränderung des WACC und der unterstellten realen Wachstumsrate im Terminal Value um jeweils ± 50 Basispunkte führt zu einer Wertbandbreite von CHF 54.0 bis CHF 65.1. Eine Veränderung des WACC und der nachhaltig festgelegten EBITDA-Marge im Terminal Value um ± 50 Basispunkte resultiert in einer Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 52.4 bis CHF 69.2.

3.2.3 Bewertung von Poenina

Free Cashflow Schätzungen Poenina

Der prognostizierte Free Cashflow für das GJ2022 basiert auf dem Forecast für das GJ2022 von Poenina. Für die Herleitung der prognostizierten Free Cashflows der Folgejahre wurden die Erfolgsrechnungen, Bilanzen und Geldflussrechnungen auf Basis der wesentlichen Planungsannahmen modelliert, mit dem Management diskutiert und schliesslich durch das Management bestätigt. Zusätzlich wird ein Terminal Value berücksichtigt. Die damit einhergehenden Annahmen zu den nachhaltigen Werten wurden ebenfalls durch das Management bestätigt. Die wichtigsten Werttreiber und Annahmen sind in der Tabelle rechts dargestellt.

Übersicht zu den wesentlichen Management-Angaben/ Annahmen inkl. Vergleich mit der Vergangenheit

Mittelwert	GJ2019 - GJ2021	GJ2022 - GJ2026	Terminal Value
Wachstum Betriebsertrag (CAGR)	34.2%	1.4%	1.0%
EBITDA-Marge	6.6%	7.1%	7.2%
CAPEX in % des Betriebsertrags	1.0%	1.0%	1.0%
NUV in % des Betriebsertrags	13.4%	11.0%	10.4%

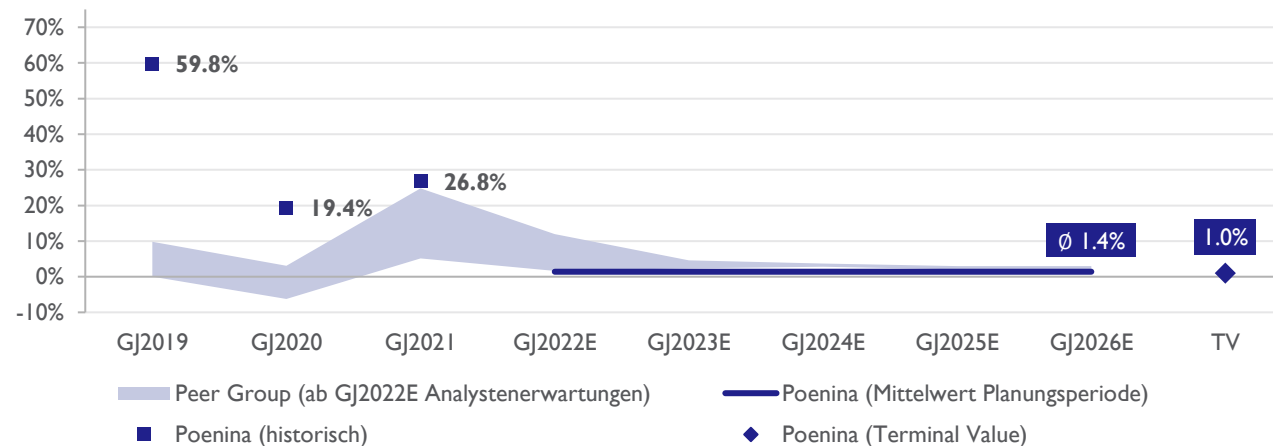
Quelle: Geschäftsbericht und Management-Angaben/Annahmen von Poenina, Analyse von IFBC.

Wir haben die Management-Angaben/Annahmen von Poenina von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden die wichtigsten Annahmen unter anderem mit den identifizierten Vergleichsunternehmen verglichen. Die wichtigsten Annahmen werden im Folgenden ausführlicher beschrieben:

²¹ Da die Wachstumsraten und EBITDA-Margen der Planungsperiode die jeweiligen Terminal Value-Werte berücksichtigen, inkludieren die Sensitivitäten jeweils auch Veränderungen des Wachstums bzw. der EBITDA-Marge in der Planungsperiode.

Annahmen zur Entwicklung des Betriebsertrags

Vergleich der historischen und prognostizierten Wachstumsraten des Betriebsertrags von Poenina und den Peer Group Unternehmen



Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports, Management-Angaben/Annahmen Poenina.

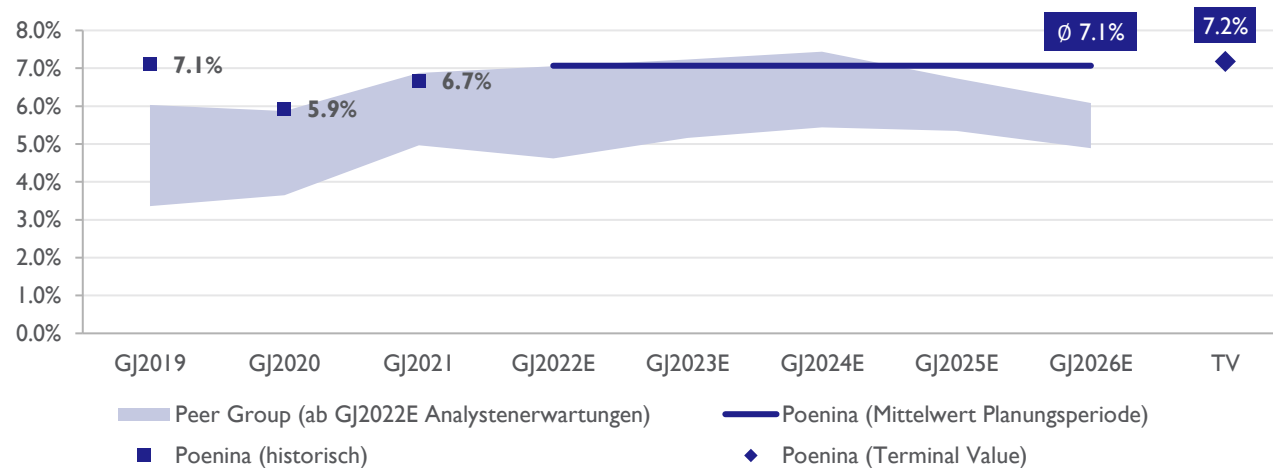
Aufgrund der regen Akquisitions- und Fusionstätigkeit von Poenina in den Vorjahren (insb. Erwerb der Inretis Gruppe und Fusion mit der Caleira AG) stieg der Betriebsertrag in den vergangenen drei Jahren zwischen 19.4% und 59.8% p. a. Poenina geht davon aus, dass in Zukunft das Geschäft nicht durch pandemiebedingte Effekte beeinflusst werden wird. Für die Planungsperiode GJ2022–GJ2026 erwartet das Management eine CAGR von 1.4%. Diese liegt am unteren Ende des Interquartilsabstands (25%-Quartil bis 75%-Quartil, blauer Bereich) der Prognosen der Analysten für die Vergleichsunternehmen.²² Analog zur Situation bei Burkhalter ist dies insbesondere auf die nicht- Berücksichtigung von Akquisitionen, das stark limitierte Wachstumspotential aufgrund des Fachkräftemangels sowie den höheren Wachstumserwartungen für ausländische Märkte zurückzuführen.²³

Für die Berechnung des Terminal Values wird eine nachhaltige Wachstumsrate von 1.0% berücksichtigt, die der langfristigen Inflationserwartung für die Schweiz entspricht.

²² Betriebsertragsprognosen von Analysten liegen nur für drei Vergleichsunternehmen bis zum GJ2026 vor.

²³ Vgl. Abschnitt 3.2.2.

Vergleich der historischen und prognostizierten EBITDA-Margen von Poenina und den Peer Group Unternehmen



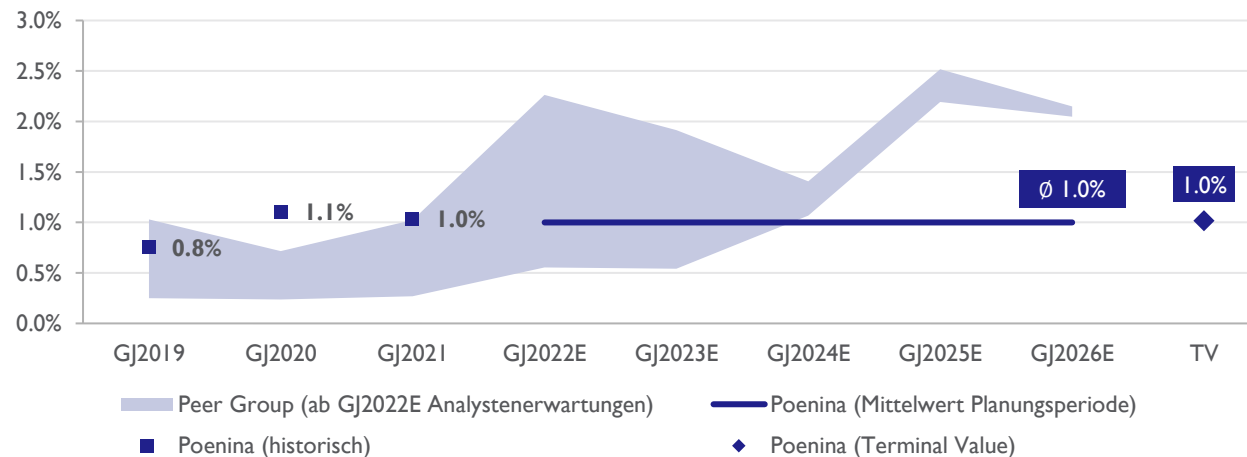
Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports, Management-Angaben/Annahmen Poenina.

