

ALANTRA

Fairness Opinion – Actelion Ltd.

Fairness Opinion zum öffentlichen Kaufangebot der
Janssen Holding GmbH für den Erwerb von Actelion Ltd.

16. Februar 2017

Inhalt

- Einleitung
 - Unternehmen
 - Bewertungsüberlegungen
 - Ergebnis der Fairness Opinion
 - Anhang
-

Einleitung

- Ausgangslage
- Auftrag von Alantra
- Beurteilungsvorgehen
- Beurteilungsgrundlagen

Einleitung

Ausgangslage (1/2)

Ausgangslage

- Actelion Ltd. („Actelion“ oder das „Unternehmen“) ist an der SIX Swiss Exchange kotiert. Per 3. Februar 2017 betrug die Marktkapitalisierung des Unternehmens CHF 27,576 Mio. Actelion ist ein auf das Gebiet der pulmonalen arteriellen Hypertonie („PAH“) spezialisiertes biopharmazeutisches Unternehmen mit Medikamenten zur oralen, inhalativen und intravenösen Therapie von Krankheiten der WHO-Funktionsklassen II bis IV
- Darüber hinaus bietet das Unternehmen Behandlungen für spezielle Krankheiten an, darunter Morbus Gaucher Typ 1, Morbus Niemann-Pick Typ C, digitale Ulzerationen bei unter systemischer Sklerose leidenden Patienten sowie Mycosis fungoides bei Patienten mit kutanem T-Zell-Lymphom
- Actelion beschäftigt ca. 2,624 Mitarbeitende und erzielte im Geschäftsjahr 2016 einen Umsatz von CHF 2.4 Mrd. Das Unternehmen hat seinen Hauptsitz in Allschwil, Schweiz. Actelion hat weltweit über 30 operative Niederlassungen, unter anderem in den USA, Kanada, Brasilien, Australien, Japan, der Schweiz sowie in einigen EU-Ländern
- Das Aktienkapital des Unternehmens beträgt CHF 53,880,713.50 aufgeteilt in 107,761,427 Namenaktien zum Nominalwert von CHF 0.50 je Aktie („Actelion-Aktie“ oder „Aktie“). Die Aktien sind voll liberiert und besitzen je ein Stimmrecht
- Actelion ist seit dem 16. November 2016 Gegenstand von Übernahme-gerüchten⁽¹⁾. In der Folge stieg der Aktienkurs von Actelion, und die entsprechenden gewichteten Durchschnittskurse wurden seit dem 16. November 2016 durch die Spekulationen in die Höhe getrieben
- Am 26. Januar 2017 veröffentlichte Johnson & Johnson über die indirekte Tochtergesellschaft Janssen Holding GmbH, Zug, Schweiz, eine Voranmeldung, in der man über die Absicht informierte, den Aktionären von Actelion ein öffentliches Barangebot für alle sich im Publikum befindlichen Namenaktien zu einem Preis von USD 280.00 je Aktie zu unterbreiten (das „Johnson & Johnson-Angebot“). Es ist darauf hinzuweisen, dass der tatsächliche Angebotspreis in CHF von der künftigen Entwicklung des USD/CHF-Wechselkurses abhängt
- Die vorgeschlagene Transaktion verbindet das Johnson & Johnson-Angebot mit der Abspaltung des vorklinischen Forschungs- und des klinischen Pipeline-Geschäfts des Unternehmens. Geschehen soll dies durch (1) die Reorganisation der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten dieses Geschäfts in einer neu gegründeten Gesellschaft („R&D New Co“) und (2) eine Ausschüttung aller Aktien der R&D NewCo mittels einer Sachdividende („Aktividivende“) an die gegenwärtigen Aktionäre von Actelion, wobei eine Actelion-Aktie zum Erhalt einer Aktie der R&D NewCo berechtigt
- Alle Aktien von R&D NewCo werden an der SIX Swiss Exchange kotiert (die Reorganisation, Ausschüttung und Zulassung der Kotierung zusammen, die „Abspaltungstransaktionen“)
- Im Folgenden wird das nach den Abspaltungstransaktionen verbleibende Unternehmen „Actelion New“ genannt
- Im Zusammenhang mit den Abspaltungstransaktionen hat Johnson & Johnson zugesagt, R&D NewCo ein Wandeldarlehen über CHF 580 Mio. mit einer Laufzeit von zehn Jahren zu gewähren. Das Darlehen ist in zwei Tranchen in insgesamt bis zu 32% der Aktien von R&D NewCo wandelbar
- Darüber hinaus wird R&D NewCo im Rahmen der Abspaltungstransaktionen CHF 420 Mio. in bar von Actelion erhalten. Zusammen mit dem Wandeldarlehen von Johnson & Johnson über CHF 580 Mio. wird R&D NewCo mit CHF 1 Mrd. kapitalisiert
- Einen Tag nach dem Vollzug des Johnson & Johnson-Angebots und dem Abschluss der Abspaltungstransaktionen wird die erste Tranche des Wandeldarlehens gewandelt werden, sodass eine Tochtergesellschaft von Johnson & Johnson 16% und die ehemaligen Actelion-Aktionäre 84% der Aktien der R&D NewCo halten werden
- Der verbleibende Teil des Darlehens kann während der Laufzeit des Wandeldarlehens jederzeit von einer Tochtergesellschaft von Johnson & Johnson in weitere 16% der Aktien von R&D NewCo gewandelt werden
- Bei Fälligkeit kann R&D NewCo die zweite Tranche des Darlehens (falls noch ausstehend) in bar oder mit neuen Aktien von R&D NewCo tilgen

Einleitung

Ausgangslage (2/2)

Ausgangslage (Fortsetzung)

- Johnson & Johnson hat sich für einen Zeitraum von fünf Jahren nach dem Vollzug des Johnson & Johnson-Angebots vertraglich verpflichtet, vorbehaltlich bestimmter Ausnahmen keine Beteiligungspapiere von R&D NewCo zu erwerben, einschliesslich derer Johnson & Johnson mehr als 32% des ausgegebenen Aktienkapitals von R&D NewCo halten würde
- Am 26. Januar 2017 schlossen Johnson & Johnson und Actelion eine Transaktionsvereinbarung ab, im Rahmen derer sich der Verwaltungsrat von Actelion unter anderem dazu verpflichtete, den Aktionären von Actelion das Johnson & Johnson-Angebot zur Annahme zu empfehlen und eine Fairness Opinion bei einem Finanzberater einzuholen
- Im Zusammenhang mit dem Mandat zur Erstellung einer Fairness Opinion erhält die Alantra AG („Alantra“) keine Entschädigung, die von bestimmten Aussagen zur Bewertung von Actelion oder vom Erfolg einer Transaktion mit Johnson & Johnson abhängig ist. Hiermit wird bestätigt, dass Alantra, in Anwendung vom UEK Rundschreiben Nr. 3 betreffend Prüfstellen, unabhängig zum Urteil gelangt ist
- Gemäss Verfügung der UEK vom 27. September 2011 ist Alantra für die Erstellung von Fairness Opinions im Rahmen öffentlicher Kaufangebote besonders befähigt

Einleitung

Auftrag von Alantra

Auftrag des Verwaltungsrates

- Der Verwaltungsrat von Actelion hat Alantra beauftragt, im Rahmen einer Fairness Opinion die finanzielle Angemessenheit des Johnson & Johnson-Angebots aus Sicht der Publikumsaktionäre von Actelion zu beurteilen
- Die Fairness Opinion beschränkt sich auf die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Johnson & Johnson-Angebots und lässt die Abspaltungstransaktionen und die Aktiendividende unberücksichtigt
- Daher ist das zugrunde liegende Beurteilungsobjekt auf Actelion New beschränkt
- Die Fairness Opinion ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat von Actelion als Teil seines Berichts an die Aktionäre bezüglich des Johnson & Johnson-Angebots bestimmt (gemäss Verordnung der UEK über öffentliche Kaufangebote). Zur Klarstellung sei erwähnt, dass die Fairness Opinion ausschliesslich die finanzielle Angemessenheit des Johnson & Johnson-Angebots für die Inhaber von an der SIX Swiss Exchange kotierten Namenaktien von Actelion beurteilt
- Diese Fairness Opinion darf in Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot publiziert werden. Ausserdem darf im Schweizer Angebotsprospekt darauf verwiesen werden. Eine Verwendung für sonstige Zwecke ist nicht erlaubt
- Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre von Actelion dar, das Johnson & Johnson-Angebot anzunehmen oder abzulehnen
- Des Weiteren enthält sie keine Beurteilung der folgenden Punkte:
 - Zahlungsbedingungen und weitere Bedingungen des Johnson & Johnson-Angebots
 - Rechtliche und steuerliche Beurteilung der Transaktionsstruktur
 - Auswirkungen, die sich aus einer Annahme oder Ablehnung des Johnson & Johnson-Angebots ergeben können
 - Zukünftiger Wert der Actelion-Aktie
- Alantra hat weder eine aktienrechtliche Revision noch irgendeine Form von Due Diligence durchgeführt

Einleitung

Beurteilungsvorgehen

Beurteilungsvorgehen

- Für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Johnson & Johnson-Angebots hat Alantra umfassende Wertüberlegungen und Analysen zu Actelion New durchgeführt
- Das zugrunde liegende Bewertungsobjekt ist Actelion New mit ihren Tochtergesellschaften auf konsolidierter Basis
- Der Bewertungsstichtag ist der 3. Februar 2017
- Als Resultat der Bewertungsanalyse ergibt sich eine Bewertungsbandbreite für den Unternehmens- und Eigenkapitalwert von Actelion New. Die so ermittelte Bandbreite für den impliziten Wert je Aktie von Actelion New stellt eine Indikation dar, nach welcher die finanzielle Angemessenheit des Johnson & Johnson-Angebots beurteilt werden kann
- Die Bewertung basiert auf einer „stand-alone“-Betrachtung. Synergien, die ein potenzieller Käufer erzielen könnte, wurden nicht berücksichtigt
- Mögliche Effekte auf Ebene des einzelnen Aktionärs, wie beispielsweise steuerliche Auswirkungen, wurden nicht berücksichtigt
- Die Bewertungsbandbreite für Actelion New als Unternehmen und die abgeleitete Bewertungsbandbreite je Aktie wurde primär auf Basis der Discounted-Cashflow-Analyse (DCF Analyse) ermittelt. Im Rahmen der DCF Analyse wurden auch Sensitivitätsanalysen mittels Anpassung der wichtigsten Werttreiber durchgeführt. Zur Plausibilisierung der DCF Resultate wurden zusätzliche Bewertungsmethoden wie eine Analyse vergleichbarer Unternehmen und eine Analyse vergleichbarer Transaktionen herangezogen
- Die Bewertung basiert auf den Annahmen des von der Actelion-Geschäftsleitung erstellten Businessplans für Actelion New. Der von Actelion bereitgestellte Businessplan enthielt keine technischen Annahmen zur Bewertung (z.B. Kapitalkosten)
- Es fanden mehrere Sitzungen und Telefonkonferenzen mit dem Managementteam statt, um die erhaltenen Informationen und den Businessplan zu plausibilisieren

Einleitung

Beurteilungsgrundlagen

Beurteilungsgrundlagen

- Alantra hat folgende Grundlagen zur Beurteilung verwendet:
 - Öffentlich zugängliche Informationen zu Actelion, die für die Analyse als relevant erachtet wurden. Dazu zählen die Geschäftsberichte für die Geschäftsjahre 2012 bis 2016, der Halbjahresbericht für das 1. Halbjahr 2016 (ungeprüft), die Finanzübersicht für das 3. Quartal 2016 (ungeprüft) sowie Unternehmenspräsentationen und Pressemitteilungen
 - Unternehmensinterne Informationen zu Actelion, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, darunter insbesondere der langfristige Businessplan für Actelion New für die Geschäftsjahre 2017 bis 2036 („LTP“), das Budget für Actelion New für das Geschäftsjahr 2017 sowie Pro-forma-Zahlen für Actelion New für das Geschäftsjahr 2016. Der LTP wurde von der Geschäftsleitung von Actelion vorbereitet und vom Verwaltungsrat im Dezember 2016 genehmigt. Der relativ langfristige Planungshorizont ergibt sich aus den in der Regel langen Vorlaufzeiten von Innovationen, den gestaffelten Produkteinführungen und den anschliessenden mehrjährigen Lebenszyklen
 - Gespräche und Telefonkonferenzen mit der Geschäftsleitung von Actelion mit Fokus auf die Finanz- und Ertragslage sowie die Geschäftsentwicklung, das aktuelle und künftige Marktumfeld, Werttreiber und die zugrunde liegenden Annahmen im LTP
 - Beschreibende Dokumente über die Strategie mit Details zu den Planungsüberlegungen sowie eingeleiteten und geplanten Massnahmen für den LTP
 - Dokumente zur Strategie von Actelion, die Überlegungen zu geplanten Initiativen und zu ergreifenden Massnahmen im Einklang mit dem LTP enthalten, sowie Informationen über die Marktentwicklung und die angenommene Marktanteilsentwicklung von Actelion New (basierend auf internen und externen Schätzungen)
 - Informationen zu den Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen
 - Einzelheiten zu verschuldungs- und zahlungsmittelähnlichen Bilanzpositionen
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten zu Actelion und ausgewählten vergleichbaren Unternehmen (primäre Quellen: Bloomberg, Factset)
- Daten von vergleichbaren Transaktionen im Sektor (Quelle: Mergermarket, Unternehmensberichte)
- Alantra ist bei der Erstellung der Fairness Opinion davon ausgegangen, dass die Finanzinformationen und anderen Daten zu Actelion und Actelion New richtig und vollständig sind. Alantra hat sich auf diese Informationen verlassen, ohne die Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen
- Alantra wurde von der Geschäftsleitung von Actelion bestätigt, dass sie sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, wonach die zur Verfügung gestellten Informationen unvollständig, unrichtig oder irreführend wären
- Bei der Vorbereitung dieses Dokuments hat Alantra keine physische Inspektion irgendwelcher Gebäude und/oder Standorte von Actelion vorgenommen
- Die Informationen und Kriterien in diesem Dokument basieren auf dem vorherrschenden Markt-, Unternehmens- und Wirtschaftsumfeld am 3. Februar 2017. Später eintretende Umstände können sich auf die Informationen auswirken, die als Grundlage für diese Analyse verwendet wurden. Alantra ist nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren, zu überprüfen oder zu bestätigen

Unternehmen

- Allgemeine Informationen
- Geschäftsaktivitäten und Produkte
- Historische Finanzkennzahlen
- Strategische Planung
- Überblick über die vorgesehene Reorganisation
- Der globale PAH-Markt

