

Fairness Opinion

hinsichtlich des öffentlichen Kauf- und Tauschangebotes
der Cardiac Monitoring Holding, LCC,
Malvern, Pennsylvania, USA,
(Domizil: Wilmington, Delaware, USA)
für all sich im Publikum befindenden Namenaktien der

Life Watch AG, Zug („Life Watch“)
21. April 2017

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	1
Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	1
Abkürzungsverzeichnis / Glossar	1
1. Einleitung	3
2. Übersicht über LifeWatch	8
2.1. LifeWatch Group – Geschichte und Geschäftsentwicklung	8
2.2. Geschäftsmodell von LifeWatch im US Kerngeschäft	9
2.3. Rechtsfälle in den USA	10
2.4. Ausblick, Wettbewerbsposition und strategische Pläne	11
2.5. Historische Finanzkennzahlen	13
2.6. Marktübersicht	15
2.7. Wettbewerbsumfeld und wichtigste Wettbewerber	16
3. Bewertungsanalysen	17
3.1. Übersicht	17
3.2. Unternehmenswert	18
3.3. Planungsannahmen	19
3.4. Discounted Cash Flow Analysis („DCF“)	24
3.5. Berechnung des resultierenden Wertes	26
3.6. Bewertung anhand vergleichbarer, kotierter Gesellschaften („CompCo“)	29
3.7. Bewertung anhand ähnlicher M&A Transaktionen („Compac“)	33
3.8. Analyse bezahlter Prämien im CH-Kapitalmarkt (Prämienanalyse)	35
3.9. Entwicklung Aktienkurs und Handelsvolumen von BioTelemetry Inc.	36
4. Ergebnis des Gutachtens	40

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildung 1: Unternehmensstruktur	4
Abbildung 2: Konsolidierte Erfolgsrechnungen 2014 – 2016	13
Abbildung 3: Konzernbilanzen 2014 – 2016	14
Abbildung 4: Gesamtkapitalkosten (WACC)	26
Abbildung 5: Berechnung des Wertes pro Aktie der LifeWatch.....	27
Abbildung 6: Sensitivitätsanalysen	28
Abbildung 7: Vergleichsgesellschaften.....	30
Abbildung 8: EBITDA Multiplikatoren vergleichbarer Gesellschaften	31
Abbildung 9: Berechnung Bewertungsbandbreite pro Aktie LifeWatch.....	32
Abbildung 10: Vergleichbare Gesellschaften – jährliches Umsatzwachstum, EBITDA- und EBIT Marge	33
Abbildung 11: Ausgewählte Transaktionen.....	34
Abbildung 12: Berechnung Bewertungsbandbreite pro Aktie LifeWatch.....	35
Abbildung 13: BioTelemetry Aktienkursentwicklung (vergangene 12 Monate)	37
Abbildung 14: Berechnung der Liquidität.....	37
Abbildung 15: Grösste bekannte Aktionäre von BioTelemetry	38
Abbildung 16: Empfehlungen der Equity Research Analysten	38
Abbildung 17: Zusammenfassung der Bewertungsmethoden	40

Abkürzungsverzeichnis / Glossar

Aevis	AEVIS VICTORIA SA, Fribourg, Schweiz
Alternativangebotspreis	0.2185 BioTelemetry-Stammaktien sowie CHF 8.00 in bar für jede LifeWatch Namenaktie
BioTelemetry	BioTelemetry, Inc. (NASDAQ: BEAT), eine Gesellschaft mit Hauptsitz in Malvern, Pennsylvania, USA (rechtlicher Sitz: Wilmington, Delaware, USA)
BioTelemetry-Angebot	Das öffentliche Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der LifeWatch, welches von BioTelemetry am 9. April 2017 vorangemeldet wurde und welches einen Hauptangebotspreis sowie, nach Wahl eines jeden LifeWatch-Aktionärs, einen Alternativangebotspreis enthält
Compac	Bewertungsanalyse von vergleichbaren M&A Transaktionen („comparable acquisitions“)
CompCo	Bewertungsanalyse vergleichbarer kotierter Unternehmungen („comparable companies“)
CRP	Länderrisikoprämie („country risk premium“)
DCF	Diskontierter finanzierungsbereinigter Liquiditätszufluss („discounted free cash flow“)
EBIT	Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern („earnings before interest and taxes“)
EBITDA	Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen („earnings before interest, taxes, depreciation and amortization“)
EKG	Elektrokaradiogramm (die Aufzeichnung der Summe der elektrischen Aktivitäten aller Herzmuskelfasern durch die Platzierung von Elektroden auf der Haut eines Patienten)
ePA	Elektronische Patientenakte („electronic medical record“)
EQV	Eigenkapitalwert („equity value“)
GE Kooperation	Das zukünftige Geschäft, welches LifeWatch aus der geplanten strategischen Allianz mit GE Medical Systems Information Technologies, Inc. erwartet. Per Stichtag dieses Bewertungsgutachtens basiert diese Kooperation rechtlich nach wie vor auf einer Absichtserklärung, wie diese seitens der Gesellschaft am 24. Oktober 2016 in einer Pressemitteilung annonciert wurde. Das Management von LifeWatch erwartet, dass die Kooperation im Laufe des 3. oder 4. Quartals 2017 kommerziell aktiv wird
die Gesellschaft	LifeWatch AG, Zug, Schweiz
Hauptangebotspreis	0.1457 BioTelemetry-Stammaktien sowie CHF 10.00 in bar für jede LifeWatch Namenaktie
Holter	Ein tragbares Gerät, welche die elektrischen Aktivitäten aller Herzmuskelfasern über einen Zeitraum von mindestens 24 Stunden kontinuierlich aufzeichnet (Langzeit-EKG). Der Holter-Monitor wurde durch die Biophysiker Norman J. Holter und Bill Glasscock erfunden