Aufgrund der COVID-19-Pandemie sank die EBITDA-Marge von Poenina temporär auf 5.9%, bewegte sich aber stets am oberen Ende der Peer Group und näherte sich im GJ2021 bereits wieder dem Niveau vor der Pandemie an. Auch in den kommenden Jahren dürfte Poenina gemäss Einschätzung des Managements mit einem Mittelwert von 7.1% eine überdurchschnittliche EBITDA-Marge im Vergleich zur Peer Group aufweisen.

Langfristig betrachtet, schätzt das Management eine EBITDA-Marge von 7.2%, rund 0.5% Prozentpunkte über dem Niveau des GJ2021 von 6.7%, als nachhaltig ein.

Annahmen zu den CAPEX

Vergleich der historischen und prognostizierten CAPEX von Poenina und der Peer Group Unternehmen



Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports, Management-Angaben/Annahmen Poenina.

Im Zeitraum GJ2019 bis GJ2021 investierte Poenina jährlich zwischen 0.8% und 1.1% des Betriebsertrages (brutto, exkl. Finanzanlagen sowie M&A Aktivitäten). Für die kommenden Jahre wird ein stabiles Investitionsniveau von durchschnittlich 1.0% geplant. Dieses ist vergleichbar mit den historischen Werten und den Schätzungen für die Peer Group Unternehmen und der historischen Investitionsquote von Poenina.²⁴

Langfristig schätzt das Management ein nachhaltiges CAPEX-Niveau im Verhältnis zum Betriebsertrag von 1.0%. Bei der Berechnung des Terminal Values wird angenommen, dass die Abschreibungen dem prognostizierten CAPEX-Niveau entsprechen.

Nettoumlaufvermögen (NUV)

Zwischen GJ2019 und GJ2021 sank das Nettoumlaufvermögen als Prozentsatz des Betriebsertrages von 13.6% auf 12.6% (Durchschnitt 13.4%). Für die Planungsperiode wurde die Entwicklung der einzelnen Bilanzpositionen modelliert. Nachgelagert zu den vorangegangenen Akquisitionen und der Fusion mit der Caleira AG werden in den

²⁴ Der starke Anstieg der prognostizierten CAPEX der Vergleichsunternehmen ab GJ2025 ist auf die geringe Anzahl vorliegender Analystenschätzungen zurückzuführen und deshalb nicht aussagekräftig (längerfristige CAPEX-Prognosen von Analysten liegen nur für drei (GJ2025) bzw. zwei (GJ2026) Vergleichsunternehmen vor).

nächsten Jahren Optimierungen erwartet (insb. Verbesserung des Debitorenmanagements). Daraus resultiert ein Rückgang des Nettoumlaufvermögen auf durchschnittlich 11.0% des Betriebsertrages in der Planungsperiode. Im Rahmen der Berechnung des Terminal Value wird von einem nachhaltigen Niveau von 10.4% des Betriebsertrages ausgegangen.

Betriebsnotwendige
Liquidität

Das Management von Poenina geht davon aus, dass in absehbarer Zukunft die betriebsnotwendige Liquidität durch ein Cash Pooling deutlich gesenkt werden kann. Vor diesem Hintergrund wird im Rahmen der Planungsperiode eine Freisetzung von liquiden Mitteln angenommen.

Steuern

Die latenten Steuerguthaben aus akkumulierten Verlustvorträgen sowie die latenten Steuerverpflichtungen sind in der Planungsperiode nicht explizit berücksichtigt. Deshalb werden die latenten Steuerverpflichtungen (netto) bei der Ermittlung des Eigenkapitalwerts als schuldenähnliche Position behandelt. Das Management von Poenina schätzt einen langfristigen Steuersatz von 18.0%. Dieser gelangt in der Planungsperiode ab dem GJ2024 und im Terminal Value als kalkulatorischer Steuersatz zur Anwendung.

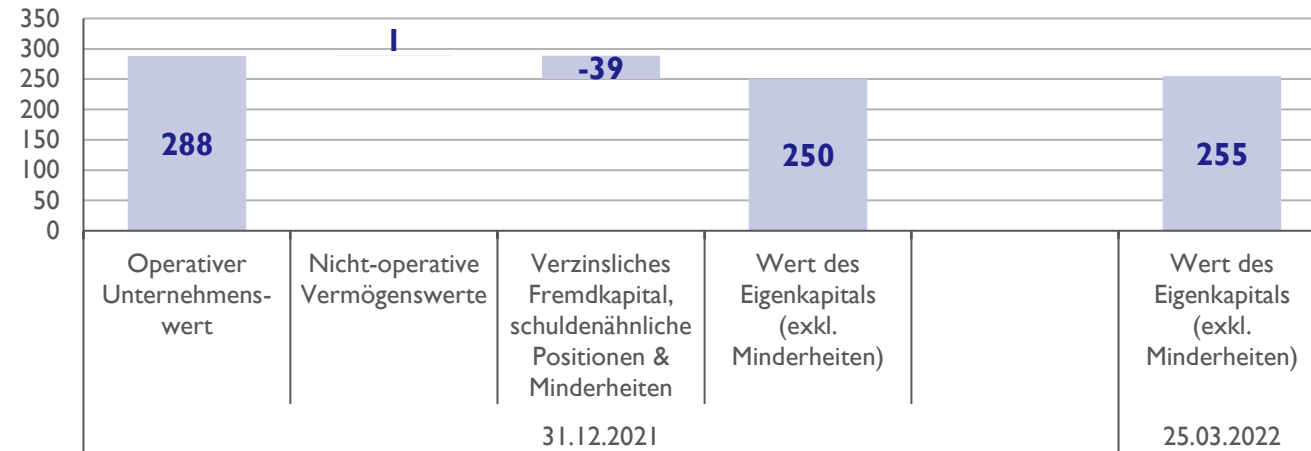
Ermittlung des
Eigenkapitalwerts

Die Diskontierung der erwarteten Free Cashflows der Planperiode sowie des Terminal Value mit dem WACC von 8.5%²⁵ ergibt einen operativen Unternehmenswert per 31. Dezember 2021 von CHF 288.1 Mio. Zum operativen Unternehmenswert werden operativ nicht notwendige Vermögenswerte (einschliesslich Arbeitgeberbeitragsreserve und Darlehen an Dritte) in Höhe von CHF 0.7 Mio. addiert. Die liquiden Mittel per 31. Dezember 2021 werden als betriebsnotwendig klassifiziert und sind daher nicht Teil des nichtbetrieblichen Vermögens.²⁶ Verzinliches Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen (einschliesslich verzinliche kurz- und langfristige Finanzverbindlichkeiten, latente Steuerverpflichtungen (netto) und Rückstellungen) von insgesamt CHF 36.3 Mio. sowie der Marktwert der Minderheiten von CHF 2.2 Mio. werden per 31. Dezember 2021 abgezogen. Der daraus resultierende Eigenkapitalwert von Poenina per 31. Dezember 2021 in der Höhe von CHF 250.2 Mio. wird schliesslich mit dem Kapitalkostensatz auf den Bewertungsstichtag (25. März 2022) aufgezinst. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalwert per 25. März 2022 von CHF 255.1 Mio.

²⁵ Siehe Anhang 5.1 für detaillierte Informationen zur Berechnung des WACC.

²⁶ Das Management von Poenina erwartet allerdings, dass in den nächsten Geschäftsjahren der betriebsnotwendige Bedarf an flüssigen Mitteln durch die Implementierung eines «Cash Poolings» reduziert werden kann. Die daraus resultierende Freisetzung von Liquidität ist in den Free Cashflows der Planungsperiode berücksichtigt.

Bestimmung des Eigenkapitalwerts von Poenina per 25. März 2022 (in CHF Mio.)



Quelle: IFBC

Wert pro Aktie in CHF

Per 25. März 2022 sind insgesamt 5'791'050 Aktien ausstehend.²⁷ Poenina hält keine eigenen Aktien und hat keine Optionen oder Wandeldarlehen ausstehend. Dividiert man den Eigenkapitalwert per 25. März 2022 durch die Anzahl ausstehender Aktien, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 44.1.