Unternehmen

Allgemeine Informationen

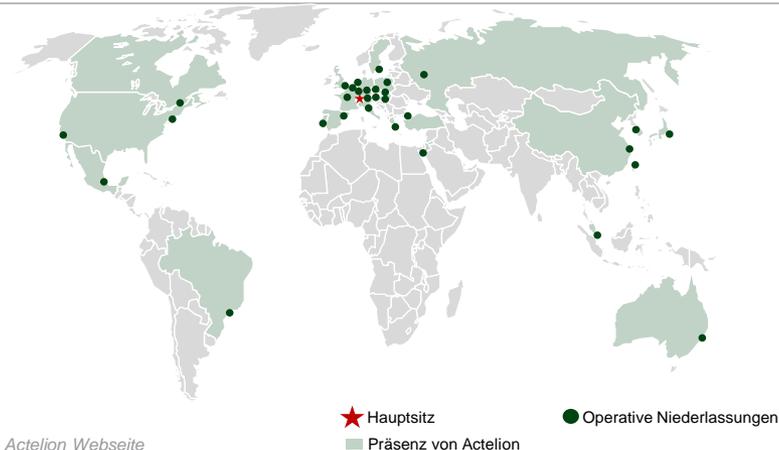
Beschreibung des Unternehmens

- Actelion ist ein führendes biopharmazeutisches Unternehmen, das sich auf die Erforschung, Entwicklung und Kommerzialisierung von innovativen Arzneimitteln für Krankheiten mit wesentlichem ungedecktem medizinischem Bedarf konzentriert
- Das Unternehmen ist auf das Gebiet der PAH spezialisiert, wo es oral, inhalativ und intravenös anzuwendende Medikamente für Krankheiten der WHO-Funktionsklassen II bis IV anbietet
- Obwohl diese nicht in allen Ländern erhältlich sind, verfügt Actelion zudem über behördlich zugelassene Therapien für spezielle Krankheiten wie Morbus Gaucher Typ 1, Morbus Niemann-Pick Typ C, digitale Ulzerationen bei unter systemischer Sklerose leidenden Patienten sowie kutane T-Zell-Lymphome vom Typ Mycosis fungoides
- Im Geschäftsjahr 2016 erzielte Actelion einen Umsatz von CHF 2,418 Mio. und ein Kernbetriebsgewinn⁽¹⁾ von CHF 992 Mio. (41.0% Kernbetriebsgewinnmarge)
- Actelion ist seit 2000 an der SIX Swiss Exchange (SIX: ATLN) kotiert. Seit September 2008 werden die Aktien von Actelion als Teil des Blue-Chip-Index SMI (Swiss Market Index) gehandelt
- Das Unternehmen hat seinen Hauptsitz in Allschwil, Schweiz, und beschäftigt weltweit ca. 2,624 Mitarbeitende

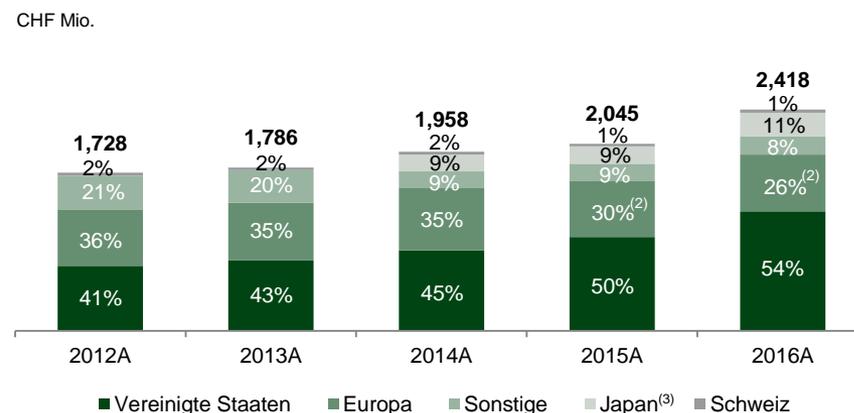
Operative Struktur

- Actelion hat weltweit über 30 operative Niederlassungen, unter anderem in den USA, Kanada, Brasilien, Australien, Japan, der Schweiz sowie in einigen EU-Ländern
- Die Niederlassungen des Unternehmens sind hauptsächlich für den Vertrieb, den Verkauf und das Marketing zuständig

Geografische Präsenz



Umsatz nach Regionen (GJ 2012 – 2016)



Quelle: Actelion Geschäftsberichte 2012-2016

Quelle: Geschäftsberichte 2012-2016, Actelion Geschäftsleitung, Actelion Unternehmensprofil, Actelion Webseite

(1) Der Kernbetriebsgewinn entspricht dem Betriebsgewinn nach US GAAP, bereinigt um Abschreibungen, Amortisationen und Wertminderungen, aktienbasierte Vergütungen, Veränderungen der Rückstellungen für zweifelhafte Darlehensforderungen und vertragliche Meilensteinzahlungen (2) Die Segmentinformationen für Europa wurden so angepasst, dass sie nur die EU-28-Mitgliedstaaten enthalten. Segmentinformationen für europäische Länder, die nicht zu den EU-28 gehören, sind in „Sonstige“ enthalten (3) Japan wurde vor 2014 nicht separat ausgewiesen und war in „Sonstige“ enthalten

Unternehmen

Geschäftsaktivitäten und Produkte (1/2)

Geschäftsmodell

- Actelion ist ein vollständig integriertes biopharmazeutisches Unternehmen, das auf Innovation ausgerichtet ist. Das Unternehmen ist mit seiner über 15-jährigen Erfahrung Marktführer in der Erforschung und Behandlung von PAH
- Actelions Verständnis der komplexen Signalwege und molekularen Mechanismen dieser Krankheit hat die Entwicklung massgeschneiderter Heilmittel ermöglicht, die bezüglich der von Patienten erlangten Resultaten einen wesentlichen Unterschied bedeuten können
- Actelion bringt seine wissenschaftliche Erfahrung durch interne Forschungs-, Entwicklungs- und Marketingexperten zur Geltung
- Dank des vollständig integrierten Geschäftsmodells hat Actelion die Expertise in allen Bereichen der Wertschöpfungskette sowie die Unterstützungsfunktionen und Infrastruktur, die zur effizienten Bereitstellung innovativer Produkte für Ärzte, Patienten und Kostenträger erforderlich sind

Vermarktete Produkte

- PAH ist eine chronische, lebensbedrohliche Erkrankung, die sich durch abnormal hohen Blutdruck in den Arterien zwischen Herz und Lunge der betroffenen Patienten kennzeichnet
- Das PAH-Portfolio von Actelion umfasst orale, inhalierbare und intravenöse Formulierungen von Wirkstoffen für Patienten in verschiedenen Stadien der Erkrankung (PAH-Funktionsklassen II–IV) und deckt damit das gesamte Behandlungsspektrum ab
- Neben dem PAH-Geschäft baut Actelion durch eigene Forschung und Entwicklung sowie durch Einlizenzierungen oder Akquisitionen von Produkten in neuen Therapiegebieten ein Spezialitätenportfolio auf

Übersicht über die vermarkteten Hauptprodukte

PAH-Portfolio		
<p>Tracleer®</p>  <ul style="list-style-type: none"> Oral aktiver Endothelin-Rezeptor-Antagonist Erste für PAH zugelassene orale Therapie Im Handel erhältlich in über 60 Märkten, darunter die USA, die Europäische Union und Japan 	<p>Veletri®</p>  <ul style="list-style-type: none"> Prostazyklin zur intravenösen Verabreichung, das bei Raumtemperatur 24 Stunden stabil bleibt, sodass die Patienten keine Kühlelemente mehr benötigen Im Handel erhältlich in 17 Märkten, darunter die USA, Kanada, Japan und einige europäische Länder 	<p>Opsumit®</p>  <ul style="list-style-type: none"> Oral aktiver Endothelin-Rezeptor-Antagonist, der als Ergebnis eines zielgerichteten Entdeckungsprozesses aus den Labors von Actelion hervorgegangen ist Im Handel erhältlich in über 40 Märkten, darunter die USA, Deutschland und Japan
<p>Uptravi®</p>  <ul style="list-style-type: none"> Einziges zugelassenes orales, selektives IP-Rezeptor-Antagonist, der auf den Prostazyklin-Signalweg abzielt und ursprünglich von Nippon Shinyaku entdeckt wurde Im Handel erhältlich in sechs Märkten, darunter die USA und Deutschland 	<p>Ventavis®</p>  <ul style="list-style-type: none"> Inhalierbare Formulierung von Iloprost, einer synthetischen Verbindung mit strukturellen Ähnlichkeiten zu Prostazyklin Wird seit 2007 von Actelion in den USA und von Bayer Healthcare in allen anderen Märkten vertrieben 	
Spezialitäten		
<p>Valchlor®</p>  <ul style="list-style-type: none"> Für die Behandlung von Mycosis fungoides im Stadium IA und IB zugelassenes Gel von 0.016%, das einmal täglich auf betroffene Hautstellen aufgetragen wird Im Handel erhältlich in den USA und Israel 	<p>Zavesca®</p>  <ul style="list-style-type: none"> Orale Kapsel, die als Monotherapie für die Behandlung von leichter bis mittelschwerer Typ-1-Gaucher-Krankheit bei erwachsenen Patienten indiziert ist, für die eine Enzymersatztherapie nicht infrage kommt Für die Typ-1-Gaucher-Krankheit in 47 Ländern erhältlich, darunter die USA und EU 	

Quelle: Actelion Unternehmensprofil

Unternehmen

Geschäftsaktivitäten und Produkte (2/2)

Klinische Entwicklung

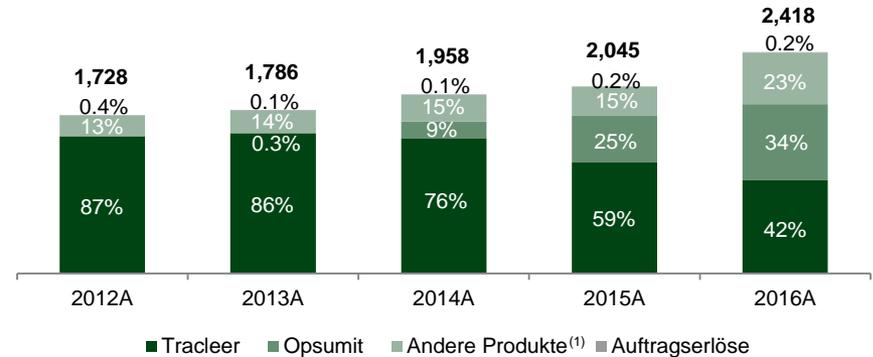
- In der Entwicklungspipeline von Actelion befinden sich innovative Wirkstoffe für sehr unterschiedliche Krankheitsgebiete wie Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Erkrankungen des Immunsystems, aber auch Störungen des zentralen Nervensystems und Infektionskrankheiten
- Zu den fortgeschrittenen Produktkandidaten zählen Cadazolid, ein neuartiges Antibiotikum, das für die Therapie von Clostridium difficile-assoziiierter Diarrhoe (CDAD) geprüft wird, sowie Ponesimod, ein S1P₁-Rezeptormodulator, dessen Anwendung bei Multipler Sklerose untersucht wird

Medikamentenforschung

- Im Rahmen der Erforschung neuer Wirkstoffe konzentriert sich Actelion auf Design, Synthese und Optimierung von Molekülen mit geringem Molekulargewicht, die für molekulare Target-Familien wirksam sind. Dieser Fokus erlaubt eine hohe Produktivität bei der Generierung innovativer Wirkstoffe, die sich für ein breites Spektrum von Krankheiten mit hohem medizinischen Bedarf eignen könnten
- Anfangs befasste sich das Unternehmen ausschliesslich mit G-Protein-gekoppelten Rezeptoren (GPCRs) und einer spezifischen Enzymfamilie, den Aspartylproteasen
- Mit dem wachsenden Erfahrungsschatz des Unternehmens kamen weitere Zielbereiche wie Antiinfektiva, Ionenkanäle und zahlreiche lösliche Enzyme hinzu

Umsatz nach vermarkteten Produkten (GJ 2012 – 2015)

CHF Mio.



Quelle: Actelion Geschäftsberichte 2012-2016

Unternehmen

Historische Finanzkennzahlen

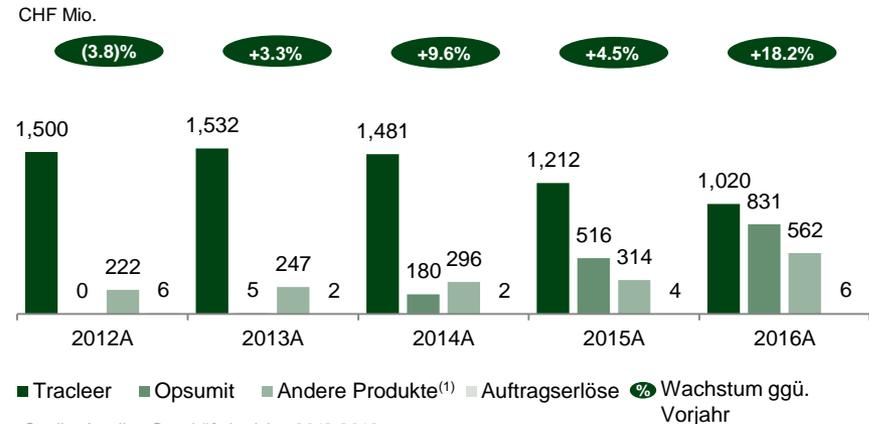
Umsatz in den Geschäftsjahren 2015 und 2016

- Der Produkturnsatz stieg im Geschäftsjahr 2015 auf CHF 2,042 Mio., eine Zunahme um 4.4% (7% bei konstanten Wechselkursen) oder 11% bereinigt um die Effekte der im Vorjahr in den USA gewährten Rabatte
- Dieses starke Wachstum war hauptsächlich von der anhaltenden Nachfrage nach Opsumit®, der fortgesetzten Einführung von Veletri® und der soliden Performance aller anderen Produkte weltweit getragen – einschliesslich Tracleer, das in Ländern, in denen Opsumit noch nicht auf dem Markt ist, weiteres Wachstum verzeichnet
- Im Geschäftsjahr 2016 stieg der Produkturnsatz auf CHF 2,412 Mio., eine Zunahme von 18.2% (15% bei konstanten Wechselkursen)
- Diese starke Geschäftsentwicklung beruhte auf der Einführung von Upravi in den USA und der anhaltenden Wachstumsdynamik von Opsumit. Im 4. Quartal 2016 erreichten die Umsätze des outcome-basierten PAH-Portfolios mit Opsumit, Upravi und Veletri 55% des Gesamtumsatzes. Das zeigt die guten Fortschritte bei der fundamentalen Transformation des PAH-Geschäfts im Zuge des Patentablaufs bei Tracleer und dessen sukzessiver Ersetzung durch Generika

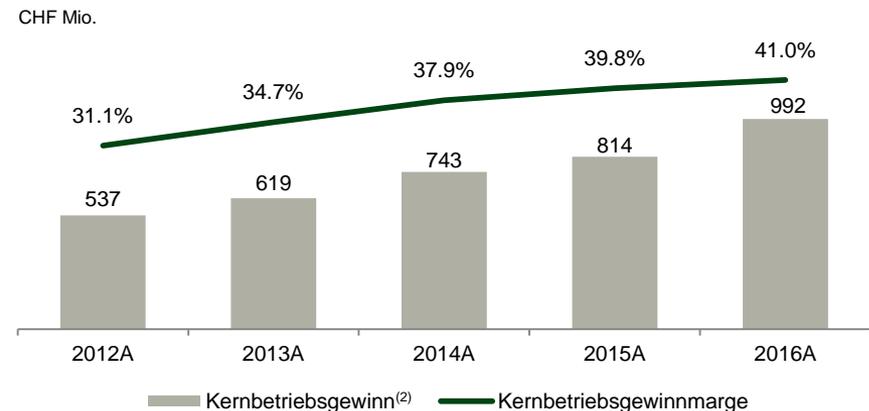
Profitabilität in den Geschäftsjahren 2015 und 2016