IDTF	Unabhängiges diagnostisches Testzentrum („independent diagnostic testing facility“)
Joint Venture der Konzern LifeWatch	Life Watch Turkey Holding AG, Zug, Schweiz LifeWatch AG, Zug, Schweiz, inklusive Tochtergesellschaften LifeWatch AG, Zug, Schweiz
Lol	Absichtserklärung („letter of intent“)
LTM	Letzte zwölf Monate („last twelve months“)
MKT	Mobile Herztelemetrie (engl. mobile cardiac telemetry)
MKT 3-Kanal	Ein telemetrisches kontinuierliches 3-Kanal EKG-System von LifeWatch, welches über einen Zeitraum von bis zu 30 Tagen mit oder ohne Holter-Analyse kardiale Ereignisse automatisch über mobile Datennetzwerke an LifeWatches diagnostische Testzentren überträgt
MKT 1-Kanal Pflaster	Das von LifeWatch neu entwickelte und im 2016 durch die FDA zugelassene telemetrische 1-Kanal EKG-System, welches auf einer einfach zu handhabenden Hydrokolloid-Pflastertechnologie basiert
Mio.	Millionen
Raiffeisen	Raiffeisen Schweiz Genossenschaft, St. Gallen, Schweiz
UEK	Schweizerische Übernahmekommission
Türkisches JV das Unternehmen	LifeWatch Saglik Hizmetleri A.S.,Ankara, Turkey LifeWatch AG, Zug, Schweiz
US-Kerngeschäft	Die Geschäftstätigkeiten, welche LifeWatch mit ihren derzeit aktiven US-Tochtergesellschaften, insbesondere LifeWatch Services, Inc., durchführt, inklusive der Management-, Entwicklungs- und anderen konzerninternen Dienstleistungen, welche LifeWatch AG und die Tochtergesellschaften in Israel und Mazedonien erbringen
UW	Unternehmenswert („enterprise value“)
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittskurs („volume-weighted average price“)
WACC	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten („weighted average cost of capital“) bzw. Gesamtkapitalkosten

1. Einleitung

1.1. Ausgangslage

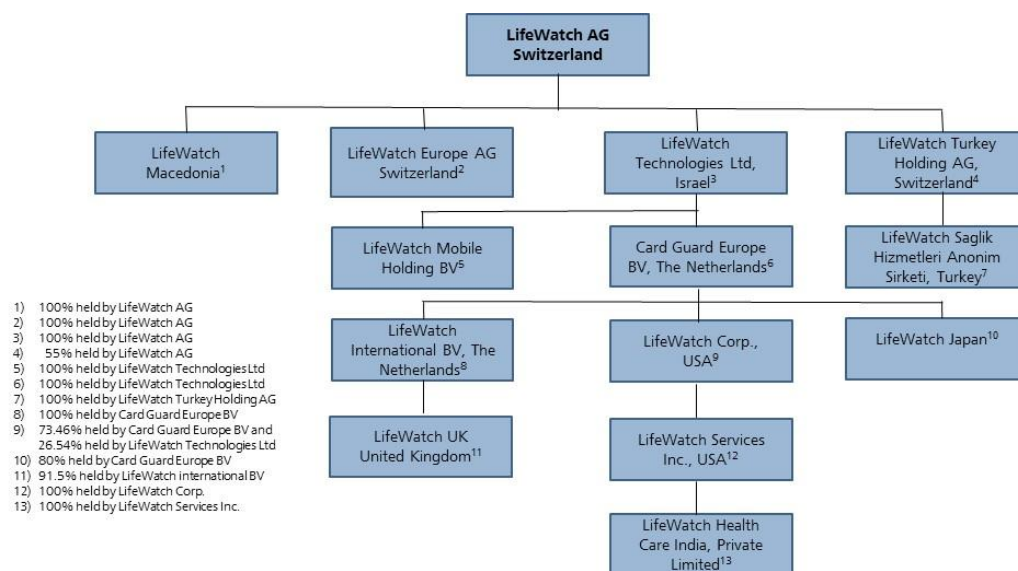
LifeWatch AG mit Sitz in Zug („LifeWatch“, das „Unternehmen“ oder die „Gesellschaft“) ist eine an der SIX Swiss Exchange kotierte Gesellschaft. Am 23. Januar 2017 belief sich die Marktkapitalisierung auf rund 180 Millionen Schweizer Franken. LifeWatch ist im Bereich medizinischer Lösungen und Dienste für die Gesundheitsbranche tätig und hat sich auf drahtlose telediagnostische Überwachungsdienstleistungen für Patienten spezialisiert. LifeWatch stellt als Kerndienstleistung Kardiologen und weiteren behandelnden Ärzten wichtige diagnostische Informationen über die überwachten Patienten zur Verfügung, welche zum Festlegen der optimalen Behandlung verwendet werden und dadurch die Behandlungsergebnisse verbessern sollen.