Sensitivitätsanalysen

Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie von Poenina per 25. März 2022 (in CHF)

		WACC					WACC						
		9.00%	8.75%	8.50%	8.25%	8.00%	9.00%	8.75%	8.50%	8.25%	8.00%		
Reales Wachstum (TV)	0.50%	41.4	42.8	44.3	45.9	47.6	EBITDA-Marge (TV)	7.67%	44.1	45.6	47.2	48.9	50.7
	0.25%	41.3	42.7	44.2	45.7	47.4		7.42%	42.7	44.1	45.6	47.3	49.0
	0.00%	41.2	42.6	44.1	45.6	47.3		7.17%	41.2	42.6	44.1	45.6	47.3
	-0.25%	40.3	41.6	43.0	44.5	46.1		6.92%	39.7	41.1	42.5	44.0	45.6
	-0.50%	39.4	40.7	42.0	43.4	44.9		6.67%	38.3	39.5	40.9	42.3	43.9

Quelle: IFBC.

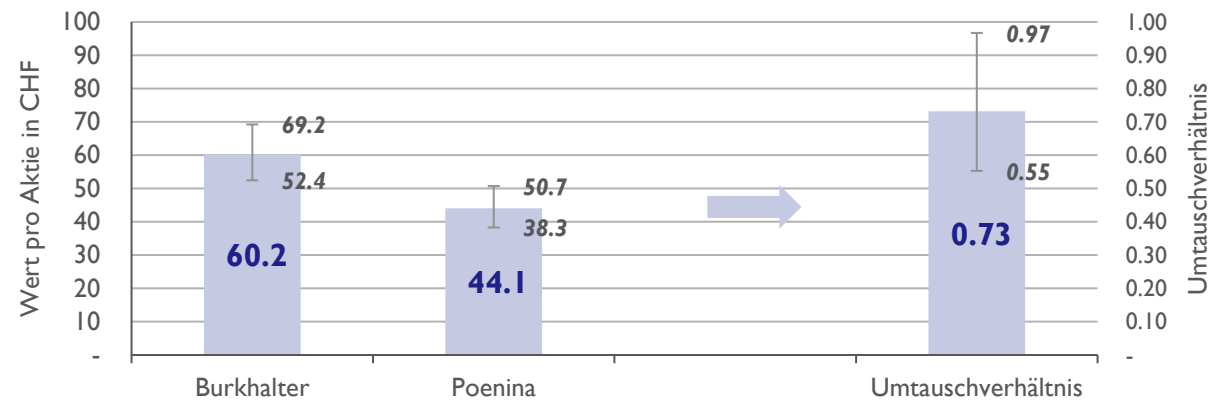
²⁷ Quelle: SIX Swiss Exchange.

Die beiden vorangehenden Abbildungen zeigen Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie von Poenina per 25. März 2022.²⁸ Eine Veränderung des WACC und der unterstellten realen Wachstumsrate im Terminal Value um jeweils ± 50 Basispunkte führt zu einer Wertbandbreite von CHF 39.4 bis CHF 47.6. Eine Veränderung des WACC und der nachhaltig festgelegten EBITDA-Marge im Terminal Value um ± 50 Basispunkte resultiert in einer Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 38.3 bis CHF 50.7.

3.2.4 Resultierendes Umtauschverhältnis & Zusammenfassung

Zur Herleitung der Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses basierend auf der DCF-Bewertung wird der Wert pro Aktie von Poenina durch den Wert pro Aktie von Burkhalter dividiert. Dies resultiert in einem Umtauschverhältnis von 0.73 mit einer Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses von 0.55 bis 0.97.

Resultierendes Umtauschverhältnis per 25. März 2022 aus der DCF-Bewertung



Quelle: IFBC.

²⁸ Da die Wachstumsraten und EBITDA-Margen der Planungsperiode die jeweiligen Terminal Value-Werte berücksichtigen, inkludieren die Sensitivitäten jeweils auch Veränderungen des Wachstums bzw. der EBITDA-Marge in der Planungsperiode.

Zusammenfassung

- Die Anwendung der DCF-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts ist anerkannte Best Practice.
- Die Annahmen zu den Free Cashflows basieren auf den vom jeweiligen Verwaltungsrat (von Burkhalter am 3. Januar 2022 und von Poenina am 22. Januar 2022) genehmigten Forecasts sowie den jeweiligen Management-Angaben/Annahmen vom 15. März 2022.
- Für die Ermittlung der jeweiligen Eigenkapitalwerte wurde ein WACC von 8.50% angewendet.
- Der resultierende Wert pro Aktie per 25. März 2022 beträgt CHF 60.2 für Burkhalter bzw. CHF 44.1 für Poenina. Daraus resultiert ein Umtauschverhältnis von 0.73 Aktien von Burkhalter pro Aktie von Poenina.
- Die Sensitivitätsanalyse ergibt eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 52.4 bis CHF 69.2 für Burkhalter bzw. von CHF 38.3 bis CHF 50.7 für Poenina. Daraus resultiert eine Bandbreite für das Umtauschverhältnis von 0.55 bis 0.97 Aktien von Burkhalter pro Aktie von Poenina.

3.3 Multiples-Bewertung

3.3.1 Einführung in die Bewertungsmethodik

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

Trading-Multiples-Ansatz

Für die Bewertung auf Basis von Trading Multiples wurde eine Peer Group mit vergleichbaren Unternehmen definiert.²⁹ Für jedes ausgewählte Unternehmen wird der EBITDA-Multiple berechnet, indem der gesamte Unternehmenswert per 31. Dezember 2021 (Eigenkapitalwert plus Nettoverschuldung) ins Verhältnis zum jeweiligen EBITDA (12/2021 (Last twelve months, «LTM»), 12/2022 erwartet («E») and 12/2023 E) gesetzt wird. Der resultierende Median der Peer-Group-Unternehmen für das jeweilige Jahr wird im Anschluss auf den tatsächlichen und geschätzten EBITDA von Burkhalter bzw. Poenina angewandt, um die operativen Unternehmenswerte von Burkhalter und Poenina per 31. Dezember 2021 herzuleiten. Unter Berücksichtigung der betriebsnotwendigen Liquidität, der operativ nicht notwendigen Vermögenswerte, der verzinslichen Finanzverbindlichkeiten, der weiteren schuldenähnlichen Positionen sowie des Marktwerts der Minderheiten per 31. Dezember 2021 wird schliesslich der jeweilige Eigenkapitalwert bestimmt. Die Eigenkapitalwerte per 31. Dezember 2021 werden im Anschluss zum Bewertungsstichtag per 25. März 2022 aufgezinst und durch die Anzahl ausstehender Aktien (exkl. eigene Aktien) dividiert, um den jeweiligen Wert pro Aktie herzuleiten. Auf dieser Basis wird anschliessend das Umtauschverhältnis gemäss Trading-Multiples-Ansatz identifiziert.

Transaction-Multiples-Ansatz

Im Rahmen der Analyse der Transaction Multiples wird der Unternehmenswert auf der Grundlage von beobachtbaren Transaktionen vergleichbarer Unternehmen bestimmt. Im Rahmen der Bewertung mittels Transaction Multiples wurden vergleichbare Unternehmenstransaktionen zwischen Februar 2002 und Februar 2022 analysiert. Basierend auf unserer Analyse existiert nur eine einzige Transaktion eines vergleichbaren Unternehmens im europäischen Markt mit öffentlich zugänglichen Informationen. Viele Transaktionen sind relativ klein, intransparent und damit für diese Analyse nicht geeignet. Bei der einzigen Transaktion eines vergleichbaren Unternehmens handelt es sich um das Spin-off von Caverion von YIT Oyj im Jahr 2013 mit einem Unternehmenswert (Kaufpreises (100%) zuzüglich der Nettoverschuldung) im Verhältnis zum ausgewiesenen EBITDA der letzten zwölf Monate vor der Transaktion von 9.93.³⁰ Zur Bestimmung der Unternehmenswerte wird dieser Transaction Multiple mit dem EBITDA von Burkhalter bzw. Poenina per 31. Dezember 2021 (LTM) multipliziert. Der Wert pro Aktie wird auf

²⁹ Vgl. Abschnitt 5.3 im Anhang für eine detaillierte Übersicht zu den ausgewählten Vergleichsunternehmen für die Trading-Multiples-Analyse.

