

## Fairness Opinion : Acino Holding AG

25. September 2013

Persönlich / Vertraulich



Building a better  
working world

**Stefan Rösch-Rütsche**  
Partner

Transaction Advisory Services  
**T** +41 58 286 8536  
**M** +41 58 289 6433  
**F** +41 58 286 3004  
**E** stefan.roesch@ch.ey.com

**Louis Siegrist**  
Partner

Transaction Advisory Services  
**T** +41 58 286 2131  
**M** +41 58 289 2131  
**F** +41 58 286 3004  
**E** louis.siegrist@ch.ey.com

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b>	<b>3</b>
1. Ausgangslage .....	4
2. Auftrag und Beurteilungsvorgehen.....	5
<b>Unternehmensbeschreibung</b>	<b>7</b>
3. Unternehmen .....	8
4. Ergebnis der Betriebstätigkeit .....	10
5. Branche .....	11
<b>Bewertungsvorgehen</b>	<b>14</b>
6. Bewertungsvorgehen .....	15
<b>Wertüberlegungen</b>	<b>16</b>
7. Analyse des Aktienkurses und Analysten Schätzungen .....	17
8. DCF Methode.....	20
9. Marktwertansatz .....	32
<b>Gesamtbeurteilung/Fairness Opinion</b>	<b>34</b>
10. Gesamtbeurteilung/Fairness Opinion.....	35
<b>Anhang</b>	<b>36</b>
11. Anhang A: Abkürzungsverzeichnis .....	37
12. Anhang B: Beurteilungsgrundlagen .....	39
13. Anhang C: Vergleichsgruppe .....	40

## Einleitung

---

1. Ausgangslage
2. Auftrag und Beurteilungsvorgehen

## Ausgangslage

### Ausgangslage

- ▶ Die Acino Holding AG (Acino oder Zielgesellschaft) ist eine nach schweizerischem Recht eingetragene Gesellschaft mit Sitz in Aesch, Kanton Basel-Landschaft.
- ▶ Die Namenaktien von Acino sind seit 1994 an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert (Reuters Ticker: ACIN.S). Per 25. September 2013 existieren 3'460'000 kotierte Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.40 pro Aktie. Der Bestand an eigenen Aktien beträgt 10'501 (zweckgebunden für Incentive Pläne). Der Free Float gemäss SIX Swiss Exchange beträgt 92.41%.
- ▶ Pharma Strategy Partners GmbH, Reinach BL, Schweiz (Anbieter oder Pharma Strategy Partners), beabsichtigt, voraussichtlich am 4. Oktober 2013 ein Übernahmeangebot für Acino abzugeben (Angebot). Das Angebot umfasst sämtliche kotierten Namenaktien von Acino.
- ▶ Das Angebot von Pharma Strategy Partners für die ausstehenden Aktien von Acino besteht aus einer Barzahlung von CHF 115 je Namenaktie mit einem Nennwert von CHF 0.40.

## Auftrag

### Auftrag

- ▶ Der Verwaltungsrat von Acino (Verwaltungsrat) hat die Ernst & Young AG, Schweiz (EY oder uns) mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt. Die Fairness Opinion dient der Überprüfung der finanziellen Angemessenheit des Angebots der Pharma Strategy Partners.
- ▶ Die Fairness Opinion soll als neutrale Meinung den Mitgliedern des Verwaltungsrats und den Publikumsaktionären von Acino die Sicherheit geben, dass der offerierte Kaufpreis je Namenaktie aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.
- ▶ Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Die Fairness Opinion enthält keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann und macht auch keine Aussage über den zukünftigen Wert einer Acino Aktie und den Preis, zu welchem im Kaufangebot nicht angediente Acino Aktien zukünftig gehandelt werden können.
- ▶ Da unsere Bewertung weitgehend auf den Angaben der Gesellschaft beruht, beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen. Des Weiteren wurde uns von Acino bestätigt, dass sich Acino keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, gemäss welchen die zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären.
- ▶ Die Fairness Opinion darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

## Beurteilungsvorgehen

### Beurteilungsvorgehen

- ▶ EY stellte für die finanzielle Beurteilung des Kaufangebots für die Acino Namenaktien eigene Wertüberlegungen an. Im Wesentlichen sind folgende Arbeitsschritte Bestandteil dieser Fairness Opinion:
  - Relevante Informationen anfordern;
  - Analyse der von Acino erhaltenen Informationen;
  - Durchführung von Interviews mit den verantwortlichen Personen (Geschäftsführung von Acino). Grundsätzlich beruht die Bewertung auf den Annahmen gemäss Business Plan des Managements. Im Szenario 2 wird von den ursprünglichen Annahmen abgewichen und es wurden weiterführende Bereinigungen für Risiken in Bezug auf neue Produkte und Markteinführungen vorgenommen. Annahmen zum Residualjahr waren nicht Teil des Business Plans. In Abstimmung mit dem Management haben wir daher die Annahmen für das Residualjahr getroffen. Für weitere Informationen zur Risikobereinigung sowie zu den Annahmen für das Residualjahr verweisen wir auf Kapitel DCF Methode;
  - Wertüberlegungen zu Acino mittels Aktienkursanalysen und angemessenen Bewertungsmethoden, und
  - Beurteilung des Angebots durch ein Fairness Opinion Komitee von EY.
- ▶ Die vorliegende Fairness Opinion wurde von uns aus der Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt. Individuelle steuerliche und andere Effekte als Folge einer Annahme des Kaufangebots auf Seiten der Aktionäre wurden in dieser Analyse nicht berücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Voraussetzungen der Aktionäre nicht möglich.

## Unternehmensbeschreibung

---

1. Unternehmen
2. Ergebnis der Betreibstätigkeit
3. Branche

## Unternehmen

### Unternehmenslogo

Quelle: Acino



### Acino

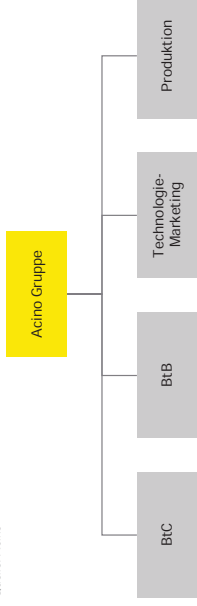
- ▶ Acino ist ein international tätiges Pharmaunternehmen, dessen Wurzeln bis ins Jahr 1836 zurückreichen. Das Unternehmen mit Sitz in Aesch, Kanton Basel-Landschaft, beschäftigt zurzeit 788 Mitarbeiter und erwirtschaftete einen Umsatz von EUR 257.1 Mio. (2012) respektive EUR 143.4 Mio. im ersten Halbjahr 2013.
- ▶ Das Unternehmen ist an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange (SIX: ACIN) kotiert und ist auf die Herstellung und den Vertrieb von verschreibungspflichtigen Pharmazeutika in innovativen Darreichungsformen spezialisiert. Seit dem Börsengang erfolgten mehrere Akquisitionen. Die wesentlichen Akquisitionen sind nachfolgend chronologisch aufgeführt.
  - 2004: Cimex Pharma AG, Schweizer Zulieferer von komplexen oralen Darreichungsformen;
  - 2006: Novosis AG, Europas zweitgrösster Hersteller von Transdermalpflastern und bioabbaubaren Implantaten; und
  - 2012: Akquisition des Produktions- und F&E-Standorts und des Middle East and North Africa (MENA)-, Afrika-, Lateinamerika- und Asiengeschäfts von Mepha.
- ▶ Durch gezielte Akquisitionen fokussierte Acino seine Aktivitäten zunehmend im Bereich anspruchsvoller Formulierungstechnologien (Advanced Drug Delivery). Heute ist Acino technologieführend im Bereich Advanced Drug Delivery mit Fokus auf orale Formen mit modifizierter Freisetzung, oral dispersible Formen, transdermale Systeme und parenterale Depotformen, für die Acino auch eigene Patente besitzt.
- ▶ Per 30. Juni 2013 sind folgende Gesellschaften Teil des Konsolidierungskreises von Acino
  - Acino Pharma AG, Liesberg, Schweiz (100%, vollkonsolidiert)
  - Acino Supply AG, Aesch, Schweiz (100%, vollkonsolidiert)
  - Acino AG, Miesbach, Deutschland (100%, vollkonsolidiert)
  - Mepha Pharma GmbH, Lörrach, Deutschland (100%, vollkonsolidiert)
  - Acino France SAS, Alfortville, Frankreich (100%, vollkonsolidiert)
  - Acino Pharma Inc., Bridgewater New Jersey, USA (100%, vollkonsolidiert)
  - Acino Latino-Americana S.A., Panama City, Panama (100%, vollkonsolidiert)
  - Glochem Industries Ltd., Indien (25.4%, Equity Methode)



## Unternehmen

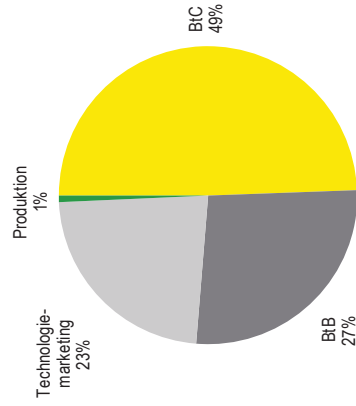
### Segmente

Quelle: Acino



### Umsatzaufteilung je Segment per 30. Juni 2013

Quelle: Acino Halbjahresbericht 2013



### Geschäftstätigkeit

- Acino ist gegenwärtig in den vier Geschäftssegmenten BtC (Direktvermarktung/Business to Consumer), BtB (Lizenzangebote/Business to Business), Technologiemarketing und Produktion tätig.

#### BtC

- Unter der Marke "Acino Switzerland" vertreibt Acino über ein Distributoren-Netzwerk Medikamente in den aufstrebenden Märkten zu denen bislang 80 Ländern im Mittleren Osten, Afrika, Latein-Amerika und Asien zählen. Die Eigenmarke wird weltweit überall dort angeboten, wo die Pharmazeutika von Acino nicht bereits von Partnern unter deren Marke vertrieben werden.
- Der Bereich BtC hat insbesondere durch den Kauf des Produktions- und F&E-Standorts und des MENA-Afrika-, Lateinamerika- und Asiengeschäfts der Mepha AG an Bedeutung gewonnen.

#### BtB

- Acino entwickelt und produziert als Full-service Auftragshersteller (Contract Manufacturing Organization, CMO) der Pharmaindustrie Fertigarzneimittel und vergibt diese in Lizenz an führende Pharma- und Generikaunternehmen weltweit.

### Technologiemarketing

- Im Segment Technologiemarketing bietet Acino für Unternehmen in der Pharmaindustrie neben der reinen Lohnproduktion eine Reihe von integrierten Dienstleistungen wie Auftragsforschung und -entwicklung, Unterstützung im Life Cycle Management, Registrierung, Verpackung etc. an.