Die LifeWatch Gruppe (der „Konzern“) umfasst LifeWatch und ihre Tochtergesellschaften. Das Unternehmen hält direkt die 100%igen Tochtergesellschaften in Israel (LifeWatch Technologies, Ltd., Rehovot), in Mazedonien (LifeWatch MK Ltd, Skopje) und in der Schweiz (LifeWatch Europe AG, Neuhausen am Rheinfall). Ausserdem hält LifeWatch die Mehrheit (55%) an der LifeWatch Turkey Holding Ltd., Zug, die wiederum 100% an LifeWatch Saglik Hizmetleri A.S. in Ankara hält.

Im Geschäftsjahr 2016 war die LifeWatch Services Inc., ein in Delaware domiziliertes Unternehmen, welches indirekt von der LifeWatch Technologies, Ltd. in Rehovot gehalten wird, die wichtigste aktive Konzerngesellschaft. Im vergangenen Jahr hat LifeWatch Services (mit Hauptniederlassung in Rosemont, Illinois), mit ihren Patientendienstleistungen 100% zum externen Konzernumsatz mit Dritten von rund USD 114.4 Mio. beigetragen. Sämtliche Aktivitäten ausserhalb des Bereichs Patientendienstleistungen wurden im Geschäftsjahr 2016 eingestellt (in diesem Bereich wurde ein negativer konsolidierter Umsatz von minus USD 0.6 Mio. ausgewiesen). LifeWatch Services ist ausschliesslich in den USA tätig, was die Wichtigkeit des US Gesundheits- und Gesundheitsversicherungsmarktes für LifeWatch deutlich unterstreicht.

Die Konzerngesellschaften in der Schweiz, Israel und Mazedonien erbringen lediglich konzerninterne Dienstleistungen (z.B. Konzernleitung sowie Entwicklung und Labor). Die türkische Tochtergesellschaft wird voraussichtlich im März/April 2017 die kommerzielle Geschäftstätigkeit aufnehmen. Die restlichen Konzerngesellschaften sind entweder irrelevant bzw. inaktiv (wie in Grossbritannien und den Niederlanden) oder dabei, die Geschäftstätigkeit einzustellen (wie in Japan und Indien).

Abbildung 1: Unternehmensstruktur



Quelle: Geschäftsbericht 2016

AEVIS VICTORIA SA, Fribourg („Aevis“) hat am 24. Januar 2017 angekündigt, ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der LifeWatch unterbreiten zu wollen. In der Voranmeldung an die Übernahmekommission („UEK“) hat Aevis die Absicht geäußert, nach Wahl der Aktionäre 0.1818 Aevis Namenaktien (mit einem Nennwert von CHF 5.00) für eine LifeWatch Namenaktie (mit einem Nennwert von CHF 1.30) oder alternativ nach Wahl eines jeden LifeWatch-Aktionärs ein Barangebot in Höhe von CHF 10.00 pro Namenaktie LifeWatch anzubieten. Die Aevis Aktien sind ebenfalls an der SIX Swiss Exchange kotiert. Die Mehrheit an Aevis wird durch eine Gruppe um Herrn Antoine Hubert, Frau Géraldine Hubert-Reynard und Herrn Michel Reybier gehalten. Im Rahmen der ordentlichen 37%-Kapitalerhöhung von 13'483'850 auf 18'477'869 ausgegebene LifeWatch Namenaktien, welche am 13. Juli 2016 im Handelsregister des Kanton Zug eingetragen wurde, ist Aevis zu einem bedeutenden Aktionär der LifeWatch geworden. In der Voranmeldung vom 24. Januar 2017 wurde offengelegt, dass Aevis und die mit Aevis verbundenen Aktionäre 2'216'267 Namenaktien der LifeWatch halten, was 11.99% des Aktienkapitals und der Stimmrechte entspricht.

Gemäss Geschäftsbericht 2016 sind per 20. Februar 2017 neben der Aevis Gruppe die Himalaya (Cayman Islands) TMT Funds mit 15.26%, die LB (Schweiz) Investment AG mit 10.04% und Herr Martin Eberhard mit 3.23% der Stimmrechte weitere bedeutende Aktionäre der LifeWatch.

Am 1. Februar 2017 hat LifeWatch angekündigt, dass sie beabsichtigt, weitere Angebote einzuholen. Am 20. Februar 2017 hat Aevis den Angebotsprospekt für das öffentliche Übernahmeangebot für LifeWatch veröffentlicht.

