

Fairness Opinion: WM Technologie AG
Bericht über die Angemessenheit des
Angebotspreises der Greentec AG für den
Erwerb der WM Technologie AG

Persönlich und vertraulich

Kapitel	Seite
Inhaltsübersicht	2
Einleitung	3
Übersicht über die WM Technologie AG	9
Wertüberlegungen zur WM Technologie AG	14
Zusammenfassung der Ergebnisse	27
Anhang	29

Dr. Jürg Glesti
Partner
Office tel: +41(0)58 279-6449
Mobile tel: +41(0)79 2058138
Email: jglesti@deloitte.ch

Alexander Schuler
Director
Office tel: +41(0)58 279-7635
Mobile tel: +41(0)79 9521838
Email: alschuler@deloitte.ch

Kapitel	Seite	Einleitung	Seite
Inhaltsübersicht	2	Ausgangslage	4
Einleitung	3	Unser Auftrag	6
Übersicht über die WM Technologie AG	9	Unser Ansatz	8
Wertüberlegungen zur WM Technologie AG	14		
Zusammenfassung der Ergebnisse	27		
Anhang	29		

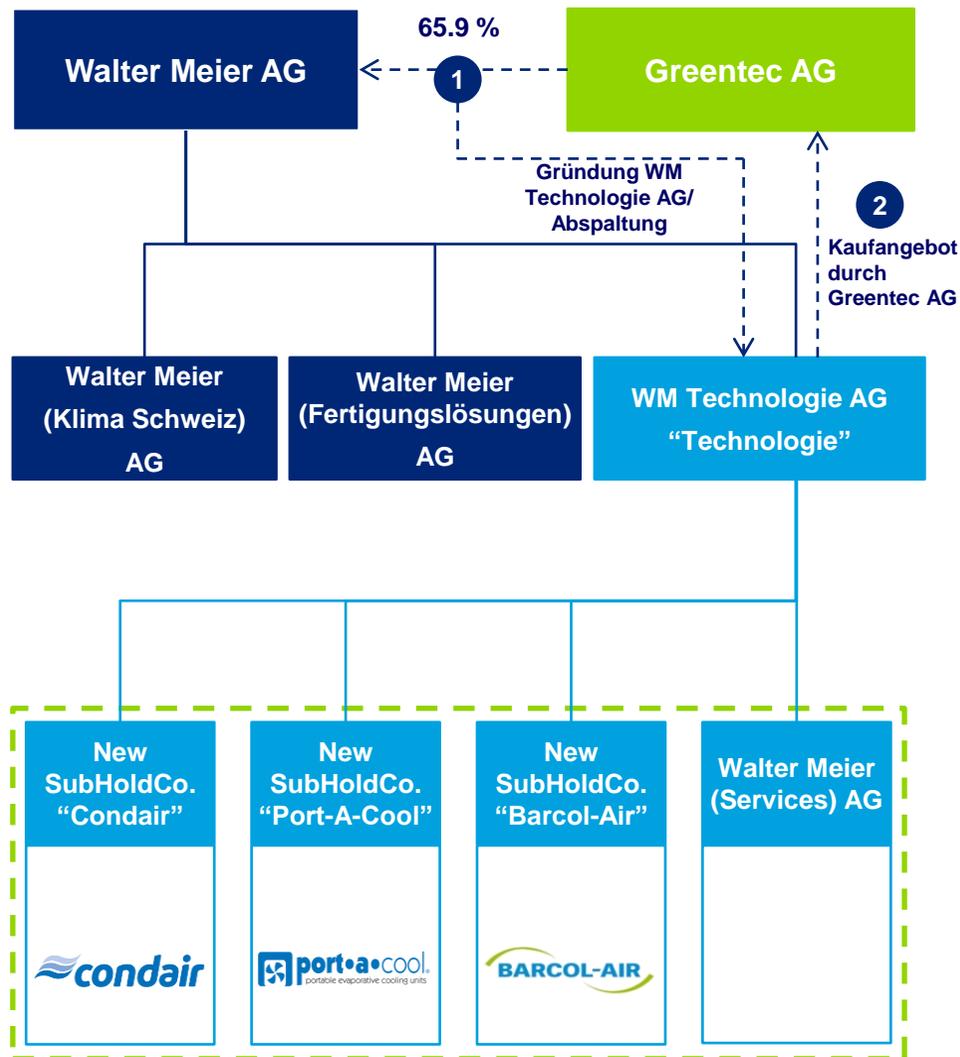
Die Walter Meier AG soll reorganisiert und die drei operativen Bereiche Condair, Port-A-Cool und Barcol-Air im Rahmen einer Abspaltung in die WM Technologie AG eingebracht werden

Ursprüngliche Struktur der Walter Meier AG

- Die Walter Meier AG ist eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht und hat ihren Sitz in Schwerzenbach, Kanton Zürich.
- Die Namensaktien der Walter Meier AG ("WMN") sind im Hauptsegment der Schweizer Börse ("SIX") kotiert.
- Das Unternehmen ist nach dem Verkauf des Tools Geschäfts in den beiden Segmenten "Handel und Service" und "Entwicklung und Herstellung" aktiv.
- Das Segment Handel und Service umfasst folgende Bereiche:
 - Klima Schweiz; und
 - Fertigungslösungen.
 Diese beiden Bereiche verbleiben in der Walter Meier AG.
- Das Segment Entwicklung und Herstellung wird in die neu gegründete WM Technologie AG abgespalten und umfasst folgende Bereiche:
 - Condair;
 - Port-A-Cool; und
 - Barcol-Air.
- Die Walter Meier (Services) AG ist eine reine Dienstleistungsgesellschaft für den Konzern. Alle Kosten dieser Gesellschaft sind bereits in den Zahlen der Bereiche enthalten, so dass die Walter Meier (Services) AG ein Ergebnis von Null macht.
- Die nachfolgenden Analysen und Beschreibungen betreffen im Wesentlichen die drei Bereiche, die in die WM Technologie AG eingebracht werden und damit Gegenstand des Kaufangebots sind.

Reorganisation der Walter Meier AG

- Die Reorganisation der Walter Meier AG soll in drei konsekutiven Phasen erfolgen:
 - Restrukturierung der Beteiligungen und Spin-Off;
 - Ausschüttung der Liquidität mittels Aktienrückkauf; und
 - Öffentliches Kaufangebot für die WM Technologie AG durch Greentec AG.
- Die einzelnen Schritte und Abläufe sind im Detail auf der nachfolgenden Seite beschrieben.



Die Greentec AG beabsichtigt ein öffentliches Kaufangebot für sämtliche sich im Publikum befindlichen Aktien der WM Technologie AG abzugeben

Reorganisation der Walter Meier AG

- Die Reorganisation der Walter Meier AG soll in drei konsekutiven Phasen erfolgen, wobei zu Beginn eine Restrukturierung der Beteiligungen und das eigentliche Spin-Off erfolgen. Dem folgt eine Ausschüttung mittels Aktienrückkauf und abschliessend ein Kaufangebot für den ausgegliederten Unternehmensbereich.
- **Phase 1: Restrukturierung der Beteiligungen der Walter Meier AG und Vorbereitung für das Spin-Off der WM Technologie AG**
 - Die Konzernstruktur der Walter Meier AG soll vereinfacht und gesellschaftsrechtlich für das Spin-Off vorbereitet werden.
 - Hierzu werden die Geschäftsbereiche in zwei Segmente "Handel und Service" und "Entwicklung und Herstellung" (WM Technologie AG) aufgeteilt.
 - Das Segment "Entwicklung und Herstellung" soll die Bereiche Condair, Port-A-Cool, Barcol-Air sowie die Walter Meier (Services) AG beinhalten und wird in der neu gegründeten WM Technologie AG zusammengefasst. Diese Struktur dient als Vorbereitung für den Spin-Off.
 - Nach Abschluss der Restrukturierung erfolgt die Spaltung der Walter Meier AG in Form einer Ausschüttung der WM Technologie AG Aktien an die Aktionäre der Walter Meier AG.
 - Die Spaltung erfolgt symmetrisch, d.h. jedem Aktionär der Walter Meier AG wird für eine Walter Meier AG Aktie eine Aktie der WM Technologie AG ausgeschüttet. Nach dem Spin-Off werden die Aktien der verbleibenden Walter Meier AG weiterhin an der Schweizer Börse kotiert und handelbar sein. Die Aktien der WM Technologie AG dagegen werden ausserbörslich auf der eKMU-X-Plattform der Zürcher Kantonalbank zum Handel angeboten (OTC-Handel).
 - Voraussetzung für die Spaltung ist die Genehmigung durch die Aktionäre an der Generalversammlung (19.3.2014).

• Phase 2: Aktienrückkauf der Walter Meier AG mittels Put-Optionen

- Ein Teil der nicht betriebsnotwendigen liquiden Mittel, welche vorwiegend aus dem Verkauf des Tools Geschäfts resultierten, sollen im Betrag von maximal CHF150m über einen Aktienrückkauf via Put-Optionen an die Aktionäre ausgeschüttet werden.
- Die Greentec AG wird Put-Optionen über die SIX erwerben und voraussichtlich überproportional Aktien andienen. Daraus ergibt sich eine erwartete Beteiligungsstruktur an der Walter Meier AG (nach Aktienrückkauf) von etwa 46% Drittaktionäre und 54% Greentec AG (vorherige Beteiligung in Höhe von 66%).
- Voraussetzung für den Aktienrückkauf ist die Genehmigung durch die Aktionäre an der Generalversammlung (19.3.2014).

• Phase 3: Kaufangebot der Greentec AG für die WM Technologie AG

- Vor dem Hintergrund des Spin-Offs beabsichtigt die Greentec AG ein öffentliches Kaufangebot für alle von den Publikumsaktionären gehaltenen Namensaktien an der WM Technologie AG zu unterbreiten.
- Voraussetzungen für das Angebot sind die Genehmigung des Spin-Offs und des Aktienrückkaufprogramms durch die Generalversammlung.
- Die Greentec AG, c/o Acton Treuhand, ansässig in Zug, wird 6'394'092 Aktien und 65.9% der Stimmrechte an der WM Technologie AG halten.
- Silvan G.-R. Meier hält 100% der Anteile an der SGRM Holding, die wiederum 100% der Anteile an der Greentec AG hält.
- Der Angebotspreis für das öffentliche Kaufangebot je Namensaktie beträgt voraussichtlich CHF 21.0 was einer Bewertung der WM Technologie AG in Höhe von CHF 203.9m entspricht.
- Sofern die Schwellenwerte innerhalb der Angebotsfrist erreicht werden, erhalten die verbleibenden Minderheitsaktionäre über einen Squeeze-out bzw. über einen Squeeze-out Merger denselben Preis.

Wir wurden beauftragt die finanzielle Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots als unabhängiger Sachverständiger zu beurteilen

Überprüfung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots

- Der Verwaltungsrat der WM Technologie AG hat die Deloitte AG, Schweiz ("Deloitte" oder "uns") mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt. Hintergrund der Beauftragung ist die Überprüfung der finanziellen Angemessenheit des geplanten öffentlichen Kaufangebots der Greentec AG.
- Finanzielle Angemessenheit liegt dann vor, wenn der zu beurteilende Transaktionspreis innerhalb einer Bandbreite von kapitalwertorientiert ermittelten Werten und zum Vergleich herangezogenen Transaktionspreisen (Massstabsfunktion) liegt.
- Die Beurteilung erfolgt insbesondere über kapitalwertorientierte Bewertungsverfahren (Discounted Cashflow- oder Ertragswertverfahren) sowie über marktpreisorientierte Verfahren (Analysen von Börsenkursen des Transaktionsobjekts und Multiplikatoren). Schliesslich sind weitere kapitalmarkt- und transaktionsmarktbezogene Informationen zu berücksichtigen.
- Wir haben die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit als Sachverständiger unabhängig und eigenverantwortlich durchgeführt. Die Fairness Opinion soll den Mitgliedern des Verwaltungsrats sowie den Publikumsaktionären eine Drittmeinung aus neutraler Perspektive geben, ob der angebotene Kaufpreis je Namensaktie der WM Technologie AG aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.
- Diese Fairness Opinion stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Ferner enthält diese Fairness Opinion keine Einschätzung über die Auswirkungen, die eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann und macht auch keine Aussage über den künftigen Wert einer Namensaktie oder deren Preis, zu welchem im Kaufangebot nicht angediente Namensaktien an der WM Technologie AG zukünftig gehandelt werden können. Insofern treffen wir in dieser Fairness Opinion keine Aussage darüber, ob ein vorteilhafterer Transaktionspreis mit anderen Parteien erzielbar wäre.
- Bewertungsstichtag ist auftragsgemäss der 1.1.2014. Wir haben unsere Arbeiten am 24. Februar 2014 abgeschlossen. Im Zeitraum zwischen dem Bewertungsstichtag und dem Abschluss unserer Arbeiten haben sich keine wesentlichen Änderungen ergeben, die einen Einfluss auf unsere Bewertung haben könnten.
- Die Ergebnisse dieses Berichtes basieren auf den zum 1.1.2014 existierenden und beobachtbaren markt-, betriebs- und wirtschaftlichen Bedingungen, welche nur zu diesem Zeitpunkt gültig sind. Diese Ergebnisse können sich ändern, falls sich Deloitte zu einem späteren Zeitpunkt äussern sollte. Die Ergebnisse des Berichts basieren zudem auf den Beurteilungsgrundlagen, die im folgenden Abschnitt beschrieben werden.