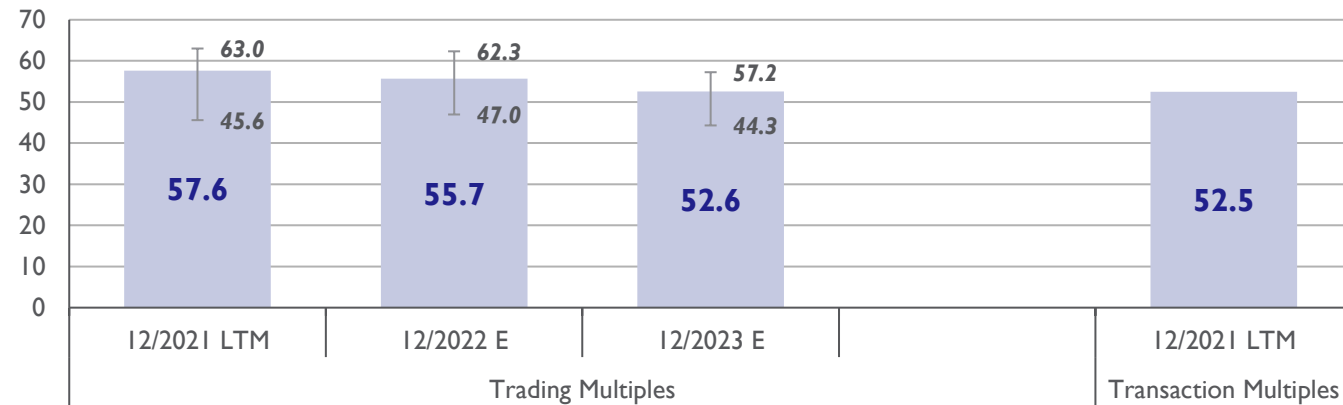
³⁰ Quelle: Refinitiv Eikon.

identische Weise hergeleitet, wie im Zusammenhang mit den Trading Multiples vorangehend erläutert. Mangels einer ausreichenden grossen Anzahl vergleichbarer Transaktionen sowie der zeitlichen Diskrepanz wird das resultierende Umtauschverhältnis zwar ermittelt. Für die Analyse der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses wird dem Resultat aber keine Relevanz zugesprochen.

3.3.2 Bewertung von Burkhalter

Bewertungsergebnisse auf der Basis von EBITDA-Multiples

Wert pro Aktie von Burkhalter per 25. März 2022 (in CHF)



Definierte Bandbreite entspricht dem Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75%-Quartil).

Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

Bewertung basierend auf Trading Multiples

Für die Bewertung von Burkhalter mittels Trading Multiples werden die zugrundeliegenden IST-EBITDA und EBITDA-Prognosen mit dem jeweiligen Median-Multiple der Peer Group multipliziert. Da der Bedarf an betriebsnotwendigen liquiden Mittel für die Peer Group Unternehmen nicht bekannt ist, wird der Eigenkapitalwert von Burkhalter per 31. Dezember 2021 auf der Basis der Nettoverschuldung (Net Debt) ermittelt. Analog zur DCF-Bewertung von Burkhalter werden operativ nicht notwendige Vermögenswerte, das verzinsliche Fremdkapital, schuldenähnliche Positionen und der Marktwert der Minderheiten mitberücksichtigt. Nach Aufzinsung mit dem WACC auf den 25. März 2022 resultiert unter Berücksichtigung der Median-Multiples eine Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 52.6 und CHF 57.6. Der durchschnittliche Wert pro Aktie der drei Medianwerte beträgt CHF 55.3.

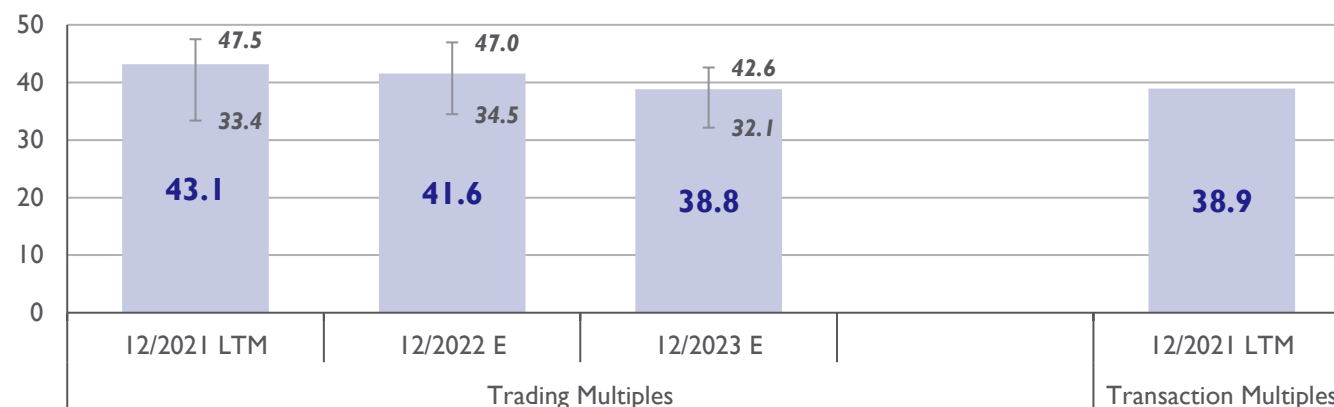
Bewertung basierend auf Transaction Multiple

Der Transaction Multiple aus der Analyse vergleichbarer Transaktionen wird auf den EBITDA der letzten zwölf Monate per 31. Dezember 2021 appliziert. Das Transaktionsvolumen der Vergleichstransaktion liegt deutlich über der Marktkapitalisierung von Burkhalter und Poenina, weshalb das implizite Size Premium bei der analysierten Transaktion vergleichsweise tiefer ist. Bei der Bewertung auf Basis des Transaction Multiple berücksichtigen wir diesen relativen Unterschied in den impliziten Size Premiums entsprechend.³¹ Unter Anwendung der identischen Berechnungsmethodik, wie bei der Bewertung mittels Trading Multiples, resultiert ein Wert pro Aktie von Burkhalter von CHF 52.5. Wie zuvor erläutert ist die Aussagekraft dieses Wertes stark limitiert.

3.3.3 Bewertung von Poenina

Bewertungsergebnisse auf der Basis von EBITDA-Multiples

Wert pro Aktie von Poenina per 25. März 2022 (in CHF)



Definierte Bandbreite entspricht dem Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75%-Quartil).

Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

Bewertung basierend auf Trading Multiples

Für die Bewertung von Poenina mittels Trading Multiples werden die zugrundeliegenden IST-EBITDA und EBITDA-Prognosen mit dem jeweiligen Median-Multiple der Peer Group multipliziert. Da der Bedarf an betriebsnotwendigen liquiden Mitteln für die Peer Group Unternehmen nicht bekannt ist, wird der Eigenkapitalwert von Poenina per 31. Dezember 2021 auf der Basis der Nettoverschuldung (Net Debt) ermittelt. Analog zur DCF-Bewertung von

³¹ Ein solches Size-Premium-Adjustment ist bei der Anwendung der Trading Multiples nicht notwendig, da die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Vergleichsunternehmen mit derjenigen von Burkhalter und Poenina vergleichbar ist.

Poenina werden operativ nicht notwendige Vermögenswerte, das verzinsliche Fremdkapital, schuldenähnliche Positionen und der Marktwert der Minderheiten mitberücksichtigt. Nach Aufzinsung mit dem WACC auf den 25. März 2022 resultiert unter Berücksichtigung der Median-Multiples eine Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 38.8 und CHF 43.1. Der durchschnittliche Wert pro Aktie der drei Medianwerte beträgt CHF 41.2.

Bewertung basierend auf
Transaction Multiple

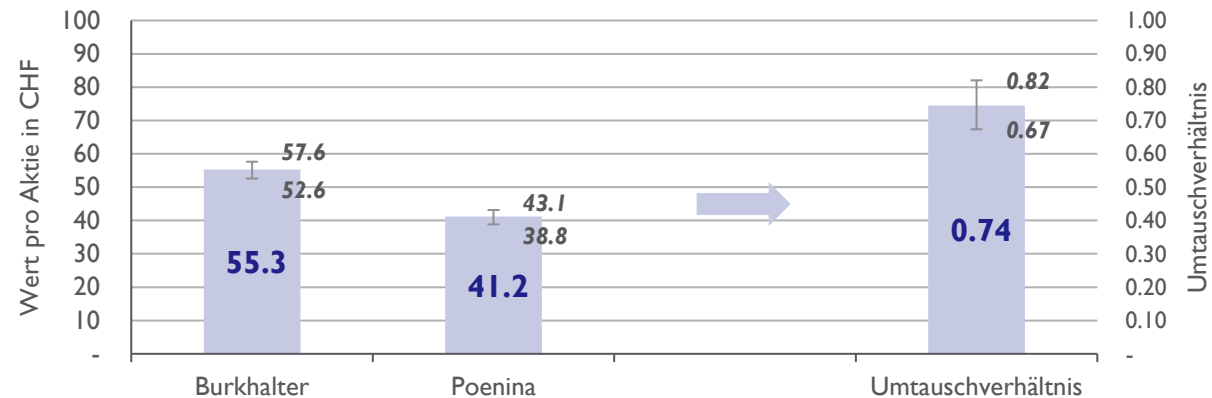
Der Transaction Multiple aus der Analyse vergleichbarer Transaktionen wird auf den EBITDA der letzten zwölf Monate per 31. Dezember 2021 appliziert. Das Transaktionsvolumen der Vergleichstransaktion liegt deutlich über der Marktkapitalisierung von Burkhalter und Poenina, weshalb das implizite Size Premium bei der analysierten Transaktion vergleichsweise tiefer ist. Bei der Bewertung auf Basis des Transaction Multiple berücksichtigen wir diesen relativen Unterschied in den impliziten Size Premiums entsprechend.³² Unter Anwendung der identischen Berechnungsmethodik, wie bei der Bewertung mittels Trading Multiples, resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 38.9. Wie zuvor erläutert, ist die Aussagekraft dieses Wertes stark limitiert.