Der unabhängige Ausschuss des Verwaltungsrats von LifeWatch, welcher aus den vier Verwaltungsratsmitgliedern besteht, die sich in keinem Interessenskonflikt befinden, hat am 10. März 2017 einstimmig empfohlen, das Aevis-Angebot abzulehnen.

Am 9. April 2017 hat Cardiac Monitoring Holding Company, LLC (mit Hauptsitz in Malvern, Pennsylvania (USA) und Rechtssitz in Wilmington, Delaware (USA)), eine direkte 100%-Tochtergesellschaft der BioTelemetry, Inc. („BioTelemetry“), welche an der NASDAQ unter dem Ticker „BEAT“ kotiert ist, angekündigt, am oder um den 18. April 2017 ein öffentliches Übernahmeangebot mit einer Bar- und Aktienkomponente (das „BioTelemetry-Angebot“) für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der LifeWatch unterbreiten zu wollen. Am selben Tag hat BioTelemetry bereits eine Transaktionsvereinbarung mit LifeWatch abgeschlossen. Der unabhängige Ausschuss des LifeWatch-Verwaltungsrates hat unter anderem einstimmig entschieden, den LifeWatch-Aktionären das Angebot der BioTelemetry zur Annahme zu empfehlen. BioTelemetry beabsichtigt, für jede LifeWatch-Aktie entweder

- 0.1457 BioTelemetry-Stammaktien sowie CHF 10.00 in bar (der „Hauptangebotspreis“) oder, nach Wahl eines jeden LifeWatch-Aktionärs,
- 0.2185 BioTelemetry-Stammaktien sowie CHF 8.00 in bar (der „Alternativangebotspreis“) anzubieten.

Das BioTelemetry-Angebot steht nebst anderen Bedingungen unter dem Vorbehalt einer Mindestandienung von 67%, d.h. BioTelemetry wird das Angebot nur vollziehen, wenn sie am Ende der Angebotsfrist mindestens 67% aller LifeWatch-Aktien halten wird. Ausserdem muss bis dann ein Steueruruling der israelischen Steuerbehörde vorliegen, wonach die Auszahlung des Hauptangebotspreises bzw. des Alternativangebotspreises für Aktionäre, welche gewisse, in der Voranmeldung aufgeführten Bedingungen erfüllen, nicht der israelischen ersatzweisen Quellensteuer (backup withholding tax) unterliegen. BioTelemetry behält sich das Recht vor, auf die Mindestandienungsbedingung und die Bedingung eines Vorliegens eines Steuerurulings zu verzichten. Ferner benötigt BioTelemetry entsprechende Zustimmungen für die Schaffung und Ausgabe von neuen eigenen Stammaktien gemäss den Bedingungen des BioTelemetry-Angebotes und deren Kotierung an der NASDAQ.

1.2. Auftrag an Raiffeisen Schweiz

LifeWatch hat die Raiffeisen Schweiz Genossenschaft, St. Gallen („Raiffeisen“) am 17. Februar 2017 mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt. Raiffeisen soll in ihrem Gutachten die finanzielle Angemessenheit des Angebotes der Aevis oder weiterer Angebote, welche beim Verwaltungsrat im Rahmen des angekündigten Prozesses, weitere Angebote einzuholen, eingehen, beurteilen (bzw. auch Angebotsänderungen von Aevis oder Drittparteien).

In Zusammenhang mit diesem Mandat erhält Raiffeisen keine Entschädigung, welche von Aussagen der Bewertung, vom Erfolg einer bestehenden oder zukünftigen Transaktion bzw. von der Höhe des Kaufpreises abhängig ist. Raiffeisen bestätigt, dass sie als Bewerterin unabhängig zu ihrem Urteil gelangt ist.

Die Fairness Opinion ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat der LifeWatch im Rahmen der Erstellung des Verwaltungsratsberichtes gemäss Verordnung der Übernahmekommission („UEK“) über öffentliche Kaufangebote bestimmt und stellt keine Empfehlung gegenüber den Publikumsaktionären der LifeWatch dar, die Übernahmeangebote der Aevis oder der BioTelemetry (bzw. der direkten 100%-BioTelemetry Tochtergesellschaft Cardiac Monitoring Holding Company, LLC) anzunehmen bzw. abzulehnen. Hingegen nimmt der unabhängige Ausschuss des Verwaltungsrates der LifeWatch im Rahmen seines Berichtes an die Aktionäre Stellung zu den Übernahmeangeboten und bezieht sich dabei auf diese Fairness Opinion. Die Fairness Opinion darf im Zusammenhang mit dem BioTelemetry-Angebot öffentlich zur Verfügung gestellt werden. Im Angebotsprospekt vom BioTelemetry darf auf diese Fairness Opinion referenziert werden. Die Verwendung für einen anderen Zweck ist nicht gestattet.

Das Gutachten von Raiffeisen richtet sich weder an die Aevis, die BioTelemetry noch an deren jeweilige Aktionäre und ist somit nicht zur Beurteilung der Transaktion aus Sicht der Aevis, BioTelemetry bzw. deren Aktionäre bestimmt.