Unsere Arbeiten basieren auf den vom Management erhaltenen sowie den öffentlich zugänglichen Informationen

Beurteilungsgrundlagen

- Deloitte hat im Wesentlichen die folgenden Grundlagen zur Beurteilung herangezogen:
 - Öffentlich zugängliche Informationen über die Walter Meier AG sowie die einzelnen Bereiche (Condair, Port-A-Cool und Barcol-Air), welche für die Analyse als relevant erachtet worden sind. Dies beinhaltet Analystenberichte, Pressemitteilungen und Zeitungsartikel;
 - Vom Management bereitgestellte und vom Verwaltungsrat genehmigte Finanzinformationen, die für unsere Analyse als relevant betrachtet worden sind. Diese beinhalten die konsolidierte Budgetplanung (Geschäftsjahr 2014), die konsolidierte Mittelfristplanung (Geschäftsjahre 2015-2017) sowie die Investitionsplanungen. Ferner haben wir für jeden der einzelnen Bereiche die Budgets 2014 sowie die Mittelfristplanungen für die Geschäftsjahre 2015-2017 und die jeweiligen Investitionsplanungen erhalten;
 - Strategie und Produktpräsentationen aller Bereiche;
 - Entwurf des Angebotsprospektes der Greentec AG vom 10. Februar 2014;
 - Kapitalmarkt- und Finanzdaten von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen aus Bloomberg und den jeweiligen Quartals- und Jahresabschlüssen sowie aus Analystenberichten;
 - Daten von ausgewählten und als vergleichbar erachteten Transaktionen, vorwiegend aus der Datenbank von Mergermarket;
 - Historische Kurse und Handelsvolumen der Walter Meier AG Aktie;
 - Informationen aus Besprechungen mit dem Management; hieraus haben sich keine wesentlichen Anpassungen der Planungsrechnungen ergeben;
 - Akquisitionsanträge der letzten 3 Jahre;
 - Historische Finanzinformationen für alle drei Bereiche;
 - Übersicht der intern erbrachten und verrechneten Leistungen;
 - Buchhaltungs- und Bilanzierungsrichtlinie der Walter Meier AG;
 - Steuerplanungen und Berechnungen für 2014 Budget;
 - Entwicklung der Firmenstruktur.
- Im Rahmen unserer Arbeiten haben wir uns auf die Angemessenheit, Richtigkeit und Vollständigkeit der finanziellen und anderer Informationen, die uns von der Walter Meier AG zur Verfügung gestellt wurden, verlassen. Nichtsdestotrotz haben wir im Rahmen unserer Analyse die einzelnen Planerfolgsrechnungen, Planbilanzen und Investitionsplanungen analysiert, mit den Geschäftsverantwortlichen diskutiert sowie mit Marktstudien und verfügbaren Informationen der Vergleichsunternehmen plausibilisiert. Hieraus haben sich keine wesentlichen Änderungen ergeben.
- Dies gilt ebenso für die öffentlich zugänglichen Informationen. Deloitte äussert keine eigene Meinung zu diesen Informationen und hat sich auf diese verlassen, ohne die Verantwortung für eine unabhängige Prüfung dieser Informationen zu übernehmen. Deloitte hat weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit der durch die Walter Meier AG zur Verfügung gestellten Informationen geprüft. Ebenso setzt Deloitte die Angemessenheit und Richtigkeit der öffentlich zugänglichen Informationen voraus und betrachtet diese als vollständig und korrekt.
- Deloitte hat vom Verwaltungsrat der Walter Meier AG eine Vollständigkeitserklärung erhalten, welche die Richtigkeit der in diesem Bericht dargestellten Fakten und Meinungen bezüglich der WM Technologie AG bestätigt. Die Vollständigkeitserklärung bestätigt ebenfalls, dass wir aus Sicht des Verwaltungsrates der Walter Meier AG auf alle wesentlichen und relevanten Informationen in Bezug auf unsere Arbeit aufmerksam gemacht worden sind, und dass der Verwaltungsrat der Walter Meier AG keine Kenntnis von weiteren wesentlichen Sachverhalten besitzt, welche einen Einfluss auf die Ergebnisse dieses Berichts haben könnten.

Ausgangspunkt unserer Wertüberlegungen ist das kapitalwertorientierte Verfahren

Unser Ansatz

- Deloitte hat umfassende Wertüberlegungen für die WM Technologie AG zur Überprüfung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots angestellt. Aus den unterschiedlichen Ansätzen haben wir eine Wertbandbreite für den Eigenkapitalwert sowie den Wert je Namensaktie abgeleitet. Ein als finanziell fair und angemessen zu betrachtendes Angebot sollte innerhalb der von uns ermittelten Wertbandbreite liegen.
- Unsere Wertüberlegungen haben wir auf Ebene des Unternehmens, WM Technologie AG angestellt. Hierbei wurden individuelle Faktoren, wie z.B. die persönliche steuerliche Situation auf Anteilseignerebene, nicht berücksichtigt. Eine umfassende Berücksichtigung der individuellen Situation eines jeden einzelnen Aktionärs ist in der Praxis kaum möglich und nicht erforderlich, da die Nettozuflüsse aus einer Alternativinvestition auf Anteilseignerebene einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen. Insofern wurden keine persönlichen Ertragsteuern, weder bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse, noch bei dem Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.
- Ausgangspunkt unserer Wertüberlegungen stellt das einkommensorientierte Verfahren dar. Hierbei haben wir die Discounted Cashflow Methode ("DCF") angewandt, bei der die zukünftig erzielbaren freien Cashflows mit einem zu Marktwerten gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital, "WACC") diskontiert werden. Bei Anwendung der DCF-Methode wird der Eigenkapitalwert in einem zweistufigen Verfahren (Bruttoansatz) ermittelt. Zunächst werden die frei verfügbaren Cashflows vor Finanzierungsaktivitäten diskontiert, um den Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value, "EV") zu ermitteln. Dieser Wert steht sowohl den Eigen- wie auch den Fremdkapitalgebern zur Verfügung. Daher wird in einem zweiten Schritt der Marktwert der Nettofinanzverbindlichkeiten in Abzug gebracht, um den Eigenkapitalwert zu ermitteln.
- Die Ergebnisse der DCF-Methode haben wir mittels marktwertorientierter Verfahren plausibilisiert. Hierzu haben wir auf Basis vergleichbarer börsennotierter Unternehmen sowie auf Basis vergleichbarer historischer Transaktionen in der relevanten Branche Multiplikatoren berechnet und auf die entsprechenden Bezugsgrößen des Bewertungsobjektes angewandt.
- Aufgrund der Kotierung der gesamten Walter Meier AG haben wir zusätzlich eine Analyse des Aktienpreises und der Handelsvolumina durchgeführt. Da sich das Kaufangebot nur auf einen Teil der Walter Meier AG bezieht (Condair, Port-A-Cool, Barcol-Air), haben wir die verbleibenden Bereiche (Fertigungslösungen, Klima) in unsere Plausibilisierung mit der gesamten Walter Meier AG mit einbezogen.

Kapitel	Seite	Übersicht über die WM Technologie AG	Seite
Inhaltsübersicht	2	Überblick	10
Einleitung	3	Condair	11
Übersicht über die WM Technologie AG	9	Port-A-Cool	12
Wertüberlegungen zur WM Technologie AG	14	Barcol-Air	13
Zusammenfassung der Ergebnisse	27		
Anhang	29		

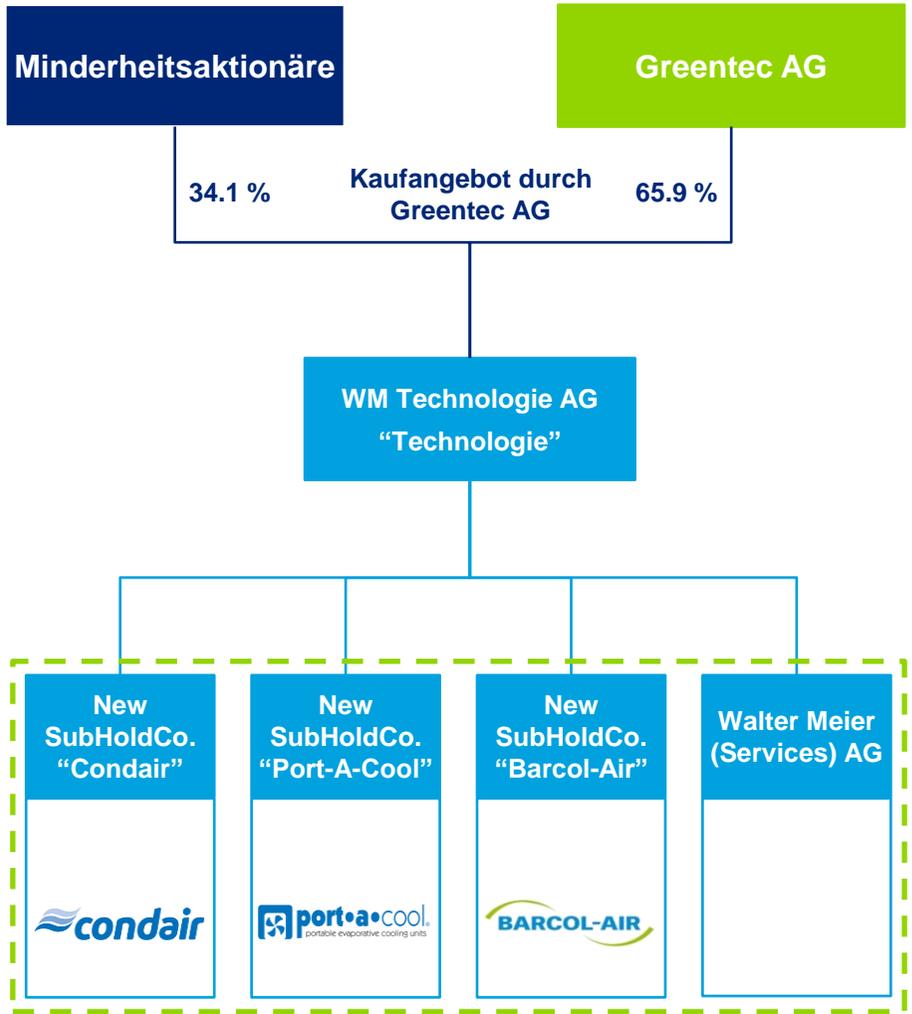
Übersicht zur neu gegründeten WM Technologie AG

Allgemeine Grundlagen

- Die WM Technologie AG wird im Rahmen eines Spin-Offs (Abspaltung) der Walter Meier AG gegründet. Hierbei wird die WM Technologie AG als neue Zwischenholding fungieren und die Geschäftsbereiche Condair, Port-A-Cool, Barcol-Air sowie die Walter Meier (Services) AG im Rahmen von Anteilsübertragungen (Share Deals) in die neue Struktur eingebracht.
- Zusätzlich wurden einzelne Vermögenswerte und Schulden der Walter Meier AG (Büro- und Geschäftsausstattung, Mitarbeiter) im Rahmen eines «Asset Transfers» in die WM Technologie AG eingegliedert (Sachausschüttung).
- Nach dem Spin-Off hält jeder Aktionär gleich viele Anteile an der WM Technologie AG wie an der Walter Meier AG.
- Anschliessend unterbreitet die Greentec AG ein Kaufangebot für die ausstehenden Anteile der WM Technologie AG.

Details zur Walter Meier (Services) AG

- Durch den Übergang der Walter Meier (Services) AG in die WM Technologie AG wird die gelistete Firma zunächst ohne eine administrative Struktur auskommen. Die Dienstleistungen werden übergangsweise im Rahmen einer Service- und Dienstleistungsvereinbarung unter «arm's-length» zwischen der Walter Meier AG und der WM Technologie AG eingekauft, welches die administrativen Dienstleistungen der Walter Meier (Services) AG weiterhin garantiert.
- Mittelfristig soll eine selbständige Struktur in der Walter Meier AG etabliert werden, welche den administrativen Pflichten im Zusammenhang mit den Behörden und der Börsenkotierung gerecht wird.



Condair ist Hersteller für Luftbefeuchtungs- & Verdunstungskühlsysteme

Condair

Beschreibung der Geschäftstätigkeit

- Der Geschäftsbereich Condair ist Hersteller für Luftbefeuchtungssysteme & Verdunstungskühlungen mit dem Fokus auf Energieeffizienz und Hygiene.
- Die Produkte werden weltweit in 50 Ländern vertrieben. Produktmarken sind: Condair, Nortec, Defensor, Draabe, ML System und JS Humidifiers.
- Hierbei werden verschiedene Technologien in den Produkten eingesetzt:
 - Adiabate Luftbefeuchter;
 - Dampfluftbefeuchter;
 - Druckdampfbefeuchter;
 - Dampfverteiler;
 - Verdunstungskühler;
 - Zerstäuber;
 - Komfortbefeuchter; und
 - Controls.
- Die Verdunstungskühlung nutzt den physikalischen Effekt, dass warme, trockene Luft abkühlt, wenn sie durch Wasserverdunstung befeuchtet wird. Je mehr Wasser bei diesem Prozess verdunstet und von der Luft aufgenommen wird, umso mehr Wärme wird dafür benötigt und umso stärker wird die Luft abgekühlt.
- Die Einsatzgebiete sind sehr vielseitig, da Luftbefeuchtung oft Faktor für Produktionsstabilität, Werterhaltung oder Wohlbefinden ist. So kommen die Produkte und Lösungen im Druckgewerbe, der Papierindustrie, der Pharmaindustrie, in Lackieranlagen, in Museen und Galerien, Textillagerung, Rechenzentren und im Gesundheitswesen zum Einsatz.
- Die Produktion erfolgt an sechs Standorten in Ottawa (Kanada), Pfäffikon, SZ (Schweiz), Hamburg (Deutschland), Ry (Dänemark), Rustington (Grossbritannien) und Beijing (China).
- Der Bereich Condair ist in den letzten Jahren im wesentlichen durch anorganisches Wachstum geprägt gewesen. Im Jahr 2011 wurden ML System in Ry (Dänemark) und JS Humidifiers (Grossbritannien) erworben; im Jahr 2012 Hanseata S.A. in Madrid (Spanien).