- Der Kernbetriebsgewinn betrug im Geschäftsjahr 2015 CHF 814 Mio., eine Zunahme von 9.6% (14% bei konstanten Wechselkursen) oder 25% bereinigt um die Effekte der im Vorjahr in den USA gewährten Rabatte
- Die Kernaufwendungen für Marketing, Vertrieb und Verwaltung stiegen um 6% bei konstanten Wechselkursen. Grund hierfür waren höhere Investitionen im Zuge der weltweiten Einführung von Opsumit und Veletri. Die Kernaufwendungen für F&E stiegen um 10%
- Im Geschäftsjahr 2016 stieg der Kernbetriebsgewinn auf CHF 992 Mio., eine Zunahme um 21.9% (17% bei konstanten Wechselkursen)
- Die Kernaufwendungen für Marketing, Vertrieb und Verwaltung stiegen um 7% bei konstanten Wechselkursen, hauptsächlich aufgrund der Einführungsaktivitäten für Upravi in mehreren Ländern. Die Kernaufwendungen für F&E stiegen um 25% bei konstanten Wechselkursen

Umsatzentwicklung (GJ 2012 – 2015)



Profitabilitätsentwicklung (GJ 2012 – 2016)



Unternehmen

Strategische Planung

Strategie

- Das strategische Ziel von Actelion ist es, ein biopharmazeutisches Unternehmen neuen Stils zu werden: eines, das die Innovationskraft, Geschwindigkeit und Flexibilität eines Biotechnologie-Unternehmens mit der operativen Kompetenz eines pharmazeutischen Grossunternehmens vereint
- Die Strategie von Actelion soll Wert schaffen, indem sie die vielen Stärken des Unternehmens nutzt: seine Weltmarktführerschaft bei PAH-Therapien, sein starkes und effektives globales Spezialitätengeschäft, seine hoch produktive Forschung und seine einzigartige Unternehmenskultur, die darauf ausgerichtet ist, mit neuartigen Medikamenten das Leben der Patienten zu verbessern
- Das Unternehmen konzentriert sich darauf, mit sorgfältig abgestimmten Investitionen weiteres Wachstum und eine angemessene Aktionärsrendite sicherzustellen. Die Kernaufwendungen für F&E betragen ca. 20% der Produktumsätze, eine Grössenordnung, die der Geschäftsleitung auch für die Zukunft angemessen erscheint

Partnerschaften und Kooperationen

- Im Einklang mit dem zweiten strategischen Grundsatz, „Den Wert von Innovationen steigern“, zieht Actelion erstklassige Partnerschaften in Betracht, um sich strategischen Zugang zu Technologien oder Produkten zu verschaffen und den Wert der Forschung und fortgeschrittener Entwicklungsprojekte zu maximieren
- Im Allgemeinen bezwecken die Partnerschaften von Actelion Folgendes:
 - Das Portfolio der von Actelion vermarkteten Produkte zu erweitern, d.h. ein Franchise aufzubauen
 - Die bestehende Infrastruktur und Fachkompetenz weiter zu nutzen
 - Interne Innovation durch externe Projekte zu ergänzen
 - Geeignete Partner zu finden, um den Wert interner Projekte zu maximieren
- Bisher ist das Unternehmen Einlizenzierungs Kooperationen mit ReveraGen BioPharma, Nippon Shinyaku, Bayer Schering Pharma und Oxford GlycoScience eingegangen, um von Innovationen zu profitieren, die seinen Geschäftsansatz ergänzen

Vier Grundsätze der Strategie von Actelion



Quelle: Actelion Webseite

Unternehmen

Überblick über die vorgesehene Reorganisation

Abspaltungstransaktionen

- Gemäss der vorgesehenen Reorganisation wird das derzeitige Geschäft von Actelion in zwei Teile geteilt
- Die geschäftlichen und betrieblichen Aktivitäten von Actelion, die mit vermarkteten Produkten zusammenhängen, sowie zwei fortgeschrittene Produktkandidaten (Ponesimod und Cadazolid) und eine weitere Substanz (ACT-333679) verbleiben bei Actelion New
- Actelion New behält auch die Rechte für alle Produkte, die zur Erweiterung gegenwärtig vermarkteter Produktlinien entwickelt werden
- Die übrigen geschäftlichen und betrieblichen Aktivitäten von Actelion im Bereich Forschung und Entwicklung, einschliesslich sämtlicher anderer Produktkandidaten, die sich in der Pipeline befinden, werden auf zwei Tochtergesellschaften von R&D NewCo übertragen

Umsatzteilung bezüglich Ponesimod und Cadazolid

- Am Tag der Voranmeldung schlossen Johnson & Johnson und Actelion Pharmaceuticals Ltd., eine Tochtergesellschaft von Actelion, bezüglich Ponesimod und Cadazolid, zwei fortgeschrittenen Pipelineprodukten, die nach den Abspaltungstransaktionen bei Actelion New bleiben werden, eine Lizenzvereinbarung, die anschliessend ergänzt und in eine Umsatzteilungsvereinbarung umformuliert wurde
- Gemäss der Umsatzteilungsvereinbarung hat eine Tochtergesellschaft von R&D NewCo Anspruch auf Lizenzzahlungen in Höhe von 8% des gesamten Nettoumsatzes mit Ponesimod- und Cadazolid-Produkten
- Gemäss der Umsatzteilungsvereinbarung werden sowohl für Ponesimod als auch für Cadazolid ab der letzten Einführung eines Ponesimod oder Cadazolid enthaltenden Produkts in den (i) USA, (ii) Kanada, (iii) Grossbritannien, Frankreich, Deutschland, Italien oder Spanien 15 Jahre lang Zahlungen geleistet

Kreuzlizenz auf geistiges Eigentum

- Am Tag der Voranmeldung schloss Actelion eine Kreuzlizenz betreffend geistigem Eigentum ab und bestätigte, dafür zu sorgen, dass R&D NewCo sofort nach ihrer Gründung der Vereinbarung beitreten wird, um Zugang zu gemeinsamem geistigem Eigentum zu gewähren

Kreuzlizenz auf geistiges Eigentum (Fortsetzung)

- Gemäss der Kreuzlizenzvereinbarung betreffend geistigem Eigentum sagen Actelion New und R&D NewCo zu, sich gegenseitig eine Lizenz auf das geistige Eigentum zu erteilen, das sie am Tag der Reorganisation besitzen oder für die andere Partei lizenziert haben
- Die Lizenz von R&D NewCo für Actelion New bezieht sich ausschliesslich auf das Geschäft von Actelion und das Gebiet der pulmonalen Hypertonie
- R&D NewCo wird in den nächsten zehn Jahren neues geistiges Eigentum im Zusammenhang mit pulmonaler Hypertonie auf Actelion New übertragen oder exklusiv für sie lizenzieren, während Rechte ausserhalb des Gebiets der pulmonalen Hypertonie bei R&D NewCo verbleiben

Kooperation zwischen J&J und R&D NewCo bezüglich ACT 132577

- Johnson & Johnson und Actelion haben eine Kooperationsvereinbarung betreffend der Entwicklung und Vermarktung von ACT 132577 sowie davon abgeleiteten Substanzen und Produkten abgeschlossen. ACT 132577 ist ein Metabolit von Macitentan, dessen Anwendung zur Behandlung resistenter Hypertonie untersucht wird
- Nach Abschluss der laufenden Phase-II-Studie ist Johnson & Johnson berechtigt, mit einer Meilensteinzahlung von USD 230 Mio. an R&D NewCo der Kooperation beizutreten
- Wenn Johnson & Johnson beitrifft, haben die Parteien gemeinsame Entwicklungsrechte auf ACT 132577, während Johnson & Johnson die alleinigen Produktions- und Vermarktungsrechte hat
- Gemäss den Bestimmungen der Vereinbarung zahlt Johnson & Johnson R&D NewCo Lizenzgebühren auf Produkte, die ACT 132577 enthalten. Die Lizenzzahlungen betragen 20% des jährlichen Nettoumsatzes bis zu USD 500 Mio., 30% des jährlichen Nettoumsatzes zwischen USD 500 Mio. und USD 2 Mrd. und 35% des jährlichen Nettoumsatzes über USD 2 Mrd.

Erbringung von Dienstleistungen

- Actelion und R&D NewCo werden eine Dienstleistungsvereinbarung über die gegenseitige Erbringung von Dienstleistungen abschliessen

Unternehmen Der globale PAH-Markt

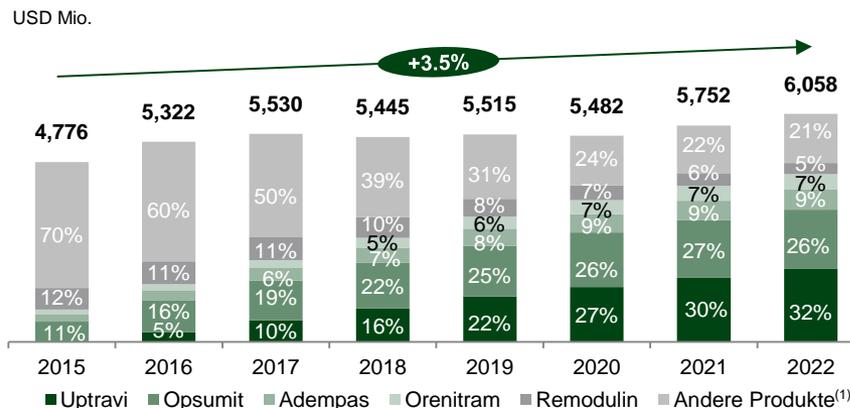
Allgemeine Marktübersicht und Ausblick

- Das Marktforschungsinstitut Evaluate Pharma schätzt das Volumen des globalen PAH-Marktes im Jahr 2015 auf USD 4.8 Mrd. und erwartet bis 2022 ein durchschnittliches jährliches Wachstum (CAGR) von 3.5% auf USD 6.1 Mrd.
- PAH betrifft weltweit etwa 15 bis 20 pro eine Million Menschen und ist daher als seltene Krankheit eingestuft. Insgesamt gibt es etwa 100,000 bis 200,000 PAH-Patienten pro Jahr
- In den letzten Jahren ist die Häufigkeit dieser Erkrankung allerdings aufgrund von Risikofaktoren wie sitzender Lebensstil, HIV, Rauchen, Alkoholkonsum und anderen idiopathischen Bedingungen gestiegen
- Ein weiterer Wachstumstreiber ist die grosse Zahl der über 60-Jährigen, die eine geringere Abwehrkraft haben und anfällig für PAH und damit verbundene Krankheiten sind

Marktanteile und Marktstellung

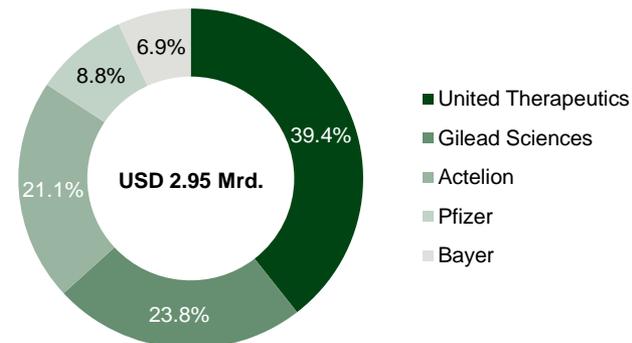
- Der globale PAH-Markt ist hoch konsolidiert. Auf die grössten Anbieter, Actelion, Gilead Sciences, United Therapeutics, GlaxoSmithKline, Pfizer und Bayer, entfallen über 90% des gesamten Marktes
- Während die etablierten Anbieter neue Markenmedikamente entwickeln, versuchen neue Unternehmen, mit Generikaversionen bestehender Medikamente in den Markt einzutreten. Der hohe Kapitalbedarf und die strenge staatliche Regulierung verringern jedoch die Gefahr neuer Markteintritte erheblich
- Der Marktanteil von Actelion lag 2015 bei ca. 21%⁽²⁾ und dürfte bis 2022 dank der erfolgreichen Einführung von Upravi und des steigenden Marktanteils anderer Produkte wie Opsumit und Veletri auf ca. 65%⁽²⁾ ansteigen

Erwartete Entwicklung des globalen PAH-Marktes (2015 – 2022)



Quelle: Evaluate Pharma (Metaanalyse auf Basis von Analystenschätzungen)

Marktanteile auf Basis ausgewählter Produkte (2015)⁽²⁾



Quelle: Evaluate Pharma

Bewertungsüberlegungen

- Methodik
- DCF Analyse
- Aktienkursanalyse und Kursziele von Aktienanalysten
- Analyse vergleichbarer Unternehmen
- Analyse vorhergehender Transaktionen
- Analyse von Übernahmeprämien

Bewertungsüberlegungen

Methodik (1/4)

Allgemeine Bemerkungen

- Die primäre Bewertungsmethode, die zur Ermittlung des fairen Eigenkapitalwerts von Actelion New verwendet wurde, ist die Discounted-Cash-Flow Analyse (DCF Analyse). Die DCF Analyse gehört zu den Bewertungsmethoden, die auf dem Ertragswert basieren und die Berücksichtigung einer breiten Palette von unternehmensspezifischen Faktoren ermöglichen
- Die wichtigsten Produkte von Actelion New wurden separat voneinander betrachtet und einzeln auf Basis einer eigenen DCF Analyse bewertet (Sum-of-the-Parts-Methode). Dieser Ansatz wird auf den folgenden Seiten näher erläutert
- Die wesentlichen Annahmen, welche dem von der Geschäftsleitung von Actelion bereitgestellten Businessplan zugrunde liegen, wurden auf ihre Plausibilität hin überprüft. Zu diesem Zweck wurden gezielte Gespräche mit der Geschäftsleitung geführt und die Annahmen wurden den historischen Ergebnissen von Actelion, der historischen und erwarteten Marktentwicklung, den Erwartungen der Aktienanalysten sowie Branchenbenchmarks gegenübergestellt.
- Um die Plausibilität der Ergebnisse der DCF Analyse genauer zu prüfen, wurden mehrere auf dem Marktwert basierende Bewertungsmethoden angewandt
- Der Bewertungsstichtag ist der 3. Februar 2017⁽¹⁾

Berechnung des Eigenkapitalwerts je Actelion-Aktie

- Die oben genannten Bewertungsmethoden wurden angewandt, um den Unternehmenswert von Actelion New zu ermitteln. Anschliessend wurde der Eigenkapitalwert berechnet, indem die Unternehmenswertanpassungen vom Unternehmenswert abgezogen wurden
- Der Eigenkapitalwert je Actelion-Aktie resultierte aus der Division des Eigenkapitalwerts durch die Anzahl der ausstehenden Actelion-Aktien. Dabei wurden eigene Aktien ausgenommen und die Verwässerung durch Restricted Stock Units (RSUs), Performance Stock Units (PSUs) und Mitarbeiteraktienoptionspläne (ESOPs) berücksichtigt (verwässerte im Umlauf befindliche Aktien). Grundlage hierfür bildeten Informationen, die von der Actelion-Geschäftsleitung bereitgestellt wurden
- In der Tabelle rechts ist die Berechnung der Anzahl verwässerter im Umlauf befindlicher Aktien per 25. Januar 2016 dargestellt

Berechnung des Eigenkapitalwerts je Actelion-Aktie (Fortsetzung)