#### Produktion

- Der Bereich Produktion beliefert die anderen Segmente mit Produkten und Dienstleistungen.

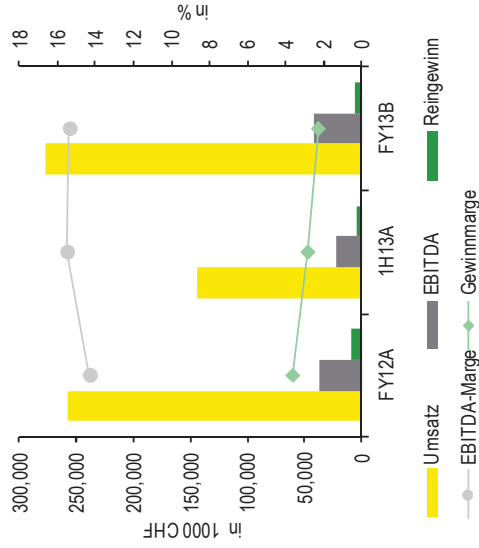
#### Fazit

Es wird erwartet, dass der Umsatzanteil von Technologiemarketing deutlich abnimmt und die Segmente BtC und BtB an Bedeutung zunehmen. Insbesondere erwartet Acino, dass bis zum Jahr 2015 mehr als die Hälfte des Umsatzes aus dem Segment BtC stammt. Für eine zukunftsorientierte Bewertung sind somit vor allem die Segmente BtC und BtB relevant.

## Ergebnis der Betriebstätigkeit

### Kennzahlen 1H13A und FY13B

Quelle: Halbjahresbericht 2013, Business Plan



### Geschäftsjahr 2012

- ▶ Durch die in 2012 erworbenen Geschäftsteile der Mepha/Cephalon konnte Acino ihren Umsatz von EUR 134.9 Mio. in FY11A auf EUR 257.1 Mio. in FY12A steigern. Auch das EBITDA stieg um 43% auf EUR 36.8 Mio. In FY12A erwirtschaftete Acino einen operativen Gewinn von EUR 8.9 Mio. und einen Reingewinn von EUR 9.4 Mio. (Gewinnmarge 3.7%). Der höhere Reingewinn im Vergleich zum operativen Gewinn resultiert insbesondere aus einem genutzten Steuerverlustvortrag (resultierend aus der Übernahme des Iclaprim-Geschäfts im Jahr 2009).

### 1HJ 2013

- ▶ Im ersten Halbjahr 2013 erzielte Acino einen Umsatz von EUR 143.4 Mio., ein EBITDA von EUR 22.2 Mio. (EBITDA-Marge 15.5%) und einen Reingewinn von EUR 4.1 Mio. (Gewinnmarge 2.9%). Vergleiche hierzu nebenstehende Grafik.
- ▶ Gegenüber dem Vorjahr (Vergleichsperiode: 1HJ 2012) erhöhte sich der Gruppenumsatz um 11% und das EBITDA um 36%. Zum Ergebnis trug insbesondere das starke Wachstum im Segment BtC bei, das die schwächere Umsatzentwicklung im Segment BtB kompensierte. Wie im Geschäftsjahr 2012 sind die höheren Umsätze und Gewinne insbesondere auf die Akquisition im Jahr 2012 zurückzuführen. Die EBITDA-Marge verbesserte sich gegenüber der Vergleichsperiode des Vorjahres von 12.7% auf 15.5%. Tiefere F&E- und VVG- (Vertriebs-, Verwaltungs- und Gemein-) Kosten sowie eine geringere Beschäftigtenzahl trugen zu dieser Verbesserung bei.

### Budget 2013

- ▶ Gemäss aktuellem Budget 2013 (Stand: September 2013) wird von einem Umsatz von EUR 277.0 Mio., einem EBITDA von EUR 42.5 Mio. und einem Reingewinn von EUR 6.4 Mio. (Gewinnmarge 2.3%) ausgegangen. Siehe hierzu nebenstehende Grafik.

## Branche

### Marktentwicklung nach Branchen

- ▶ Acino hat sich im weltweiten CMO Geschäft eine Expertise in dem sich schnell entwickelnden Markt für neue Medikamentenfreisetzungssysteme (Drug Delivery) aufgebaut. Hierbei bietet die Gesellschaft neben neuen oralen Formulierungen auch innovative transdermale Applikations- und parenterale Depotssysteme an.
  - Der internationale Markt für Medikamentenfreisetzung (Global Drug Delivery Market) wird gegenwärtig auf ein Volumen von mehr als EUR 100 Mrd. geschätzt. Die Schätzung bezieht sich auf die Umsätze der pharmazeutischen Industrie mit den Fertigpharmazeutika. Branchenexperten gehen von einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) dieser Medikamentensegmente von über 5% aus.
  - Bei dem Segment für transdermale Applikationen, in der Acino mit einem breitem Sortiment vertreten ist, wird ein entsprechendes Marktvolumen von mehr als EUR 20 Mrd. angenommen; in diesem Teilmarkt wird eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) in den nächsten Jahren von über 10% erwartet.
- ▶ Darüber hinaus ist Acino auch in der reinen Lohnherstellung von Pharmazeutika tätig. Dieser Markt wird weltweit auf ein Volumen von über EUR 30 Mrd. im Jahr 2011 geschätzt mit einem starkem Wachstum im Bereich der Generika bei anhaltendem Preisdruck.

### Marktentwicklung nach Ländern

- ▶ In den Segmenten BtB und dem Technologiemarketing ist Acino vor allem im europäischen Raum aktiv. Das BtC Segment fokussiert sich hingegen auf Schwellenländer wie z.B. Irak, Saudi Arabien, Vereinigte Arabische Emirate, Ecuador etc.
- ▶ Das europäische Geschäft ist durch einen starken Preis- bzw. Margendruck geprägt. Zum einen bewirkt eine starke Konsolidierung auf Seite der Abnehmer (Generikaunternehmen), dass i) vermehrt die Produktion in-house durchgeführt wird und ii) aufgrund der Unternehmensgrösse ihre Einkaufsmacht steigt. Zum anderen bewirken die regulatorisch durchgeführten Sparmassnahmen im Gesundheitssektor, dass immer mehr und grössere Ausschreibungen (Tender) zum Kauf von Medikamenten seitens der Krankenkassen durchgeführt werden.
- ▶ Der Gesundheitssektor in den Schwellenländern ist oftmals kaum reguliert. Krankenversicherungen gibt es selten und wenn, sind diese oftmals „Luxuskrankenkassen“ mit geringem Kostendruck. Produkte sind oftmals nicht verschreibungspflichtig und können vom Kunden selber in der Apotheke erfragt werden.
- ▶ Insbesondere die wachsende Mittelschicht in den Schwellenländern legt Wert auf gute Qualität bei Pharmaprodukten. Bei Qualitätsprodukten aus Europa und den USA sind die Kunden bereit, einen Aufpreis gegenüber Produkten aus Indien oder China zu zahlen. Es ist eine ausgeprägte Markenloyalität zu erkennen.

## Chancen und Risiken

### Chancen

- ▶ Für Acino wurden folgende Chancen im Bereich BtC identifiziert:
  - Wachstumspotentiale, aufgrund wachsender Mittelschicht und der Vielzahl von Ländern;
  - Wachstumspotentiale durch Acinos Alleinstellungsmerkmal „Schweizer Qualität“ – Acinos Produkte werden mehrheitlich in der EU produziert und auch die API (Active Pharmaceutical Ingredients) sind primär aus Europa;
  - Wachstumspotentiale durch hohe Markenloyalität der Kunden sowie Markenimage von Acino – Acino hat in den Schwellenländern eigene Firmen- sowie Produktmarken, die bei Kunden für hohe Qualität stehen;
  - Geringer Kostendruck – das BtC Geschäft ist geprägt von kleinen Märkten, aber guten Margen, da die Kunden bereit sind, für Qualität zu bezahlen;
  - Investitionen in Forschung- und Entwicklung – Investitionen zum Vorantreiben von weiteren Ein-Lizenzierungen;
  - First Mover Advantage mit etabliertem Distributionsnetz und kompetentem Personal vor Ort; und
  - Kostenreduktion durch Auslaufen einiger Distributionsverträge.
- ▶ Folgende Chance konnten für die Bereiche BtB und Technologiemarketing identifiziert werden:
  - Fokus auf spezialisierte Kunden und technische Nischenentwicklung und dadurch Reduktion des Margendrucks; und
  - Investition in Forschung- und Entwicklung – Investitionen zur Weiterentwicklung der Technologien.

### Risiken

- ▶ Folgende Risiken wurden im Bereich BtC identifiziert:
  - Politisches Risiko, da Acino in Schwellenländern aktiv ist. Jedoch Reduktion des politischen Risikos, da in mehr als 80 Ländern aktiv;
  - Limitierte Personalressourcen können bei der Ein-Lizensierung von neuen Produkten in bestehende Länder und von bestehenden Produkten in neue Länder zu Verzögerungen führen;
  - Korruption in den Schwellenländern. Jedoch Reduktion durch entsprechende Corporate Governance Schulungen; und

## Chancen und Risiken

- Risiko, dass das Geschäftsmodell kopiert wird. Jedoch hat Acino als „Erster im Markt“ einen Vorteil. Der Aufbau von Know-how, Distributionsnetzwerken und Ressourcen in Entwicklungsländern ist zeitintensiv für Nachfolger. Zudem können Registrierungen in diesen Ländern zwischen neun Monaten und drei Jahren dauern.
- ▶ Folgende Risiken wurden in den Bereichen BtB und Technologiemarketing identifiziert:
  - Anhaltender, respektive verstärkter Margendruck durch die verbreiteten Ausschreibungsverfahren sowie der Konsolidierung der Pharma- und Generikaunternehmen;
  - Risiko, dass die Pharma- und Generikaunternehmen zunehmend selber produzieren und weniger fremdvergeben; und
  - Vorlaufkostenrisiko beim Kooperationsprojekt mit Bayer. Jedoch sind Investitionen grösstenteils durch eine feste Amortisationszahlung durch Bayer abgesichert. Im Rahmen des Kooperationsprojekts wird Acino Verhütungspflaster im Kundenauftrag für Bayer fertigen. Dafür hat Acino eine neue Fertigungsanlage in Deutschland errichtet. Falls es nicht zu einer Markteinführung der Pflaster kommt, wird Acino zum grossen Teil für die Investitionskosten in die Fertigungsanlage durch Bayer kompensiert.