Finanzielle Entwicklung

- Condair erzielte in den letzten drei Jahren eine durchschnittliche Wachstumsrate (Compound Annual Growth Rate, "CAGR") von 12.4% sowie eine durchschnittliche EBITDA Marge von 15.1% und eine EBIT Marge von 11.3%. Ohne Akquisitionen ist der Umsatz leicht rückläufig.
- Europa und die USA sind für Condair die grössten Absatzmärkte. Im Geschäftsjahr 2013 wurden ca. 64% der Umsätze im europäischen Raum und ca. 26% im amerikanischen Raum erzielt. Der restliche Umsatz wird in Asien generiert.
- Die Entwicklung wesentlicher Finanzzahlen ist in der Tabelle unten aufgeführt:

CONDAIR (in CHFm)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Umsatz	101.3	112.8	127.9
Bruttogewinn	49.2	54.7	65.3
EBITDA	15.5	17.1	18.9
<u>EBIT</u>	<u>12.4</u>	<u>12.7</u>	<u>13.2</u>
<u>Jahresüberschuss</u>	<u>9.7</u>	<u>16.6</u>	<u>9.6</u>
<i>Umsatzwachstum in %</i>	<i>n/a</i>	<i>11.3%</i>	<i>13.4%</i>
<i>Bruttogewinnmarge in %</i>	<i>48.6%</i>	<i>48.5%</i>	<i>51.0%</i>
<i>EBITDA Marge in %</i>	<i>15.3%</i>	<i>15.2%</i>	<i>14.8%</i>
<i>EBIT Marge in %</i>	<i>12.2%</i>	<i>11.2%</i>	<i>10.3%</i>

Quelle: Management

Port-A-Cool ist Hersteller von gewerblichen und industriellen Luftbefeuchtungssystemen

Port-A-Cool

Beschreibung der Geschäftstätigkeit

- Der Geschäftsbereich Port-A-Cool wird aus einem Center in Texas, USA, geleitet und umfasst die Herstellung und Vertrieb von mobilen Verdunstungskühlern. Die Gesellschaft wurde im Jahr 1990 geründet und im zweiten Quartal 2012 von der Walter Meier AG erworben.
- Der massgebende Anteil aller Produkte wird in den USA hergestellt und vorwiegend in den Staaten vertrieben. Der durch Export erzielte Aussenumsatz wird in Asien realisiert.
- Port-A-Cool Produkte umfassen die Serien Classic und Professional Line, Hurricane, Jet Stream, Cyclone, Islander sowie Produkte für Spezialanwendungen.
- Hierbei wird warme Luft über Kühleinheiten (Küül-Pads) gepresst und mittels eines Ventilators verteilt. Der Vorteil dieser Technologie im Vergleich zu einem Ventilator ist, dass gekühlte Luft verwirbelt wird. Diese Geräte können in einer Vielzahl von Anwendungen eingesetzt werden und sind ökonomischer als klassische Klimageräte, oder bieten sich an, wenn diese nicht einsetzbar sind.
- Die Einsatzgebiete sind sehr vielseitig und beinhalten Landwirtschaft, Luftfahrt, Automotive, Industrie, Militär, Gastronomie, Heim und Sport.
- Zu Port-A-Cool gehört ausserdem der Bereich KuulAire, welcher Verdunstungskühler für den Gebrauch zuhause, in Büros oder im Garten anbietet. Diese Geräte haben aufgrund ihrer Zielfunktion eine kleine Bauweise und sind dadurch vergleichsweise günstig. Sie sind ebenso effizient und mobil konzipiert wie ihr Pendant aus dem industriellen Bereich, haben jedoch nominal einen kleineren Energieverbrauch. Im Gegensatz zu den Industriellen Produkten werden diese Geräte nicht selbst gefertigt, sondern von Chinesischen Lieferanten bezogen.
- In beiden Produktlinien kommen Küül-Pads zum Einsatz, die in den USA einen sehr hohen Marktanteil von ca. 40% haben. Vorteil dieser Küül-Pads ist die Langlebigkeit und der evaporative Einsatz.

Finanzielle Entwicklung

- Port-A-Cool erzielte im Geschäftsjahr 2013 einen Umsatz von USD 69.0m sowie einen Bruttogewinn von USD 27.7m. Die Bruttogewinnmarge lag somit bei 40.1%.
- Ca. 90% der Umsätze werden im amerikanischen Raum generiert. Der verbleibende Umsatz wird in Asien gewonnen.
- Der Bereich genierte in 2013 ein EBITDA von USD 8.6m und ein EBIT von USD 3.9m. Dies resultiert in einer EBITDA Marge von 12.5% und einer EBIT Marge von 5.6%.
- Im Geschäftsjahr 2013 wurde ein Jahresüberschuss von USD 3.1m erzielt.

Port-A-Cool (in USDm)	GJ 2011	GJ 2012*	GJ 2013
Umsatz	71.8	57.0	69.0
Bruttogewinn	29.6	19.7	27.7
EBITDA	13.1	6.5	8.6
<u>EBIT</u>	<u>11.9</u>	<u>3.5</u>	<u>3.9</u>
<u>Jahresüberschuss</u>	<u>7.3</u>	<u>2.6</u>	<u>3.1</u>

Umsatzwachstum in %	n/a	(20.6%)	21.1%
Bruttogewinnmarge in %	41.2%	34.5%	40.1%
EBITDA Marge in %	18.2%	11.3%	12.5%
EBIT Marge in %	16.6%	6.1%	5.6%

* Finanzdaten für GJ 2011 vor der Akquisition; für das GJ 2012 nur 7 Monate dargestellt aufgrund der Akquisition.
Quelle: Management

Barcol-Air ist Anbeiter von Indoor-Climate Lösungen

Barcol-Air

Beschreibung der Geschäftstätigkeit

- Der Geschäftsbereich Barcol-Air ist im Bereich Indoor-Climate Lösungen tätig. Neben der Entwicklung, Konzeption, Herstellung und Montage kompletter Decken- und Wandsysteme für die Kühlung und Belüftung von Räumen werden auch kundenspezifisch Bauteile für die Luftverteilung erstellt.
- Die Gesellschaft hat ihren Hauptsitz in Schwerzenbach, Schweiz, und wurde in einem zweistufigen Prozess durch die Walter Meier AG erworben. Im Frühjahr 2011 erfolgte eine Beteiligung mit 20%, bevor Ende 2012 die restlichen 80% der Anteile erworben wurden. Zur Barcol-Air gehören noch Tochtergesellschaften in der Schweiz, Deutschland, Italien und Frankreich. Ferner gibt es Vertretungen in den USA, Japan und Singapur.
- Kühldecken bieten eine energieeffiziente Raumkühlung im Vergleich zu anderen Technologien – insbesondere durch sog. Hybridkühldeckensysteme.
- Die Barcol-Air deckt von der gesamten Wertschöpfungskette den Teilbereich Aktivierung ab, der ca. ein Viertel der gesamten Wertschöpfung ausmacht. Bis zum Jahr 2011 erfolgte eine eigene Deckenfertigung, die aber aufgegeben wurde.
- Zu den Produkten gehören Wasserkühldecken für Metalldeckensysteme zum Kühlen und Heizen, Kühldeckensegel, Hybridkühldecken zum Kühlen und Heizen mit integrierter Zuluft, Gipskühldecken (Trockenbau), fugenlose Kühldeckensysteme (Aluminiumwabendecken), Kühldeckenlamellen, Luftkühldecken, diverse Hybriddeckenmodule, Thermodeckensegel und diverse Luftauslässe sowie Dienstleistungen.
- Barcol-Air verfügt über einen eigenen Produktionsstandort in Oetwill am See, wo Kühldeckenelemente und Komponenten montiert werden. Durch den eigenen Produktionsstandort kann Barcol-Air die Produktionskapazität je nach Bedarf anpassen und die eigenen hohen Qualitätsanforderungen erfüllen. Das eigene Versuchslabor in Schwerzenbach ermöglicht die technische Verifikation der Klimalösungen.
- Zu den bedienten Kundengruppen zählen Architekten und Bauherren, Deckenbauer und Installateure sowie Generalunternehmungen.

Finanzielle Entwicklung

- Barcol-Air erzielte im Geschäftsjahr 2013 einen Umsatz von CHF 34.5m sowie einen Bruttogewinn von CHF 7.3m. Die Bruttogewinnmarge lag somit bei 21.2%.
- In Geschäftsjahr 2013 generierte Barcol-Air ein negatives EBITDA und EBIT von CHF -1.6m sowie CHF -2.1m.
- Barcol-Air wurde in der Vergangenheit stark von vielen Eigentümerwechseln geprägt, was eine starke Fluktuation der Mitarbeiter zur Folge hatte. Darüber hinaus wurde, aufgrund des ständigen Eigentümerwechsels, wenig in Produktneheiten investiert, was dazu führte, dass die Wettbewerber die Barcol-Air technologisch überholt haben. Diese Faktoren beeinflussen das Unternehmen und spiegeln sich in den aktuellen Finanzzahlen wieder.
- Seit der vollständigen Übernahme beabsichtigt die Walter Meier AG nun den Aufbau der Barcol-Air insbesondere durch gezielte Innovationsprojekte und ein stabiles Management.

Barcol-Air (in CHFm)	GJ 2011	GJ 2012*	GJ 2013
Umsatz	40.2	3.1	34.5
Bruttogewinn	12.5	0.6	7.3
EBITDA	(2.8)	(0.2)	(1.6)
EBIT	(3.9)	1.2	(2.1)
Jahresüberschuss	(3.9)	1.4	(2.3)

Umsatzwachstum in %	n/a	(92.3%)	1'012.8%
Bruttogewinnmarge in %	31.1%	18.9%	21.2%
EBITDA Marge in %	(6.9%)	(6.8%)	(4.7%)
EBIT Marge in %	(9.8%)	38.4%	(6.0%)

* Finanzdaten für GJ 2012 nur für 3 Monate dargestellt aufgrund der Akquisition durch Walter Meier AG.

Quelle: Management

Kapitel	Seite	Wertüberlegungen zur WM Technologie AG	Seite
Inhaltsübersicht	2	Kapitalwertorientierte Bewertung	15
Einleitung	3	Marktwertorientierte Bewertung	22
Übersicht über die WM Technologie AG	9	Analyse des Aktienkurses und der Handelsvolumina	25
Wertüberlegungen zur WM Technologie AG	14		
Zusammenfassung der Ergebnisse	27		
Anhang	29		

Wir haben die DCF-Methode zur Bewertung der WM Technologie AG angewendet

Bewertungstheoretische Grundlagen

- Der Unternehmenswert bestimmt sich bei ausschliesslich finanziellen Zielen durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Hierbei wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert.
- Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aus den diskontierten finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräusserung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert). Nur wenn der Liquidationswert den Barwert der finanziellen Überschüsse (Fortführungswert) übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht. Der Substanzwert hat bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung.

Fairness Opinion im Veräusserungsfall

- Im Veräusserungsfall sollte sich unter Angemessenheitsgesichtspunkten ein Veräusserer aus finanzieller Sicht nicht schlechter stellen, als wenn er die Transaktion nicht durchführen würde. Massstab ist hierbei die Preisuntergrenze des Veräusserers (Grenzpreis des Veräusserers). Ausgangspunkt für die Ermittlung der Preisuntergrenze ist der Preis des Transaktionsobjekts unter stand-alone-Gesichtspunkten. Dieser ergibt sich grundsätzlich bei Fortführung des Transaktionsobjekts auf Basis des bestehenden unternehmerischen Konzepts.
- Zusätzlich sind bereits eingeleitete oder im Unternehmenskonzept dokumentierte Massnahmen zur Realisierung sog. unechter Synergieeffekte, die sich auch ohne Durchführung der Transaktion realisieren liessen, bei der Ermittlung der Preisuntergrenze zu berücksichtigen. Gleiches gilt für echte Synergien, die aus Sicht des Veräusserers wegfallen würden. Synergien, die sich erst mit Durchführung der Transaktion aus Sicht des Erwerbers realisieren liessen, sind für die Bestimmung der Preisuntergrenze des Veräusserers nicht massgebend.