- Die Unternehmenswertanpassungen per 31. Dezember 2016 von CHF (169 Mio.) («Unternehmenswertanpassungen») beinhalten:
 - Nettokassenbestand von CHF 593 Mio., einschliesslich liquide Mittel und Cash-Äquivalente sowie Zahlungseingänge durch die Ausübung von Aktienoptionen
 - sonstige barmittel- und fremdkapitalähnliche Positionen von CHF (763 Mio.), darunter ungedeckte Pensionsverbindlichkeiten, Vermögenswerte und Verbindlichkeiten aus latenten Steuern, die benötigten Barmittel zur Finanzierung von R&D NewCo sowie die von Actelion New benötigte operative Mindestliquidität

Berechnung der relevanten sich im Umlauf befindlichen Aktien

	Anzahl Aktien
Ausgegebene Aktien	107,761,427
Eigene Aktien	4,565,391
Im Umlauf befindliche Aktien	103,196,036
Verwässerung (RSUs, PSUs und ESOPs)	4,143,606
Verwässerte im Umlauf befindliche Aktien	107,339,642

Quelle: Geschäftsleitung Actelion

- Alle weiteren Berechnungen beruhen auf der genauen Gesamtanzahl der relevanten sich im Umlauf befindlichen Aktien (siehe obige Tabelle). Der Einfachheit halber wird auf den folgenden Seiten jedoch nur die gerundete Zahl von 107.3 Mio. genannt

(1) Abweichungen von diesem Datum (z.B. Unternehmenswertanpassungen) werden explizit genannt

Bewertungsüberlegungen

Methodik (2/4)

Ertragswertbasierende Bewertungsmethode

Discounted-Cash-Flow Analyse (DCF Analyse)

- Die DCF Analyse ist eine der anerkanntesten Bewertungsmethoden auf Basis des Ertragswerts. Die Grundlagen dieser Bewertungsmethode werden auf den folgenden Seiten detaillierter erläutert

Marktwertbasierende Bewertungsmethode

Analyse der historischen Aktienkursentwicklung und der Kursziele der Aktienanalysten

- Um Schlussfolgerungen über den Marktwert von Actelion im Vorfeld der Voranmeldung zu ziehen, wurden sowohl die Kursziele der Aktienanalysten als auch die Aktienkursentwicklung in den letzten zwölf Monaten analysiert

Analyse vergleichbarer Unternehmen

- Die Marktbewertung vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen (Peers) wurde analysiert (sogenannte Trading-Multiplikatoren)
- Damit mit dieser Methode ein aussagekräftiges Bewertungsergebnis resultiert, ist eine hohe Vergleichbarkeit zwischen Actelion New und ihren Peers erforderlich. Diese ist insbesondere gegeben, wenn die Unternehmen hinsichtlich Geschäftsmodellen, Grösse, Risiko- und Chancenprofilen sowie in Bezug auf ihre Wachstums- und Rentabilitätsprofile ähnlich sind

Analyse vorhergehender Transaktionen

- Diese Bewertungsmethode umfasst die Analyse vorhergehender M&A-Transaktionen, bei denen die Zielunternehmen mit Actelion New vergleichbar sind (sogenannte Transaktions-Multiplikatoren)
- Die bei solchen Transaktionen gezahlten Preise (und die impliziten Bewertungen) sind stark vom spezifischen Interesse der involvierten Parteien abhängig und widerspiegeln folglich zu einem gewissen Grad subjektive Wertzurechnungen. Deshalb ist eine genaue Analyse der entsprechenden Transaktionsparameter von zentraler Bedeutung

Analyse von Übernahmeprämien

- Im Rahmen dieser Analyse wird die implizite Übernahmeprämie in Zusammenhang mit dem bestehenden Angebotspreis mit Übernahmeprämien von ausgewählten vorhergehenden öffentlichen Übernahmen in der Schweiz verglichen

Vergleich der marktwertbasierenden Bewertungsmethoden mit Actelion New

- Es ist zu beachten, dass alle oben genannten marktwertbasierenden Bewertungsmethoden entweder (i) Actelion vor den Ausgliederungstransaktionen (historische Aktienkursentwicklung, Kursziele von Aktienanalysten, Übernahmeprämien) oder (ii) Actelion New mit integrierten Unternehmen (Analyse vergleichbarer Unternehmen, Analyse vorhergehender Transaktionen) vergleichen
- R&D NewCo wird nach den Ausgliederungstransaktionen mit CHF 1 Mrd. kapitalisiert. Daher legen wir für R&D NewCo einen Wert von > 0 zugrunde. Den Vergleich von (i) Actelion vor den Ausgliederungstransaktionen mit dem Johnson & Johnson-Angebot bezüglich der historischen Aktienkursentwicklung, der Kursziele von Aktienanalysten sowie der Übernahmeprämien oder (ii) nur Actelion New zur Analyse vergleichbarer Unternehmen und vorhergehender Transaktionen erachten wir deshalb als konservativ

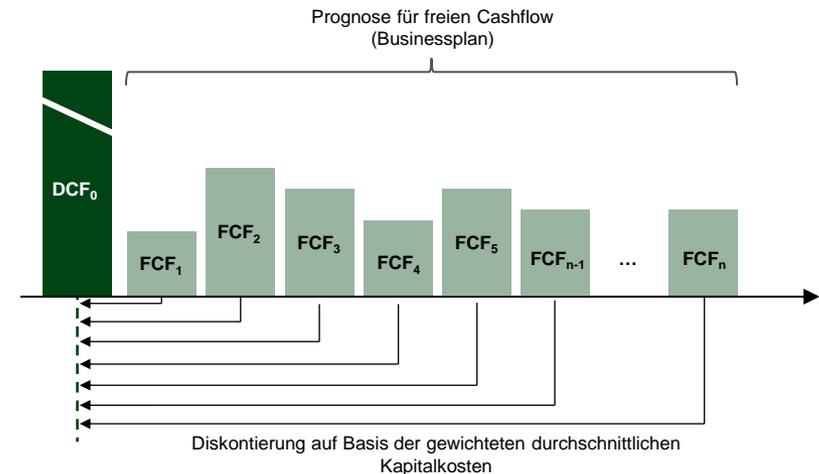
Bewertungsüberlegungen

Methodik (3/4)

DCF Analyse: Theoretische Grundlagen

- Die DCF Analyse basiert auf den freien Cashflows, die in der Zukunft vor Finanzierungstätigkeit erreichbar sind. Im Rahmen der DCF Analyse werden die Cashflows untersucht, die zur Bedienung der Fremdkapital- als auch Eigenkapitalgeber zur Verfügung stehen. Diese Cashflows werden per Bewertungsstichtag unter Anwendung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) diskontiert, um den Barwert und die inhärenten unternehmerischen Risiken von Actelion New zu reflektieren
- Die freien Cashflows wurden anhand des Businessplans, der von der Geschäftsleitung von Actelion erstellt wurde, ermittelt. Die freien Cashflows ergeben sich aus der Summe der produktspezifischen risikobereinigten Ergebnisbeiträge. Die wahrscheinlichkeitsgewichteten Ergebnisbeiträge werden auf Unternehmensebene konsolidiert und um die Kosten gemindert, die am Hauptsitz des Konzerns anfallen bzw. nicht anderweitig zugeordnet wurden. Unter Berücksichtigung der prognostizierten Investitionen und Veränderungen des Nettoumlaufvermögens wird der risikobereinigte freie Cashflow ermittelt
- Die Übersicht unten rechts verdeutlicht den allgemeinen Ansatz, der bei der Berechnung des jährlichen freien Cashflows auf Basis des Kernbetriebsgewinns verfolgt wird
- Für die DCF Analyse wurde der für Actelion New erstellte Businessplan vom GJ 2017 bis 2036 verwendet. Da der Businessplan einen langfristigen Planungshorizont aufweist, das bestehende Produktportfolio von Actelion New ausläuft und über das GJ 2036 hinaus keine Verlängerung vorgesehen ist, wurden keine Annahmen über den langfristigen freien Cashflow nach Ablauf der Planperiode zugrunde gelegt. Deshalb wurde kein Residualwert berechnet
- Folglich besteht der Unternehmenswert von Actelion New entsprechend der Marktusancen vollständig aus dem Barwert der freien Cashflows während des über den Businessplan abgedeckten Zeitraums (GJ 2017 bis 2036)
- Der WACC widerspiegelt die Renditeerwartungen der Fremdkapital- und Eigenkapitalgeber. Die Eigenkapitalkosten werden mithilfe des Capital Asset Pricing Model (CAPM) hergeleitet. Die Annahmen, die den Berechnungen des WACC von Actelion zugrunde liegen, werden auf den folgenden Seiten dargelegt

Grafische Darstellung der DCF Analyse



Berechnung des freien Cashflow (allgemeiner Ansatz)

Freier Cashflow:

Kernbetriebsgewinn (core operating income)

- Sonstige Positionen
- Abschreibungen und Amortisationen

= Betriebsgewinn

- Bereinigte Steuern auf den Betriebsgewinn („unlevered“)

= Betriebsergebnis nach Steuern (NOPAT)

- + Abschreibungen und Amortisationen
- / + Investitionen in das / Deinvestitionen im Anlagevermögen
- / + Anstieg / Rückgang des Nettoumlaufvermögens
- / + Anstieg / Rückgang anderer relevanter Bilanzpositionen

= Freier Cashflow

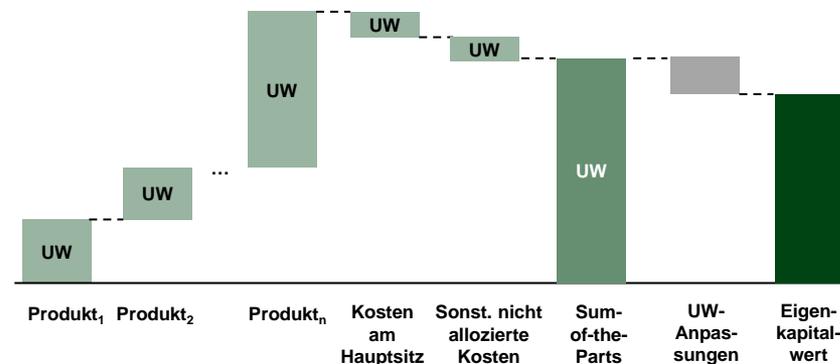
Bewertungsüberlegungen

Methodik (4/4)

Sum-of-the-Parts-Methode

- Das Produktportfolio von Actelion New besteht aus diversen vermarkteten Produkten (insbesondere Tracleer, Opsumit und Upravi) sowie einer Reihe von Produktkandidaten in späten Entwicklungsphasen, die noch keine Zulassung erhalten haben (unter anderem Ponesimod und ACT-132577)
- Die freien Cashflows der wichtigsten Produkte berücksichtigen deren voraussichtliche Lebenszyklen
- Um die spezifischen Attribute dieser Produkte zu erfassen, wurde jedes Produkt gesondert bewertet, wobei jeweils der produktspezifische risikobereinigte Ergebnisbeitrag massgeblich war. Insgesamt hängt die Risikoanpassung des Produktportfolios von Actelion New also von der gewichteten Erfolgswahrscheinlichkeit der einzelnen Produkte ab
- Actelion New umfasst zudem ein Corporate Center (Hauptsitz), in dem alle zentralen Führungsfunktionen zusammenlaufen, z.B. Personalmanagement, Kommunikation, Controlling, Recht, Steuern und andere. Diese am Hauptsitz anfallenden Kosten wurden in einer separaten DCF Analyse berücksichtigt
- Die auf der vorherigen Seite beschriebene und dargestellte DCF Analyse wurde einheitlich auf alle massgeblichen Produkte sowie für die am Hauptsitz anfallenden bzw. sonstigen Kosten angewandt, welche nicht auf die einzelnen Produkte alloziert wurden
- Die jeweils ermittelten freien Cashflows der vermarkteten Hauptprodukte und der noch nicht zugelassenen Produktkandidaten in späten Entwicklungsphasen sowie die am Hauptsitz anfallenden und sonstigen, nicht auf die einzelnen Produkte zugeordneten Kosten wurden addiert. Daraus ergab sich der Unternehmenswert (Sum-of-the-Parts) für Actelion New

Grafische Darstellung der Sum-of-the-Parts-Methode



Wichtige Einschränkung

- Wir weisen darauf hin, dass die wertmässige Interpretation der Beiträge des Produktportfolios von Actelion New nur innerhalb dieser Fairness Opinion Gültigkeit hat. Sie spiegeln die Werte als Teil von Actelion New wider und stellen keinesfalls eigenständige Werte dar
- Actelion New unterhält lokale Tochtergesellschaften, Infrastruktur sowie eine zentrale Vertriebs- und Marketingabteilung. Diese Elemente müssten berücksichtigt werden, um eine eigenständige Bewertung der einzelnen Produkte vorzunehmen

Bewertungsüberlegungen

DCF Analyse (1/3)

Herleitung der WACC: Eigenkapitalkosten⁽¹⁾

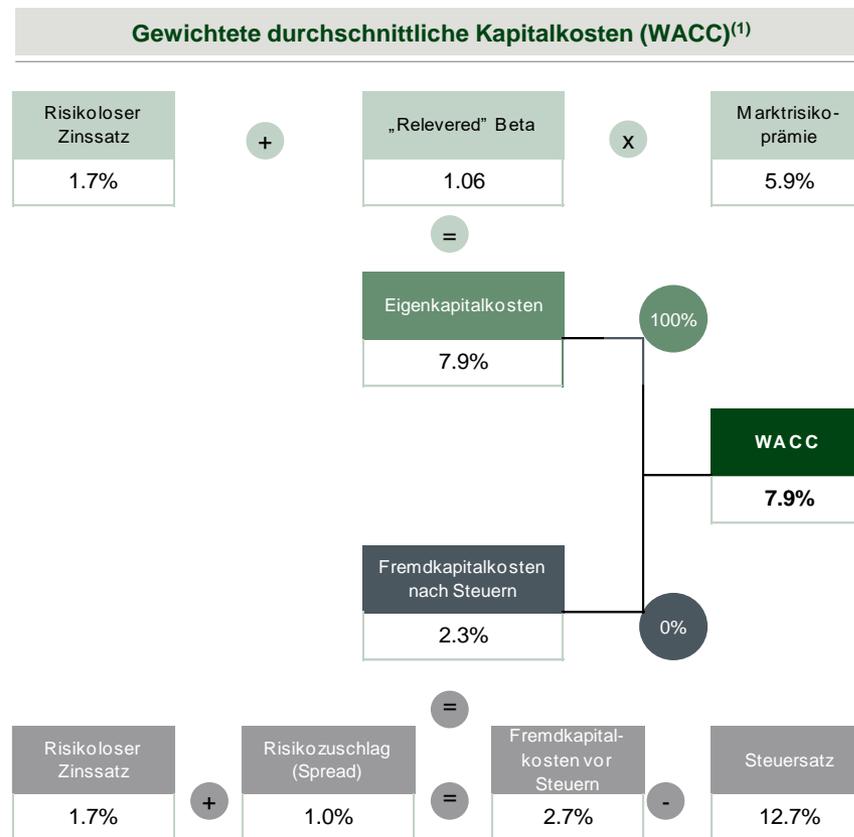
- **Risikoloser Zinssatz:** Da Actelion fast den gesamten Umsatz ausserhalb der Schweiz erwirtschaftet, wurde ein umsatzgewichteter risikoloser Zinssatz auf Basis der laufenden Rendite der jeweiligen 10-jährigen Staatsanleihe ermittelt⁽²⁾
- **Beta:** Das „unlevered“ Beta wurde auf Grundlage von Regressionsbetas für vergleichbare börsennotierte Unternehmen ermittelt und um die Zielkapitalstruktur von Actelion bereinigt („relevered“). Das „unlevered“ Beta per Bewertungsstichtag beträgt 1.06
- **Marktrisikoprämie:** Es wurde eine Marktrisikoprämie von 5.9% angewandt. Diese ist laut Duff & Phelps die Differenz zwischen der durchschnittlichen jährlichen Gesamtrendite, die Aktien von grossen börsennotierten Unternehmen abwerfen, und der durchschnittlichen jährlichen Einkommensrendite von langfristigen Staatsanleihen (Zeitraum von 1926 bis 2014)⁽³⁾