1.3. Beurteilungsgrundlagen

Raiffeisen hat für ihre Beurteilung die folgenden Grundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen zu LifeWatch, welche unseres Erachtens für die Bewertung bzw. für die Beurteilung der Angemessenheit des BioTelemetry-Angebotes relevant sind. Dazu gehören vor allem die Geschäftsberichte 2012-2016 sowie der Halbjahresbericht per 30. Juni 2015 und 2016 (nicht testiert), ad hoc Medienmitteilungen des Unternehmens und Unternehmenspräsentationen
- Analystenreports von Edison Investment Research Limited, welche auf der Website des Unternehmens verfügbar sind
- Information Package über LifeWatch per Februar 2017
- Management Präsentation über LifeWatch (finaler Entwurf) per März 2017
- Mittelfristplanung des Managements und wichtigste finanzielle Kennzahlen (in Excel) per 27. Februar 2017
- Konsolidierungsblatt per Dezember 2016 (in Excel)
- Monatliche Reportings an den Verwaltungsrat, Dezember 2016 und Januar 2017
- Tabellen und Kalkulationen bezüglich der steuerlichen Verlustvorträge und latenten Steuern in den USA und der Schweiz per Dezember 2016
- Bilanz für das türkische JV; Dezember 2016 – Februar 2017 und Planbilanzen bis Dezember 2017
- Investitionsplanung aufgeteilt nach Projekt 2017-2021 für US Kerngeschäft, türkisches JV und die GE Kooperation
- Gewisse Broker- und Analystenmeinungen über BioTelemetry (bis und mit Februar 2017) sowie öffentlich verfügbare Informationen über BioTelemetry

- Kurzzusammenfassungen über die limitierte finanzielle, steuerliche und rechtliche reziproke Due Diligence, welche die Berater von LifeWatch bezüglich BioTelemetry durchgeführt haben (in Entwurfsfassung für Diskussionszwecke)
- Duff & Phelps, 2016 International Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital, John Wiley & Sons
- Kapitalmarktdaten sowie Finanzdaten ausgewählter kotierter Unternehmen (Peer Gruppe)
- Multiplikatoren von vergleichbaren Akquisitionen
- Bezahlte Kontrollprämien bei in der Schweiz kotierten Unternehmen
- Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung relevanter Parameter für die Bewertung

Am 17. März 2017 fand eine Sitzung von Raiffeisen mit dem CEO und dem CFO der LifeWatch statt, um die erhaltenen öffentlichen und nicht-öffentlichen Informationen, die finanzielle Situation und Geschäftsentwicklung, das Marktumfeld und die Wettbewerbssituation, den Businessplan und gewisse Annahmen und Wertetreiber zu plausibilisieren. Im Anschluss wurden Raiffeisen zusätzlich diverse ergänzende Dokumente zur Verfügung gestellt. Am 20. März 2017 haben Vertreter von Raiffeisen der Analysten- und Medienkonferenz der LifeWatch beigewohnt.

Raiffeisen hat keine Gebäude und/oder Standorte von LifeWatch besucht (mit Ausnahme des Hauptsitzes in Zug). Raiffeisen hat auch keine Beurteilung oder Bewertung der Aktiven und Passiven der LifeWatch vorgenommen und hat auch keine solchen Beurteilungen und Berechnungen durch Drittparteien durchführen lassen.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat Raiffeisen die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen zu LifeWatch vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen. Im Weiteren hat sich Raiffeisen auf Zusicherungen des Managements der LifeWatch gestützt, dass dieses sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst ist, wonach die verwendeten Informationen ungenau, irreführend oder unvollständig wären.

Wie in Abschnitt 3.1 Einleitung unter Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen näher erläutert, wurden die wichtigsten Einflussfaktoren zur Bestimmung des Unternehmenswertes („Value Drivers“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz durch Raiffeisen hinterfragt.

Die Informationen und Kriterien in diesem Dokument basieren auf dem vorherrschenden Markt-, Unternehmens-, Finanz- und Wirtschaftsumfeld am 24. März 2017. Später eintretende Umstände können sich auf die Informationen auswirken, die als Grundlage für diese Analyse verwendet wurden. Raiffeisen ist nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren, zu überprüfen oder zu bestätigen.

Der Bewertungsstichtag der Fairness Opinion ist der 24. März 2017.