## **Bewertungsvorgehen**

---

### **1. Bewertungsvorgehen**

# Bewertungsvorgehen

## Angewandte Analyse- und Bewertungsmethoden

Item
Aktienkurs und Analysten Schätzungen hinsichtlich Zielkurs
Discounted Cashflow (DCF) Methode
Marktwertansatz (Trading und Transaction Multiples)

Quelle: EY

## Grundsätze

- ▶ Ziel der Bewertung ist es, den Wert einer Namenaktie von Acino inklusive der zugehörigen Gesellschaften zum 25. September 2013 zu bestimmen.
- ▶ Die gesamte Anzahl registrierter Namenaktien von Acino beträgt 3'460'000 mit einem Nominalwert von je CHF 0.40. Der Bestand an eigenen Aktien beträgt 10'501. Diese eigenen Aktien sind jedoch für Incentive Pläne zweckgebunden und können im Rahmen des Angebotes angedient werden. Deshalb werden zur Berechnung des Werts pro Namenaktie 3'460'000 Aktien berücksichtigt.

## Vorgehen

- ▶ Grundsätzlich ist der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft die beste Indikation für den Wert eines Unternehmens. Dies setzt voraus, dass der Handel hinreichend liquide ist. Wie im folgenden Kapitel gezeigt wird, ist dies bei Acino der Fall. Der Handel in Acino Aktien ist liquide im Sinne des Übernahmerechts. Der Börsenkurs der Acino Aktie eignet sich daher, um die Fairness des öffentlichen Kaufangebots zu beurteilen.
- ▶ Zur breiten Abstützung unsere Analyse, kommen für die Bewertung von Acino per neben dem Börsenkurs weitere Analyse- und Bewertungsmethoden zum Einsatz. Diese sind in nebenstehender Tabelle aufgeführt.

### Fazit

Basierend auf den Ergebnissen der verschiedenen Bewertungsmethoden haben wir eine Bandbreite für den fairen Marktwert einer Acino Namenaktie ermittelt.

Zur finanziell fairen Beurteilung, muss das öffentliche Kaufangebot der Anbieterin innerhalb dieser Bandbreite oder darüber liegen.

## Wertüberlegungen

---

1. Analyse des Aktienkurses und Analysten Schätzungen
2. DCF Methode
3. Marktwertansatz



Analyse des Aktienkurses

Aktienkurs 25. September 2013	
Währung: CHF	
VWAP (60)	74.9
Aktueller Preis	
52-Wochen Hoch (4. Dezember 2012)	77.0
52-Wochen Tief (23. August 2013)	119.5
Aktueller Preis in % vom 52-Wochen Hoch	67.0
Aktueller Preis in % 52-Wochen Tief	64.4%
	114.9%

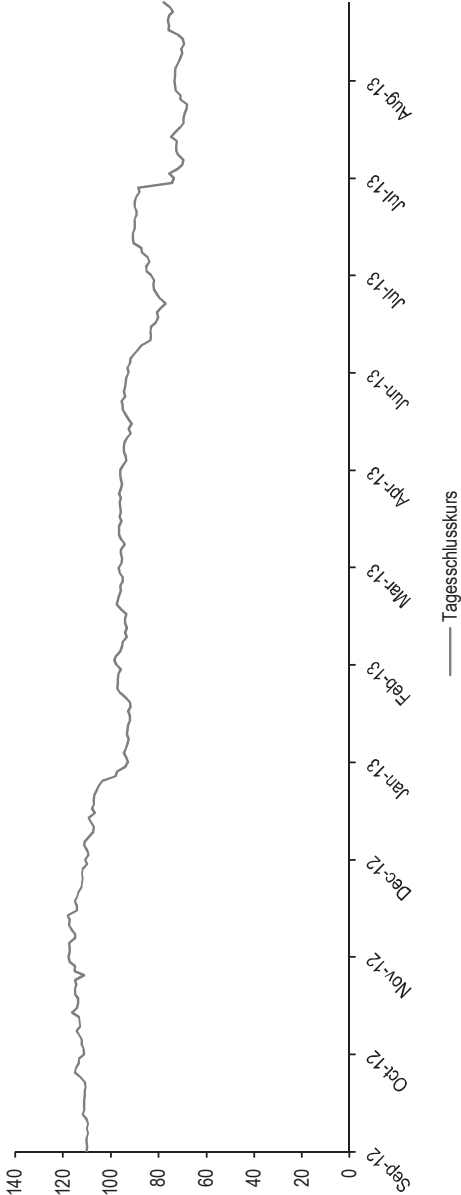
Quelle: Capital IQ

Analyse des Aktienpreises

- Die nachfolgende Abbildung zeigt den historischen Verlauf des Aktienpreises über eine 52-Wochen Betrachtungsperiode. Der Schlusskurs der Acino Namenaktie am 25. September 2013 betrug CHF 77.0.
- Der höchste in der Betrachtungsperiode erreichte Kurs betrug CHF 119.5 (4. Dezember 2012), der tiefste Schlusskurs lag bei CHF 67.0 (23. August 2013).
- Der volumengewichtete Durchschnittskurs (VWAP 60) liegt per 25. September 2013 bei CHF 74.9.

Entwicklung des Aktienkurses seit dem 25. September 2013

Quelle: Capital IQ

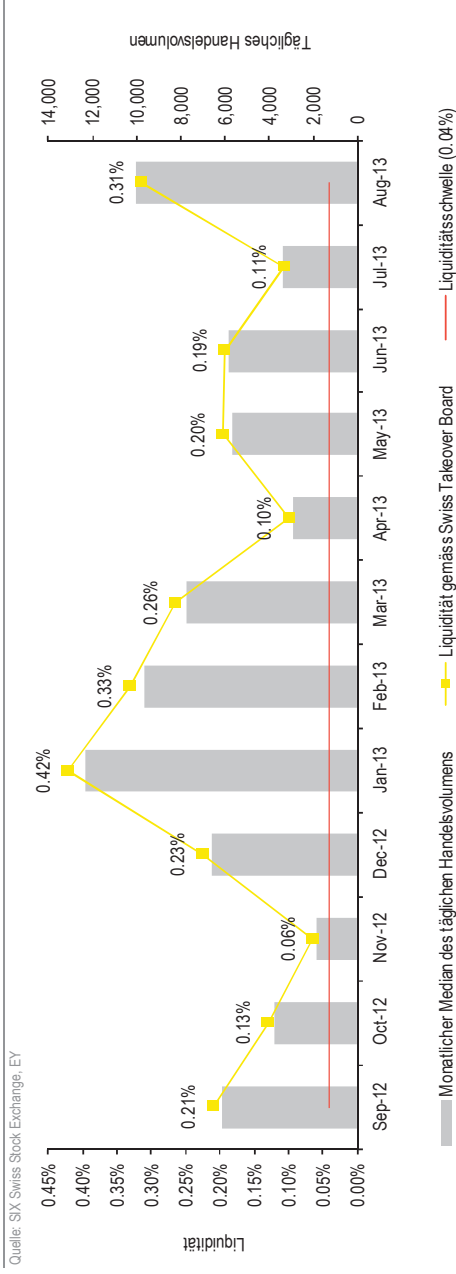


## Analyse des Aktienkurses

### Analyse des Handelsvolumens und der Liquidität

- ▶ Untenstehende Grafik zeigt das Handelsvolumen und die Liquidität der Acino Namenaktie seit 1. September 2012. Die Analyse des Handelsvolumens und der Liquidität ergibt, dass im Betrachtungszeitraum vom 1. September 2012 bis 31. August 2013 an sämtlichen Handelstagen Transaktionen zu verzeichnen waren und dass das Handelsvolumen in jedem Monat über der Liquiditätsschwelle (bei 0.04% vorgegeben durch das Swiss Takeover Board, siehe insbesondere das Rundschreiben Nr. 2 „Liquidität im Sinn des Übernahmerechts“) lag.
- ▶ Die Liquiditätsanalyse beruht auf Daten der SIX Swiss Stock Exchange.

### Handelsvolumen und Liquidität seit dem 1. September 2012



### Fazit

- ▶ Aufgrund der Liquidität der Acino Aktien haben wir dem Börsenkurs bei der Beurteilung der finanziellen Fairness des öffentlichen Kaufangebots eine wesentliche Bedeutung beigemessen.

### Fazit

Wir haben dem Börsenkurs der Acino Namenaktie bei der Beurteilung der Fairness des öffentlichen Kaufangebots eine wesentliche Bedeutung beigemessen. Der VWAP (60) per 25. September 2013 ist CHF 74.9.

## Analysten Schätzungen hinsichtlich Zielkurs

### Zielpreise per 31. Juli 2013

Analysten	CHF
Bank Vontobel	84.0
Helvea	80.0
Zürcher Kantonalbank	80.0

Quelle: EY

### Analysten Schätzungen hinsichtlich Zielkurs

- ▶ Anlässlich der Pressekonferenz zu den Halbjahreszahlen 2013 haben die Analysten von Bank Vontobel, Helvea und der Zürcher Kantonalbank ihre Prognosen aufgrund einer Gewinnwarnung nach unten angepasst.
- ▶ Der derzeitige Zielkurs einer Acino Namenaktie gemäss Analysten-Berichten vom 31. Juli 2013 liegt zwischen CHF 80.0 und CHF 84.0. Anhand der Zielkurse der Analysten und dem Aktienkurs zum 25. September 2013 von CHF 77.0 ergibt sich ein theoretisches „Upside“ zwischen 3.9% und 9.1%.

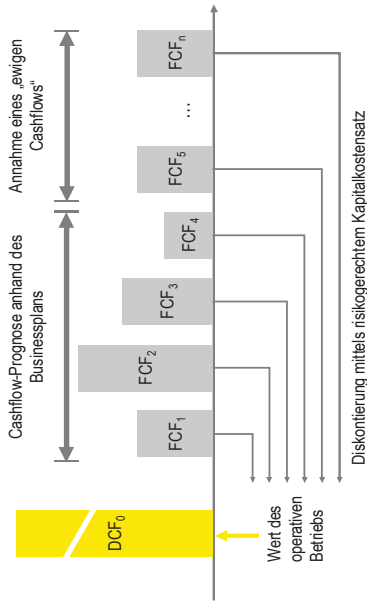
### Fazit

Gemäss Analysten-Berichten per 31. Juli 2013 wird die Acino Namenaktie zwischen CHF 80.0 und CHF 84.0 bewertet.