3.3.4 Resultierendes Umtauschverhältnis & Zusammenfassung

Zur Herleitung der Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses basierend auf der Multiples-Bewertung wird der Wert pro Aktie von Poenina durch den Wert pro Aktie von Burkhalter dividiert. Basierend auf den Median-Trading-Multiples-Bewertungen resultiert eine Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses von 0.67 bis 0.82 bei einem Mittelwert von 0.74.

³² Ein solches Size-Premium-Adjustment ist bei der Anwendung der Trading Multiples nicht notwendig, da die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Vergleichsunternehmen mit derjenigen von Burkhalter und Poenina vergleichbar ist.

Resultierendes Umtauschverhältnis per 25. März 2022 aus der Trading-Multiples-Bewertung



Quelle: IFBC.

Basierend auf der Transaction Multiples-Bewertung resultiert ebenfalls ein Umtauschverhältnis von 0.74. Weil die Transaction Multiples-Bewertung nur auf einer einzigen Transaktion basiert und eine hohe zeitliche Diskrepanz vorliegt, ist deren Aussagekraft stark eingeschränkt. Der Wert ist an dieser Stelle primär informativer Natur.

Zusammenfassung

- Zur Plausibilisierung des DCF-Werts werden Bewertungen basierend auf Trading und Transaction Multiples vorgenommen.
- Die Bewertung mittels Trading Multiples ergibt einen Wert je Aktie für Burkhalter von CHF 52.6 bis CHF 57.6 (Mittelwert CHF 55.3) bzw. für Poenina von CHF 38.8 bis CHF 43.1 (Mittelwert CHF 41.2). Daraus resultiert eine Bandbreite für das Umtauschverhältnis von 0.67 bis 0.82 Aktien von Burkhalter pro Aktie von Poenina (Mittelwert CHF 0.74).
- Die Aussagekraft der Transaction-Multiple-Bewertung ist aufgrund der geringen Anzahl vergleichbarer Transaktionen und der hohen zeitlichen Diskrepanz stark eingeschränkt. Bei der Anwendung des Transaction Multiple würde ein Wert je Aktie für Burkhalter von CHF 52.5 bzw. für Poenina von CHF 38.9 resultieren. Daraus würde ein Umtauschverhältnis 0.74 Aktien von Burkhalter pro Aktie von Poenina resultieren.

3.4 Aktienkursanalyse & Analystenschätzungen

3.4.1 Burkhalter

Aktienkursentwicklung

Während sich der Aktienkurs von Burkhalter vor dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie primär in einer Bandbreite zwischen rund CHF 70 und CHF 80 bewegte, erlitt der Aktienkurs im Frühling 2020 im Zuge der COVID-19-Pandemie einen erheblichen Einbruch und sank bis auf CHF 50.20. Nach einer längeren Erholungsphase notierte der Aktienkurs im Juni 2022 nahezu wieder auf Vorkrisenniveau. In den vergangenen 12 Monaten büsste die Aktie jedoch wieder etwas ein. Der Aktienkurs bewegte sich seit Juni 2021 zwischen CHF 60 und CHF 70. Am Tag vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion (18. Januar 2022) schloss der Aktienkurs bei CHF 64.80, der VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage betrug zu diesem Zeitpunkt CHF 64.37. Aufgrund des Kriegs in der Ukraine wurde die Aktie jüngst zweitweise unter CHF 60 gehandelt. Am 25. März 2022 schloss der Aktienkurs schliesslich bei CHF 66.10, der VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage betrug per 25. März 2022 CHF 63.22.

Entwicklung des Aktienkurses von Burkhalter seit März 2019 (in CHF)



Quelle: Refinitiv Eikon.

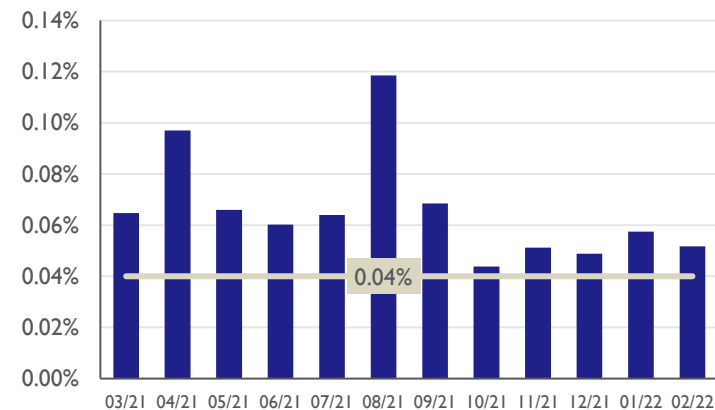
Liquiditätsanalyse

Das Fusionsgesetz kennt keine spezifische Liquiditätsdefinition, weshalb wir uns am Liquiditätsbegriff des schweizerische Übernahmerechts orientieren. Gemäss geltendem Übernahmerecht sind Aktien von Unternehmen, die nicht im Swiss Leader Index («SLI») kotiert 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 Vorankündigung mindestens 0.04% betragen hat.»³³

³³ Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26. Februar 2010.

Wie aus der Abbildung rechts hervorgeht, ist der Median des Handelsvolumens während des Zwölfmonatszeitraums vor der Veröffentlichung des Angebots in allen Monaten höher als dieser geltende Schwellenwert. Folglich können die Aktien von Burkhalter nach schweizerischem Übernahmerecht als liquide beurteilt werden. Entsprechend ist der Aktienkurs von Burkhalter nach schweizerischem Übernahmerecht eine valide Referenz zur Beurteilung des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses.

Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien von Burkhalter in % des Free Float



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse. Free Float gemäss Aktienregister von Burkhalter per 31. Dezember 2021.

Kursziele der Analysten

Research Partners ist der einzige Analyst der Berichte zu Burkhalter mit einem entsprechenden Kursziel veröffentlicht. Das Kursziel von Research Partners liegt seit August 2021 unverändert bei CHF 77. Das Kursziel blieb durch die Ankündigung der Prüfung einer Fusion unverändert.

3.4.2 Poenina

Aktienkursentwicklung

Im Gegensatz zu Burkhalter erholte sich der Aktienkurs von Poenina nach dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie rasch und stieg bis im Juni 2021 auf CHF 56.80. Der Aktienkurs brach Ende Sommer 2021 ein, als Poenina im Zuge der Verurteilung des damaligen CEO im Zusammenhang mit früheren Vergehen negativ in die Schlagzeilen geriet. Nach einem Rückgang bis auf CHF 40.00 (3. Dezember 2021) stieg die Aktie erneut, bevor sie im März 2022 aufgrund des Kriegs in der Ukraine wieder unter Druck geriet. Am Tag vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion (18. Januar 2022) notierte der Aktienkurs bei CHF 46.40 (VWAP CHF 43.10). Am 25. März 2022 schloss der Aktienkurs schliesslich bei CHF 48.60 (VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage CHF 46.33).

Liquiditätsanalyse

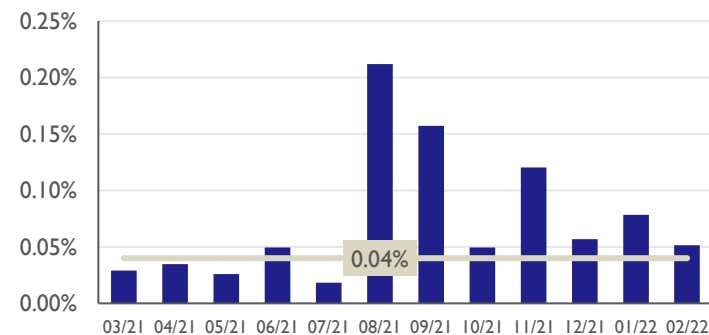
Analog zu Burkhalter orientieren wir uns für die Liquiditätsanalyse am Liquiditätsbegriff nach schweizerischem Übernahmerecht. Wie aus der Abbildung rechts hervorgeht, ist der Median des Handelsvolumens in % des Free Floats während des Zwölfmonatszeitraums vor der Veröffentlichung des Angebots in den Monaten März, April, Mai und Juli 2021 tiefer als der Schwellenwert von 0.04%. Dementsprechend ist der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in weniger als 10 von 12 der vorangegangenen Monate über dem Schwellenwert und die Aktien von Poenina sind im Sinne des Schweizerischen

Entwicklung des Aktienkurses von Poenina seit März 2019 (in CHF)



Quelle: Refinitiv Eikon.

Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien von Poenina in % des Free Float



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse. Free Float gemäss Aktienregister von Poenina per 31. Dezember 2021.

Übernahmerechts als nicht liquide zu beurteilen. Gleichzeitig ist jedoch auch festzuhalten, dass die Aktien in den letzten sieben Monaten den Schwellenwert zur Beurteilung der Liquidität stets erreicht hatten. Für den vorliegenden Fall kann festgehalten werden, dass aufgrund der geringen Liquidität der Aktie von Poenina die Aussagekraft des Aktienkurses bei der finanziellen Beurteilung des Umtauschverhältnisses leicht eingeschränkt ist.

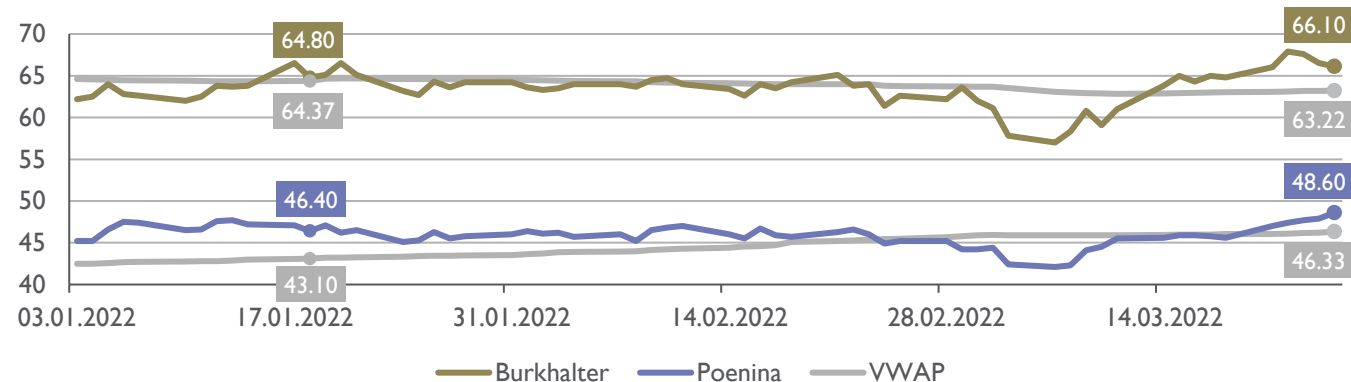
Kursziele der Analysten

Die Analysten von Research Partners und Octavian veröffentlichen Kursziele für Poenina. Seit dem 8. September 2021 liegt das Kursziel von Research Partners unverändert bei CHF 52, dasjenige von Octavian bei CHF 55 (Mittelwert CHF 53.5). Die Kursziele blieben durch die Ankündigung der Prüfung einer Fusion unverändert.

3.4.3 Resultierendes Umtauschverhältnis & Zusammenfassung

Die nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung des Aktienkurses und des VWAP von Burkhalter und Poenina im Jahr 2022 zusammen.

Entwicklung des Aktienkurses und des VWAP von Burkhalter und Poenina im Jahr 2022 (in CHF)

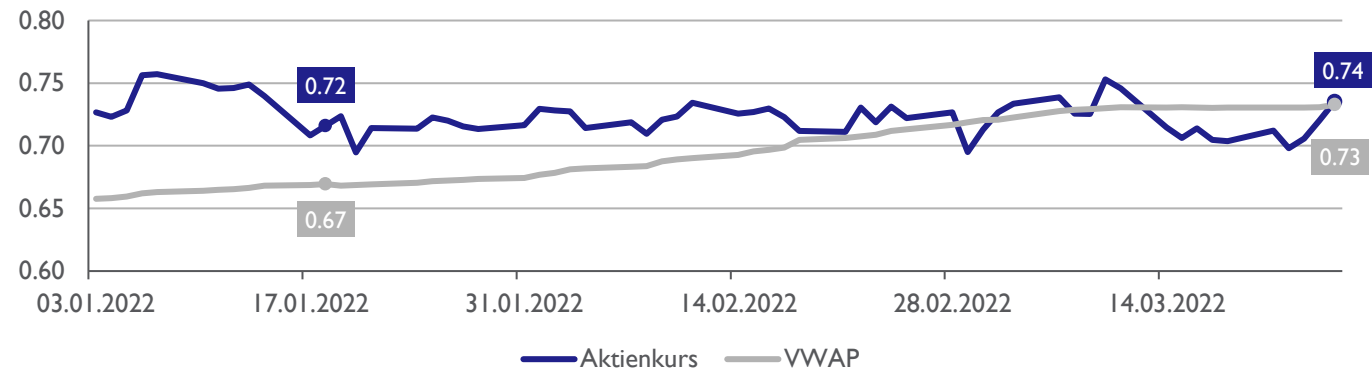


Quellen: Refinitiv Eikon, SIX Swiss Exchange, IFBC Analyse.

Zur Herleitung des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses basierend auf den Aktienkursen und dem VWAP wird der Aktienkurs/VWAP von Poenina durch den Aktienkurs/VWAP von Burkhalter dividiert.

Die anhand der Verhältnisse der Aktienkurse und der VWAP der beiden Gesellschaften resultierenden Umtauschverhältnisse sind in der nachfolgenden Abbildung im Zeitverlauf dargestellt.

Entwicklung der resultierenden Umtauschverhältnisse basierend auf den Aktienkursen und den VWAP von Burkhalter und Poenina im Jahr 2022

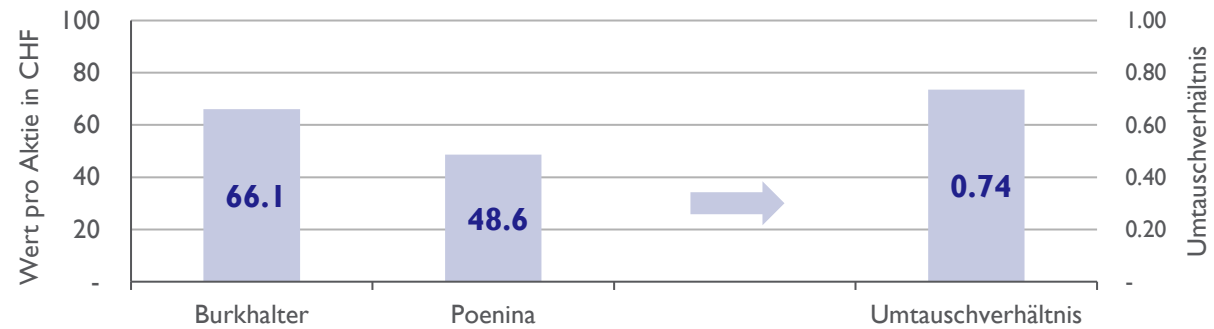


Quellen: Refinitiv Eikon, SIX Swiss Exchange, IFBC Analyse.

Die Abbildung zeigt eine grössere Abweichung des Umtauschverhältnisses resultierend aus den jeweils aktuellen Aktienkursen und dem dazumaligen VWAP zu Beginn des Jahres. Dieser Unterschied ist auf den Anstieg des Aktienkurses von Poenina im Dezember 2021 zurückzuführen, der sich zu Beginn des Jahres 2022 noch nicht vollständig im VWAP widerspiegelte. Per 18. Januar 2022, dem Tag vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion, resultierte ein implizites Umtauschverhältnis von 0.72 basierend auf den aktuellen Aktienkursen bzw. 0.67 basierend auf den beiden VWAP.

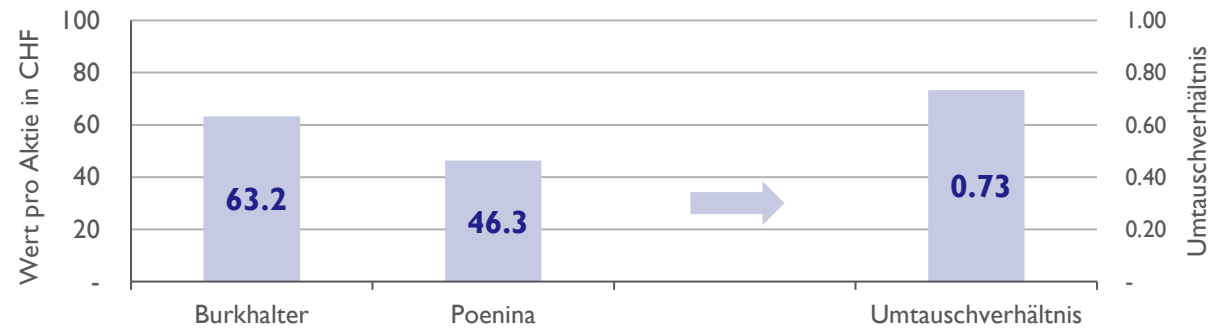
Wie die nachfolgenden beiden Abbildungen zeigen, resultierten per 25. März 2022 Umtauschverhältnisse von 0.74 (Aktienkurse) und 0.73 (VWAP).