Herleitung des WACC: Fremdkapitalkosten⁽¹⁾

- **Risikoloser Zinssatz:** siehe oben
- **Risikoprämie für Fremdkapital (Spread):** Der Spread ist definiert als die Differenz zwischen dem berechneten risikolosen Zinssatz und den effektiven Finanzierungskosten von Actelion gemäss Information seitens der Geschäftsleitung von Actelion
- **Steuersatz:** Für die Berechnung der Fremdkapitalkosten nach Steuern wurde ein Steuersatz von 12.7% angewandt, was den Erwartungen von Actelion in Bezug auf den langfristigen Steuersatz entspricht

Herleitung des WACC: Zielkapitalstruktur⁽¹⁾

- Laut Gesprächen mit der Geschäftsleitung von Actelion wird die langfristige Zielkapitalstruktur zu 100% aus Eigenkapital bestehen. Deshalb wurde ein Verschuldungsgrad von 0% (berechnet als Nettofinanzverbindlichkeiten / (Nettofinanzverbindlichkeiten + Eigenkapital)) zugrunde gelegt, der innerhalb der Branche durchaus üblich ist



Quelle: Bloomberg, Factset, Geschäftsleitung Actelion, Duff & Phelps

(1) Weitere Einzelheiten zu den WACC finden Sie in Anhang 1

(2) Auf Basis der 10 grössten Länder, die für ca. 90% der Umsätze aufkommen

(3) Ohne den Zeitraum von 1942 bis 1951 wegen Zinsverzerrung in Verbindung mit dem 2. Weltkrieg

Bewertungsüberlegungen

DCF Analyse (2/3)

Annahmen in Bezug auf den Businessplan

Businessplan

- Die Bewertung basiert im Allgemeinen auf dem Businessplan, den die Geschäftsleitung von Actelion erstellt hat und der die Geschäftsjahre 2017 bis 2036 für Actelion New abdeckt. Die zugrunde liegenden Planungsannahmen wurden auf ihre Plausibilität hin überprüft. Zu diesem Zweck wurden gezielte Gespräche mit der Geschäftsleitung geführt und die Annahmen wurden den historischen Pro-forma-Ergebnissen von Actelion, der historischen und erwarteten Marktentwicklung sowie den Erwartungen der Aktienanalysten sowie Branchenbenchmarks gegenübergestellt
- Dies resultierte in den folgenden Annahmen in Bezug auf den Businessplan:

Umsatz (GJ 2017 bis 2036)

- Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) bis zum Spitzenumsatz im GJ 2026 beträgt 13.9%. Über den gesamten Zeitraum des Businessplans ergibt sich ein durchschnittliches Umsatzwachstum von (6.3)%. Hauptgrund hierfür ist der Umsatzrückgang nach dem GJ 2026, da keine Annahmen über neue Produkte ausserhalb des jetzigen Marktportfolios und der Entwicklungspipeline im Endstadium zugrunde gelegt wurden
- Hauptfaktoren für die positive Entwicklung vom GJ 2017 bis 2026 sind (i) das Umsatzwachstum bei Opsumit und Upravi, das die rückläufigen Tracleer-Umsätze (stärkere Generikakonzurrenz) mehr als kompensiert sowie (ii) die noch nicht zugelassenen Produktkandidaten im Endstadium (z. B. Ponesimod und ACT-132577), die in den späteren Jahren des Planzeitraums auf den Markt kommen
- Auf den im GJ 2026 erwarteten Spitzenumsatz folgt ein stetiger Umsatzrückgang bis zum GJ 2036, der das gesamte Produktportfolio betrifft. Grund ist (i) der auslaufende Patentschutz und (ii) der anschliessende potenzielle Markteintritt von Konkurrenzprodukten/Generika

Kernbetriebsgewinn (GJ 2017 bis 2036)

- Die durchschnittliche Marge des Kernbetriebsgewinns beläuft sich über die Planungsperiode auf 65.3%. Sie steigt von 54.5% im GJ 2017 auf 70.9% im GJ 2026. 2016 lag die Kernbetriebsgewinnmarge pro forma bei 53.0%
- Der Margenanstieg bis zum GJ 2026 ist hauptsächlich auf den Operating Leverage zurückzuführen, basierend auf dem angenommenen Volumenwachstum in Verbindung mit (i) Kosteneinsparungen bei zentralen Funktionen (planmässig sinken diese sowohl absolut als auch relativ prozentual zu den Umsätzen). Durch diesen Effekt wird (ii) der höhere Vertriebs- und Marketingaufwand sowie (iii) ein leichter Anstieg der Umsatzkosten und Lizenzgebühren mehr als kompensiert. Sowohl bei Umsatzkosten als auch Lizenzgebühren wird ein Anstieg in absoluten Zahlen angenommen, wenn auch unterproportional zur Umsatzentwicklung
- Nach dem Spitzenumsatz im GJ 2026 sinken die Kostenpositionen oberhalb des Kernbetriebsgewinns leicht unterproportional zu den Umsatzeinbussen. Grund ist das auslaufende Produktportfolio, sodass sich vom GJ 2027 bis 2036 eine durchschnittliche operative Kerngewinnmarge von 65.9% ergibt

Steuersatz (GJ 2017 bis 2036)

- Gemäss Management wird von einem effektiven Steuersatz von 12.7% für den gesamten Planungszeitraum ausgegangen. Dies im Einklang mit historischen effektiven Steuersätzen

Investitionen und Abschreibungen und Amortisationen (GJ 2016 bis 2036)

- Während der Planungsperiode sind Investitionen von durchschnittlich 0.6% der Umsatzerlöse vorgesehen. Die in der Planungsperiode getätigten Abschreibungen und Amortisationen werden im Durchschnitt voraussichtlich 121.0% der Investitionen betragen

Nettoumlaufvermögen (GJ 2017 bis 2036)

- Die Entwicklung des Nettoumlaufvermögens beruht darauf, wie sich die Ausgliederung von R&D NewCo während der Planperiode nach Angaben der Actelion-Geschäftsleitung voraussichtlich auf das Umlaufvermögen auswirken wird. Das durchschnittliche Nettoumlaufvermögen wird voraussichtlich 10.5% der Umsätze betragen

Bewertungsüberlegungen

DCF Analyse (3/3)

Bewertungsparameter auf einen Blick

- Bewertungsstichtag: 3. Februar 2017
- Wechselkurs USD/CHF per Bewertungsstichtag: 0.9930
- Unternehmenswertanpassungen: CHF (169 Mio.)
- WACC: 7.4% - 8.4%
- Verwässerte ausstehende Aktien: 107.3 Mio.
- Umsatzwachstum bis zum Höchstwert (GJ 2017 bis 2026): 13.9% (CAGR)
- Umsatzwachstum (GJ 2017 bis 2036): (6.3)% (CAGR)
- Durchschn. operative Kerngewinnmarge (GJ 2017 bis 2036): 65.3%
- Durchschn. Steuersatz (GJ 2017 bis 2036): 12.7%
- Durchschn. Investitionen (GJ 2017 bis 2036): 0.6% des Umsatzes
- Durchschn. Abschreibungen und Amortisationen (GJ 2017 bis 2036): 121.0% der Investitionen
- Durchschn. Nettoumlaufvermögen (GJ 2017 bis 2036): 10.5% des Umsatzes

Bewertung von Actelion New

- Die DCF Analyse ergibt per Bewertungsstichtag einen Unternehmenswert von CHF 23'525 Mio.
- Um den Eigenkapitalwert von Actelion New abzuleiten, wurden die Unternehmenswertanpassungen in Höhe von CHF 169 Mio. vom Unternehmenswert abgezogen. Dies resultiert in einem Eigenkapitalwert von CHF 23'356 Mio. per Bewertungsstichtag
- Basierend auf verwässerten ausstehenden Aktien in Höhe von 107.3 Mio. beläuft sich der Wert je Actelion-Aktie auf CHF 217.59 (Mittelwert). Ein USD/CHF-Wechselkurs von 0.9930 ergibt USD 219.13 je Actelion-Aktie. Die Tabelle rechts illustriert diese Berechnung
- Die DCF Analyse wurde durch eine Anpassung der Einschätzung seitens der Geschäftsleitung hinsichtlich der gewichteten Erfolgswahrscheinlichkeit der Produktkandidaten in der Pipeline von Actelion New (siehe Tabelle unten rechts auf dieser Seite) und den WACC sensibilisiert
- Bei einer Anpassung von 10 Prozentpunkten auf die gewichtete Erfolgswahrscheinlichkeit noch nicht vermarkteter Produkte und einem WACC von 7.62% bis 8.12% ergibt die Sensitivitätsanalyse per Bewertungsstichtag einen Wert je Actelion-Aktie von CHF 206.05 (unteres Ende) bis CHF 229.65 (oberes Ende)

Berechnung des Werts je Actelion-Aktie

CHF Mio. (sofern nicht anders angegeben)

Barwert der freien Cashflows	23,525
Unternehmenswert	23,525
Unternehmenswertanpassungen	(169)
Eigenkapitalwert	23,356
Verwässerte im Umlauf befindliche Aktien	107.3
Wert je Aktie (CHF)	217.59
USD/CHF-Wechselkurs	0.9930
Wert je Aktie (USD)	219.13

Sensitivitätsanalyse: Wert je Aktie (CHF)

		Anpassung der gewichteten Erfolgswahrscheinlichkeit ⁽¹⁾				
		(20) pp ⁽²⁾	(10) pp	-	10 pp	20 pp
WACC	8.37%	195.02	202.18	209.35	216.52	223.68
	8.12%	198.69	206.05	213.41	220.78	228.14
	7.87%	202.46	210.02	217.59	225.15	232.72
	7.62%	206.32	214.10	221.87	229.65	237.42
	7.37%	210.29	218.28	226.28	234.27	242.26

Quelle: Businessplan Actelion, Geschäftsbericht 2016 Actelion, Geschäftsleitung Actelion, Bloomberg

(1) Die vermarkteten Produkte werden nicht sensibilisiert. Im Businessplan ist für Produkte, die noch nicht auf dem Markt sind, eine Erfolgswahrscheinlichkeit von 70–90% festgelegt

(2) Die Anpassung der gewichteten Erfolgswahrscheinlichkeit in Prozentpunkten

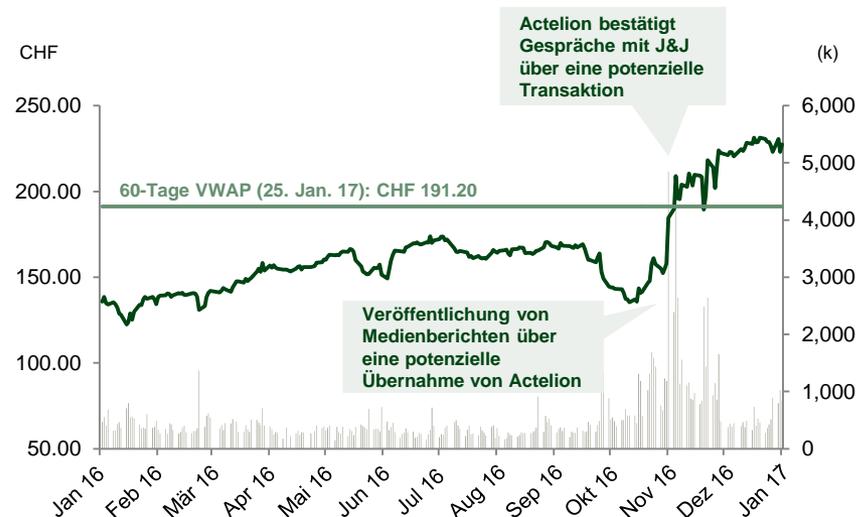
Bewertungsüberlegungen

Aktienkursanalyse und Kursziele von Aktienanalysten (1/2)

Entwicklung des Aktienkurses und des Handelsvolumens von Actelion

- Die Grafik rechts verdeutlicht die historische Kursentwicklung der Actelion-Aktie sowie das Handelsvolumen der letzten zwölf Monate⁽¹⁾
 - Die Actelion-Aktie legte in den letzten zwölf Monaten um 67.5% zu
 - Der Aktienkurs lag in diesem Zeitraum zwischen CHF 122.50 und 231.40, mit einem Mittelwert von CHF 164.55. Wie aus der Abbildung rechts hervorgeht, stieg der Aktienkurs von Actelion deutlich an, nachdem Medienberichte über eine potenzielle Übernahme von Actelion publiziert wurden
 - Der Schlusskurs per 15. November 2016 (dem Tag vor den Medienberichten über eine potenzielle Übernahme von Actelion) betrug CHF 147.80 und spiegelt den „unbeeinflussten“ Aktienkurs von Actelion wider
 - Am 25. November 2016 bestätigte Actelion, dass Johnson & Johnson bezüglich einer potenziellen Transaktion an das Unternehmen herangetreten war
 - Der Schlusskurs per 25. Januar 2017 (dem Tag vor der Veröffentlichung der Voranmeldung durch Johnson & Johnson) betrug CHF 227.40
 - Der 60-Tage volumengewichtete Durchschnittskurs (VWAP) lag per 25. Januar 2017 (dem Tag vor der Veröffentlichung der Voranmeldung durch Johnson & Johnson) bei CHF 191.20. Der 60-Tage-VWAP, bei dem alle während der letzten 60 Handelstage ausgeführten Börsentransaktionen berücksichtigt werden, dient als der vom Schweizer Übernahmerecht definierte Mindestpreis
 - Der 60-Tage-VWAP per 15. November 2016 (unbeeinflusst durch die Medienspekulationen über eine potenzielle Übernahme von Actelion) betrug CHF 154.48
- Actelion ist im SLI Swiss Leader Index der SIX Swiss Exchange vertreten. Daher gilt die Aktie im Sinne des Schweizer Übernahmereghtes automatisch als liquide⁽²⁾

Aktienkurs und Handelsvolumen (letzte zwölf Monate)



Quelle: Bloomberg, SIX Swiss Exchange

Bewertungsüberlegungen

Aktienkursanalyse und Kursziele von Aktienanalysten (2/2)

Kursziele der Aktienanalysten

- Diese Analyse basiert auf einer Prüfung der Kursziele, die von Aktienanalysten veröffentlicht wurden, die Actelion abdecken
- Ein Kursziel ist allgemein gesehen jenes Niveau, von dem der Aktienanalyst erwartet, dass es der Aktienkurs auf Sicht von zwölf Monaten theoretisch erreicht. Es entspricht ungefähr der Bewertung je Aktie des Unternehmens
- Der Median für das Kursziel aller Analysten beträgt CHF 175.00 je Actelion-Aktie, wobei die Zielkurse zwischen CHF 140.00 und 210.00 liegen
- Die Tabelle rechts fasst die Kursziele der Aktienanalysten zusammen, die Actelion im Vorfeld der Voranmeldung abdecken⁽²⁾