Theoretische Grundlagen zur DCF-Methode

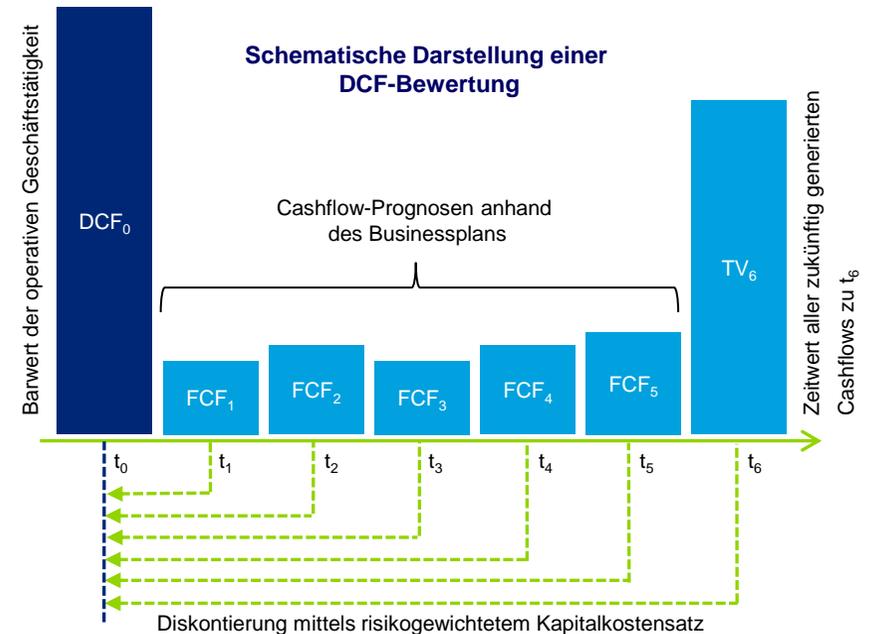
- Sowohl die DCF-Methode wie auch andere Ertragswertmethoden basieren auf dem Kapitalwertkalkül. In vorliegender Fairness Opinion wird die DCF-Methode angewendet. Hierbei werden die zukünftig erzielbaren freien Cashflows mit einem zu Marktwerten gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC) diskontiert und somit der Zeitwert des Geldes sowie das unternehmerische Risiko berücksichtigt.
- Bei Anwendung der DCF-Methode wird der Eigenkapitalwert in einem zweistufigen Verfahren (Bruttoansatz) ermittelt. Zunächst werden die frei verfügbaren Cashflows vor Finanzierungsaktivitäten diskontiert, um den Unternehmensgesamtwert (EV) zu ermitteln. Dieser Wert steht sowohl den Eigen- wie auch den Fremdkapitalgebern zur Verfügung. Daher wird in einem zweiten Schritt der Marktwert der Nettofinanzverbindlichkeiten in Abzug gebracht, um den Eigenkapitalwert (Equity Value) zu ermitteln.
- Hierbei wird ein Zwei-Phasen-Modell angewendet. In der ersten Phase (Detailplanungsphase) werden die einzelnen frei verfügbaren Cashflows detailliert prognostiziert. Für die zweite Phase wird ein Residualwert (Terminal Value, "TV") angesetzt.
- Der frei verfügbare Cashflow wurde ermittelt als operativer Brutto-Cashflow abzüglich der Investitionen in das Nettoumlaufvermögen und das Anlagevermögen.
- Bei der DCF-Methode wurden keine persönlichen Steuern der Anteilseigner berücksichtigt, da die Alternativinvestition ebenfalls einer persönlichen Ertragsteuer auf Anteilseignerebene unterliegt.
- Zukünftige finanzielle Überschüsse können aufgrund der Ungewissheit der Zukunft nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse wurde mittels der Risikozuschlagsmethode und somit im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.
- Der Kapitalisierungszinssatz entspricht den zu Marktwerten gewichteten Kosten für Eigen- und Fremdkapital nach Steuern und der angenommenen Kapitalstruktur. Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus dem risikolosen Zinssatz, einer mit dem unternehmensindividuellen Beta-Faktor gewichteten Marktrisikoprämie, ggf. einem Zuschlag für Unternehmen mit geringerer Marktkapitalisierung (Grössenzuschlag) und ggf. einem unternehmensspezifischen Risikozuschlag zusammen.

Grundlage für die Bewertung der WM Technologie AG waren die für jeden Bereich einzeln angewandten DCF-Methoden

- Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt das Capital Asset Pricing Model ("CAPM") zugrunde. Hiernach ermittelt sich diese aus dem Produkt des re-levered Betas und der Marktrisikoprämie. Das Beta ist ein Mass für das unternehmensindividuelle systematische Unternehmensrisiko im Vergleich zum Gesamtmarkt. Da dieses neben dem operativen Risiko auch ein Finanzierungsrisiko beinhaltet, ist das Kapitalstrukturrisiko durch un-levern zu entfernen, um dann die unternehmensindividuelle Kapitalstruktur beim re-levern zu berücksichtigen.
- Die Fremdkapitalkosten setzen sich aus einem risikolosen Zinssatz und einer unternehmensspezifischen Prämie auf den risikolosen Zinssatz zusammen. Die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsen auf Fremdkapital wird entsprechend den geltenden Regelungen in Abzug gebracht.

Anwendung der DCF-Methode

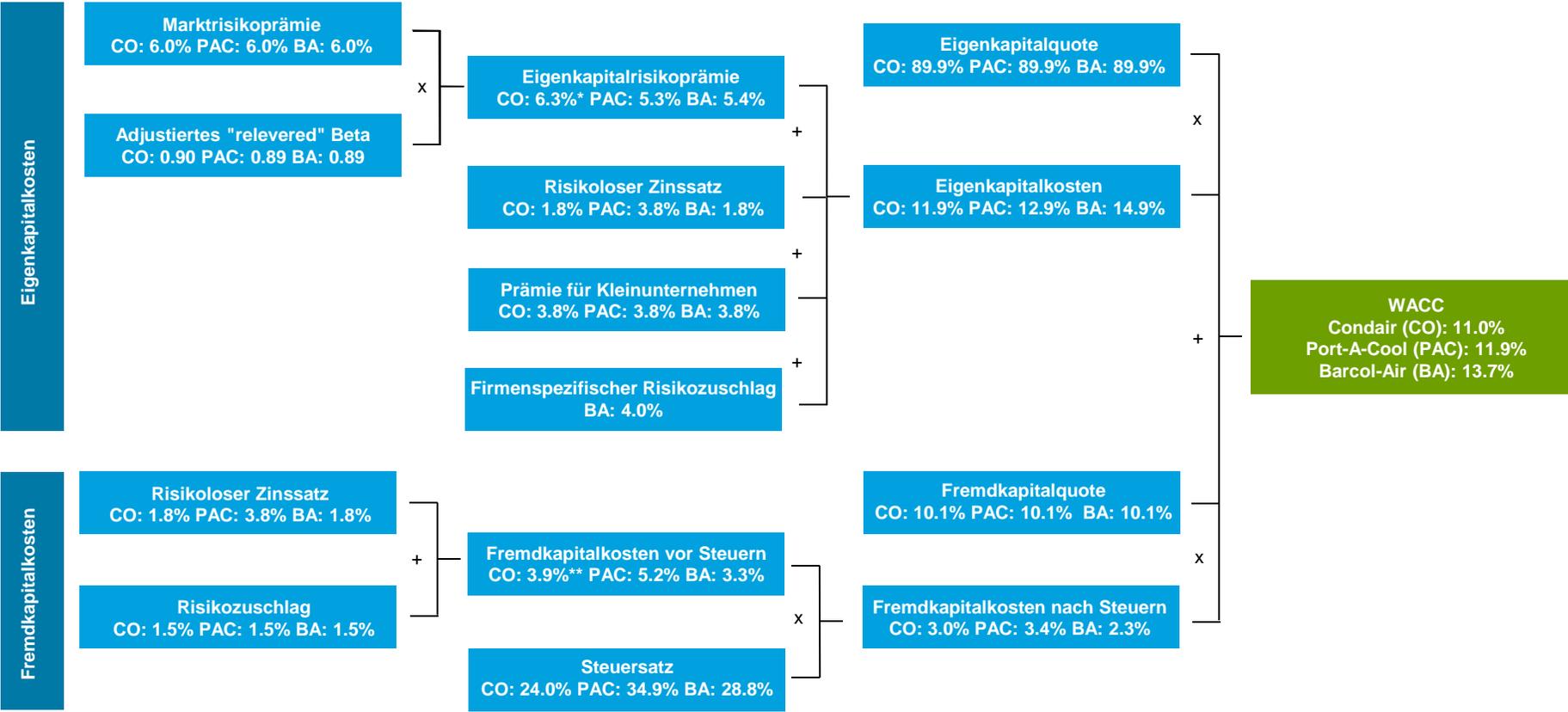
- Aufgrund der unterschiedlichen Märkte und Produkte in den Bereichen haben wir die DCF-Methode für jeden Bereich einzeln angewandt. Den Gesamtwert der WM Technologie AG erhält man letztlich durch Aufsummierung der einzelnen Werte. Den so ermittelten Wert haben wir im Rahmen einer Bewertung auf Basis der Gesamtplanung für die WM Technologie AG plausibilisiert.
- Bei der Anwendung der DCF-Methode wurden die vom Verwaltungsrat verabschiedeten Mehrjahresplanungen für die Geschäftsjahre 2015-2017 sowie die verabschiedeten Budgets 2014 für die einzelnen Bereiche als Basis verwendet.
- Darüber hinaus wurden Investitionsplanungen für die einzelnen Bereiche für die Planperioden zur Verfügung gestellt.



Ermittlung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC)

Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)

Der WACC wurde entsprechend der untenstehenden Grafik berechnet und basiert auf dem Capital Asset Pricing Model (CAPM). Die angewandten Parameter für die einzelnen Bereiche Condair ("CO"), Port-A-Cool ("PAC") und Barcol-Air ("BA") sind in folgender Darstellung abgebildet.



* Beinhaltet einen zusätzlichen Länderzuschlag von 1.0% auf die Marktrisikoprämie.
 ** Beinhaltet ein adjustiertes Ausfallsrisiko von 0.7%. Details sind auf der nachfolgenden Seite ersichtlich.

Bestimmung der gewichteten Kapitalkostensätze für die Bereiche Condair, Port-A-Cool und Barcol-Air der WM Technologie AG

Wesentliche Komponenten der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten

- Risikoloser Zinssatz:** Als risikolosen Zinssatz haben wir die Rendite von Schweizer und US (Port-A-Cool) Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 20 Jahren zum Bewertungsstichtag verwendet. Hierbei bilden Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 20 Jahren einen Kompromiss aus dem Prinzip der Laufzeitäquivalenz und ausreichender Liquidität. Zum Stichtag ergibt sich ein risikoloser Zinssatz von 1.8% (CH) und 3.8% (US).
- Marktrisikoprämie:** Wir haben eine Marktrisikoprämie von 6.0% verwendet. Diese spiegelt die langfristig erwartete Rendite einer Investition in Aktien wieder und basiert auf Kapitalmarktstudien, der impliziten Marktrisikoprämie und den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft ("FAUB") des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. ("IDW").
 Für die Bewertung des Bereichs Condair haben wir die einzelnen Länderrisiken mittels "Country Risk Premium" berücksichtigt. Diese haben wir auf Basis der Veröffentlichungen von Aswath Damodaran, aktualisiert im Januar 2014, ermittelt. Hierbei haben wir die gewichteten Durchschnitte der Regionen in denen Condair tätig ist verwendet. Es ergibt sich ein Zuschlag von 1.0% zur Marktrisikoprämie.
- Beta:** Das unverschuldete Beta wurde auf Basis von vergleichbaren kotierten Unternehmen abgeleitet. Das so ermittelte Beta wurde wieder an das individuelle Kapitalstrukturrisiko angepasst (re-levered). Zum Bewertungsstichtag haben wir ein un-levered Beta von 0.83 ermittelt.
- Zuschläge:** Investitionen in Unternehmungen mit kleinerer Börsenkapitalisierung weisen aufgrund eines höheren Risikos regelmässig höhere Renditeforderungen auf als grössere Unternehmungen. Diese lassen sich als Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite von geringer kapitalisierten Unternehmungen im Vergleich zu grösseren Unternehmungen ermitteln. Für die WM Technologie AG ergibt sich auf Basis des 2013 Ibbotson SBBI Valuation Yearbook ein Zuschlag von 3.8%.
 Für die Barcol-Air wird ein Investor aufgrund der negativen Ergebnisse und dem höheren Risiko eine höhere Renditeforderung stellen. Diese wird sich an Eigenkapitalrenditen von Private Equity Investoren orientieren. Im Markt beobachtbare Renditen schwanken zwischen 15-25%. Wir erachten eine Renditeforderung von 15% bei der Barcol-Air auf dieser Basis als angemessen und haben somit einen Zuschlag von 4% zu den Eigenkapitalkosten ermittelt.

- Fremdkapitalprämie:** Weder die Walter Meier AG noch die WM Technologie AG verfügen über ein eigenes Kreditrating. Wir haben die Fremdkapitalrisikoprämie auf Basis der verfügbaren Ratings der Peers ermittelt und so einen Zuschlag auf den risikolosen Zins von 1.5% ermittelt. Bei Condair, haben wir die höheren Ausfallrisiken entsprechend den Daten von Aswath Damodaran, aktualisiert im Januar 2014, berücksichtigt. Gewichtet nach den Regionen in denen Condair tätig ist ermittelt sich ein Credit Default Spread (CDS) von 0.7%.
- Steuersatz:** Wir haben für die Condair und Port-A-Cool die gewichteten Effektivsteuersätze 2014 und für die Barcol-Air den durchschnittlichen Effektivsteuersatz 2014 verwendet.
- Kapitalstruktur:** Wir haben eine langfristig erwartete Kapitalstruktur mit einem Fremdkapitalanteil von 10% verwendet. Diese Finanzierungsstruktur deckt sich mit dem Median der Finanzierungsstruktur der Vergleichsunternehmen.