## DCF Methode

### DCF Methode

Source: EY



### DCF Methode

- Die DCF Methode bestimmt den operativen Wert eines Unternehmens mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital, WACC).
- Die hergeleiteten freien Cashflows beschreiben dabei die Finanzströme vor Finanzierungsaktivitäten und damit diejenigen Cashflows, die Fremd- und Eigenkapitalgebern zusammen zur Verfügung stehen. Zur Bewertung des Eigenkapitals muss deshalb der Marktwert des Fremdkapitals vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht werden.
- Im Rahmen der DCF Methode wird nach der Business Plan-Periode, wenn von einer Fortführung der Geschäftstätigkeit ausgegangen werden kann, eine Annahme über einen nachhaltigen freien Cashflow getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwertes herangezogen wird. Dieser Residualwert beinhaltet den Wert aller zukünftigen Cashflows, die auf die Businessplanperioden folgen.

### Annahmen

- Folgende allgemeine Annahmen wurden für die Bewertung getroffen:

- Bewertungszeitpunkt: 25. September 2013. Für die Berechnung der Kapitalkosten ist der 25. September 2013 unterstellt. Der Business Plan des Managements ist vom September 2013. Das Nettoumlaufvermögen und die Nettofinanzverbindlichkeiten wurden per 30. Juni 2013 eruiert, da wir zu diesem Stichtag auf publizierte Geschäftszahlen von Acino zurückgreifen können. Alle uns bis zum 25. September 2013 bekannten und für die Bewertung relevanten Informationen wurden im Rahmen der Fairness Opinion berücksichtigt.
- Planperiode: 2013 bis 2015 plus Residualwert
- Währung: EUR
- Steuersatz: Effektiver Steuersatz von 20.26% (Aesch, Kanton Basel-Landschaft)
- Wechselkurs EUR/CHF per 25. September 2013: 1.229

### Business Plan

- Die Bewertung per 25. September 2013 basiert auf dem Business Plan, der vom Management von Acino erstellt wurde. Der Business Plan umfasst das zweite Halbjahr 2013, das Geschäftsjahr 2014 und das Geschäftsjahr 2015. Die Planungsperiode ist konform mit den Planungsperioden, die in den Analysen-

### Hauptannahmen des Business Plans

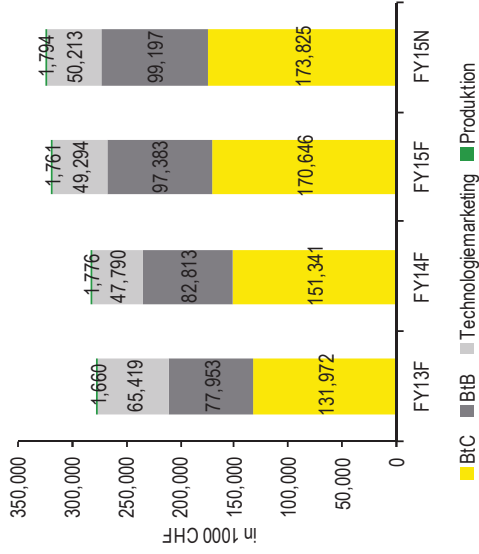
Position in %	Durchschnitt Planungsperiode	Residualjahr
Szenario 1 - Nicht bereinigt	7.5	1.9
Umsatzwachstum	18.6	22.6
EBITDA-Marge	(2.7)	(0.6)
Investition ins NUV % Umsatz	(9.7)	(7.8)
Capex % Umsatz		
Szenario 2 - risiko-adjustiert	5.5	1.9
Umsatzwachstum	18.0	20.8
EBITDA-Marge	(2.0)	(0.6)
Investition ins NUV % Umsatz	(9.8)	(8.2)
Capex % Umsatz		

Quelle: Management, EY

## DCF Methode

Szenario 1 – Umsatzwachstum je Segment

Quelle: Management



Berichten zu Acino gewählt wurden. Das zweite Halbjahr 2013 wurde aus der Differenz der Prognose für FY13F und den Halbjahreszahlen zum Juni 2013 errechnet. Die Hauptannahmen des Business Plans sind in nebenstehender Tabelle dargestellt und werden nachfolgend beschrieben.

### Szenarien

- Die Umsatzentwicklung von Pharmaunternehmen ist stark abhängig von der erfolgreichen Entwicklung neuer Produkte sowie deren erfolgreichen Markteinführung. Die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Entwicklung sowie Markteinführung ist schwer abschätzbar. Insgesamt muss jedoch davon ausgegangen werden, dass es in der Pharmaindustrie, mehr als bei anderen Industriezweigen, bei einigen Produkten nicht zu einer erfolgreichen Entwicklung, Markteinführungen oder zu Verzögerungen in der Entwicklung und Markteinführung und somit nicht zu den erwarteten Umsätzen kommt.
- Um dieses Risiko bei der Bewertung zu berücksichtigen, wurden im Rahmen der DCF Berechnung zwei Szenarien unterstellt. Das Szenario 1 basiert auf dem Business Plan vom Management, der nur zum Teil risikobereinigt ist. Entsprechend wurden in einem Szenario 2 weitere Risikobereinigungen vorgenommen, um die oben aufgeführten Risiken im Zusammenhang mit der Entwicklung von neuen Produkte sowie deren Markteinführung zu berücksichtigen.

### Umsatz

- Die Umsatzerwartungen im Business Plan basieren auf einer vom Management erstellten Volumen- und Umsatzkalkulation je Produkt je Segment. Neben Umsatzerlösen durch bereits bestehende und ein-lizenzierte Produkte geht der Business Plan zudem von Umsatzerlösen durch mögliche Neuprodukte sowie von Neueinführungen („New Launches“) bestehender Produkte in anderen Ländern aus.

### Szenario 1

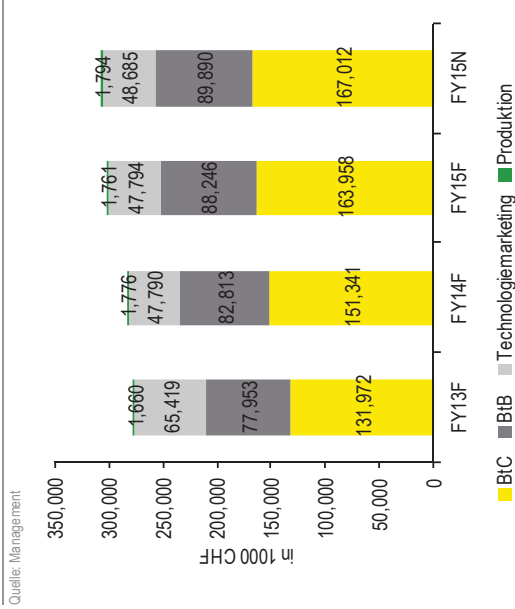
- Im Szenario 1 wurde in der expliziten Planungsperiode 2013-2015 der Business Plan des Managements unverändert für die DCF Berechnung übernommen. Es ergibt sich ein durchschnittlich erwartetes Umsatzwachstum von 7.5% (CAGR) in der Planungsperiode. Für FY13F werden Umsatzerlöse von EUR 277.0 Mio., für FY14F von EUR 283.7 Mio. und für FY15F von EUR 319.1 Mio. erwartet. Die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2013 („1H13A“) lagen bei EUR 143.4 Mio. Die Umsatzverteilung je Segment ist nebenstehend dargestellt.
- Im Segment BtC ergibt sich über die Planungsperiode FY13F bis FY15F gemäss Business Plan ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 21.8% (CAGR). Damit ist das Segment wichtigster Umsatztreiber in der Planungsperiode. Gemäss Management ist das BtC Segment ein junges Segment, das insbesondere durch den Zukauf des Mepha-Geschäfts gewachsen ist und an Bedeutung gewonnen hat. Dieses Segment wird vom Management als solide und einschätzbar erachtet. Es wird als das, im Vergleich zu den anderen Segmenten, attraktivste Segment eingeschätzt.

## DCF Methode

- ▲ Im Segment BtB ergibt sich über die Planungsperiode FY13F bis FY15F gemäss Businessplan ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 4.7% (CAGR). Das BtB Segment ist ein etabliertes Segment, das gemäss Management jedoch durch zunehmenden Margendruck und Konsolidierungen geprägt ist. In diesem Segment geht das Management daher von einem geringen Wachstum aus.
- ▲ Im Segment Technologiemarketing ergibt sich über die Planungsperiode FY13F bis FY15F gemäss Businessplan ein durchschnittlicher Umsatzrückgang von (13.4)% (CAGR). Analog zum Segment BtB ist das Segment Technologiemarketing geprägt durch einen zunehmenden Margendruck. Zudem ist mit einem Produktionsrückgang von Produkten für Teva zu rechnen. Insgesamt sieht das Management das Segment Technologiemarketing nicht als Wachstumstreiber. Vielmehr leistet das Segment einen Deckungsbeitrag und hilft derzeit insgesamt eine kritische Grösse zu erreichen.

## DCF Methode

Szenario 2 – Umsatzverteilung je Segment



### Szenario 2

- ▲ Im Szenario 2 wurde der Business Plan des Managements (Szenario 1) für FY15A angepasst. Bei der Anpassung handelt es sich um eine mit dem Management diskutierte Risikobereinigung der prognostizierten Umsatzerlöse von „Neuprodukten“ und „New Launches“. Die Zahlen für FY13F und FY14F sind gemäss Management im Business Plan bereits risikobereinigt.
- ▲ In der Planungsperiode ergibt sich ein durchschnittlich erwartetes Umsatzwachstum von 5.5%. Für FY13F werden Umsatzerlöse von EUR 277.0 Mio., für FY14F von EUR 283.7 und für FY15F von EUR 301.8 Mio. erwartet. Die Umsatzverteilung je Segment im Szenario 2 ist nebenstehend dargestellt.
- ▲ Im Segment BtC ergibt sich über die Planungsperiode FY13F bis FY15F im Szenario 2 ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 20.2% (CAGR). Für FY15F wurde bei „Neuprodukten“ und „New Launches“ ein Risikoabschlag angenommen, um Risiken insbesondere im Zusammenhang mit einer Verzögerung bei der Einführung von neuen Produkten abzubilden.
- ▲ Im Segment BtB ergibt sich über die Planungsperiode FY13F bis FY15F gemäss Businessplan ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 1.3% (CAGR). Analog zum Segment BtC wurde bei „New Launches“ ein Risikoabschlag unterstellt. Die Anpassung bildet Risiken im Zusammenhang mit Verzögerungen bei der Einführung der Produkte im Markt, sowie das Risiko, dass es erst gar nicht zu einer Markteinführung des Produktes kommt, ab.
- ▲ Im Segment Technologiemarketing ergibt sich über die Planungsperiode FY13F bis FY15F im Szenario 2 ein durchschnittlicher Umsatzrückgang von (14.4)% (CAGR). Auch hier wurde für FY15F bei „Neuprodukten“ und „New Launches“ ein Risikoabschlag angenommen, um Risiken im Zusammenhang mit einer Verzögerung sowie Risiken, dass ein Produkt nicht eingeführt wird, abzubilden.