Kursziele der Aktienanalysten (CHF) ⁽¹⁾			
Datum	Analyst	Empfehlung	Kursziel
23. Jan 17	Bryan Garnier	Kaufen	196.00
23. Jan 17	AlphaValue	Verkaufen	191.00
23. Jan 17	Morgan Stanley	Halten	176.00
23. Jan 17	Oddo	Halten	165.00
23. Jan 17	Bank am Bellevue	Kaufen	192.00
12. Jan 17	Exane BNP Paribas	Kaufen	180.00
4. Jan 17	RX Securities	Halten	160.00
3. Jan 17	J.P. Morgan	Halten	160.00
16. Dez 16	Barclays	Verkaufen	145.00
14. Dez 16	Kepler Cheuvreux	Kaufen	160.00 ⁽³⁾
7. Dez 16	UBS	Halten	200.00
3. Dez 16	Mirabaud Securities	Kaufen	176.00
28. Nov 16	Jefferies	Halten	190.00 ⁽³⁾
28. Nov 16	HSBC	Halten	174.00
17. Nov 16	Day by Day	Kaufen	179.00 ⁽³⁾
27. Okt 16	Berenberg	Halten	155.00
24. Okt 16	Bank Vontobel	Halten	163.00
18. Okt 16	Goldman Sachs	Halten	172.00
3. Aug 16	MainFirst Bank	Kaufen	210.00
7. Jul 16	Baader-Helvia	Halten	140.00
Durchschnitt			174.20
Median			175.00

Quelle: Bloomberg, Aktienresearch-Berichte

Quelle: Bloomberg, Aktienresearch-Berichte

(1) Übersicht der Kursziele, die von Aktienanalysten vor dem 26. Januar 2017 veröffentlicht wurden; ausgenommen sind Aktienanalysten, die kein explizites Kursziel für Actelion genannt haben (2) Bitte beachten Sie, dass die Kursziele der Aktienanalysten mit Actelion vor den Abspaltungstransaktionen verglichen werden. R&D NewCo wird nach den Abspaltungstransaktionen mit CHF 1 Mia. kapitalisiert. Legt man daher für R&D NewCo einen Wert von > 0 zugrunde, ist der Vergleich von Actelion New mit den Kurszielen der Aktienanalysten konservativ (3) Spiegelt das letzte verfügbare Kursziel „stand-alone“ wider

Bewertungsüberlegungen

Analyse vergleichbarer Unternehmen

Auswahl vergleichbarer Unternehmen^{(1),(2)}

- Das Universum von vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen, die als „pure-play“ Peers angesehen werden können, ist sehr begrenzt. Daher sind unter den identifizierten vergleichbaren Unternehmen biopharmazeutische Unternehmen enthalten, die in ähnlichen Bereichen tätig sind wie Actelion und einen Fokus auf die Entdeckung, Entwicklung und Kommerzialisierung von Arzneimitteln für bislang unzureichend behandelbare oder seltene Erkrankungen legen
- Diversifizierte Life Sciences-Konzerne wie GlaxoSmithKline, Pfizer oder Bayer wurden nicht als Peers betrachtet, da deren Marktbewertungen weitgehend von anderen Tätigkeiten ausserhalb der Biotechnologie beeinflusst werden
- Um sicherzustellen, dass die zu Vergleichszwecken herangezogenen Unternehmen aus einem möglichst grossen Universum ausgewählt wurden, wurde die Auswahl der vergleichbaren Unternehmen mit den aktuellen Einschätzung der Aktienanalysten und mit Marktstudien abgeglichen

Bewertungsmethodik

- Der Eigenkapitalwert der ausgewählten Gruppe vergleichbarer Unternehmen wurde anhand ihrer aktuellen Marktkapitalisierung berechnet (per Bewertungsstichtag)
- Dieser Wert wurde für jedes Unternehmen in Relation zur Konsensschätzung des Kernreingewinns für das Geschäftsjahr 2017 (IBES Consensus) gestellt. Bei Transaktionen im Biotechnologiesektor wird das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) in der Regel als Richtwert verwendet. Für Unternehmen mit unterschiedlichen Geschäftsjahren wurde zudem eine kalendarische Anpassung vorgenommen (der Bilanzstichtag von Actelion ist der 31. Dezember)
- Der Median der resultierenden KGV-Multiplikatoren (15.6x) wurde auf die 2017 Kernreingewinnprognose für Actelion New angewandt (basierend auf dem Budget 2017), um einen Eigenkapitalwert für Actelion New zu ermitteln. Auf Basis von 107.3 Mio. verwässerten ausstehenden Aktien wird eine Actelion-Aktie per Bewertungsstichtag mit CHF 161.79 (Mittelwert) bewertet

Berechnung des Werts je Actelion-Aktie

CHF Mio. (sofern nichts anderes angegeben)	Oberes Ende	Mittelwert	Unteres Ende
2017 Kernreingewinn	1,115	1,115	1,115
2017 Trading-Multiplikator (x)	14.0x	15.6x	17.1x
Eigenkapitalwert	15,630	17,366	19,103
Verwässerte ausstehende Aktien (Mio.)	107.3	107.3	107.3
Wert je Aktie (CHF)	145.61	161.79	177.97

CHF Mio. (sofern nichts anderes angegeben)	Oberes Ende	Mittelwert	Unteres Ende
2017 EBITDA	1,338	1,338	1,338
2017 Trading-Multiplikator (x)	10.8x	12.0x	13.3x
Unternehmenswert	14,511	16,123	17,735
Unternehmenswertanpassungen	(169)	(169)	(169)
Eigenkapitalwert	14,341	15,953	17,566
Verwässerte ausstehende Aktien (Mio.)	107.3	107.3	107.3
Wert je Aktie (CHF)	133.61	148.63	163.65

Quelle: Bloomberg IBES Consensus, Factset, Businessplan Actelion, Geschäftsbericht 2016 Actelion, Aktienresearch-Berichte, Marktstudien

(1) Eine Übersicht der ausgewählten vergleichbaren Unternehmen (einschliesslich Trading-Multiplikatoren und operativen Kennzahlen) finden Sie in Anhang 2 (2) Bitte beachten Sie, dass es sich bei den ausgewählten vergleichbaren Unternehmen um integrierte Unternehmen handelt, die folglich mit Actelion vor den Abspaltungstransaktionen verglichen werden. R&D NewCo wird nach den Abspaltungstransaktionen mit CHF 1 Mia. kapitalisiert. Legt man daher für R&D NewCo einen Wert von > 0 zugrunde, ist der Vergleich von Actelion New mit den ausgewählten vergleichbaren Unternehmen

Bewertungsüberlegungen

Analyse vergleichbarer Unternehmen (Fort.)

Bewertungsmethodik (Fort.)

- Für den EBITDA-Multiplikator-Ansatz wurde neben dem Eigenkapitalwert auch das letzte verfügbare Verhältnis von Nettofinanzverschuldung / Nettokassenbestand (inkl. fremdkapital- und barmittelähnlicher Positionen) berücksichtigt, um den Unternehmenswert zu ermitteln. Vom Unternehmenswert von Actelion New (Berechnung anhand der EBITDA-Prognose für 2017) wurden Unternehmenswertanpassungen von CHF 169 Mio. abgezogen, um den Eigenkapitalwert abzuleiten. Dies führt zu einem Wert je Actelion-Aktie von CHF 148.63 (Mittelwert)
- Der Median der Trading-Multiplikatoren (15.6x und 12.0x) wurde um 10% erhöht (oberes Ende) bzw. um 10% reduziert (unteres Ende), um Sensitivitäten darzustellen

Berechnung des Werts je Actelion-Aktie

CHF Mio. (sofern nichts anderes angegeben)	Oberes Ende	Mittelwert	Unteres Ende
2017 Kernreingewinn	1,115	1,115	1,115
2017 Trading-Multiplikator (x)	14.0x	15.6x	17.1x
Eigenkapitalwert	15,630	17,366	19,103
Verwässerte ausstehende Aktien (Mio.)	107.3	107.3	107.3
Wert je Aktie (CHF)	145.61	161.79	177.97

CHF Mio. (sofern nichts anderes angegeben)	Oberes Ende	Mittelwert	Unteres Ende
2017 EBITDA	1,338	1,338	1,338
2017 Trading-Multiplikator (x)	10.8x	12.0x	13.3x
Unternehmenswert	14,511	16,123	17,735
Unternehmenswertanpassungen	(169)	(169)	(169)
Eigenkapitalwert	14,341	15,953	17,566
Verwässerte ausstehende Aktien (Mio.)	107.3	107.3	107.3
Wert je Aktie (CHF)	133.61	148.63	163.65

Bewertungsüberlegungen

Analyse vergleichbarer Transaktionen

Auswahl vergleichbarer Transaktionen⁽¹⁾

- Um frühere Transaktionen, bei denen die Zielunternehmen mit Actelion vergleichbar sind, analysieren zu können, wurden relevante M&A-Transaktionen aus dem globalen Biotechnologiesektor sowie den entsprechenden Life Sciences-Märkten ausgewählt. Ein besonderer Fokus liegt zudem auf öffentlichen Übernahmetransaktionen, um die generell höheren Prämien widerzuspiegeln, die bei derartigen Transaktionen gezahlt werden. Die Analyse deckt den Zeitraum zwischen 2006 und 2017 ab
- Transaktionen, für die keine detaillierten finanziellen Daten veröffentlicht wurden und solche mit einer impliziten Transaktionsgrösse von weniger als CHF 100 Mio., flossen nicht in diese Analyse ein
- Eine detaillierte Übersicht der ausgewählten Transaktionen ist in Anhang 3 ausgewiesen

Bewertungsmethodik

- Für die ausgewählten vergleichbaren Transaktionen wurden der implizite Eigenkapitalwert sowie das implizite historische KGV (Transaktions-Multiplikator) berechnet. Das KGV dient bei Biotechnologietransaktionen üblicherweise als Richtwert
- Der Median der berechneten KGV-Transaktions-Multiplikatoren (24.7x) wurde auf den 2016 Kernreingewinn pro forma von Actelion New angewandt, um einen Eigenkapitalwert für Actelion New zu ermitteln. Bei dieser Methode wurde absichtlich ein historischer Kernreingewinn (hier: 2016) verwendet, da die Transaktions-Multiplikatoren auch mithilfe von historischen Werten berechnet werden. Basierend auf 107.3 Mio. verwässerten ausstehenden Aktien wurde eine Actelion-Aktie per Bewertungsstichtag mit CHF 226.25 (Mittelwert) bewertet
- Analog dazu wurde der implizite Unternehmenswert nach dem EBITDA-Multiplikator-Ansatz errechnet. Um den Eigenkapitalwert abzuleiten, wurden die Unternehmenswertanpassungen in Höhe von CHF 169 Mio. abgezogen. Dieser Ansatz ergab per Bewertungsstichtag einen Wert je Actelion-Aktie von CHF 226.05 (Mittelwert)
- Der Median der Transaktions-Multiplikatoren (24.7x und 20.5x) wurde um 10% erhöht (oberes Ende) bzw. um 10% reduziert (unteres Ende), um Sensitivitäten darzustellen

Berechnung des Werts je Actelion-Aktie

CHF Mio. (sofern nichts anderes angegeben)	Oberes Ende	Mittelwert	Unteres Ende
2016 Kernreingewinn pro forma	985	985	985
2016 Trading-Multiplikator (x)	22.2x	24.7x	27.1x
Eigenkapitalwert	21,857	24,285	26,714
Verwässerte ausstehende Aktien (Mio.)	107.3	107.3	107.3
Wert je Aktie (CHF)	203.62	226.25	248.87

CHF Mio. (sofern nichts anderes angegeben)	Oberes Ende	Mittelwert	Unteres Ende
2016 EBITDA pro forma	1,192	1,192	1,192
2016 Trading-Multiplikator (x)	18.5x	20.5x	22.6x
Unternehmenswert	21,990	24,434	26,877
Unternehmenswertanpassungen	(169)	(169)	(169)
Eigenkapitalwert	21,821	24,264	26,708
Verwässerte ausstehende Aktien (Mio.)	107.3	107.3	107.3
Wert je Aktie (CHF)	203.29	226.05	248.82

Quelle: Mergermarket, Bloomberg, Aktienresearch-Berichte, Geschäftsbericht 2016 Actelion

(1) Bitte beachten Sie, dass die Zielunternehmen der ausgewählten vergleichbaren Transaktionen integrierte Unternehmen sind und daher mit Actelion vor den Abspaltungstransaktionen verglichen werden. R&D NewCo wird nach den Abspaltungstransaktionen mit CHF 1 Mia. kapitalisiert. Legt man daher für R&D NewCo einen Wert von > 0 zugrunde, ist der Vergleich von Actelion New mit den ausgewählten vergleichbaren Transaktionen konservativ

Bewertungsüberlegungen

Analyse von Übernahmeprämien

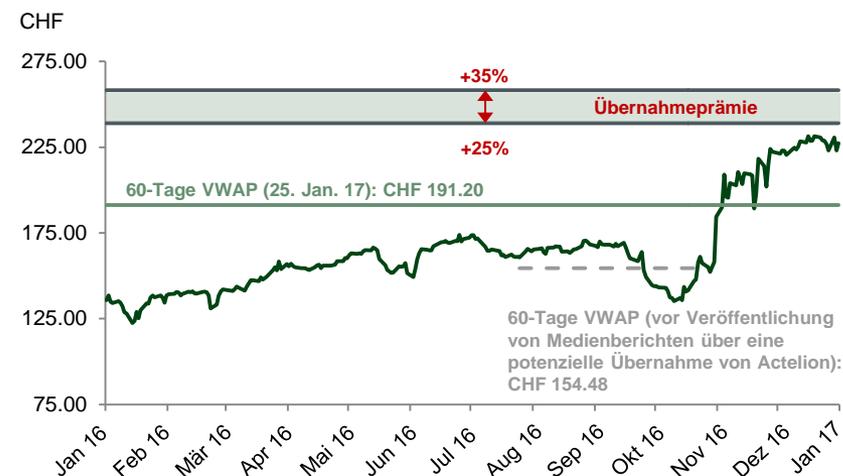
Analyse bezahlter Prämien bei öffentlichen Übernahmen in der Schweiz

- Bei öffentlichen Übernahmen spielen subjektive Interessen eine bedeutende Rolle. Potenzielle Käufer können unter bestimmten Umständen gewillt sein, eine markante Kontrollprämie zu zahlen
- Dies ist insbesondere bei feindlichen Übernahmen der Fall, wo sich potenzielle Käufer überbieten und schliesslich höhere Prämien gezahlt werden
- Ebenfalls wichtig ist es, ob ein Bieter zum Zeitpunkt der Bekanntgabe des Kaufangebots bereits über eine Kontrollbeteiligung am Zielunternehmen verfügte. In einem solchen Fall besteht in der Regel eine geringere Bereitschaft, eine zusätzliche Kontrollprämie auf den Aktienkurs zu zahlen
- Die Auswahl relevanter öffentlicher Übernahmen für diese Analyse erfolgte anhand folgender Kriterien^{(1),(2)}:
 - Transaktionen seit dem 1. Januar 2006
 - Kotierung des Zielunternehmens zum Zeitpunkt des Übernahmeangebots an der SIX Swiss Exchange
 - Keine Berücksichtigung von „reinen“ Immobilienunternehmen
 - Impliziter Eigenkapitalwert von mindestens CHF 100 Mio.
 - Berücksichtigung von freiwilligen Angeboten sowie von Pflichtangeboten
 - Berücksichtigung ausschliesslich von Barangeboten
- Seit 2006 wurden gemessen am 60-Tage VWAP am Tag vor der Bekanntgabe des betreffenden Übernahmeangebots durchschnittlich Prämien von 29.4% gezahlt
- Wird eine Prämienbandbreite von 25% bis 35% auf Actelions 60-Tage VWAP von CHF 191.20 per 25. Januar 2017 angewandt, resultiert eine Bewertungsbandbreite von CHF 239.00 bis 258.12 je Actelion-Aktie. Es gilt zu beachten, dass der aktuelle VWAP durch eine gewisse Übernahmeprämie in die Höhe getrieben wurde

Analyse bezahlter Prämien bei öffentlichen Übernahmen in der Schweiz (Fort.)