Kapitalkostensatzbestimmung (WACC)	Condair	Port-A-Cool	Barcol-Air
Risikoloser Zinssatz	1.8%	3.8%	1.8%
Marktrisikoprämie	6.0%	6.0%	6.0%
Zuschlag Länderrisiko (Damodaran)	1.0%	-	-
Un-levered Beta	0.83	0.83	0.83
Re-levered Beta	0.90	0.89	0.89
Eigenkapitalkostensatz (ohne unsys. Risiko)	8.0%	9.1%	7.1%
Unsystematische Risikofaktoren	-	-	-
Mindergrössenzuschlag (Ibbotson)	3.8%	3.8%	3.8%
Firmenspezifisches Risiko	-	-	4.0%
Eigenkapitalkostensatz	11.9%	12.9%	14.9%
Risikoloser Zinssatz	1.8%	3.8%	1.8%
Fremdkapitalprämie	1.5%	1.5%	1.5%
Adjustiertes Ausfallrisiko (Demodaran)	0.7%	-	-
Steuersatz	24.0%	34.9%	28.8%
Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern)	3.0%	3.4%	2.3%
Fremdkapitalquote	10.1%	10.1%	10.1%
Eigenkapitalquote	89.9%	89.9%	89.9%
Weighted Average Cost of Capital	11.0%	11.9%	13.7%

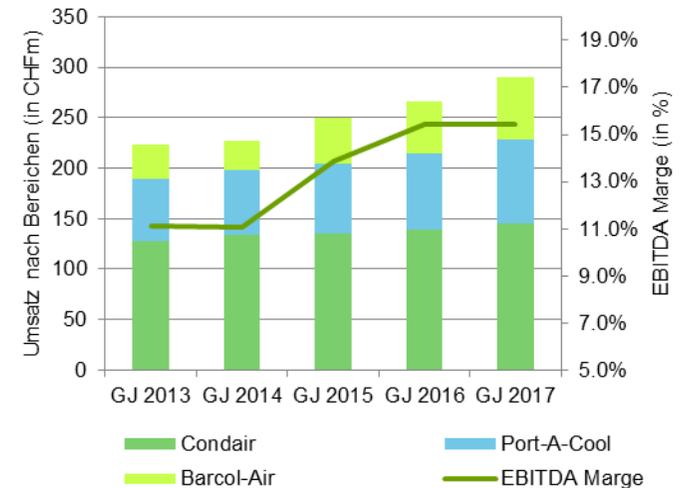
Quelle: Bloomberg, Ibbotson, Damodaran

Gemäss Businessplan steigt die EBITDA Marge von ca. 11% in den Geschäftsjahren 2013 und 2014 (Budget) bis auf über 15% in den Geschäftsjahren 2016 und 2017

Businessplan

- Der Gesamtwert der WM Technologie AG setzt sich aus den einzeln ermittelten Werten der Bereiche Condair, Port-A-Cool und Barcol-Air zusammen.
- Hierfür wurde uns vom Management die Mittelfristplanung sowie die Budgetplanung aller einzelnen Bereiche, welche vom Verwaltungsrat genehmigt wurden, zur Verfügung gestellt.
- Der Businessplan umfasst einen Zeitraum von insgesamt vier Jahren (Geschäftsjahre 2014 bis 2017).
- Grundsätzlich wurde die Mittelfristplanung sowie das Budget für alle Bereiche in Schweizer Franken erstellt, bis auf den Bereich Port-A-Cool, dort erfolgte die Aufstellung des Businessplans in US-Dollar, weil über 90% des Geschäftes in Amerika erzielt werden.
- Die Graphik auf der rechten Seite zeigt die Umsatzentwicklung der drei Bereiche (Condair, Port-A-Cool und Barcol-Air) als auch die Gesamte EBITDA Marge für die Geschäftsjahre 2013 bis 2017.
- Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) der Umsätze für die WM Technologie AG beträgt für den Zeitraum 2013 bis 2017 6.8%. Für die einzelnen Bereiche sehen diese wie folgt aus:
 - Condair: 3.3%;
 - Port-A-Cool: 7.5%; und
 - Barcol-Air: 16.2%.
- Es ist zu erkennen, dass Barcol-Air die höchste CAGR hat. Dies liegt insbesondere daran, dass der Bereich im Geschäftsjahr 2013 ein negatives Ergebnis erzielt hat und es das Ziel ist diesen Bereich so zu führen, dass ab dem Geschäftsjahr 2015 ein positives EBITDA erzielt werden kann.
- In den folgenden Geschäftsjahren sind Investitionen im Bereich der Produktentwicklung, IT sowie der Einführung neuer automatisierter Produktionslinien geplant. Mit Hilfe dieser Investitionen soll es möglich sein die Umsätze in allen Bereichen zu steigern und Kosten zu senken. Folglich ermöglicht dies Barcol-Air aus dem negativen Ergebnis auszuberechnen und eine Steigerung der EBITDA Marge aller Bereiche von ca. 11% auf über 15% zu erzielen.

Umsatz nach Bereichen und EBITDA Marge (Gesamt)



Quelle: Management

Zentrale Annahmen für die DCF-Bewertung

Der DCF-Bewertung liegen folgende zentrale Annahmen zugrunde

- Schematische Darstellung der DCF Berechnung:
 - EBIT
 - + steuerlich nicht wirksame Abschreibungen
 - = EBITA
 - Investitionen
 - + Abschreibungen
 - +/- Veränderungen des Nettoumlaufvermögens
 - = Free Cashflows
- Die Bewertung des Port-A-Cools Bereiches erfolgte in US-Dollar, da der Businessplan in US-Dollar aufgestellt wurde. Den daraus resultierten Unternehmenswert haben wir mit einem Wechselkurs von USD/CHF 0.8890 (zum Bewertungsstichtag 1.1.2014) umgerechnet.
- In den Einzelplanungen sind die einzelnen Kosten detailliert berücksichtigt. Darüber hinaus werden die Kosten der Walter Meier AG und der Walter Meier (Services) AG an die einzelnen Bereiche verrechnet ("bottom-up" Kosten). Diese Weiterbelastung basiert auf definierten Schlüsseln und ist im Budget und der Mittelfristplanung der einzelnen Bereiche enthalten. Zusätzlich zu den "bottom-up" in den jeweiligen Planungen enthaltenen Kosten, sollen im Rahmen der Transaktion weitere Kosten der Walter Meier AG von der WM Technologie AG übernommen werden ("zusätzliche Kosten"). Mit dieser Umlegung soll die Walter Meier AG nur noch Kosten enthalten die nach der Transaktion für den gelisteten Konzern erforderlich sind, wie z.B. Prüfungskosten der Konzernrechnung oder Kosten für die Interne Revision. Die Kosten, welche in den drei Bereichen enthalten sind, werden im folgenden dargestellt:

Bottom-up enthaltene Kosten:	-2'101 TCHF
<u>Zusätzliche Kosten:</u>	<u>-4'488 TCHF</u>
Gesamtkosten:	-6'589 TCHF
- Die zusätzlichen Kosten setzen sich unter anderem aus Human Resources, Raumkosten, Kosten für den CEO, Buchhaltungs- und Reportingkosten, Treasury, IT und Risiko Management zusammen.
- In der Bewertung wurden diese Kosten den einzelnen Bereichen zugeteilt und sind in den Kosten und EBITs enthalten. Für die prognostizierte Periode 2015 bis 2017 wurden Kosten in gleicher Höhe angenommen.

- Hauptsitz der Gesellschaft ist in Schwerzenbach. Aufgrund eines langfristig abgeschlossenen Mietvertrages (bis Juni 2020) und Kapazitätsanpassungen weist das Gebäude einen gewissen Leerstand auf. Nur ein Teil konnte durch Untervermietungen kompensiert werden. Mietverträge an Dritte werden überwiegend über einen kurzfristigen Zeitraum abgeschlossen, sodass ein Risiko aus zusätzlichem Leerstand besteht. Zusätzlich kann eine Wertsteigerung aus geringerem Leerstand aufgrund dem Neuabschluss des Mietvertrages ab Juli 2020 erfolgen. Das Risiko eines zusätzlichen Leerstandes und einer Wertsteigerung durch Neuabschluss des Mietvertrages sind kapitalwertneutral.
- Es existiert zum Bewertungsstichtag kein nicht-betriebsnotwendiges Vermögen und keine Unterdeckung bei den Pensionen.
- Angewandter Wachstumsabschlag:
 - Condair: 1.5%;
 - Port-A-Cool: 1.5%; und
 - Barcol-Air: 1.5%.
- Die angewandten Steuersätze wurden im Rahmen der Bewertung nachgerechnet und plausibilisiert. Folgende Steuersätze wurden verwendet:
 - Condair: 24.0% (gewichteter Effektivsteuersatz 2014);
 - Port-A-Cool: 34.9% (gewichteter Effektivsteuersatz 2014); und
 - Barcol-Air: 28.8% (durchschnittlicher Effektivsteuersatz 2014).
- Per Bewertungsstichtag, 1.1.2014, befindet sich eine Nettoliquidität in Höhe von CHF 150.8m bei der Walter Meier AG Gruppe. Dieser Cashbestand ist insbesondere auf den Verkauf des Geschäftsbereiches "Tools" zurückzuführen, der Ende des Geschäftsjahres 2013 erfolgte. Es wird beabsichtigt liquide Mittel aus der Walter Meier AG und deren Tochtergesellschaften bis zur Transaktion komplett zurückzuführen, sodass keine Nettoliquidität zu diesem Zeitpunkt mehr besteht. Diese "Cash and debt free" Situation bei Transaktion haben wir in unserer Bewertung berücksichtigt, d.h. keine Berücksichtigung der Nettoliquidität zum Bewertungsstichtag per 1.1.2014.
- Die Gesellschaften der WM Technologie AG benötigen zur unterjährigen Finanzierung des Nettoumlaufvermögens Liquidität. Auf Basis der letzten 12 Monate vor dem Bewertungsstichtag ergibt sich durchschnittlich ein um CHF10.6m höherer Bedarf als zum Bewertungsstichtag. Diese operativ notwendige Liquidität ist bei dem Spin-Off bewertungsneutral zu berücksichtigen.

Basierend auf der DCF-Methode haben wir einen Wert je Aktie in der Spanne von CHF 20.5 bis CHF 23.5 ermittelt

Ergebnisse der DCF Bewertung

- Basierend auf den uns zur Verfügung gestellten Informationen sowie den zuvor erläuterten Annahmen haben wir mittels der DCF-Methode einen Unternehmenswert für die WM Technologie AG per 1.1.2014 von CHF 213.5m. ermittelt.
- Ausgehend von 9'707'427 Aktien ergibt sich ein Aktienpreis von CHF 22.0.
- Die unten aufgestellte Tabelle gibt einen Überblick über die Herleitung des Unternehmenswertes zum Aktienpreis wieder.

in CHFm	
Unternehmenswert	213.5
Nettofinanzverbindlichkeiten	-
Eigenkapitalwert	213.5
Anzahl Aktien	9'707'427
Wert je Aktie (in CHF)	22.0

Quelle: Management, Deloitte Analyse

Bandbreite des Unternehmenswertes

Unternehmenswert in CHFm (Gesamt)

WACC	Wachstumsrate		
	1.2%	1.5%	1.8%
	215.8	223.0	228.5
	207.0	213.5	218.5
	199.0	205.0	209.4

Wert je Aktie in CHF (Gesamt)

WACC	Wachstumsrate		
	1.2%	1.5%	1.8%
	22.2	23.0	23.5
	21.3	22.0	22.5
	20.5	21.1	21.6

Quelle: Management, Deloitte Analyse

Sensitivitäten

- Die Sensitivitäten des Aktienpreises wurden anhand der Veränderung des Zinssatzes sowie der Veränderung der Wachstumsraten angewendet und für jeden Bereich separat berechnet.
- Da jeder Bereich, aufgrund des spezifischen Risikos, einen anderen Zinssatz hat ist die Veränderung des Zinssatzes bei jedem Bereich unterschiedlich.
- Die Wachstumsrate des ermittelten Wertes von CHF 22.0 beträgt 1.5%. Die Untergrenze der Wachstumsrate wurde auf 1.2% und die Obergrenze auf 1.8% festgelegt.
- Basierend auf den Sensitivitätsanalysen haben wir eine Wertspanne des Unternehmenswertes von CHF 199.0m bis CHF 228.5m ermittelt.
- Der sich daraus ergebene Aktienkurs liegt in einer Bandbreite von CHF 20.5 bis CHF 23.5.
- Die Wertbandbreiten der einzelnen Bereiche sind unten in der Tabelle dargestellt.