## DCF Methode

### EBITDA

#### Szenario 1

- ▶ In der Planungsperiode wurde der Business Plan des Managements unverändert für die DCF Berechnung übernommen. Es ergibt sich eine durchschnittliche EBITDA-Marge von 18.6% in der Planungsperiode. Für das zweite Halbjahr 2013 wird ein EBITDA von EUR 20.3 Mio., für FY14F von EUR 51.0 Mio. und für FY15F von EUR 72.2 Mio. erwartet. Das EBITDA in 1H13A lag bei EUR 22.2 Mio.
- ▶ Für die Berechnung des Residualwertes wurde im Szenario 1 eine nachhaltige EBITDA Marge von 22.6% unterstellt. Dies entspricht der EBITDA Marge im FY15F. Gemäss Capital IQ liegt die durchschnittliche EBITDA-Marge der letzten sechs Jahren bei Acino bei rund 20.6%. Basierend auf der historischen EBITDA-Marge erscheint uns die Annahme einer EBITDA Marge von 22.6% im nicht risikobereinigten Szenario 1 als angemessen.

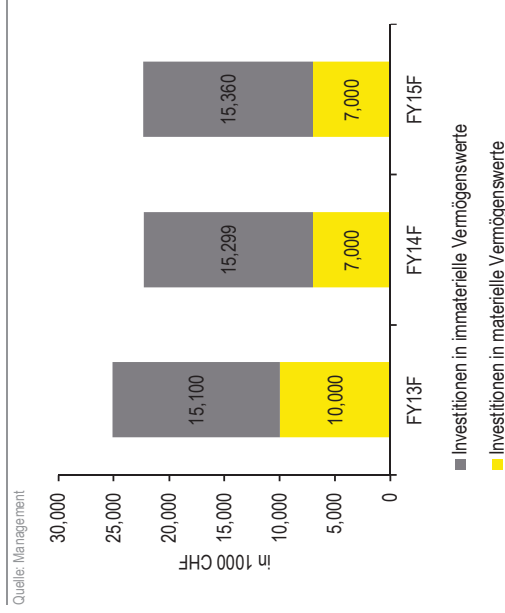
#### Szenario 2

- ▶ Zur Berechnung des EBITDA wurden im Szenario 2 die Kostenbestandteile Umsatzaufwendungen („COGS“) und Verkauf- und Marketingkosten („Sales & Marketing“) im Verhältnis zum Umsatzrückgang im jeweiligen Segment reduziert. Es wurde davon ausgegangen, dass weitere Kostenbestandteile Fixkosten darstellen und somit auch bei einem Umsatzrückgang bestehen bleiben.
- ▶ Daraus ergibt sich in der Planungsperiode im Szenario 2 eine leicht niedrigere durchschnittliche EBITDA-Marge von 18.0%. Für das zweite Halbjahr 2013 wird ein EBITDA von EUR 20.3 Mio., für FY14F von EUR 51.0 Mio. und für FY15F von EUR 62.7 Mio. erwartet.
- ▶ Für die Berechnung des Residualwertes wurde im Szenario 2 eine nachhaltige EBITDA Marge von 20.8% unterstellt. Dies entspricht der EBITDA Marge im FY15F. Unter Berücksichtigung der durchschnittlichen EBITDA-Marge der letzten sechs Jahren von Acino von rund 20.6%, erscheint uns die Annahme einer EBITDA Marge von 20.8% im risikobereinigten Szenario 2 als angemessen.



## DCF Methode

Betriebliche Investitionen FY13F bis FY15F



### Abschreibungen / Investitionen

- ▶ Nebenstehende Grafik zeigt den Investitionsplan in den Jahren FY13F bis FY15F. In der Planungsperiode wurden die Abschreibungen und Investitionen gemäss Business Plan des Managements unverändert übernommen. Bei beiden Szenarien 1 und 2 wurde dieselbe Höhe an Abschreibungen und Investitionen angenommen.
  - ▶ Das Management rechnet in den nächsten Jahren mit einem Investitionsbedarf zwischen EUR 22.0 Mio. und EUR 25.0 Mio., davon fallen zwischen EUR 7.0 Mio. und EUR 10.0 Mio. auf Investitionen in materielle Vermögenswerte sowie zwischen EUR 15.1 Mio. und EUR 15.4 Mio. auf immaterielle Vermögenswerte. Die Investitionen in immaterielle Vermögenswerte entsprechen den kapitalisierten Entwicklungskosten von Acino.
  - ▶ Nicht eingerechnet in die betrieblichen Investitionen sind aufgeschobene Kaufpreiszahlungen, die noch bis FY15F fällig sind. Diese werden in der DCF Analyse als Mittelabfluss in den Cashflows der Jahre 2HJ 2013 (CHF 0.1 Mio.), FY14F (CHF 4.6 Mio.) und FY15F (CHF 4.6 Mio.) berücksichtigt. Im Marktwertansatz werden diese aufgeschobenen Kaufpreiszahlungen als „debt-like item“ behandelt.
  - ▶ Gemäss Management liegt ein nachhaltiges Investitionsniveau bei rund CHF 25.4 Mio. Unter Annahme der Erhaltung des Anlagevermögens am Ende der Planperiode haben wir die Abschreibungen in der Residualberechnung diesem langfristigen normalisierten Investitionsniveau gleichgesetzt.
- Investitionen in das Nettoumlaufvermögen
- ▶ Die Investition ins Nettoumlaufvermögen (NUV) der Acino liegt in der Planungsperiode zwischen EUR 4.7 Mio. (FY13F) und EUR 12.5 Mio. (FY15F) im Szenario 1 und EUR 4.7 Mio. (FY13F) und EUR 7.0 Mio. (FY14F) im Szenario 2. Dies entspricht einem Anteil am Bruttoumsatz von 32.4%-34.2% im Szenario 1 und 32.4%-34.1% im Szenario 2.
  - ▶ Zur Bestimmung des NUV im Residualwert haben wir ein NUV von 34.2% des Bruttoumsatzes im Szenario 1 und 34.0% des Bruttoumsatzes im Szenario 2 angenommen. Dies entspricht dem NUV in Prozent des Bruttoumsatzes im Jahr FY15F.

### Weitere Bewertungsrelevante Annahmen

#### Ewiges Wachstum

- ▶ Im Rahmen der DCF Methode wird nach der Planperiode eine Annahme über einen nachhaltigen freien Cashflow getroffen, welcher zur Bestimmung des Residualwertes herangezogen wird. Bei der Berechnung des Residualwertes wird für die Cashflows ein ewiges Wachstum unterstellt. Im vorliegenden Fall wird ein ewiges Wachstum von 1.86% unterstellt. Dies entspricht einer mittleren erwarteten langfristigen Inflationsrate

DCF Methode

Nicht-betriebliches Vermögen	
Währung: EUR 000	Jun13A
Nichtbetriebsnotwendige flüssige Mittel	-
Aktivierte latente Steuern	6,936
Finanzanlage	3,900
Verbundene Unternehmen (Glochem Industries Ltd.)	3,255
Nicht-betriebliches Vermögen	14,091
Quelle: Management, EY	

Nettofinanzverbindlichkeiten	
Währung: EUR 000	Jun13A
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	(17,841)
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	(89,855)
Andere langfristige Finanzverbindlichkeiten	(3,369)
Personalvorsorge	(7,746)
Nichtbetriebsnotwendige flüssige Mittel	-
Nettofinanzverbindlichkeiten	(118,811)
Quelle: Management, EY	

- ▶ (Quelle: IHS Global Insight) des Euro-Raums, in den USA und der Schweiz, gewichtet nach der Umsatzverteilung in den entsprechenden Währungen EUR, USD und CHF im Geschäftsjahr 2012.
- ▶ Da Acino einen Teil des Umsatzes (insbesondere BtC) in Schwellenländern generiert und in diesen Ländern die Inflationserwartungen eher höher sind als im Euro-Raum, den USA und der Schweiz, wäre unter Umständen ein höheres ewiges Wachstum gerechtfertigt. Demgegenüber stehen jedoch die Entwicklungen in den Segmenten BtB und Technologiemarketing, in denen die Wachstumserwartungen geringer oder gar negativ sind. Deshalb erachten wir ein ewiges Wachstum von 1.86% als angemessen.

Nicht-betriebliches Vermögen

- ▶ Nichtbetriebsnotwendige flüssige Mittel: Basierend auf unseren Analysen sind per Bewertungsstichtag sämtliche flüssigen Mittel betrieblich gebunden.
- ▶ Aktivierte latente Steuern: Gemäss Management bestehen per 30. Juni 2013 aktivierte latente Steuern aus Verlustvorträgen von EUR 6.94 Mio. Es bestehen keine weiteren nicht aktivierten steuerlich nutzbaren Verlustvorträge.
- ▶ Finanzanlage: Gemäss Geschäftsbericht bestehen per 30. Juni 2013 nichtbetriebsnotwendige Finanzanlagen von EUR 3.9 Mio.
- ▶ Investitionen in verbundene Unternehmen: Gemäss Geschäftsbericht besteht per 30. Juni 2013 eine Beteiligung von EUR 3.3 Mio. (Aktienbeteiligung von 24.5%) in ein verbundenes Unternehmen – Glochem Industries Ltd. Die Beteiligung ist nicht betriebsnotwendig.

Nettofinanzverbindlichkeiten

- ▶ In der DCF Bewertung werden die Nettofinanzverbindlichkeiten vom Bruttounternehmenswert abgezogen, um zum Eigenkapitalwert zu gelangen. Die Nettofinanzverbindlichkeiten ergeben sich aus der Summe der verzinssichen Verbindlichkeiten abzüglich der nichtbetriebsnotwendigen flüssigen Mittel.
- ▶ Gemäss Halbjahresbericht bestehen per 30. Juni 2013 verzinssiche Verbindlichkeiten in Höhe von insgesamt EUR 119 Mio.
- ▶ Unter der Annahme, dass sämtliche flüssigen Mittel betrieblich gebunden sind ergeben sich per 30. Juni 2013 Nettofinanzverbindlichkeiten von EUR 119 Mio. wie in nebenstehender Tabelle dargestellt.

Eventualverbindlichkeiten

- ▶ Gemäss Management sind keine Eventualverbindlichkeiten vorhanden.