2. Übersicht über LifeWatch

2.1. LifeWatch Group – Geschichte und Geschäftsentwicklung

Der historische Ursprung von LifeWatch ist in Israel, wo das Vorgängerunternehmen Card Guard Scientific Survival Ltd. 1986 gegründet wurde und die Geschäftstätigkeit 1990 aufnahm. Nach dem Markteintritt in den US und Japan in 1979 erfolgte der Börsengang von Card Guard 1999 in der Schweiz. Zwei Jahre später erfolgte die Umstrukturierung in eine Schweizer Gesellschaft mit dem Namen Card Guard AG in Neuhausen am Rheinfall im Kanton Schaffhausen. Im Jahr 2000 wurde das Chicagoer Unternehmen LifeWatch Inc., eine Dienstleisterin im Bereich Überwachung kardialer Ereignisse, Herzschrittmacher und Holter-Monitoren für Patienten und Ärzte für USD 11 Mio., übernommen. Im gleichen Jahr hat Card Guard AG auch Instromedix, eine Division der Alaris Medical Systems Inc, San Diego, für USD 30 Mio. akquiriert. Instromedix war ein Anbieter von Telemedizinssystemen in den USA. 2001 akquirierte Card Guard AG für USD 18 Mio. Quality Diagnostics Services, eine in Atlanta ansässige Anbieterin von Herzüberwachungssystemen. Im Jahr 2009 änderte Card Guard AG ihren Namen in LifeWatch AG. Das Unternehmen wechselte seinen Geschäftssitz im Jahr 2015 nach Zug.

In der mittlerweile über 25-jährigen Geschichte von LifeWatch haben die Gesellschaft und ihre Vorgängerunternehmen mit ihren Herzüberwachungstechnologien und -dienstleistungen Spezialisten im Gesundheitsbereich geholfen, Diagnosen und Behandlungen für Millionen von Patienten zu ermöglichen. Der Konzern hat sich in dieser Zeit mehreren Veränderungen im Geschäftsprofil und in der Strategie unterzogen. Das Unternehmen schrieb in den meisten Jahren seit der Kotierung Verluste aufgrund diverser Faktoren, unter anderen nicht nur, aber auch wegen Rechtsfällen und Streitschlichtungsverfahren. Der Konzern musste wiederholt bedeutende Produktentwicklungen abbrechen oder Markteintrittsanstrengungen verwerfen. Beispielsweise wurde im Januar 2016 verkündet, dass LifeWatch ihre Aktivitäten im Bereich obstruktive Schlafapnoe mit einem Schlafanalyse-Prüfgerät für die Heimanwendung beendet. Sonderkosten und Abschreibungen entstanden auch im Zusammenhang mit dem Entscheid vom Juli 2016, die Entwicklung eines Sensors zur Überwachung diverser Vitalparameter, der auf der Brust der Patienten getragen wird, zu beenden. Mitte 2016 fällte LifeWatch den strategischen Entscheid, sich auf das ambulante Dienstleistungsgeschäft zu fokussieren und auf die Entwicklung eigener Diagnosegeräte zu verzichten. In der Folge wurden die Tätigkeiten im Bereich Geräteentwicklung in Israel reduziert und die Schliessung der Tochtergesellschaften in Japan und Indien beschlossen. Im Januar 2017 kündigte LifeWatch an, sich vom geplanten Angebot im Bereich Messung der Blutgerinnungszeit zurückzuziehen, in welches das Unternehmen mit einer kleinen Akquisition Ende 2015 (Flexlife INR) versucht hatte, einzusteigen.

2.2. Geschäftsmodell von LifeWatch im US Kerngeschäft

Heute fokussiert sich das Angebot von LifeWatch auf Dienstleistungen im Bereich ambulante Elektrokardiogramme („EKG“). Diese Dienstleistungen werden sowohl durch modernste mobile kardiologische Telemetrie-Überwachungssysteme („MKT“) nahezu in Echtzeit als auch durch traditionelle Überwachungssysteme für kardiale Ereignisse und Holter-Monitoren erbracht, um so Ärzten eine optimale Auswahl für die Bedürfnisse von Patienten und Versicherungen zu ermöglichen. Diese ambulanten Produkte und Überwachungssystemen dienen der Erkennung von Herzrhythmusstörungen ausserhalb der Spitalumgebung, so z.B. unregelmässige oder asymptotische Arrhythmie.

Zu diesem Zweck unterhält LifeWatch drei zertifizierte 24/7 Herzüberwachungszentren als spital- und ärzteunabhängige diagnostische Testzentren („IDTF“). In diesen Überwachungszentren analysieren Kardiotechniker, erfahrenes klinisches Personal und kontrollierende Ärzte alle eingehenden EKG-Übertragungen und stellen zusammenfassende Berichte und erste Erkenntnisse in einem Onlineportal für die Überprüfung durch die behandelnden Ärzte zur Verfügung oder senden die Unterlagen via elektronischer Patientenakte („ePA“) oder Fax an die behandelnden Ärzte.

Heute ist MKT das wichtigste Angebot von LifeWatch. Während MKT eine relativ teure Lösung für die Versicherungsträger darstellt (ca. USD 850 pro Patient für eine 30tägige Überwachungsperiode im Gegensatz zu USD 50 für eine traditionelle Holter-Lösung), bietet es für den Patienten und den behandelnden Arzt ein hohes Mass an Flexibilität und diverse diagnostische Vorteile. LifeWatch bietet zwei MKT Lösungen an (MKT 3-Kanal und MKT 1-Kanal Pflaster), die asymptotische und symptomatische Arrhythmie feststellen, aufzeichnen und drahtlos in die Analysezentren von LifeWatch übertragen. Patienten können auch manuell symptomatische kardiologische Ereignisse sowie Herzaktivitätsberichte erfassen.