Bereich	Unternehmenswert in CHFm	Wert je Aktie in CHF		
Condair	Wachstumsrate			
		1.2%	1.5%	1.8%
	10.5%	143.2	148.1	151.7
	11.0%	137.4	141.7	145.0
	11.5%	132.0	136.0	139.0
Port-A-Cool	Wachstumsrate			
		1.2%	1.5%	1.8%
	11.4%	63.8	65.9	67.5
	11.9%	61.2	63.1	64.6
	12.4%	58.8	60.6	61.9
Barcol-Air	Wachstumsrate			
		1.2%	1.5%	1.8%
	13.2%	8.8	9.0	9.2
	13.7%	8.4	8.7	8.9
	14.2%	8.1	8.4	8.5

Quelle: Management, Deloitte Analyse

Eine Plausibilisierung der Ergebnisse erfolgte mittels Preisindikatoren auf Basis vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen und vergangener Transaktionen

Theoretische Grundlagen

- Bei der marktwertorientierten Bewertung unterscheidet man zwischen Marktpreisen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (sog. Trading Multiples) bzw. beobachteten Preisen bei vergleichbaren Transaktionen (sog. Transaction Multiples).
- Bei der Anwendung von Multiplikatorverfahren sind Trading Multiples bzw. Transaction Multiples Grundlage der Beurteilung. Dabei wird die Bezugsgrösse des Transaktionsobjekts mit dem vom Markt abgeleiteten Quotienten (Verhältnis vom Marktpreis des Vergleichsunternehmens bzw. vom Preis bei Vergleichstransaktionen zu korrespondierender Bezugsgrösse des Vergleichsunternehmens) multipliziert. Je nach finanzieller Bezugsgrösse wird dabei der Gesamtwert (EV) oder direkt der Preis für das Eigenkapital (Equity Value) des Transaktionsobjekts ermittelt. Aus dem Gesamtwert resultiert der Preis für das Eigenkapital durch Abzug der Nettofinanzverbindlichkeiten. Besonderheiten des Transaktionsobjekts oder – soweit hierüber Informationen verfügbar sind – der Vergleichsunternehmen (bspw. nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder steuerliche Sonderwerte) sind bei der Anwendung von Multiplikatoren ebenfalls zu berücksichtigen.
- Bei der Anwendung von Multiplikatoren sollte vorrangig auf prognostizierte Bezugsgrössen des Transaktionsobjekts (bspw. Umsatz- bzw. Ergebnisprognosen) für einen nach dem Beurteilungsstichtag endenden Zeitraum (Basisjahr) abgestellt werden. Ist- bzw. Vergangenheitsdaten kommt eine geringere Aussagekraft zu, da sie nur bedingt Rückschlüsse auf die Fähigkeit zur Erzielung künftiger finanzieller Überschüsse ermöglichen, die für die Preisbildung relevant sind.
- Die Anwendung von Multiplikatorverfahren führt regelmässig zu Ergebnisbandbreiten für das Transaktionsobjekt, die sowohl aus beobachtbaren Multiplikatoren als auch aus einer Prognosebandbreite der jeweiligen Bezugsgrössen des Transaktionsobjekts resultieren.

Trading Multiples

- Eine wesentliche Voraussetzung für aussagefähige Bewertungsergebnisse unter Anwendung von Trading Multiples ist die Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells der Vergleichsunternehmen mit dem Geschäftsmodell des Transaktionsobjekts sowie der damit einhergehenden Chancen- und Risikostruktur. Operative Kriterien für die Vergleichbarkeit sind bspw. Branche, Absatz (Kunden, Regionen), Wettbewerbssituation und Wachstumsaussichten. Neben den operativen Kriterien ist bei Verwendung von Jahresüberschüssen als Multiplikator auch auf eine vergleichbare Unternehmensfinanzierung (bspw. Finanzierungsquellen, Kapitalstruktur) zu achten.
- Um aus der Wahl des Basisjahres möglicherweise resultierende Ergebnisverzerrungen zu vermindern, bietet es sich bei der Analyse von Trading Multiples grundsätzlich an, auf mehrere Planperioden abzustellen.

Transaction Multiples

- Für die Anwendung von Transaction Multiples ist die Vergleichbarkeit der heranzuziehenden Unternehmenstransaktionen mit der zu beurteilenden Transaktion wesentlich. Es sind nur solche Transaktionen zu berücksichtigen, an denen Zielunternehmen mit einem dem Transaktionsobjekt vergleichbaren Geschäftsmodell bzw. Chancen- und Risikoprofil beteiligt waren. Die dabei gezahlten Preise sind massgeblich durch die individuelle und aktuelle Interessenslage der beteiligten Parteien und damit von subjektiven Wertvorstellungen geprägt. Bei der Gewinnung der Vergleichsmassstäbe ist deshalb z.B. zu berücksichtigen, ob Mehrheits- oder Minderheitsanteile übertragen werden oder ob erkennbar hohe strategische Prämien bezahlt wurden. Bei der Analyse von Transaction Multiples ist darauf zu achten, dass möglichst stichtagsnahe, vergleichbare Transaktionen herangezogen werden.
- Bei der Beurteilung des Transaktionspreises mittels Multiplikatoren sind Analysen im Hinblick auf die Plausibilität der Bezugsgrössen des Transaktionsobjektes erforderlich.

Eine detaillierte Übersicht der Vergleichsunternehmen und Vergleichstransaktionen ist als Anlage beigefügt

Anwendung der marktwertorientierten Bewertung

Trading Multiples

- Im Rahmen der Trading Multiples haben wir kotierte Unternehmen, die in derselben Branche wie die WM Technologie AG tätig sind, analysiert. Die einzelnen Bereiche der WM Technologie AG sind in sehr spezifischen Märkten tätig. Kotierte Wettbewerber in der identischen Branche gibt es kaum. Daher haben wir auch Vergleichsunternehmen analysiert und herangezogen, die im Bereich Klima tätig sind und bei denen ein Grossteil der Umsätze in einer zur WM Technologie AG vergleichbaren Branche erbracht werden. Aufgrund der beschränkten Anzahl kotierter Unternehmen haben wir davon abgesehen, für jeden einzelnen Bereich spezifische Multiplikatoren zu ermitteln.
- Darüber hinaus haben wir die Stimmrechte der Aktionäre (grösser oder kleiner als 50%) der kotierten Unternehmen analysiert, respektive das Vorhandensein von Aktionären mit Kontrollmehrheit.
- Hierbei haben wir uns für die Vergleichsunternehmen auf Einschätzungen und Prognosen von Analysten für die Jahre 2014 und 2015 gestützt. Wir haben Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiples für die Vergleichsunternehmen für die historischen Jahre und die Jahre 2014 und 2015 ermittelt.

Transaction Multiples

- Analog zu den kotierten Vergleichsunternehmen haben wir uns relevante Transaktionen in der Branche angesehen und auf ihre Eignung hin analysiert. Hierbei haben wir einen Zeitraum der letzten vier Jahre analysiert. Identifizierte Transaktionen ohne entsprechende Veröffentlichung der Transaktionsdetails wurden eliminiert.
- Zu beachten ist, dass bei Transaction Multiples oftmals keine weiterführenden Transaktionsdetails veröffentlicht werden, die eine Einschätzung bzgl. Kontrollprämie bei Mehrheitserwerb oder Abschlag bei "non-performing assets" zulässt.
- Zusätzlich haben wir die so ermittelten Multiples mit den von der Walter Meier AG bezahlten Multiples der letzten Jahre verglichen. Viele Gesellschaften wurden erst in den letzten drei Jahren erworben und insofern in unserer Analyse ebenfalls berücksichtigt.

Verwendete Trading Multiples

- Wir erachten in dieser Branche EBITDA-Multiples als am besten geeignet. Einerseits wird bei einem EBITDA-Multiple im Gegensatz zu einem Umsatz-Multiple auch die Kostenstruktur und somit ein Profitabilitätsmass berücksichtigt. Zusätzlich können Umsatzgrössen durch unterschiedliche Rechnungslegungsstandards und Methoden (Gesamtkostenverfahren vs. Umsatzkostenverfahren) in ihrer Vergleichbarkeit beeinträchtigt sein. Andererseits ist ein EBITDA-Multiple im Vergleich zu einem EBIT-Multiple nicht durch unterschiedliche Abschreibungsmethoden und unterschiedliche Investitionen beeinflusst.
- Um einer zukunftsorientierten Betrachtung auch bei der Multiple-Bewertung Rechnung zu tragen, haben wir als Basis budgetierte Grössen für das Jahr 2014 verwendet. Für den Bereich Barcol-Air haben wir die Grösse für das Geschäftsjahr 2015 angewendet, weil der Wert in 2014 negativ ist und der Wert 2015 eine sinnvolle Bezugsgrösse darstellt.

Verwendete Transaction Multiples

- Aufgrund der geringen Anzahl der öffentlichen Transaktionen im letzten Jahr haben wir einen Zeitraum von vier Jahren und die EBITDA und EBIT Multiples zur Analyse herangezogen. Um den Transaction Multiple zu bestimmen sind wir auf eine 50% Gewichtung vom Median des erzielten EBITDA und EBIT Multiple ausgegangen, um die unterschiedliche Entwicklung der Transaktionspreise während der letzten vier Jahre zu erfassen.
- Für die Multiple Bewertung haben wir genau wie bei den Trading Multiples die budgetierten EBIT und EBITDA für das Jahr 2014 und für Barcol-Air die geplanten EBIT und EBITDA für das Jahr 2015 angewendet.

Eine Plausibilisierung mittels Multiplikatoren stützt die auf Basis der DCF-Methode ermittelte Wertbandbreite

Ergebnisse der marktwertorientierten Bewertung

Trading Multiples

- Die Walter Meier AG weist im Vergleich zu anderen kotierten Unternehmen in der Branche deutlich niedrigere Trading Multiples auf (7x EBITDA vs. 11x EBITDA, Discount von ca. 30%). Eine oftmals vorzufindende Ursache stellen andere Wachstumsraten oder andere Profitabilitäten dar. In vorliegendem Fall aber weisen sowohl die einzelnen Bereiche der Walter Meier AG sowie die gesamte Walter Meier AG ähnliche Wachstums- und Profitabilitätszahlen wie die höher gehandelten Wettbewerber auf.
- Eine weitere Recherche und Analyse hat ergeben, dass bei anderen Unternehmen mit ähnlicher Corporate Governance Struktur wie die Walter Meier AG, d.h. mit einem Hauptaktionär, der eine Kontrollmehrheit hält, und dem daraus resultierenden geringen Free Float, ebenfalls signifikant geringere (ca. 30%) EBITDA Multiples haben. Die Erklärung für diesen Abschlag ist die mangelnde Einflussmöglichkeit der Publikumsaktionäre. Wir haben vier Unternehmen aus unserer Peer Gruppe identifiziert, die über einen Aktionär mit Kontrollmehrheit verfügen (Walter Meier AG, Zehnder Group AG, DeLclima S.p.A., CENTROTEC Sustainable AG).
- Um dies besser darzustellen haben wir zwei unterschiedliche Multiples angesetzt. Den Median der vier identifizierten Unternehmen, die von einem Aktionär mit Kontrollmehrheit dominiert werden und den Median der restlichen Peer Gruppe. Somit ergeben sich zwei unterschiedliche EBITDA Multiples von 7.3x und 10.8x. Um die Bandbreite zu erhalten wurden Sensitivitäten für die EBITDA Multiples durch Zu- und Abschläge ermittelt.
- Für die Berechnung des Unternehmenswertes der WM Technologie AG haben wir die einzelnen Bereiche, unter Anwendung des EBITDA Multiples separat berechnet und zu einem Unternehmenswert der WM Technologie AG summiert.
- Die daraus resultierende Wertspanne beträgt CHF 18.5 bis CHF 22.6 pro Aktie bei vergleichbaren Unternehmen dessen Hauptaktionär mehr als 50% der Aktien hält und CHF 27.3 bis CHF 33.4 bei vergleichbaren Unternehmen dessen Hauptaktionär weniger als 50% der Aktien hält.
- Im Ergebnis liegt die mittels DCF-Methode ermittelte Wertbandbreite innerhalb der Trading Multiples Bandbreite und stützt damit diese Bandbreite.

Transaction Multiples

- Aufgrund der geringen Verfügbarkeit der Kaufpreismultiples vergleichbarer Transaktionen haben wir unsere Analyse auf die letzten vier Jahren ausgedehnt und konnten insgesamt 7 Transaktionen mit publizierten Wertmultiplikatoren identifizieren.
- Der Median EBITDA Multiple beträgt somit 6.9x und der Median EBIT Multiple liegt bei 9.0x.
- Um die Wertbandbreite zu berechnen, haben wir die ausgewählten Wertmultiplikatoren (EBITDA und EBIT Multiples) um 10% erhöht (Obergrenze) und um 10% verringert (Untergrenze).
- Für die Berechnung des Unternehmenswertes der WM Technologie AG haben wir die einzelnen Bereiche einzeln berechnet und zu einem Unternehmenswert der WM Technologie AG summiert.
- Die Wertspanne der Transaction Multiples beträgt CHF 16.0 und CHF 19.5.
- Zusätzlich zu den öffentlich verfügbaren Transaktionen haben wir uns die von Walter Meier AG getätigten Unternehmenskäufe und -verkäufe angesehen. Aufgrund der nicht-öffentlichen Verfügbarkeit der Daten haben wir diese nur zur internen Verprobung verwendet.
- Die ausgewählten Vergleichsunternehmen und Transaktionen sowie deren Multiplikatoren sind im Anhang aufgeführt.
- Die ermittelte Wertbandbreite, auf Basis der Transaction Multiples, liegt unterhalb der von uns, unter der DCF-Methode, ermittelten Wertbandbreite. Aufgrund der geringen Anzahl verfügbarer Transaktionen sowie der geringen Verfügbarkeit detaillierter Informationen erachten wir die Ergebnisse dieser Analyse als nicht aussagekräftig.