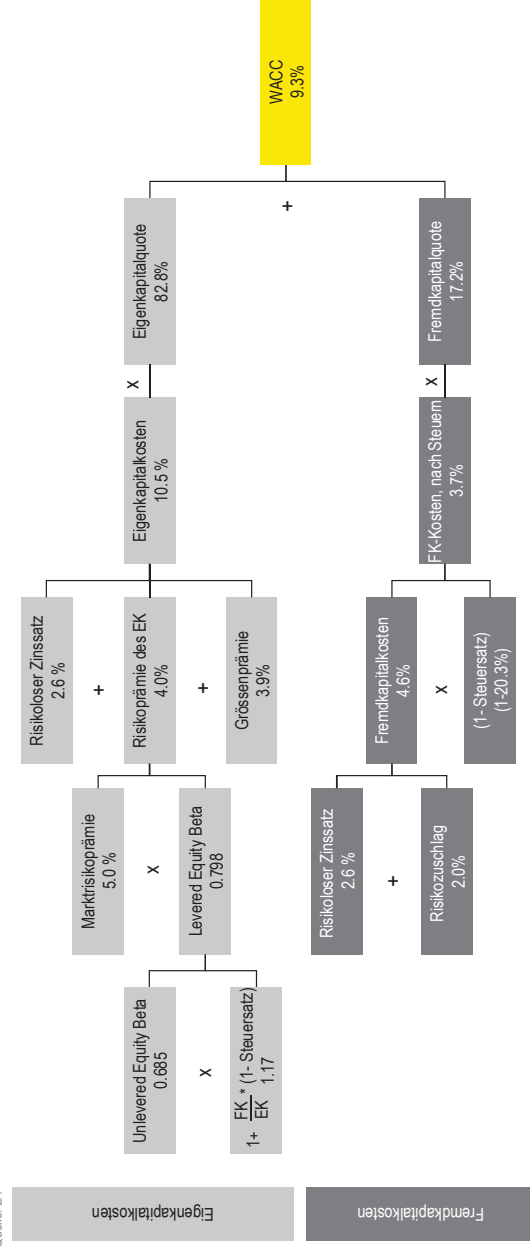
# DCF Methode

## Kapitalkosten

- Der WACC beschreibt die gewichtete Renditeforderung von Fremd- und Eigenkapitalgebern. Die Eigenkapitalkosten werden gemäss CAPM bestimmt. Die Fremdkapitalkosten wurden um den Steuersatz für Acino von 20.3% adjustiert. Der WACC für Acino wird entsprechend nachfolgend illustrierend Formel berechnet. Nachfolgend werden die Elemente des steueradjustierten WACC beschrieben.

Berechnungsschema für den steueradjustierten WACC für Acino

Quelle: EY



## DCF Methode

## Eigenkapitalkosten (gerundete Werte)

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quellenangabe
<b>Gewichteter risikoloser Zinssatz</b>	2.6%	Der risikolose Zinssatz beschreibt die nominelle Renditeerwartung für risikolose Anlagen. Als nominelle Grösse enthält der risikolose Zinssatz eine Erwartung über die Realverzinsung und die Inflation.	Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe in der Eurozone, der Schweiz und den USA per 25. September 2013, 5-jähriger historischer Durchschnitt, gewichtet nach der Umsatzverteilung in den entsprechenden Währungen EUR, USD und CHF im Geschäftsjahr 2012 (Capital IQ)
<b>Adjustiertes „unlevered“ Beta</b>	0.685x	Der Beta-Wert reflektiert das nach dem CAPM hergeleitete systematische Risiko einer Aktie. Die Betas wurden am Kapitalmarkt beobachtet und entsprechend ihrer Kapitalstruktur „unlevered“. Der Prozess des „unlevering“ bereinigt die Betas und neutralisiert Effekte, die durch die unterschiedliche Fremdkapitalstruktur entstehen. Es erfolgte die Berechnung eines übergeordneten Betas, da wir für alle vier Segmente ein identisches Beta als angemessen ansehen. Formel: $\text{Beta (unlevered)} = \text{adjustiertes Beta} / (1 + FK/EK * (1 - \text{Steuersatz}))$ .	Das adjustierte „unlevered“ Beta basiert auf dem Median der Vergleichsgruppe (Capital IQ). Adjustiert gemäss Blume.
<b>Adjustiertes „levered“ Beta Acino</b>	0.798x	Um das systematische Risiko für Acino zu errechnen, wird das adjustierte „unlevered“ Beta entsprechend der Zielkapitalstruktur „relevered“.	Relevering gemäss Hamada: $\text{Beta (levered)} = \text{Beta (unlevered)} * (1 + FK/EK * (1 - \text{Steuersatz}))$
<b>Marktrisikoprämie</b>	5.0%	Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des zugrundeliegenden Aktienmarktes und der risikolosen Rendite der korrespondierenden Staatsanleihe über einen aussagekräftigen Zeitraum hinweg.	Durchschnittliche Marktrisikoprämie (Marktstudien)
<b>Grössenprämie</b>	3.9%	Empirische Studien haben gezeigt, dass kleinere Unternehmen (in Bezug auf die Kapitalisierung) im Vergleich zu grösseren Unternehmen langfristig Überrenditen erzielen, die nicht durch das CAPM, also das systematische Risiko, erklärt werden können. Generell sind höhere Renditen langfristig nur durch höhere Risiken zu realisieren. Für das höhere Risiko verlangen die Kapitalgeber eine höhere Entschädigung. Um die erhöhte Renditeforderung bei einer Firma wie Acino zu kompensieren, nehmen wir einen entsprechenden Aufschlag auf die Eigenkapitalkosten vor.	Grössenprämie für Micro-Cap (Ibbotson SBB) Valuation Yearbook 2013 – Morningstar
<b>Eigenkapitalkosten Acino</b>	10.5%		

Quelle: EY

DCF Methode

Fremdkapitalkosten (gerundete Werte)

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quellenangabe
<b>Gewichteter risikoloser Zinssatz</b>	2.6%	Siehe oben	Siehe oben
<b>Risikozuschlag für FK</b>	2.0%	Entsprechend der Kreditwürdigkeit von Acino verlangen die FK-Geber einen Risikozuschlag auf den risikolosen Zinssatz. Der Risikozuschlag wurde über den Spread von Fremdkapital, welches mit einem BBB Rating eingestuft ist, hergeleitet.	Kreditrisikoprämie gemäss Barclays Global Aggregate Index - BBB
<b>Fremdkapitalkosten Acino</b>	4.6%		

Quelle: EY

Kapitalstruktur und Steuersatz (gerundete Werte)

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quellenangabe
<b>Fremdkapitalquote</b>	17.2%	Die Fremdkapitalquote beschreibt den erfassten Fremdkapitalanteil der Unternehmen der Industrie zum Bewertungszeitpunkt. Sie dient zur Gewichtung der Fremdkapitalkosten im WACC.	Kapitalstruktur gemäss Median der Vergleichsgruppe (Capital IQ)
<b>Eigenkapitalquote</b>	82.8%	Die Eigenkapitalquote beschreibt den zu Marktwerten erfassten Eigenkapitalanteil der Industrie zum Bewertungszeitpunkt. Sie dient zur Gewichtung der Eigenkapitalkosten im WACC	Kapitalstruktur gemäss Median der Vergleichsgruppe (Capital IQ)
<b>Steuersatz Acino</b>	20.3%	Der Steuersatz entspricht dem Steuersatz für ein Unternehmen in Aesch - Baselland. Der Steuersatz wird im Prozess des „Re-levering“ für die Beiberechnung und die Steueradjustierung der Fremdkapitalkosten verwendet.	Steuerexperte EY

Quelle: EY

DCF Methode

Szenario 1 – Wertermittlung Acino (DCF)

Währung: EUR 000	EUR 000	CHF 000
Barwert der Free Cashflows (2HJ13A-FY15F)	39,148	48,126
Barwert des Residualwerts (ab FY15N)	416,796	512,384
Operativer Unternehmenswert	455,944	560,510
Nettofinanzverbindlichkeiten	(118,811)	(146,059)
Eigenkapitalwert	337,133	414,451
Nicht-betriebliches Vermögen	14,091	17,323
Eigenkapitalwert	351,224	431,774
Ausstehende Aktien	3,460,000	3,460,000
Eigenkapitalwert je Aktie EUR / CHF	101.5	124.8

Quelle: Management, EY

Bewertungsergebnis Acino

- ▲ Basierend auf den erhaltenen Informationen, Gesprächen mit dem Management sowie eigenen Überlegungen haben wir unter Anwendung der DCF Methode einen Eigenkapitalwert per 25. September 2013 von EUR 351 Mio. bei Szenario 1 und EUR 264 Mio. beim risikobereinigten Szenario 2 ermittelt. Bei Anwendung eines Wechselkurses EUR/CHF von 1.229 (per 25. September 2013) resultiert ein Eigenkapitalwert von rund CHF 432 Mio. im Szenario 1 und rund CHF 324 Mio. im Szenario 2.
- ▲ Bei 3'460'000 Namenaktien ergibt sich ein Eigenkapitalwert je Aktie von CHF 124.8 im Szenario 1 und CHF 93.8 im Szenario 2.
- ▲ Nebenstehende Tabellen zeigen die Ermittlung des Eigenkapitalwerts von Acino anhand der DCF Methode für das Szenario 1 und Szenario 2.

Fazit

Für Acino ermitteln wir eine Wertbandbreite von CHF 93.8 bis CHF 124.8 pro Namenaktie.

Szenario 2 – Wertermittlung Acino (DCF)

Währung: EUR 000	EUR 000	CHF 000
Barwert der Free Cashflows (2HJ13A-FY15F)	38,470	47,292
Barwert des Residualwerts (ab FY15N)	330,117	405,826
Operativer Unternehmenswert	368,587	453,118
Nettofinanzverbindlichkeiten	(118,811)	(146,059)
Eigenkapitalwert	249,776	307,059
Nicht-betriebliches Vermögen	14,091	17,310
Eigenkapitalwert	263,867	324,382
Ausstehende Aktien	3,460,000	3,460,000
Eigenkapitalwert je Aktie EUR / CHF	76.3	93.8

Quelle: Management, EY



DCF Methode

Sensitivitätsanalyse

- Im Rahmen der DCF Berechnung erfolgte eine Sensitivitätsanalyse in Bezug auf den Eigenkapitalwert je Aktie, wobei der WACC und das ewige Wachstum variiert wurden. Die Analyse soll aufzeigen, in wieweit sich der Eigenkapitalwert je Aktie verändert, wenn grundlegende Annahmen der Bewertung verändert werden.
- Wie in der nachfolgenden Tabelle dargestellt, fluktuiert der Eigenkapitalwert je Aktie im Scenario 1 zwischen CHF 101.2 und CHF 160.3, wenn der WACC um +/- 1.0% und des ewigen Wachstums um +/- 0.5% verändert wird.