Die erste Version des MKT 3-Kanal Systems wurde 2008 eingeführt und gibt drei verschiedene Ansichten des Herzens wieder, um spezifische und aussagekräftige diagnostische Werte zu erhalten. Das Überwachungsgerät zeichnet den Herzrhythmus mittels drei voneinander unabhängigen Sensoren während bis zu 30 Tagen auf und ist in der Lage, kardiologische Ereignisse automatisch zu erkennen.

Das neue MKT 1-Kanal Pflastersystem, welches von der FDA im Januar 2016 freigegeben und im dritten Quartal 2016 eingeführt wurde, ist eine patienten- und anwendungsfreundliche, diskrete und leichtgewichtige Alternative zu den traditionellen Aufzeichnungs- und Übertragungsgeräten. Während das MKT 3-Kanal System zusätzliche diagnostische Erkennungsmöglichkeiten aufweist, ist das MKT 1-Kanalpflastersystem für den Patienten komfortabler und kann daher die Patientenakzeptanz und diagnostische Ausbeute beim Patienten verbessern, falls die zusätzlichen diagnostischen Möglichkeiten des MKT 3-Kanalsystems nicht erforderlich sind. Obwohl eine moderate Kannibalisierung des MKT 3-Kanal durch das MKT 1-Kanal Pflaster nicht ausgeschlossen werden kann, erwartet das Management von LifeWatch einen positiven Effekt davon, dass Ärzte im MKT 1-Kanal Pflaster eine interessante Erweiterung der technologischen Produktpalette von LifeWatch sehen werden. Nichtsdestotrotz muss das MKT 1-Kanal Pflaster

im Markt für Herzüberwachungssysteme noch die richtige Positionierung finden, da es nicht für alle Patienten und Anwendungen gleichermaßen geeignet ist.

Sobald ein Kardiologe einen Patienten für ein MKT anmeldet, wird das entsprechende Gerät dem Patienten von LifeWatch per Post zugestellt. Ein Techniker ruft den Patienten anschliessend an, um ihn bei der Inbetriebnahme zu unterstützen und um die Aufzeichnung zu starten. Das EKG und andere kardiologische Daten werden über das GSM Netzwerk an eines der drei Überwachungszentren von LifeWatch übertragen. Der Kardiologe erhält die Berichte in vorgängig vereinbarten Abständen, z.B. täglich, ereignisabhängig oder am Ende der verschriebenen Überwachungsperiode. Nach Abschluss der Überwachung sendet der Patient das Gerät zurück, worauf es von LifeWatch gereinigt und wiederaufbereitet wird. Anschliessend verrechnet LifeWatch ihre rein technischen Dienstleistungen direkt der Versicherung des Patienten oder dem Patienten zur Rückerstattung bei dessen Versicherung.

LifeWatch verfügt über 600 Verträge mit Versicherungsträgern in den USA. Im Jahr 2015 war Medicare der mit Abstand wichtigste Versicherungsträger mit einem Anteil von 38%, Blue Cross and Blue Shield of Illinois der Zweitwichtigste mit einem Anteil von 11%. Aetna Health Insurance war Nummer 3 mit einem Anteil von 4%.

LifeWatch hat bisher die Geräte in seiner Produktionsstätte in Israel produziert, mit Ausnahme des Drittproduktes DigiTrak XT Holter Monitor. Die Produktion wichtiger Komponenten für das MKT 1-Kanal Pflaster wurden bereits an einen Auftragsproduzenten ausgelagert. Basierend auf der Strategie, ein reiner Dienstleistungsanbieter zu werden, plant LifeWatch die Auslagerung der gesamten Produktion im Jahr 2017.

2015 hat LifeWatch über 340'000 Patienten überwacht und bearbeitete 9.7 Millionen Patienteninteraktionen sowie 400'000 Telefonanrufe. LifeWatch vertreibt seine Herzüberwachungslösungen über die eigene Vertriebsorganisation primär direkt an Arztpraxen, Anbieter von häuslicher Krankenpflege, ambulante Kliniken, Notfallstationen, Spitäler und an andere Anbieter von Herzüberwachungsdienstleistungen.

Die immateriellen Rechte von LifeWatch umfassen den Markennamen, die Handelsmarken und Patente, welche die meisten der eigenen Herzüberwachungsgeräte abdecken. Das Unternehmen vertraut auf den Patentschutz, das Betriebsgeheimnis und das Gesetz gegen unlauteren Wettbewerb in den USA und anderen Rechtsordnungen. LifeWatch verfügt über rund 30 erteilte und ungefähr 30 hängige Patente weltweit.

2.3. Rechtsfälle in den USA

LifeWatch war jüngst mit diversen gerichtlichen, schiedsgerichtlichen und administrativen Verfahren in den USA konfrontiert.