Resultierendes Umtauschverhältnis basierend auf den Aktienkursen von Burkhalter und Poenina per 25. März 2022



Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

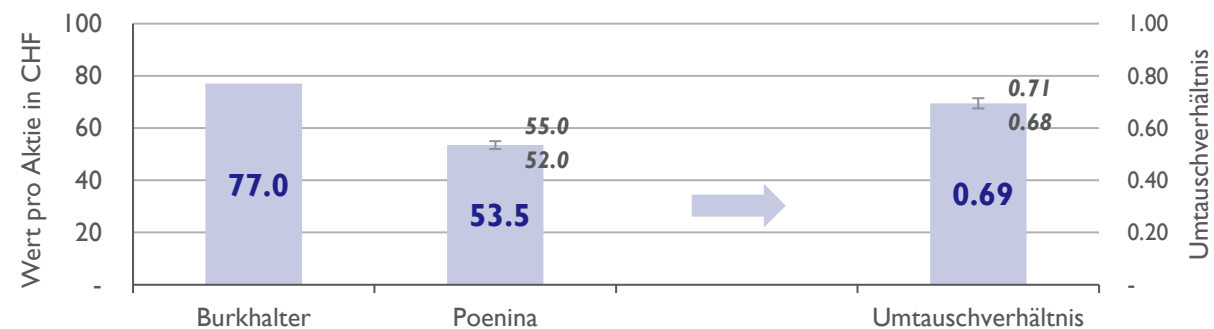
Resultierendes Umtauschverhältnis basierend auf den VWAP von Burkhalter und Poenina per 25. März 2022



Quellen: SIX Swiss Exchange, IFBC Analyse.

Basierend auf den Kurszielen der Analysten für Burkhalter von CHF 77.0 und Poenina von CHF 53.5 resultiert ein Umtauschverhältnis von 0.69 mit einer Bandbreite zwischen 0.68 und 0.71. Aufgrund der sehr geringen Anzahl Analysten erachten wir die Aussagekraft dieser Analyse als limitiert.

Resultierendes Umtauschverhältnis basierend auf den Kurszielen der Analysten für Burkhalter und Poenina



Quellen: Analystenberichte, IFBC Analyse.

Zusammenfassung

- Die Aktien von Burkhalter sind im Sinne des geltenden schweizerischen Übernahmeregts als liquide zu beurteilen. Die Aktien von Poenina gelten als nicht liquide. Die Aussagekraft des Aktienkurses bei der finanziellen Beurteilung des Umtauschverhältnisses ist daher leicht eingeschränkt.
- Am letzten Handelstag vor der Bekanntgabe der Prüfung einer möglichen Fusion zwischen Burkhalter und Poenina (18. Januar 2022) schloss der Aktienkurs von Burkhalter bei CHF 64.80 (VWAP CHF 64.37). Der Aktienkurs von Poenina schloss bei CHF 46.40 (VWAP CHF 43.10). Basierend auf den Aktienkursen der beiden Gesellschaften entspricht dies einem Umtauschverhältnis von 0.72. Das entsprechende Umtauschverhältnis basierend auf dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage beträgt 0.67.
- Am Bewertungsstichtag (25. März 2022) schloss der Aktienkurs von Burkhalter bei CHF 66.10 (VWAP CHF 63.22). Der Aktienkurs von Poenina schloss bei CHF 48.60 (VWAP CHF 46.33). Basierend auf den Aktienkursen der beiden Gesellschaften entspricht dies einem Umtauschverhältnis von 0.74. Das entsprechende Umtauschverhältnis basierend auf dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage beträgt 0.73.
- Das einzige Kursziel von Analysten für Burkhalter beträgt CHF 77.0. Das durchschnittliche Kursziel für Poenina beträgt CHF 53.5. Dies entspricht einem impliziten Umtauschverhältnis von 0.69. Aufgrund der sehr geringen Anzahl Analysten erachten wir die Aussagekraft der Analyse als sehr limitiert.

Fairness Opinion Fusion Burkhalter & Poenina

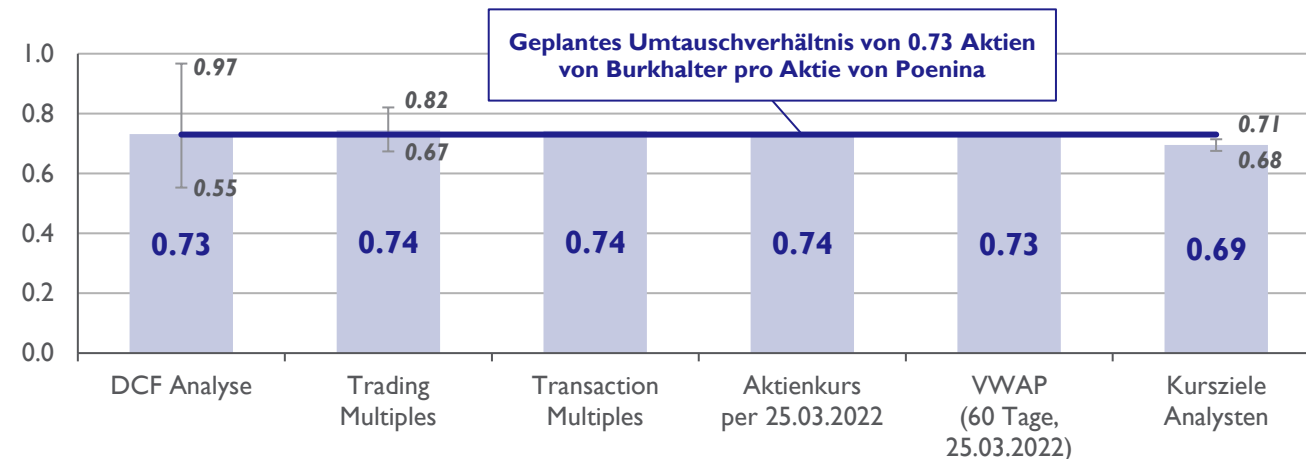
4 Beurteilung

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 Umtauschverhältnisses im Rahmen der geplanten Fusion von Burkhalter und Poenina.

Überblick zu den resultierenden Umtauschverhältnissen auf Basis unserer Bewertungsergebnisse und Analysen

Übersicht zu den resultierenden Umtauschverhältnissen per 25. März 2022 auf Basis unserer Bewertungsergebnisse und Analysen (Anzahl Aktien von Burkhalter pro Aktie von Poenina)



Quelle: IFBC.

- Gemäss Best Practice haben wir eine Reihe von Bewertungsmethoden angewandt, um das Umtauschverhältnis (Anzahl Aktien von Burkhalter pro Aktie von Poenina) im Rahmen der geplanten Fusion zu bestimmen.
- Die Bewertung mittels DCF-Methode ergibt per 25. März 2022 ein Umtauschverhältnis von 0.73 Aktien von Burkhalter je Aktie von Poenina mit einer Schwankungsbreite zwischen 0.55 und 0.97. Die Bewertungsergebnisse und damit die resultierenden Umtauschverhältnisse sind insbesondere sensitiv bezüglich der geschätzten nachhaltigen EBITDA-Marge und somit der langfristigen Profitabilität sowie bezüglich des unterstellten Kapitalkostensatzes (WACC). Dem Resultat der DCF-Analyse wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten von Burkhalter und Poenina am besten Rechnung getragen werden kann.

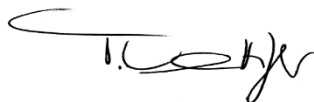
- Bei einer Bewertung mittels Trading Multiples resultiert per 25. März 2022 ein Umtauschverhältnis von 0.74 Aktien von Burkhalter pro Aktie von Poenina (Medianwerte) mit einer Bandbreite des Umtauschverhältnisses von 0.67 bis 0.82.
- Die Anwendung von Transaction Multiples führt per 25. März 2022 zu einem Umtauschverhältnis von 0.74 Aktien von Burkhalter pro Aktie von Poenina. Die Bewertung anhand von Transaction Multiples ist aufgrund der geringen Anzahl vergleichbarer Transaktionen und der zeitlichen Diskrepanz jedoch nicht genügend aussagekräftig.
- Die Aktien von Burkhalter sind aufgrund des Handelsvolumens nach schweizerischem Übernahmerecht als liquide zu beurteilen, während die Aktien von Poenina als nicht liquide zu klassifizieren sind. Vor diesem Hintergrund ist die Aussagekraft des Aktienkurses bei der finanziellen Beurteilung des Umtauschverhältnisses leicht eingeschränkt. Per 18. Januar 2022, dem letzten Handelstag vor der Bekanntgabe der Prüfung einer möglichen Fusion, liegt das Umtauschverhältnis basierend auf den Aktienkursen beider Unternehmen bei 0.72 Aktien von Burkhalter pro Aktie von Poenina und bei 0.67 basierend auf dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage. Per 25. März 2022 beträgt das Umtauschverhältnis basierend auf den Aktienkursen 0.74 bzw. 0.73 basierend auf den VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage.
- Das implizite Umtauschverhältnis basierend auf den Kursziele der Analysten liegt in einem Bereich zwischen 0.68 und 0.71 Aktien von Burkhalter je Aktie von Poenina mit einem Median von 0.69. Ein spezifisches Kursziel für die Aktie von Burkhalter wird allerdings nur von einem Analysten und für die Aktie von Poenina von zwei Analysten publiziert, weshalb wir die Aussagekraft der Analyse als sehr limitiert erachten.