- Zu Illustrationszwecken wurde die gleiche Methodik auf den „unbeeinflussten“ 60-Tage VWAP von CHF 154.48 per 15. November 2016 angewandt (dem Tag vor der Veröffentlichung von Medienberichten über eine potenzielle Übernahme von Actelion). Dies ergibt eine illustrative Bewertungsbandbreite von CHF 193.10 bis 208.55 je Actelion-Aktie
 - Diese widerspiegelt einen Zeitraum, in dem der Kurs der Actelion-Aktie nicht bzw. nur begrenzt durch Übernahmespekulationen in die Höhe getrieben wurde

Anwendung einer durchschnittlichen Übernahmeprämie von 25% bis 35%



Quelle: Bloomberg, SIX Swiss Exchange

Quelle: Mergermarket, Bloomberg, Swiss Takeover Board, SIX Swiss Exchange

(1) Eine Übersicht der ausgewählten öffentlichen Übernahmen finden Sie in Anhang 4 (2) Bitte beachten Sie, dass Actelion vor dem 26. Januar 2017 im Vorfeld der Abspaltungstransaktionen bewertet wurde. R&D NewCo wird nach den Abspaltungstransaktionen mit CHF 1 Mia. kapitalisiert. Legt man daher für R&D NewCo einen Wert von > 0 zugrunde, ist die Analyse der Übernahmeprämie konservativ

Ergebnis der Fairness Opinion

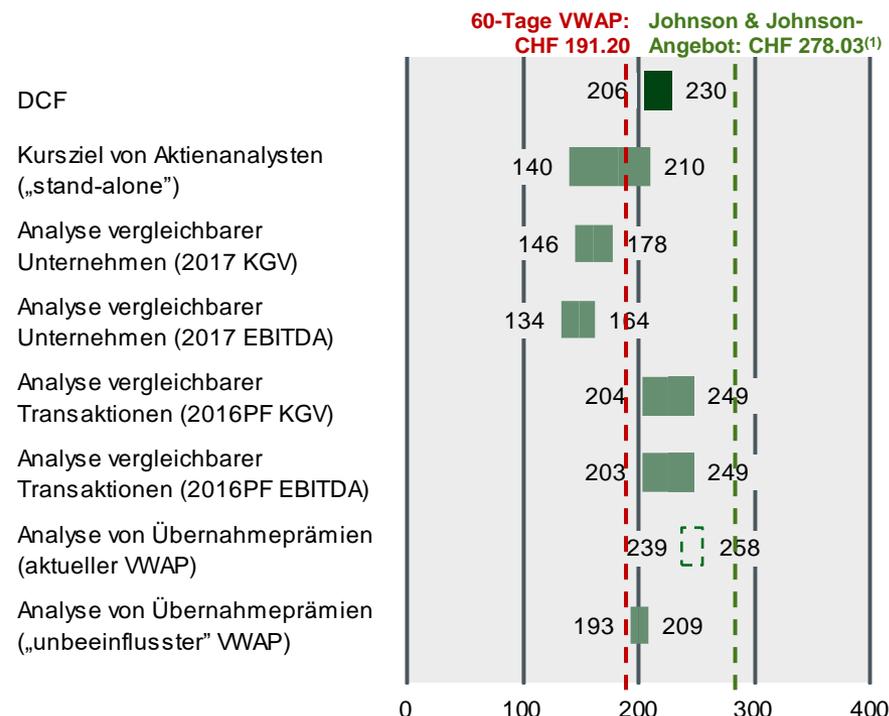
Ergebnis der Fairness Opinion

Bewertungsergebnisse für Actelion

Bewertungsbeurteilung

- Die Abbildung rechts fasst die Ergebnisse unserer Bewertungsanalyse zusammen. Die DCF Analyse wurde als primäre Bewertungsmethode angewendet. Um die Plausibilität der Ergebnisse der DCF Analyse zu prüfen, wurden ausgewählte marktwertbasierende Methoden (Kursziele von Aktienanalysten, Analyse vergleichbarer Unternehmen, Analyse vergleichbarer Transaktionen, Analyse der Übernahmeprämie, 60-Tage VWAP) angewendet
- Der Bewertungsstichtag ist der 3. Februar 2017
- Die DCF Analyse ergibt eine Bewertungsbandbreite von CHF 206 bis 230 je Aktie
- Aktienanalysten bewerten die Actelion-Aktie mit CHF 140 bis 210 auf „stand-alone“ Basis (exklusive einer potenziellen Übernahmeprämie)
- Die Analyse vergleichbarer Unternehmen auf Basis der KGV-Trading-Multiplikatoren für 2017 resultiert in einer Bewertungsbandbreite von CHF 146 bis 178 je Aktie. Die Analyse der UW/EBITDA Trading-Multiplikatoren für 2017 ergibt CHF 134 bis 164 je Aktie
- Die Analyse vergleichbarer Transaktionen auf Basis der historischen KGV-Transaktions-Multiplikatoren resultiert in einer Bewertungsbandbreite von CHF 204 bis 249 je Aktie. Die Analyse der historischen UW/EBITDA Transaktions-Multiplikatoren ergibt CHF 203 bis 249 je Aktie
- Der 60-Tage VWAP per 25. Januar 2017 beträgt CHF 191. Es gilt zu beachten, dass der aktuelle VWAP durch die Übernahmespekulationen aufgrund der Medienberichte vom 16. November 2016 und Actelions Pressemitteilung vom 25. November 2016 in die Höhe getrieben wurde. Wird die übliche Prämienbandbreite von 25% bis 35% auf den 60-Tage VWAP angewandt, resultiert eine Bewertungsbandbreite von CHF 239 bis 258 je Aktie
- Der 60-Tage-VWAP per 15. November 2016 (nicht durch die Medienspekulationen über eine potenzielle Übernahme von Actelion beeinflusst) betrug CHF 154. Wird eine typische Übernahmeprämien-Bandbreite von 25% bis 35% auf den „unbeeinflussten“ VWAP angewandt, resultiert eine Bewertungsbandbreite von CHF 193 bis 209 je Aktie

Bewertungsübersicht (CHF je Actelion-Aktie)



Basierend auf der mittels DCF Analyse berechneten Bewertungsbandbreite von CHF 206 bis 230 je Actelion-Aktie ist das Johnson & Johnson-Angebot von CHF 278 je Actelion-Aktie⁽¹⁾ zum Bewertungsstichtag (3. Februar 2017) aus finanzieller Sicht als fair und angemessen anzusehen


Martin Menzi
Managing Partner


Ralf Herrmann
Partner

(1) Auf Basis eines Angebotspreises von USD 280.00 je Aktie (entspricht CHF 278.03 je Aktie bei einem USD/CHF-Wechselkurs von 0.993 per 3. Februar 2017). Potenzielle künftige Schwankungen des USD/CHF-Wechselkurses, die den effektiven Angebotspreis und letztlich die Erlöse jedes Aktionärs in CHF beeinflussen könnten, werden nicht berücksichtigt

Anhang

- Kapitalkosten
- Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen
- Übersicht vergleichbarer Transaktionen
- Prämien öffentlicher Übernahmen seit 1. Januar 2006
- Abkürzungsverzeichnis

Anhang 1

Kapitalkosten (1/2)

Herleitung der WACC			
WACC Komponenten		Erläuterung	Quelle
Risikoloser Zinssatz (r_f)	1.7%	Umsatzgewichteter risikoloser Zinssatz, der auf der laufenden Rendite 10-jähriger Staatsanleihen basiert ⁽¹⁾	Bloomberg, Unternehmensinformation
Marktrisikoprämie (MRP)	5.9%	Differenz zwischen der durchschnittlichen jährlichen Gesamtrendite, die Aktien von grossen börsenkotierten Unternehmen abwerfen, und der durchschnittlichen jährlichen Einkommensrendite von langfristigen Staatsanleihen (Zeitraum: 1926 bis 2014 ⁽²⁾)	Duff & Phelps: "2015 Valuation Handbook"
Beta („unlevered“)	1.06	Median der Regressionsbetas vergleichbarer Unternehmen (Regression über 5 Jahre im Vergleich zum MSCI World Index basierend auf wöchentlichen Renditen)	Factsset
Beta („relevered“)	1.06	Formel: $\beta_L = \beta_U \times [1 + ((FK / EK) \times (1-t))]$	Modigliani & Miller
Eigenkapitalkosten	7.9%	Formel: $k_e = r_f + \beta_L \times MRP$	
Risikoloser Zinssatz (r_f)	1.7%	Umsatzgewichteter risikoloser Zinssatz, der auf der laufenden Rendite 10-jähriger Staatsanleihen basiert ⁽¹⁾	Bloomberg, Unternehmensinformation
Risikozuschlag für Fremdkapital (Spread, c_s)	1.0%	Der Spread ist definiert durch die Differenz zwischen dem ermittelten risikolosen Zinssatz und den effektiven Finanzierungskosten von Actelion	Unternehmensinformation
Steuersatz (t)	12.7%	Langfristige Erwartungen betreffend Steuersatz	Unternehmensinformation
Fremdkapitalkosten nach Steuern	2.3%	Formel: $k_d = (r_f + c_s) \times (1-t)$	
Eigenkapitalquote	100.0%		Unternehmensinformation
Fremdkapitalquote	0.0%		Unternehmensinformation
WACC	7.9%		

(1) Auf Basis der 10 grössten Länder, die für ca. 90% der Umsätze aufkommen

(2) Ohne den Zeitraum von 1942 bis 1951 aufgrund der Zinsverzerrung in Verbindung mit dem 2. Weltkrieg

Anhang 1

Kapitalkosten (2/2)

Berechnung des „unlevered“ Beta

Vergleichsunternehmen	„Levered“ Beta ⁽¹⁾	Grenzsteuersatz	FK (LW Mio.) ⁽²⁾	M-Kap (LW Mio.)	FK / (FK + EK)	FK / EK	„Unlevered“ Beta ⁽³⁾
Alexion	1.17	40.00%	1,963	28,434	6.5%	6.9%	1.12
Amgen	1.09	40.00%	(2,657)	124,629	0.0%	0.0%	1.09
Biogen	1.11	40.00%	5,025	57,585	8.0%	8.7%	1.06
Celgene	1.21	40.00%	7,435	89,645	7.7%	8.3%	1.15
Gilead Sciences	0.97	40.00%	14,805	95,305	13.4%	15.5%	0.89
Incyte	1.23	40.00%	(69)	22,670	0.0%	0.0%	1.23
Ipsen	0.65	33.33%	62	6,138	1.0%	1.0%	0.65
Lundbeck	0.18	22.00%	896	59,328	1.5%	1.5%	0.17
Regeneron	1.43	40.00%	(1,026)	37,786	0.0%	0.0%	1.43
Shire	0.97	12.50%	22,997	50,399	31.3%	45.6%	0.69
UCB	0.55	33.99%	2,027	12,521	13.9%	16.2%	0.50
United Therapeutics	1.19	40.00%	(978)	6,943	0.0%	0.0%	1.19
Vertex	0.97	40.00%	(651)	21,512	0.0%	0.0%	0.97
Durchschnitt	0.98	35.52%			6.4%	8.0%	0.93
Median	1.09	40.00%			1.5%	1.5%	1.06

Sensitivitätsanalyse: WACC

		„Unlevered“ Beta				
		0.91	0.98	1.06	1.13	1.21
FK / (FK + EK)	30.0%	6.99%	7.41%	7.83%	8.26%	8.68%
	22.5%	6.99%	7.42%	7.84%	8.27%	8.70%
	15.0%	6.99%	7.42%	7.85%	8.29%	8.72%
	7.5%	6.99%	7.43%	7.86%	8.30%	8.74%
	0.0%	6.99%	7.43%	7.87%	8.31%	8.76%

Quelle: Factset, KPMG, Unternehmensinformationen

(1) Regression über fünf Jahre im Vergleich zum MSCI World Index basierend auf wöchentlichen Renditen

(2) Nettofinanzverbindlichkeiten einschliesslich Pensionsverbindlichkeiten

(3) „Unlevered“ Beta = („Levered“ Beta / (1 + (1 – Steuersatz) x FK/EK)); Annahme: Beta von FK = 0

Anhang 2

Trading-Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen (1/2)

Trading-Multiplikatoren ^{(1), (2)}											
Unternehmen (Land)	M-Kap. (CHF Mio.)	UW (CHF Mio.)	UW/Umsatz			UW/EBITDA			KGV		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Alexion (US)	28,185	30,121	8.60x	7.20x	5.97x	17.3x	13.5x	10.2x	22.7x	17.5x	13.3x
Amgen (US)	123,539	120,905	5.27x	5.23x	5.09x	9.4x	9.2x	9.6x	13.8x	13.5x	12.9x
Biogen (US)	57,082	62,036	5.55x	5.21x	4.87x	9.8x	9.5x	9.1x	12.8x	12.2x	11.5x
Celgene (US)	88,860	96,230	7.30x	6.30x	5.42x	12.7x	10.8x	9.6x	15.6x	13.1x	10.9x
Gilead Sciences (US)	94,471	109,634	3.93x	4.20x	4.25x	6.2x	6.8x	7.0x	7.0x	7.6x	7.6x
Incyte (US)	22,472	22,399	14.69x	13.65x	10.96x	n.m.	n.m.	n.a.	n.m.	n.m.	41.0x
Ipsen (FR)	6,564	6,628	3.48x	3.16x	3.09x	13.1x	11.2x	9.7x	21.8x	18.4x	13.9x
Lundbeck (DK)	8,531	8,660	3.57x	3.31x	3.30x	12.0x	10.0x	9.5x	21.6x	15.6x	13.1x
Regeneron (US)	37,455	36,438	6.43x	5.62x	4.91x	14.6x	12.5x	11.0x	22.6x	17.6x	14.3x
Shire (IE)	49,958	72,754	4.80x	4.47x	4.22x	11.1x	9.9x	9.0x	10.8x	9.4x	8.4x
UCB (BE)	13,391	15,443	3.30x	3.12x	2.89x	12.5x	10.9x	9.4x	18.2x	14.6x	12.7x
United Therapeutics (US)	6,882	5,902	3.56x	4.07x	4.01x	5.7x	7.9x	6.5x	9.3x	10.8x	11.3x
Vertex (US)	21,324	20,679	10.20x	8.22x	6.47x	n.m.	31.4x	18.8x	n.m.	31.6x	18.1x
Durchschnitt			6.20x	5.67x	5.03x	11.3x	12.0x	9.9x	16.0x	15.2x	14.5x
Median			5.27x	5.21x	4.87x	12.0x	10.4x	9.5x	15.6x	14.1x	12.9x
Actelion (CH)⁽³⁾	27,576	27,745	11.47x	10.28x	9.29x	29.0x	24.9x	21.6x	32.8x	28.3x	24.0x