Die WM Technologie AG ist selbst nicht kotiert, sondern Teil der kotierten Walter Meier AG

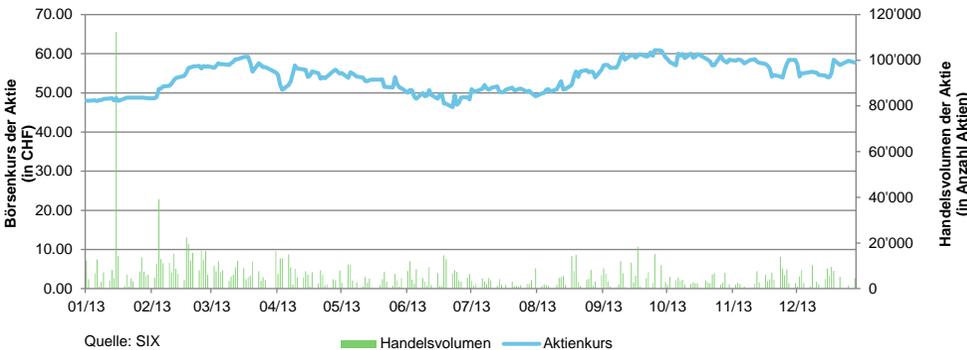
Grundsätze

- Die Namensaktien der Walter Meier AG ("WMN") sind im Hauptsegment der Schweizer Börse unter der ISIN CH0208062627 kotiert. Per 1.1.2014 existieren 9'707'427 Aktien. Der Nennwert je Aktie beträgt CHF 0.10.
- Börsenkurse entsprechen i.d.R. dem Verkehrswert der Aktien und sind für die Angemessenheitsbeurteilung des Transaktionspreises heranzuziehen.
- Trotz eines geringer Free Floats von 24% ist die Walter Meier Aktie als „liquide“ im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2 anzusehen.

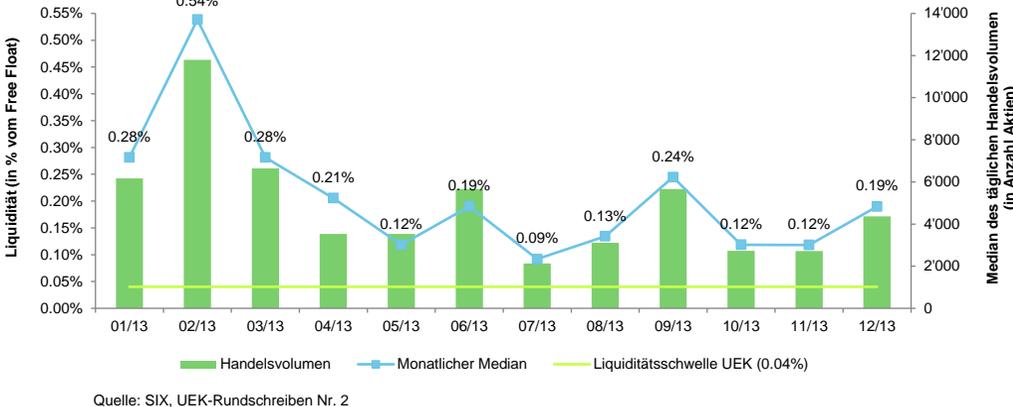
Methodik

- Die neu gegründete WM Technologie AG beinhaltet Bereiche der kotierten Walter Meier AG. Auch wenn die Zielgesellschaft selbst nicht kotiert ist, stellt der Aktienkurs und die Marktkapitalisierung eine Referenzgrösse dar.
- Mit der Analyse von Börsenkursen des Transaktionsobjekts werden Transaktionspreise mit den Erwartungen des Kapitalmarkts über das Transaktionsobjekt zum Beurteilungsstichtag verglichen. Börsenkurse entsprechen i.d.R. dem Verkehrswert der Aktien und sind für die Angemessenheitsbeurteilung des Transaktionspreises heranzuziehen. Ausnahmen können bspw. bei fehlender Marktgängigkeit, bei Marktengte oder bei möglichen Kursmanipulationen bestehen. Bei der Analyse des Börsenkurses kann es angebracht sein, auf einen geeigneten Durchschnittskurs abzustellen. Wenn aus dem Verkehrswert der Aktien Rückschlüsse auf den Unternehmenswert zu ziehen sind, sind ggf. Zu- bzw. Abschläge auf den Börsenkurs zu berücksichtigen.

Aktienkurs und Handelsvolumen der WMN (01/13-12/13)



Liquidität und Handelsvolumen der WMN (01/13-12/13)



* Aktienpreis und Handelsvolumen sind aufgrund eines Aktiensplits (10.04.2013) adjustiert.

Der volumengewichtete Durchschnittskurs der letzten 60 Tage liegt bei CHF 56.6 am Bewertungstag

Entwicklung der Aktienkurse

- Während der Beobachtungszeit von 12 Monaten bewegte sich der Aktienkurs vorwiegend in der Bandbreite von CHF 50-60 (81% aller Beobachtungen).
- Der höchste Schlusskurs war CHF 60.95 (27.9.2013), der tiefste Schlusskurs lag bei CHF 46.35 (24.6.2013).
- Der volumengewichtete Durchschnittskurs (VWAP 60) der letzten 60 Tage liegt per 1.1.2014 bei CHF 56.6.
- Der monatliche Median des täglichen Handelsvolumen liegt in allen Perioden (12/12) über der gesetzlich bestimmten Liquiditätsschwelle von 0.04% der Übernahmekommission ("UEK"). Das Wertpapier ist somit im Sinne des Übernahmerechts als liquide zu betrachten.

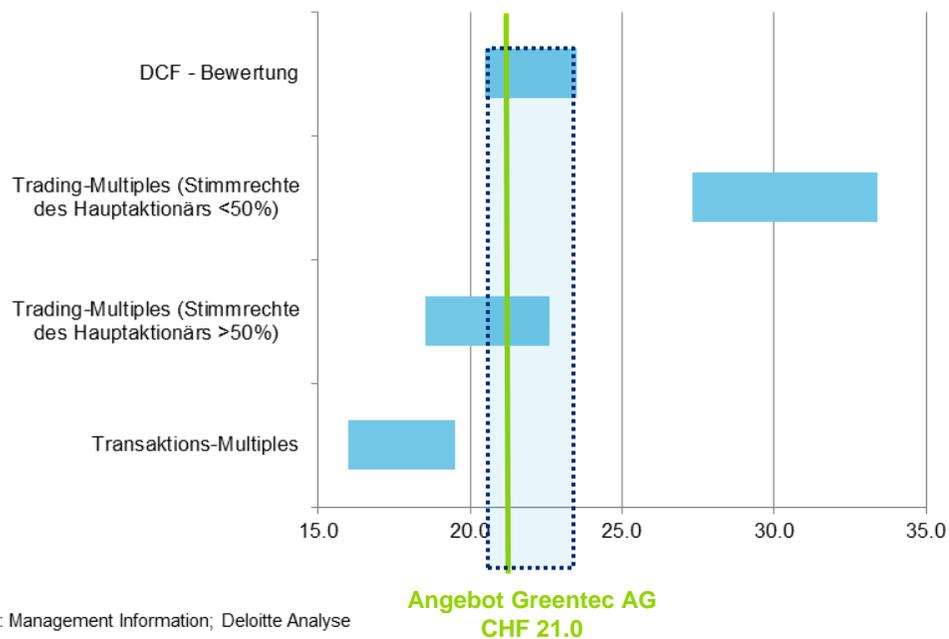
Ergebnisse

- Um eine Plausibilisierung vornehmen zu können, haben wir neben der Bewertung der einzelnen Bereiche auch eine überschlägige Bewertung der Bereiche Klima und Fertigungslösungen mittels DCF-Bewertung vorgenommen. Zusätzlich haben wir eine Gesamtbewertung der Walter Meier Gruppe vorgenommen, die Ergebnisse plausibilisiert und mit der Marktkapitalisierung verglichen.
- Im Ergebnis kommen wir zu einer um ca. 20% höheren Bewertung der Walter Meier Gruppe mittels des DCF-Verfahrens im Vergleich zum Börsenwert. Dies stützt die Aussage, dass der Börsenkapitalisierung keine eigenständige Bedeutung beizumessen ist. Die Gründe hierfür sind der Einfluss des beherrschenden Aktionärs, die fehlende Einflussmöglichkeit seitens der Publikumsaktionäre und der niedrigeren Marktbewertung im Vergleich zu anderen kotierten Wettbewerbern in derselben Branche.
- Ferner gibt es ein Opting-Out, d.h. keine Anwendung der Art. 32 und Art. 52 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel ("BEHG"). Somit finden die Mindestpreisregeln keine Anwendung.
- Letztlich ist das Transaktionsobjekt selbst nicht als eigene Gesellschaft kotiert, weshalb keine genauen Rückschlüsse auf den zukünftigen Wertbeitrag der WM Technologie AG abgeleitet werden können.

Kapitel	Seite	Zusammenfassung der Ergebnisse	Seite
Inhaltsübersicht	2	Fairness Opinion	28
Einleitung	3		
Übersicht über die WM Technologie AG	9		
Wertüberlegungen zur WM Technologie AG	14		
Zusammenfassung der Ergebnisse	27		
Anhang	29		

Die Wertbandbreite eines als finanziell fair und angemessen zu betrachtenden Angebots stützt sich im wesentlichen auf die DCF-Methode und beträgt CHF 20.5 bis CHF 23.5 per 1.1.2014 je Aktie

Zusammenfassung der Ergebnisse – Wert je Aktie



Quelle: Management Information; Deloitte Analyse

- Unter Berücksichtigung aller Umstände und Wertkonzeptionen sowie den auf Seite 20 genannten zentralen Annahmen, erachten wir einen als finanziell und fair anzusehenden Wert je Aktie in einer Bandbreite von CHF 20.5-23.5.
- Dies stellt auch den erwarteten Wert für jeden Aktionär bei Ablehnung des Angebots (Fortführung status-quo) dar.
- Bei einer Ablehnung des Angebots würde jeder Publikumsaktionär diesen Wert erhalten ("Im Veräusserungsfall sollte sich unter Angemessenheitsgesichtspunkten ein Veräusserer aus finanzieller Sicht nicht schlechter stellen, als wenn er die Transaktion nicht durchführen würde").
- Bei Berücksichtigung der EBITDA Multiples mit Hauptaktionär < 50% ergäbe sich eine deutlich höhere Wertbandbreite, doch eine Plausibilisierung kann auch im Vergleich zu Wettbewerbern mit ähnlicher Corporate Governance Struktur erfolgen. Hier sind die EBITDA Multiples in einer ähnlichen Grössenordnung und stützen die Ergebnisse der DCF-Bewertung.
- Neben der Bewertung der einzelnen Bereiche haben wir auch eine überschlägige Bewertung der Bereiche Klima und Fertigungslösungen mittels DCF-Bewertung vorgenommen. Zusätzlich haben wir eine Gesamtbewertung der Walter Meier Gruppe vorgenommen und die Ergebnisse plausibilisiert und mit der Marktkapitalisierung verglichen. Im Ergebnis kommen wir zu einer um ca. 20% höheren Bewertung der Walter Meier Gruppe im Vergleich zum Börsenwert. Dies stützt die Aussage, dass der Börsenkapitalisierung aufgrund des beherrschenden Aktionärs, keiner Einflussmöglichkeit seitens Publikumsaktionäre und einer deutlich niedrigeren Marktbewertung im Vergleich zu anderen kotierten Wettbewerbern, keine eigenständige Bedeutung zukommt.
- Die vorliegende Fairness Opinion basiert auf unseren Arbeiten und Analysen, welche im Rahmen unseres Auftrages bis zu dessen Abschluss am 24.2.2014 durchgeführt wurden.

Deloitte AG

Dr. Jürg Glesti
Partner

Alexander Schuler
Director

Anhang	Seite
Vergleichsunternehmen zur Ableitung des Beta und der Kapitalstruktur	30
Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer kotierter Unternehmen	33
Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer vergangener Transaktionen	35
Abkürzungsverzeichnis	37

Anhang	Nr.
Vergleichsunternehmen zur Ableitung des Beta und der Kapitalstruktur	1
Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer kotierter Unternehmen	2
Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer vergangener Transaktionen	3
Abkürzungsverzeichnis	4

Anhang 1: Vergleichsunternehmen zur Ableitung des Beta und der Kapitalstruktur

Vergleichsunternehmen	Land	EK / GK (Ø 5 Jahre)	FK / GK (Ø 5 Jahre)	Steuer- satz (Ø 5 Jahre)	Levered Local Equity Beta [F1]	Standardab- weichung von Beta	Determinations- koeffizient R ²	Signifikant gemäss t-Test?	FK / EK (Ø 5 Jahre)	Unlevered Asset Beta [F2]
Walter Meier AG	CH	94%	6%	15%	0.69	0.29	0.06	Nein	n/a	n/a
Zehnder Group AG	CH	92%	8%	24%	0.78	0.27	0.10	Ja	9%	0.73
Uponor OYJ	FI	88%	12%	49%	1.14	0.17	0.47	Ja	13%	1.07
AAON Inc	US	100%	0%	36%	1.12	0.21	0.36	Ja	0%	1.12
Daikin Industries Ltd	JP	66%	34%	45%	1.04	0.18	0.37	Ja	53%	0.80
Lennox International Inc	US	86%	14%	34%	1.09	0.17	0.44	Ja	16%	0.99
Systemair AB	SE	82%	18%	23%	0.96	0.22	0.25	Ja	22%	0.82
Watsco Inc	US	96%	4%	31%	0.86	0.18	0.25	Ja	4%	0.84
Comfort Systems USA Inc	US	97%	3%	39%	1.30	0.22	0.42	Ja	3%	1.27
Nortek Inc	US	35%	65%	62%	0.87	0.37	0.10	Ja	202%	0.49
Takasago Thermal Engineering C	JP	92%	8%	45%	0.83	0.17	0.27	Ja	8%	0.80
Voltas Ltd	IN	93%	7%	29%	1.46	0.20	0.56	Ja	8%	1.39
CENTROTEC Sustainable AG	DE	66%	34%	39%	0.72	0.22	0.11	Ja	53%	0.54
Mittelwert		84%	16%	36%	0.99				32.7%	0.91
Median		92%	8%	36%	0.96				11.3%	0.83
Berücksichtigter Parameter		92%	8%	36%	0.96				11.3%	0.83

Quelle: Bloomberg

Fussnote

[F1] Levered Equity Beta berechnet mittels Regression der Renditen (5 Jahre, monatliche Renditen) der Vergleichsunternehmen auf die Renditen des lokalen Marktindizes (Bloomberg-Daten per 1. Januar 2014).