Sensitivitätsanalyse Scenario 1: WACC und ewiges Wachstum

		Ewiges Wachstum				
		0.9%	1.4%	1.9%	2.4%	2.9%
WACC	7.3%	151.1	163.9	179.1	197.3	219.7
	8.3%	127.7	137.0	147.7	160.3	175.1
	9.3%	109.8	116.8	124.8	133.9	144.4
	10.3%	95.8	101.2	107.3	114.1	121.9
	11.3%	84.4	88.7	93.5	98.8	104.7

Quelle: EY

- Wie in der nachfolgenden Tabelle dargestellt fluktuiert der Eigenkapitalwert je Aktie im Scenario 2 zwischen CHF 75.3 und CHF 121.5, wenn der WACC um +/- 1.0% und des ewigen Wachstums um +/- 0.5% verändert wird.

Sensitivitätsanalyse Scenario 2: WACC und ewiges Wachstum

		Ewiges Wachstum				
		0.9%	1.4%	1.9%	2.4%	2.9%
WACC	7.3%	115.3	125.1	136.8	150.7	167.8
	8.3%	96.7	103.8	111.9	121.5	132.7
	9.3%	82.5	87.8	93.8	100.6	108.5
	10.3%	71.3	75.3	79.9	85.0	90.8
	11.3%	62.2	65.4	68.9	72.9	77.3

Quelle: EY



## Marktwertansatz

Bewertung mittels Trading Multiples basierend auf EBITDA FY12A

Währung: EUR 000	EBITDA
Basis EBITDA FY12A	36,761
R&D Anpassung (Investition in immaterielle Vermögenswerte)	(12,617)
Angepasstes EBITDA FY12A	24,144
Multiple FY12A	10.3x
Unternehmenswert (exkl. Barmittel und Bankguthaben)	248,762
Barmittel und Bankguthaben	7,108
Unternehmenswert (inkl. Barmittel und Bankguthaben)	255,870
Nettofinanzverbindlichkeiten	(118,811)
Eigenkapitalwert	137,059
Nicht betriebliches Vermögen	14,091
Aufgeschobene Kaufpreiszahlung (diskontiert)	(8,345)
Eigenkapitalwert	142,805
Ausstehende Aktien	3,460,000
Eigenkapitalwert pro Aktie EUR	41.3
FX rate	1.229
Eigenkapitalwert je Aktie CHF	50.7

Quelle: Capital IQ, EY

### Trading und Transaction Multiples

- Der Marktwertansatz beinhaltet grundsätzlich zwei Methoden: den "Trading Multiple Ansatz" (basierend auf vergleichbaren börsennotierten Unternehmen) und den "Transaction Multiple Ansatz" (basierend auf Transaktionen von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen). Die Marktwertmethode ist eine relative Bewertungsmethode und wird in der Praxis häufig lediglich zu Vergleichszwecken herbeigezogen.

### Berechnung des Eigenkapitalwertes mittels Marktwertansatz

- Die zur Bewertung mittels Multiple Ansatz verwendeten Vergleichsunternehmen und Transaktionen wurden mit Hilfe von Capital IQ ermittelt. Die verwendeten Vergleichsunternehmen sowie die entsprechenden Trading Multiples finden sich im Anhang. Im Rahmen des Transaction Multiple Ansatzes wurden 18 Transaktionen identifiziert, welche wir für die vorliegende Analyse als geeignet erachten. Details bezüglich der berücksichtigten Transaktionen sind ebenfalls im Anhang dargestellt.
- Unsere Bewertungsüberlegungen stützen wir dabei auf dem EBITDA als Bezugsgrösse ab. Als Basis für die Berechnung der Multiples wurde das letzte abgeschlossene Geschäftsjahr („LFY“, engl. last financial year) FY12A berücksichtigt.
- Da die gewählten Vergleichsunternehmen ihre Forschungs- und Entwicklungskosten als Kosten in Abzug bringen, wohingegen Acino die Entwicklungskosten kapitalisiert, wurde das EBITDA von Acino zur Vergleichbarkeit angepasst. Dafür wurden vom EBITDA die Investitionen in immaterielle Vermögenswerte im FY12A in Abzug gebracht.
- Die Akquisition von Mepha erfolgte per 17. Februar 2012 (Closing). Der EBITDA FY12A reflektiert das betriebliche Ergebnis von Mepha somit lediglich seit diesem Zeitpunkt. Unter der Annahme, dass Mepha in den Monaten Januar und Februar 2012 ein positives Ergebnis erwirtschaftet hat, ist der EBITDA FY12A, der für den Marktwertansatz als Basis dient, somit leicht zu tief. Ein höheres EBITDA würde, ceteris paribus, den Wert pro Namenaktie gemäss Marktwertansatz erhöhen.
- Nicht-betriebliche Vermögenswerte, bestehend aus „Aktivierte latente Steuern“, „Finanzanlage“ und „Investitionen in verbundene Unternehmen“ wurden addiert.
- Zudem wurden die diskontierten, aufgeschobenen Kaufpreiszahlungen der Jahre 2HJ 2013 bis FY15F in Abzug gebracht (zukünftiger Mittelabfluss, „debt-like item“).



## Marktwertansatz

Bewertung mittels Transaction Multiples basierend auf EBITDA FY12A

Währung: EUR 000	EBITDA
Basis EBITDA FY12A	36,761
R&D Anpassung (Investition in immaterielle Vermögenswerte)	(12,617)
Angepasstes EBITDA FY12A	24,144
Multiple	10.4x
Unternehmenswert (exkl. Barmittel und Bankguthaben)	251,818
Barmittel und Bankguthaben	7,108
Unternehmenswert (inkl. Barmittel und Bankguthaben)	258,926
Nettofinanzverbindlichkeiten	(118,811)
Eigenkapitalwert	140,115
Nicht betriebliches Vermögen	14,091
Aufgeschobene Kaufpreiszahlung (diskontiert)	(8,345)
Eigenkapitalwert	145,861
Ausstehende Aktien (bereinigt um eigene)	3,460,000
Eigenkapitalwert pro Aktie EUR	42.2
FX rate	1.229
Eigenkapitalwert je Aktie CHF	51.8

Quelle: Capital IQ, EY

- Die Berechnung des Aktienwertes mit Hilfe von Trading und Transaction Multiples ist in den beiden Tabellen auf der vorherigen und auf dieser Seite dargestellt. Anhand des Marktwertansatzes basierend auf dem EBITDA berechnen wir einen Wertspanne von CHF 50.7 bis CHF 51.8 je Acino Namenaktie.
- Die Bewertung anhand des Marktwertansatzes ergibt einen vergleichsweise geringen Eigenkapitalwert je Aktie. Dies ist insbesondere auf den vergleichsweise geringen (angepassten) EBITDA Wert für FY12A zurückzuführen. Das in den nächsten Jahren erwartete Wachstum des EBITDA wird entsprechend nicht im Marktwertansatz reflektiert.

### Fazit

Bei Anwendung der Marktwertmethode ergibt sich eine Wertspanne zwischen CHF 50.79 und CHF 51.8 je Acino Namenaktie.

## Gesamtbeurteilung/Fairness Opinion

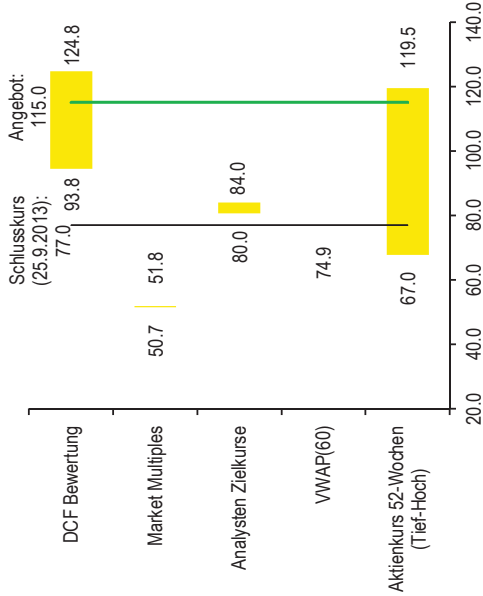
---

### 1. Gesamtbeurteilung/Fairness Opinion

# Gesamtbeurteilung/Fairness Opinion

## Übersicht Wertermittlung Acino

Quelle: EY



## Fairness Opinion

- ▶ Nebenstehende Grafik zeigt das Ergebnis unserer Analysen pro Namenaktie. Basierend auf unseren Wertungsüberlegungen ergibt sich für eine Namenaktie mit einem Nennwert von CHF 0.4 eine Wertbandbreite von CHF 50.7 bis CHF 124.8.
- ▶ Bei der Bewertung anhand des Marktwertansatzes ergibt sich eine vergleichsweise geringe Wertbandbreite je Namenaktie von Acino. Wie erläutert, ist dies insbesondere auf das vergleichsweise geringe (angepasste) EBITDA in FY12A, das Grundlage der Berechnung war, zurückzuführen. Das in den nächsten Jahren erwartete EBITDA-Wachstum wird, im Gegensatz zur DCF Bewertung, im Marktwertansatz nicht berücksichtigt.
- ▶ Der VWAP (60) (volumengewichteter Durchschnittskurs) liegt per 25. September 2013 bei CHF 74.9. Der Tageschlusskurs per 25. September 2013 ist CHF 77.0.
- ▶ Das Angebot von oder Pharma Strategy Partners von CHF 115 pro Namenaktie von Acino entspricht somit einer Prämie von 53.5% gegenüber dem VWAP (60) respektive einer Prämie von 49.4% gegenüber dem aktuellen Tagesschlusskurs.
- ▶ Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot von CHF 115 von oder Pharma Strategy Partners an die Aktionäre von Acino als fair anzusehen.
- ▶ Die Fairness Opinion wurde am 25. September 2013 fertiggestellt.

### Fazit

Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot von CHF 115 von oder Pharma Strategy Partners, Luxembourg als fair anzusehen.