Abschliessende Beurteilung
des Umtauschverhältnis

Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC das Umtauschangebot von 0.73 Aktien von Burkhalter pro Aktie von Poenina im Rahmen der geplanten Fusion zwischen den beiden Gesellschaften per 25. März 2022 aus finanzieller Sicht als fair. Diese Konklusion basiert auf den folgenden Überlegungen:

1. Das Umtauschangebot wird durch die DCF-Bewertungen für die beiden Unternehmen und dem daraus resultierenden Umtauschverhältnis gestützt.
2. Das geplante Umtauschverhältnis liegt innerhalb der resultierenden Bandbreite des Umtauschverhältnisses, die sich aus der Anwendung von Trading Multiples vergleichbarer Unternehmen ergibt.
3. Das geplante Umtauschverhältnis liegt per 25. März 2022 in der Nähe des Verhältnisses der Aktienkurse und des VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage.

Zürich, 28. März 2022



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Fabian Forrer, CFA
Partner

Fairness Opinion Fusion Burkhalter & Poenina

5 Anhang

5.1	Kapitalkostensatz	Seite 59
5.2	Beta-Analyse per 31. Dezember 2021	Seite 61
5.3	Trading Multiples per 31. Dezember 2021	Seite 62
5.4	Abkürzungsverzeichnis	Seite 63

5 Anhang

5.1 Kapitalkostensatz

Parameter	Wert	Beschreibung
Inflation	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> Langfristige Inflationserwartung für die Schweiz. Quelle: IWF, World Economic Outlook, Oktober 2021.
Minimaler realer risikoloser Zinssatz	0.00%	<ul style="list-style-type: none"> Im aktuell tiefen Zinsumfeld wird ein nachhaltiger realer risikoloser Zinssatz von 0.00% angewandt.
Risikoloser Zinssatz	1.00%	
Marktrisikoprämie	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> 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. Quelle: IFBC.
Unlevered Beta	0.93	<ul style="list-style-type: none"> Das unlevered Beta misst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren, ausschliesslich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens. Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, werden nebst den Betas von Burkhalter und Poenina auch statistisch signifikante Betas von Peer Group Unternehmen analysiert. Das durchschnittliche unlevered Beta wird per 31. Dezember 2021 (Bewertungsdatum) berechnet. Die Berechnung basiert auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren (siehe Anhang 5.2). Quelle: Refinitiv Eikon.
Leverage-Faktor	0.04	<ul style="list-style-type: none"> Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur sowie des relevanten Steuersatzes von Burkhalter bzw. Poenina (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	0.97	<ul style="list-style-type: none"> Das levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.
Risikoprämie	5.82%	
Size Premium	2.10%	<ul style="list-style-type: none"> Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen. Aus diesem Grund wird ein Size Premium im Rahmen des CAPM berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet. Unter Berücksichtigung der Marktkapitalisierungen von Burkhalter und Poenina sowie unseren Bewertungsüberlegungen wird ein Size Premium von 2.10% (9. Dezil) angewendet. Quellen: Refinitiv Eikon und Duff & Phelps.
Eigenkapitalkostensatz	8.92%	

Parameter	Wert	Beschreibung
Risikoloser Zinssatz	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Es wird der identische risikolose Zinssatz angewendet wie bei der Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes.
Credit Spread	0.80%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Credit Spread von Burkhalter und Poenina basierend auf einem indikativen Rating von BBB und aktuellen Marktdaten. ■ Quellen: IFBC Credit Spread Index, Refinitiv Eikon.
Fremdkapitalkostensatz	1.80%	
Steuersatz	18.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erwartete langfristige Steuersätze von Burkhalter und Poenina. ■ Quellen: Management Burkhalter, Management Poenina.
Steueradj. Fremdkapital-kostensatz	1.48%	
Fremdkapitalanteil (Net Debt)	5.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Definition einer Zielkapitalstruktur
Eigenkapitalanteil	95.00%	
WACC (nominal, gerundet)	8.50%	

5.2 Beta-Analyse per 31. Dezember 2021

Unternehmen	Lokalwährung	Land	Steuersatz ¹⁾	Leverage ²⁾	Levered adj. Beta ³⁾	Unlevered adj. Beta
Bravida Holding AB	SEK	Schweden	20.60%	0.03	1.13	1.10
Burkhalter Holding AG	CHF	Schweiz	18.00%	0.00	0.99	0.99
Caverion Oyj	EUR	Finnland	20.00%	0.01	1.01	1.00
Consti Oyj	EUR	Finnland	20.00%	0.12	0.45	0.40
Instalco AB	SEK	Schweden	20.60%	0.06	1.14	1.08
Meier Tobler Group AG	CHF	Schweiz	14.93%	0.21	0.86	0.71
Poenina Holding AG	CHF	Schweiz	18.00%	0.00	0.73	0.73
Solar A/S	DKK	Dänemark	22.00%	0.08	1.00	0.93
Sureserve Group PLC	GBP	Vereinigtes Königreich	19.00%	0.04	0.67	0.65
Tclarke PLC	GBP	Vereinigtes Königreich	19.00%	0.00	0.66	0.66
Median				0.03	0.99	0.93

1) Quelle: KPMG, Corporate Tax Rate Table, Burkhalter Management (für Burkhalter Holding AG) und Poenina Management (für Poenina Holding AG).

2) Leverage = 2-Jahres-Mittelwert (Nettoverschuldung x (1-Steuersatz) / Eigenkapital). Effekte in Bezug zu operativem Leasing (IFRS 16 / ASC 842) wurden eliminiert.

3) Quelle: Refinitiv Eikon, adj. wöchentliches Beta (2 Jahre), Dezember 2021.

Nicht berücksichtigt für Beta-Analyse.

5.3 Trading Multiples per 31. Dezember 2021

Unternehmen	Lokalwährung	Rechnungslegungsstandard	Marktkapitalisierung per 31.12.2021 in CHF Mio.	Unternehmenswert per 31.12.2021 ^{*)} in CHF Mio.	EBITDA Multiples (exkl. op. Lease)		
					12/21	12/22E	12/23E
Bravida Holding AB	SEK	IFRS	2'608	2'560	16.7x	15.7x	14.8x
Burkhalter Holding AG	CHF	Swiss GAAP FER	379	350	11.0x	9.4x	9.0x
Caverion Oyj	EUR	IFRS	903	909	8.7x	8.6x	7.2x
Consti Oyj	EUR	IFRS	99	107	9.8x	8.5x	7.6x
Instalco AB	SEK	IFRS	2'324	2'448	31.6x	27.7x	25.8x
Meier Tobler Group AG	CHF	Swiss GAAP FER	214	224	6.3x	6.1x	5.9x
Poenina Holding AG	CHF	Swiss GAAP FER	259	258	10.1x	9.2x	8.7x
Solar A/S	DKK	IFRS	812	764	7.0x	7.1x	6.6x
Sureserve Group PLC	GBP	IFRS	191	171	9.8x	10.2x	8.8x
Tclarke PLC	GBP	IFRS	90	83	7.3x	5.5x	4.5x
75%-Quartil			880	873	10.8x	10.0x	8.9x
Median			319	304	9.8x	8.9x	8.2x
25%-Quartil			197	184	7.6x	7.4x	6.8x

*) Unter Berücksichtigung von Net Debt.

Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports.

5.4 Abkürzungsverzeichnis

Burkhalter	Burkhalter Holding AG
CAGR	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPEX	Capital Expenditures (Investitionsausgaben)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cashflow
DCF-Methode	Discounted-Cashflow-Methode
E	Erwartet
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
FCF	Free Cashflow
FusG	Fusionsgesetz
GJ	Geschäftsjahr
ICT	Information and Communication Technologies

IFBC	IFBC AG
IFRS	International Financial Reporting Standards
IWF	Internationaler Währungsfonds
KPIs	Key Performance Indicators (Schlüsselkennzahlen)
LTM	Last Twelve Months
NUV	Nettoumlaufvermögen
p. a.	Per annum
Poenina	poenina holding ag
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
Terminal Value, TV	Endwert
UEK	Übernahmekommission
VWAP	Volume Weighted Average Price (volumengewichteter Durchschnittspreis)
WACC	Weighted Average Cost of Capital