Quelle: Factset, Unternehmensinformationen, Geschäftsberichte 2016 Actelion, Bloomberg, IBES Consensus

(1) Unternehmenswert bereinigt um Nettofinanzverbindlichkeiten oder Nettokassenbestand, Pensionsverbindlichkeiten, nicht beherrschende Anteile (2) Die zugrunde liegenden Finanzzahlen wurden auf das Geschäftsjahresende von Actelion kalendarisiert (31. Dez.) (3) Finanzzahlen von Actelion basierend auf IBES Consensus

Anhang 2

Trading-Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen (2/2)

Ausgewählte operative Kennzahlen ⁽¹⁾

Unternehmen (Land)	Umsatzwachstum			EBITDA-Wachstum			EBITDA-Marge			Gewinnwachstum		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Alexion (US)	14.4%	19.4%	20.6%	49.8%	53.3%	58.5%	35.4%	38.5%	42.1%	22.6%	29.8%	32.0%
Amgen (US)	0.7%	0.8%	2.7%	56.3%	57.0%	53.1%	39.0%	39.6%	40.3%	30.1%	2.4%	4.4%
Biogen (US)	(1.4)%	6.5%	7.0%	56.6%	55.0%	53.4%	39.7%	39.3%	38.8%	21.0%	5.4%	5.6%
Celgene (US)	18.5%	15.8%	16.3%	57.5%	58.5%	56.3%	43.3%	44.5%	46.1%	259.4%	19.0%	20.5%
Gilead Sciences (US)	(6.7)%	(6.5)%	(1.2)%	63.6%	61.5%	60.8%	48.4%	47.9%	48.0%	(12.7)%	(7.6)%	(0.9)%
Incyte (US)	39.2%	7.7%	24.5%	27.0%	21.4%	n.a.	21.5%	23.0%	26.8%	97.1%	15.4%	45.1%
Ipsen (FR)	10.0%	9.9%	2.2%	26.6%	28.2%	31.9%	15.8%	17.0%	22.0%	10.1%	18.6%	32.0%
Lundbeck (DK)	8.6%	7.8%	0.2%	29.6%	33.3%	34.8%	16.3%	20.8%	24.9%	43.5%	38.1%	19.9%
Regeneron (US)	15.8%	14.4%	14.5%	44.0%	44.9%	44.6%	29.3%	32.8%	35.3%	24.9%	28.0%	23.5%
Shire (IE)	35.1%	7.6%	5.9%	43.1%	45.1%	47.1%	30.6%	32.8%	34.4%	39.7%	15.2%	11.2%
UCB (BE)	6.4%	5.5%	8.2%	26.4%	28.6%	30.7%	15.7%	18.5%	19.7%	17.7%	24.5%	15.3%
United Therapeutics (US)	3.9%	(12.4)%	1.3%	62.3%	51.2%	62.1%	44.7%	44.0%	41.6%	3.0%	(13.7)%	(4.4)%
Vertex (US)	3.3%	24.1%	27.1%	19.3%	26.2%	34.4%	18.8%	26.8%	36.9%	2.0%	76.7%	74.6%
Durchschnitt	11.4%	7.7%	10.0%	43.2%	43.4%	47.3%	30.7%	32.7%	35.2%	43.0%	19.4%	21.4%
Median	8.6%	7.7%	7.0%	44.0%	45.1%	50.1%	30.6%	32.8%	36.9%	22.6%	18.6%	19.9%
Actelion (CH)⁽²⁾	0.6%	11.6%	10.7%	39.6%	41.3%	43.0%	34.7%	36.2%	38.4%	(2.4)%	16.2%	17.5%

Quelle: Factset, Unternehmensinformationen, Geschäftsberichte 2016 Actelion, Bloomberg, IBES Consensus

(1) Die zugrunde liegenden Finanzzahlen wurden auf das Geschäftsjahresende von Actelion kalendarisiert (31. Dez.)

(2) Finanzzahlen von Actelion basierend auf IBES Consensus

Anhang 3

Übersicht vergleichbarer Transaktionen

Datum	Käufer	Zielunternehmen	Land	Geschäftsbeschreibung	UW (CHF Mio.)	Hist. UW / EBITDA	Hist. KGV
9. Jan 17	Takeda	Ariad	US	Erforschung & Entw. von Arzneimitteln zur Behandlung seltener Krebsarten	4,978	n.a.	n.m.
22. Aug 16	Pfizer	Medivation	US	Entw. von Arzneimitteln zur Behandlung seltener Erbkrankheiten	12,706	30.3x	n.m.
11. Jan 16	Shire	Baxalta	US	Herstellung von Arzneimitteln für seltene Krankheiten	35,061	23.5x	28.1x
6. Mai 15	Alexion	Synageva	US	Entw. von Medikamenten für seltene medizinische Krankheiten	7,735	n.m.	n.m.
4. Mär 15	AbbVie	Pharmacyclics	US	Entw. neuer Produkte zur Behandlung seltener Krebsarten wie z. B. MCL	18,435	n.m.	n.m.
8. Dez 14	Merck	Cubist	US	Erforschung und Entw. pharmazeutischer Produkte für seltene Krankheiten	7,770	n.m.	n.m.
24. Aug 14	Roche	InterMune	US	Entwicklung innovativer Therapien für seltene Erkrankungen	7,323	n.m.	n.m.
25. Aug 13	Amgen	Onyx	US	Entw. pharmazeutischer Produkte zur Behandlung seltener Krebsarten	8,325	n.m.	n.m.
29. Jun 12	BMS	Amylin	US	Entdeckung innovativer Medikamente für seltene Arten von Lipodystrophie	6,023	n.m.	n.m.
9. Mai 12	GSK	Human Genome	US	Entw. von Arzneimitteln für Patienten mit seltenen Krankheiten	2,721	n.m.	n.m.
25. Apr 12	Allergan	Actavis	IE	Entwicklung & Herstellung von Generika, Marken- und Biosimilarprodukten	5,288	13.9x	43.6x
21. Nov 11	Gilead	Pharmasset	US	Entdeckung & Entw. von Arzneimitteln zur Behandlung von Virusinfektionen	9,500	n.m.	n.m.
2. Mai 11	Teva	Cephalon	US	Entdeckung & Entw. von Produkten zur Behandlung seltener Erkrankungen	5,342	6.2x	12.4x
5. Apr 11	Merck	Inspire	US	Entwicklung von Produkten für seltene Krankheiten	346	n.m.	n.m.
4. Okt 10	Sanofi	Genzyme	US	Entw. von Produkten für seltene Erb- und Herz-Kreislauf-Erkrankungen	18,893	33.1x	n.m.
5. Nov 09	Sobi	Swedish Orphan Int'l	SE	Entwicklung von Arzneimitteln zur Behandlung seltener Erkrankungen	506	17.5x	24.7x
6. Okt 08	Eli Lilly	ImClone	US	Entwicklung neuer therapeutischer Produkte im Bereich der Onkologie	6,609	n.a.	n.m.
10. Apr 08	Takeda	Millennium	US	Entdeckung und Entwicklung von Medikamenten für seltene Krebsarten	7,712	n.m.	n.m.
23. Apr 07	AstraZeneca	MedImmune	US	Erforschung medizinischer Produkte für seltene Krankheiten	16,281	n.m.	n.m.
21. Sep 06	Merck	Serono	CH	Herstellung pharmazeutischer Produkte für seltene Erkrankungen	15,802	n.m.	19.3x
					Durchschn.	20.7x	25.6x
					Median	20.5x	24.7x

Anhang 4

Prämien öffentlicher Übernahmen seit 1. Januar 2006⁽¹⁾

Datum	Käufer	Zielunternehmen	Angebot	Impliziter Eigenkapitalwert (CHF Mio.)	Prämie (basierend auf VWAP) ⁽²⁾
19. Sep 16	Sempione Retail	Charles Vögele	Barangebot	56	0.0%
11. Apr 16	HNA Group	gategroup	Barangebot	1,420	37.8%
3. Feb 16	ChemChina	Syngenta	Barangebot	44,151	30.7%
2. Feb 16	EQT	Kuoni	Barangebot	1,388	33.6%
17. Dez 15	TDK	Micronas	Barangebot	223	69.7%
25. Sep 14	KUKA	Swisslog	Barangebot	339	14.4%
15. Sep 14	Danaher	Nobel Biocare	Barangebot	2,117	6.7%
16. Mai 14	Swisscom	PubliGroupe	Barangebot	501	73.4%
9. Okt 13	Alpine Select	Absolute Invest	Barangebot	156	3.3%
2. Okt 13	Avista Capital & Nordic Capital	Acino Holding	Barangebot	399	52.8%
5. Aug 13	SES	Società Elettrica Sopracenerina	Barangebot	164	2.2%
28. Jun 13	Venetos	Schmolz + Bickenbach	Barangebot	337	0.0%
10. Apr 13	Forty Plus / Fortimo Group	Fortimo Group	Barangebot	200	19.0%
31. Jul 12	Grupo Safra	Bank Sarasin	Barangebot	1,800	2.6%
12. Dez 11	ABB	Newave Energy	Barangebot	175	36.0%
8. Nov 11	Toyota Industries	Uster Technologies	Barangebot	393	47.6% ⁽³⁾
20. Jun 11	Axpo	EGL	Barangebot	2,244	20.8%
26. Apr 11	HarbourVest	Absolute Private Equity	Barangebot	732	6.2%
17. Jan 11	Artemis	Feintool	Barangebot	267	7.1%
6. Dez 10	3M (Schweiz)	Winterthur Technologie	Barangebot	364	23.0%
22. Sep 10	Credit Suisse	Neue Aargauer Bank	Barangebot	2,681	24.2%
28. Jul 10	Adobe Systems	Day Software	Barangebot	219	59.2%
2. Nov 09	BURU	Cham Paper Group	Barangebot	129	0.0%
4. Mai 09	Aquamit	Quadrant	Barangebot	237	57.8%
15. Sep 08	BASF	Ciba	Barangebot	3,410	64.3%
26. Aug 08	Robert Bosch	sia Abrasives	Barangebot	316	16.9%
10. Jul 08	Novartis	Speedel	Barangebot	920	80.1%
12. Dez 07	Von Finck family	Von Roll	Barangebot	1,558	0.0%
11. Dez 07	Lam Research	SEZ	Barangebot	641	53.8%
7. Aug 07	Capio	Unilabs	Barangebot	741	30.3%
5. Mär 07	CRH	Getaz Romang	Barangebot	537	24.7%
25. Sep 06	Rank Group	SIG	Barangebot	2,739	51.6%
7. Dez 06	Liechtensteinische Landesbank	Bank Linth	Barangebot	435	31.0%
21. Sep 06	Merck	Serono	Barangebot	16,079	31.4%
6. Sep 06	OC Oerlikon	Saurer	Barangebot	1,964	35.9%
22. Aug 06	Georg Fischer	Agie Charmilles	Barangebot	733	13.8%
6. Mär 06	Assicurazioni Generali	Generali (Schweiz)	Barangebot	1,089	24.4%
				Durchschnitt	29.4%
				Median	24.7%

Quelle: Übernahmekommission, Mergermarket

(1) Die Liste besteht aus ausgewählten öffentlichen Übernahmen in der Schweiz; die Auswahlkriterien werden im Hauptteil des Dokuments erläutert

(2) Basierend auf dem 60-Tage VWAP vor der Bekanntgabe der Transaktion (3) Einschliesslich Dividendenzahlungen

Anhang 5

Abkürzungsverzeichnis (1/2)

▪ A	Ist-Werte (Actuals)	▪ FX	Devisen
▪ AG	Aktiengesellschaft	▪ GJ	Geschäftsjahr
▪ ATLN	Ticker-Symbol von Actelion	▪ GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
▪ ca.	circa, ungefähr	▪ GPCR	mit G-Protein-gekoppelte Rezeptoren
▪ CAGR	Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (Compound Annual Growth Rate)	▪ G-Protein	Guaninnukleotid-bindendes Protein
▪ Capex	Investitionen	▪ H1	erstes Halbjahr
▪ CAPM	Capital Asset Pricing Model	▪ HIV	Humanes Immundefizienz-Virus
▪ CDAD	Clostridium difficile-assoziiertes Diarrhoe	▪ IA / IB	Stadieneinteilung einer Krebserkrankung
▪ CHF	Schweizer Franken	▪ IBES	Institutional Brokers' Estimate System
▪ d.h.	das heisst	▪ IP	geistiges Eigentum (Intellectual Property)
▪ D&A	Abschreibungen und Amortisationen	▪ IT	Informationstechnologie
▪ DCF	Discounted Cashflow	▪ J&J	Johnson & Johnson
▪ durchschn.	durchschnittlich, Durchschnitt	▪ k	Kosten
▪ EBIT	Ergebnis vor Zinsen und Steuern	▪ KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
▪ EBITDA	Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen	▪ LW	Lokalwährung
▪ EK	Eigenkapital	▪ Ltd.	Limited
▪ Entw.	Entwicklung	▪ LTP	langfristiger Businessplan
▪ ESOP	Mitarbeiteraktienoptionsplan	▪ M-Kap	Marktkapitalisierung
▪ EU	Europäische Union	▪ M&A	Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions)
▪ F&E	Forschung und Entwicklung	▪ Mio.	Million(en)
▪ FCF	freier Cashflow (Free Cashflow)	▪ Mrd.	Milliarde(n)
▪ FK	Fremdkapital	▪ MRP	Marktrisikoprämie
		▪ MSCI	MSCI World Index (Weltindex für Aktien)

Anhang 5

Abkürzungsverzeichnis (2/2)

- n.a. not applicable, k.a. (keine Angaben)
- n.m. not meaningful, nicht aussagekräftig
- NOPAT Betriebsergebnis nach Steuern
- PAH pulmonale arterielle Hypertonie
- pp Prozentpunkte
- PSU Performance Stock Unit
- Q3 drittes Quartal
- RSU Restricted Stock Unit
- S1P₁ Sphingosin-1-Phosphat-Rezeptor 1
- SIX SIX Swiss Exchange
- SLI Swiss Leader Index
- SMI Swiss Market Index
- t Steuersatz
- UEK (Schweizer) Übernahmekommission
- US/USA Vereinigte Staaten von Amerika
- USD US-Dollar
- US GAAP United States Generally Accepted Accounting Principles
- UW Unternehmenswert
- V Verschuldung
- VWAP volumengewichteter Durchschnittskurs
- WACC gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten
- WHO World Health Organization (Weltgesundheitsorganisation)
- z.B. zum Beispiel

Kontaktinformationen

Martin Menzi
Managing Partner

E martin.menzi@alantra.com

T +41 44 552 50 50

Ralf Herrmann
Partner

E ralf.herrmann@alantra.com

T +41 44 552 50 50

Alantra AG
Stockerstrasse 47
8002 Zürich
Schweiz

T +41 44 226 50 50

F +41 44 226 50 79

www.alantra.com