✓ 25/10/13 - R. Rösche

Stefan Rösch-Rütsche  
Partner

Louis Siegrist  
Partner

## Anhang

---

1. Anhang A: Abkürzungsverzeichnis
2. Anhang B: Beurteilungsgrundlagen
3. Anhang C: Vergleichsgruppe

## Abkürzungsverzeichnis

1HJ 2013	Erstes Halbjahr 2013
2HJ 2013	Zweites Halbjahr 2013
Acino	Acino Holding AG, Dornacherstrasse 114, CH-4147 Aesch
AG	Aktiengesellschaft
API	Active Pharmaceutical Ingredients
BtB	Segment Business to Business von Acino
BtC	Segment Business to Consumers von Acino
CAPEX	Investitionen (Capital expenditures)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
CMO	Contract Manufacturing Organization
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Einkommen vor Zinsen und Steuern (Earnings before interest and taxes)
EBITDA	Einkommen vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
EK	Eigenkapital
EUR	Euro, Währung der Eurozone
EY	Ernst & Young AG, Maagplatz 1, CH-8010 Zürich
FCFF	Freie Cashflows auf Gesamtkapitalstufe (Free cash flows to the firm)
FK	Fremdkapital
FYXXA / FYXXF / FYXXN	Geschäftsjahr 20XX actual / forecast / normalisiert
LFY	Vorangegangenes Geschäftsjahr (Last financial year)
LTM	Vorangegangene zwölf Monate (Last twelve months)
Mio.	Millionen

## Abkürzungsverzeichnis

MENA	Mittlerer Osten und Nordafrika
NFY	Nächstes Geschäftsjahr (Next financial year)
NUV	Nettoumlaufvermögen
R&D	Forschungs- und Entwicklungskosten
USD	US amerikanischer Dollar, Währung der USA
UW	Unternehmenswert
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittskurs (Volume-weighted average price)
WACC	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (Weighted average costs of capital)

Beurteilungsgrundlagen

Kontaktpersonen

Name	Position
Hr. Peter Burema	CEO Acino
Hr. Martin Gertsch	CFO Acino
Hr. Markus Strebel	Head Group Controlling
Hr. Alain Schaffter	Head Group Finance

Übersicht über erhaltene Dokumente

Dateiname	Datum	Dateityp
Acrobat_ACIN Budget 2013 BP 2014-2018_EY.xls	30. August 2013	MS Excel
Acrobat_ACIN Budget 2013 BP 2014-2018_working version BilanzEY.pdf	2. September 2013	PDF File
Acrobat_Businessplan inkl. BGT13 und LE2_2012_angepasst EY.xls	8. September 2013	MS Excel
Acrobat_Businessplan inkl. BGT13 und LE2_2012_EY.xlsx	30. August 2013	MS Excel
fairness opinion_EY_version2.xlsx	6. September 2013	MS Excel
P&L für die Segmente BIC, BtB und Technologiemarketing	3. September 2013	Hardcopy
FX-Effekt auf Umsatz HY2013 EY.pdf	2. September 2013	PDF File
fairness opinion_EY_version3.xlsx	9. September 2013	MS Excel



## Vergleichsgruppe zur Herleitung des Betas und des Trading Multiple

Vergleichsgruppe, Beta und Trading Multiple

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Markt- kapitalisierung	Minderheiten	FK	FK / GK	Adjustiertes Beta	Unternehmens- steuersatz	Unlevered beta	UW/EBITDA LFY
ALK-Abellö A/S	CPSE:ALK B	Denmark	DKK	4,926	-	330	6.28%	0.751	25.0%	0.715	16.8x
Acino Holding AG	SWX:ACIN	Switzerland	EUR	219	-	108	32.98%	0.600	18.0%	0.428	14.2x
Galenica Ltd.	SWX:GALN	Switzerland	CHF	4,912	23	901	15.45%	0.787	18.0%	0.685	13.8x
Lonza Group AG	SWX:LONN	Switzerland	CHF	3,894	-	2,790	41.74%	0.979	18.0%	0.617	10.3x
Stada-Arzneimittel AG	DB:SAZ	Germany	EUR	2,184	28	1,523	40.76%	1.043	29.8%	0.703	9.6x
Siegfried Holding AG	SWX:SFZN	Switzerland	CHF	528	-	53	9.18%	0.838	18.0%	0.773	13.1x
Teva Pharmaceutical Industries Limited	NYSE:TEVA	Israel	USD	32,718	95	12,461	27.52%	0.596	25.0%	0.464	7.3x
Dr. Reddy's Laboratories Ltd.	BSE:500124	India	INR	413,295	16	43,995	9.62%	0.753	32.4%	0.702	16.6x
MPH Mittelständische Pharma Holding AG	DB:93MV	Germany	EUR	102	23	36	22.11%	0.171	29.8%	0.143	7.3x
Veropharm Co. Ltd.	MICEX:VRPH	Russia	RUB	9,050	-	1,885	17.24%	0.637	17.8%	0.544	6.9x
Antibiotice S.A.	BVB:ATB	Romania	RON	268	-	-	0.00%	0.876	16.0%	0.876	5.6x
Mylan, Inc.	Nasdaqgs:MYL	United States	USD	14,558	17	6,220	29.91%	0.873	35.0%	0.683	10.8x
Torrent Pharmaceuticals Ltd.	BSE:500420	India	INR	74,566	4	-	0.00%	0.778	32.4%	0.778	9.2x
Tiefst							0.00%			0.143	5.6x
Höchst							41.74%			0.876	16.8x
Durchschnitt							19.45%			0.624	10.9x
Median							17.24%			0.685	10.3x

Quelle: Capital IQ  
Werte in Mio. Per 25.9.2013



## Vergleichsgruppe zur Herleitung des Betas und des Trading Multiple

### Kurzbeschreibung der Unternehmen der Vergleichsgruppe

ALK-Abelló A/S ALK-Abelló A/S, a pharmaceutical company, engages in the research and development, production, and sale of products for the diagnosis, prevention, and treatment of allergies.	Acino Holding AG Acino Holding AG develops, manufactures, and markets pharmaceuticals in novel drug delivery forms worldwide.	Galenica Ltd. Galenica Ltd. develops, manufactures, and markets pharmaceutical products primarily in Switzerland, Europe, and the United States.
Lonza Group AG Lonza Group AG supplies products and services to the pharmaceutical and biotechnology, healthcare, and life-science industries worldwide.	Stada-Arzneimittel AG STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft engages in the development and marketing of active pharmaceutical ingredients for the health care and pharmaceutical markets worldwide.	Siegfried Holding AG Siegfried Holding AG engages develops and manufactures active pharmaceutical ingredients (APIs) and their intermediates worldwide.
Teva Pharmaceutical Industries Limited Teva Pharmaceutical Industries Limited develops, manufactures, markets, and distributes pharmaceutical products worldwide.	Dr. Reddy's Laboratories Ltd. Dr. Reddy's Laboratories Limited operates as an integrated pharmaceutical company. It operates in three segments: Pharmaceutical services and Active Ingredients (PSAI), Global Generics, and Proprietary Products. It primarily operates in India, the United States, Russia and other countries of the former Soviet Union, Europe, and others.	MPH Mittelständische Pharma Holding AG MPH Mittelständische Pharma Holding AG operates in the pharmaceutical and healthcare activities in Germany.
Veropharm Co. Ltd. Veropharm Co. Ltd. manufactures and sells pharmaceutical products.	Antibiotice S.A. Antibiotice SA engages in the manufacture of active ingredients and biofertilizers in Romania.	Mylan, Inc. Mylan Inc. engages in the development, manufacture, marketing, licensing, and distribution of generic and branded generic pharmaceuticals, specialty pharmaceuticals, and active pharmaceutical ingredients (APIs) worldwide.
Torrent Pharmaceuticals Ltd. Torrent Pharmaceuticals Limited, a pharmaceutical company, engages in the manufacture and sale of branded and unbranded generic pharmaceutical products.		

Quelle: Capital IQ

## Übersicht Transaction Multiple

Übersicht Transaction Multiples									
Closing Date	Prozent (%)	Status Transaktion	Transaktionswert (EURm, historischer Kurs)	Zielunternehmung	Land der Zielunternehmung	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Implizierter UW / EBITDA	
09/30/11	100.0%	Closed	9.653	Switzerland		Nycomed SICAR S.C.A.	Takeda Pharmaceutical Company Limited (TSE:4502)	10.9x	
10/31/12	100.0%	Closed	4.536	Iceland		Actavis Group Hf.	WATSON PHARMA S.à r.l.	14.5x	
11/16/10	45.9%	Closed	359	France		Stallergenes SA (ENXTPA:GENP)	Ares Life Sciences SA	14.3x	
08/19/11	87.2%	Closed	324	Lithuania		Sanitas AB (DB:ZA5)	Valeant Pharmaceuticals International, Inc. (TSX:VRX)	10.8x	
05/11/11	100.0%	Closed	294	Switzerland		Novartis AG, Global rights to Elidel	Meda AB (OM:MEDA A)	5.0x	
03/11/11	27.3%	Closed	214	France		Stallergenes SA (ENXTPA:GENP)	Ares Life Sciences SA	12.7x	
06/16/11	100.0%	Closed	81	Sweden		Biophausia AB	Medivir AB (OM:MMVR B)	10.4x	
02/27/13	100.0%	Closed	75	United Kingdom		Kent Pharmaceuticals Limited	DCC Healthcare Ltd.	7.0x	
12/31/10	100.0%	Closed	21	Sweden		BioPhausia, OTC Products	Meda AB (OM:MEDA A)	6.6x	
11/30/11	100.0%	Closed	13	United Kingdom		Sinclair IS Pharma plc, Mysoline		6.5x	
04/21/11	100.0%	Closed	365	United Kingdom		ProStrakan Group plc	Kyowa Hakko Kirin Co., Ltd. (TSE:4151)	25.3x	
05/20/11	100.0%	Closed	59	United Kingdom		IS Pharma plc	SERB S.A.S.	9.4x	
04/09/10	100.0%	Closed	12	Latvia		Joint Stock Company "Grindeks" (RISE:GRD1R)	Sinclair IS Pharma plc (AIM:SPH)	15.8x	
10/27/10	100.0%	Closed	12	Latvia		Joint Stock Company "Grindeks" (RISE:GRD1R)	OJSC Pharmstandard (LSE:PHST)	9.0x	
06/12/12	99.4%	Closed	543	Turkey		Mustafa Nevzat İlaç Sanayii A.S.	SIA AB.LV Private Equity Management	n/a	
09/14/11	100.0%	Closed	90	Turkey		Dr. F. Frik İlaç San. A.S.	Amgen İlaç Ticaret Limited Şirketi	n/a	
10/03/11	63.9%	Closed	82	Morocco		Societe de Promotion Pharmaceutique du Maghreb SA (CBSE:PRO)	Recordati SpA (BIT:REC)	n/a	
01/21/13	100.0%	Closed	705	Norway		Pronova BioPharma ASA	Hikma Pharmaceuticals plc (LSE:HIK)	6.0x	
Tiefst							BASF AS	5.0x	
Höchst								25.3x	
Durchschnitt								10.9x	
Median								10.4x	
Quelle: Capital IQ									

## EY | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

### About EY

EY is a global leader in assurance, tax, transaction and advisory services. The insights and quality services we deliver help build trust and confidence in the capital markets and in economies the world over. We develop outstanding leaders who team to deliver on our promises to all of our stakeholders. In so doing, we play a critical role in building a better working world for our people, for our clients and for our communities.

EY refers to the global organization, and may refer to one or more, of the member firms of Ernst & Young Global Limited, each of which is a separate legal entity. Ernst & Young Global Limited, a UK company limited by guarantee, does not provide services to clients. For more information about our organization, please visit [ey.com](http://ey.com).

© 2013 EYGM Limited.  
All Rights Reserved.