[F2] Unlevered Asset Beta berechnet mittels Hamada-Formel (Unlevered Asset Beta = Levered Equity Beta / (1 + (FK / EK)*(1 - Steuersatz))).

Anhang 1: Vergleichbare kotierte Unternehmen zur Ableitung des WACC und der Trading Multiples

Kurzbeschreibung der Vergleichsunternehmen aus der Multiple Analyse (alphabetisch)

AAON Inc.

Hersteller von Lufttransportsystemen, Kühleinheiten sowie Verdunstungskühlern, geothermalen Wärmepumpen und Entfeuchtern für Schwimmhallen.

Comfort Systems USA Inc.

Umfassendes Dienstleistungsunternehmen aus der HVAC Industrie. Bietet Lösungen von Beratung, Instandhaltung, über die Konzeption, bis hin zur Entwicklung.

DeLclima S.p.A.

Hersteller von Heiz-, Lüftungs- und Kühlsystemen. Dazu gehören Klimaanlage, Luftregelungssysteme, Kühltische und Radiatoren.

Nortek Inc.

Diversifiziertes Unternehmen das Kühl-, Lüftungs- und Technologieprodukte für den privaten sowie gewerblichen Anwendungsbereich produziert.

Takasago Thermal Engineering Co. Ltd.

Unternehmen das HVAC Produkte für eine Vielzahl an Sektoren produziert und dabei versucht modernen ökologischen Anforderungen gerecht zu werden.

Voltas Ltd.

Spezialist für die Ausarbeitung von Klimälösungen und führender Produzent von Klimaanlage, Gefrierschränken, Belüftungssystemen, Sonderlösungen für den Textil- und Bergbaubereich.

Watsco Inc.

Händler für Klima-, Heiz- und Kühlsysteme sowie verwandte Einzelteile und Lieferant für die HVAC/R Industrie.

CENTROTEC Sustainable AG

Anbieter von Produkten und integrierten Lösungen im Bereich Kühlen, Heizen und Lüften im privaten Umfeld. Nachrangige Nebensegmente beinhalten Abgassysteme und Medizintechnik.

Daikin Industries Ltd.

Unternehmen das sich auf die Erzeugung von Klimaanlage und Kühlsystemen im Containerbereich konzentriert. Zudem aktiv im Bereich Fluorochemicals und Hydraulik-Equipment.

Lennox International Inc.

Breit aufgestelltes Unternehmen das Klimaanlage, Luftreinigungs- und Befeuchtungssysteme produziert. Ausserdem werden Kühlanlagen für den kommerziellen Gebrauch vertrieben.

Systemair AB

Produziert Lüfter, Klima-, Heiz- und Lüftungssystem für den Wohnbereich sowie Feuerschutzeinrichtungen und bietet integriert Lösungen an.

Uponor OYJ

Lieferant von Installations- und Heizungskomponenten sowie Klimasystem für den Innenraum. Klimadecken, Wandkühlungen sowie Bodensysteme stehen zudem zur Verfügung.

Walter Meier AG

Hersteller von Werkzeugmaschinen, Werkzeugen, Wärmepumpen als auch Luftbefeuchtungssystemen, Verdunstungskühlungen, Kühlmedien und Klimadecken.

Zehnder Group AG

Produziert Radiatoren, Raumlüftungssysteme, Deckenheiz- und Kühlsysteme sowie Luftreinigungssysteme.

Anhang	Nr.
Vergleichsunternehmen zur Ableitung des Beta und der Kapitalstruktur	1
Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer kotierter Unternehmen	2
Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer vergangener Transaktionen	3
Abkürzungsverzeichnis	4

Anhang 2: Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer kotierter Unternehmen

Vergleichsunternehmen	Land	Marktkap. CHFm	Hauptaktionär >50%*	EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
				2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
CENTROTEC Sustainable AG	DE	401.5	Ja	0.7x	0.6x	0.6x	7.0x	5.6x	5.3x	11.3x	8.3x	7.6x
DeLclima S.p.A.	IT	232.9	Ja	0.5x	0.5x	0.5x	6.1x	5.6x	5.4x	n/a	8.2x	7.7x
Walter Meier AG	CH	560.6	Ja	0.8x	1.1x	1.1x	6.7x	10.4x	9.5x	8.2x	14.4x	13.3x
Zehnder Group AG	CH	481.2	Ja	0.7x	0.9x	0.8x	8.9x	8.9x	7.3x	15.6x	14.5x	11.0x
AAON Inc.	US	1'043.3	Nein	3.6x	3.2x	2.9x	16.9x	14.9x	12.6x	20.9x	n/a	n/a
Comfort Systems USA Inc.	US	643.6	Nein	0.5x	0.5x	0.4x	10.7x	9.5x	7.0x	15.3x	n/a	n/a
Daikin Industries Ltd.	JP	16'215.3	Nein	1.5x	1.3x	1.2x	12.2x	10.5x	9.6x	18.5x	14.1x	12.7x
Lennox International Inc.	US	3'741.9	Nein	1.5x	1.4x	1.3x	13.6x	11.3x	9.9x	17.3x	13.1x	11.1x
Nortek Inc.	US	1'020.9	Nein	1.0x	0.9x	0.9x	11.9x	8.6x	7.6x	23.6x	14.5x	12.0x
Systemair AB	SE	959.9	Nein	1.7x	1.4x	1.4x	16.8x	11.9x	11.2x	22.9x	14.8x	13.8x
Takasago Thermal Engineering Co. Ltd.	JP	644.0	Nein	0.2x	0.2x	0.2x	13.4x	8.4x	8.4x	17.0x	9.1x	n/a
Uponor OYJ	FI	1'275.5	Nein	1.4x	1.1x	1.0x	12.4x	10.0x	8.7x	18.3x	14.3x	11.6x
Voltas Ltd.	IN	562.5	Nein	0.7x	0.6x	0.6x	15.2x	11.3x	9.0x	17.1x	11.4x	9.2x
Watsco Inc.	US	2'966.2	Nein	1.0x	0.9x	0.8x	12.7x	11.1x	10.2x	13.6x	11.9x	10.7x
Median (Gesamt)			14 Peers	0.9x	0.9x	0.9x	12.3x	10.2x	8.9x	17.1x	13.6x	11.1x
Median (Stimmrechte des Hauptaktionärs >50%)			4 Peers	0.7x	0.7x	0.7x	6.9x	7.3x	6.3x	11.3x	11.3x	9.3x
Median (Stimmrechte des Hauptaktionärs <50%)			10 Peers	1.2x	1.0x	1.0x	13.1x	10.8x	9.3x	17.8x	13.6x	11.6x

* Stimmrechte des Hauptaktionärs sind grösser als 50%

Quelle: Bloomberg, Geschäftsberichte

Anhang	Nr.
Vergleichsunternehmen zur Ableitung des Beta und der Kapitalstruktur	1
Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer kotierter Unternehmen	2
Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer vergangener Transaktionen	3
Abkürzungsverzeichnis	4

Anhang 3: Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer vergangener Transaktionen

Abschlussdatum	Beteiligung (%)	Zielunternehmen (ZU)	Herkunft des ZU	Anteilerwerbendes Unternehmen (AEU)	Herkunft des AEU	EV (CHFm)	EV/ Umsatz	EV/ EBITDA	EV/ EBIT
23/10/2013	100	Industrie CBI S.p.A.	IT	Nicotra Gebhardt S.p.A	IT	61.5	1.0x	7.1x	8.5x
03/06/2013	100	Walter Meier (Klima Deutschland) GmbH	DE	Sw egon AB	SE	20.5	0.4x	n/a	5.5x
25/07/2012	100	Centrum Klima S.A.	PL	Lindab AB	SE	35.5	1.4x	9.7x	12.7x
16/09/2011	100	Master Climate Solutions Group	IT	Alcedo SGR S.p.A.	IT	38.7	0.8x	4.4x	n/a
04/11/2010	100	Munters AB	SE	Nordic Capital	SE	920.4	1.1x	14.3x	22.9x
06/07/2010	100	Airpark Co. Ltd.	KR	Airpark Co. Ltd. (former Truemax Co. Ltd.)	KR	19.4	0.8x	6.7x	9.0x
01/04/2010	100	Bravis Climate Systems Pty. Ltd.	AU	GWA International Ltd.	AU	48.8	0.6x	6.0x	n/a
Median							0.8x	6.9x	9.0x
Mittelwert							0.9x	8.0x	11.7x

Quelle: Mergermarket, Pressemitteilungen

Kurzbeschreibung der Zielunternehmen aus der Transaktionsanalyse (chronologisch)

23/10/2013	Industrie CBI S.p.A. Hersteller von industriellen Ventilatoren für diverse Anwendungsbereiche.
03/06/2013	Walter Meier (Klima Deutschland) GmbH Einstmaliger Geschäftsteil der Walter Meier AG aktiv im Klima-Handelsgeschäft.
25/07/2012	Centrum Klima S.A. Hersteller von Heiz-, Lüftungs- und Klimatisierungskomponenten sowie -systemen.
16/09/2011	Master Climate Solutions Group Produzent von mobilen Heizgeräten. Darüber hinaus werden Luftentfeuchter, Ventilatoren und Klimaanlage hergestellt.
04/11/2010	Munters AB Anbieter von Produkten und Dienstleistungen im Bereich der Luftfeuchteregelung für industrielle, kommerzielle und private Anwendungen.
06/07/2010	Airpark Co. Ltd. Produzent ökologisch optimierter Kühl- und Lüftungssysteme für den öffentlichen und kommerziellen Bereich.
01/04/2010	Bravis Climate Systems Pty. Ltd. Hersteller von Klimasystemen für den privaten Gebrauch auf Basis von Verdunstungskühlern, Heizgeräten und Luftkanalsystemen.

Anhang	Nr.
Vergleichsunternehmen zur Ableitung des Beta und der Kapitalstruktur	1
Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer kotierter Unternehmen	2
Multiplikatoren auf Basis vergleichbarer vergangener Transaktionen	3
Abkürzungsverzeichnis	4

Anhang 4: Abkürzungsverzeichnis

AEU	Anteilerwerbendes Unternehmen	FK	Fremdkapital
AG	Aktiengesellschaft	GJ	Geschäftsjahr
BA	Barcool-Air	GK	Gesamtkapital
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel	HVAC/R	Heating, Ventilation, Air Conditioning and Refrigeration (Heizung, Lüftung, Klimatechnik und Kühlung)
CAGR	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche jährliche Wachstum)	IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
CAPM	Capital Asset Pricing Model	ISIN	International Securities Identification Number
CDS	Credit Default Spread	m	Millionen
CEO	Chief Executive Officer (Geschäftsführer)	Marktkap.	Marktkapitalisierung
CH	Schweiz	n/a	Not available (nicht verfügbar)
CHF	Schweizer Franken	OTC	Over-the-counter
CO	Condair	PAC	Port-a-Cool
DCF	Discounted Cashflow Methode	SIX	SIX Swiss Exchange (Schweizer Börse)
E	Estimates (Prognose)	t	Tausend
EBIT	Earnings before interest and tax (Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern)	TV	Terminal value (ewige Rente)
EBITA	Earnings before interest, tax, amortisation (Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)	UEK	Übernahmekommission
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation (Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen)	US	United States
EK	Eigenkapital	USD	US-Dollar
EUR	Euro	VWAP	Value weighted average price (gewichteter Durchschnittspreis)
EV	Enterprise Value (Unternehmenswert)	WMN	Walter Meier Namensaktien
FAUB	Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft	WACC	Weighted average cost of capital (gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz)
FCF	Free cashflow (freier Geldfluss)	ZU	Zielunternehmen



Dieses Dokument ist vertraulich und nur zu Ihrer Information hergestellt. Deshalb dürfen Sie ohne unsere schriftliche Einwilligung unseren Namen oder dieses Dokument nicht für andere Zwecke benutzen oder diese in Prospekten oder anderen Dokumenten offenlegen und niemandem weitergeben. Dritte sind nicht befugt, sich auf unsere Dokumente zu stützen und wir lehnen jegliche Haftung gegenüber Dritten ab, welche sich aus dem Zugang dieser Dokumente ergibt.

Deloitte AG ist eine Tochtergesellschaft von Deloitte LLP, dem Mitgliedsunternehmen in Grossbritannien von Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL"), eine "UK private company limited by guarantee" (eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach britischem Recht) und ihren Mitgliedsunternehmen, die rechtlich selbstständig und unabhängig sind. Eine detaillierte Beschreibung der rechtlichen Struktur von DTTL und ihrer Mitgliedsunternehmen finden Sie auf unserer Webseite unter www.deloitte.com/ch/about.