2013 hat ein Mitarbeiter von LifeWatch einen Whistleblower Fall gegen LifeWatch angezeigt, der im Juni 2016 mittels einer Vergleichszahlung über USD 12.75 Mio. – vorbehältlich der Genehmigung des US Department of Justice – beglichen wurde. Mittlerweile ist die Genehmigung eingegangen und die Zahlung ist gemäss Meldung der Gesellschaft vom 8. März 2017 erfolgt. Der Betrag für die Vergleichszahlung wurde bereits in der konsolidierten Bilanz per 31. Dezember 2016 zurückgestellt.

2015 hat das Unternehmen ein Schiedsverfahren initialisiert, um den Rückforderungsanspruch einer Versicherungsgesellschaft (Highmark Case) bezüglich der behaupteten Verrechnung überhöhter Rechnungen sowie eine Gegenforderung der LifeWatch für unbezahlte Dienstleistungen auszugleichen. Im März 2016 hat das Schiedsgericht gegen LifeWatch entschieden, was zu einer Berichtigung des LifeWatch Abschlusses 2015 führte. Die Parteien beendeten darauf ihren Disput und LifeWatch bezahlte den Vergleichsbetrag von USD 13 Millionen im Juli 2016.

Diese zwei Rechtsfälle führten bei LifeWatch schliesslich zur Entscheidung, das Aktienkapital im Juli 2016 um 37% von 13'483'850 ausgegebenen Aktien auf derzeit 18'477'869 ausgegebene Aktien zu erhöhen, was in einem Nettoerlös von rund CHF 43.8 Mio. resultierte.

Im Anhang zum Geschäftsbericht 2016 führt das Unternehmen einige weitere Rechtsstreitigkeiten auf, die entweder gegen LifeWatch eingeleitet oder von LifeWatch initialisiert wurden. Nach der Beurteilung des Managements sind diese Fälle entweder abgeschlossen, beglichen, oder sind von beschränkter Bedeutung bzw. geringem rechtlichen Risiko (wie beispielsweise die Klage der früheren Aktionäre der Flexlife Inc. gegen LifeWatch im Jahr 2017). Nach der Vergleichszahlung im Whistleblower Fall sind in der Konzernbilanz keine weiteren Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten vorhanden.

Das Management von LifeWatch ist der Überzeugung, dass die internen Compliance Prozesse entscheidend verbessert wurden und die grossen rechtlichen Probleme der Vergangenheit angehören. Abgesehen von limitierten wiederkehrenden Kosten für Rechtsberatung, kleinere Rechtsfälle und Compliance (im Bereich von USD 1-2 Mio. pro Jahr) sind in den Budgets und im Businessplan keine unerwarteten Rechtskosten und -erträge einkalkuliert. Ausser der Berücksichtigung der Whistleblower-Zahlung bei der Berechnung der Nettoverschuldung per Ende 2016 wurden in der Fairness Opinion dementsprechend keine weiteren Wertanpassungen in Bezug auf mögliche zukünftige Rechtsfälle vorgenommen.

2.4. Ausblick, Wettbewerbsposition und strategische Pläne

Die Nachfrage für die angebotenen Überwachungsdienstleistungen von LifeWatch ist primär vom Bedarf nach Diagnose, Behandlung und Vorbeugung von Herz-Kreislauf-Erkrankungen einschliesslich Arrhythmien getrieben. Das Unternehmen geht davon aus, dass sich der Trend zu ambulanten Behandlungen in einem beschleunigten Wachstum spitalunabhängiger Diagnoseeinrichtungen manifestieren wird. Spitäler werden zunehmend ambulante Herzüberwachung auslagern, um Kosten zu sparen.

LifeWatch beabsichtigt, ihre Marktpräsenz durch die Beseitigung diverser interner Schwachstellen zu erhöhen, wie beispielsweise die mangelnde Verwendung des CRM Systems sowie durch die Implementierung eines dynamischeren Provisionsplans für die Vertriebsmitarbeiter. LifeWatch plant, ein verbessertes Webportal einführen, welches die Lieferzeit für klinische Berichte senken wird, flexiblere Berichte zulässt und eine ePA Integration mit einer erhöhten Automatisierung und verbesserten Algorithmen ermöglicht. Dennoch werden die behandelnden Ärzte und Kardiologen weiterhin selbst die professionelle Analyse der Berichte und Testresultate vornehmen. Ausserdem möchte LifeWatch Umsatzwachstum mit den MKT 3-Kanal Geräten und dem MKT 1-Kanal Pflaster erzielen und mittelfristig neue Versionen dieser Technologien einführen, die unabhängig von spezifisch für diesen Zweck eingesetzten Mobiltelefonen sind. Die Kapitalintensität des Geschäftes sollte sich dadurch reduzieren.

Am 24 Oktober 2016 hat LifeWatch die Unterzeichnung einer Absichtserklärung („LOI“) mit GE Healthcare (GE Medical Systems Information Technologies, Inc) angekündigt. Der Zweck dieses LOI ist es, die Möglichkeiten einer langfristigen strategischen Partnerschaft betreffend der exklusiven Distribution von LifeWatch Überwachungsdienstleistungen als Auftragsnehmer von GE Healthcare in den USA und allenfalls weiteren Märkten sowie das Potenzial anderer gemeinsamer Projekte zu erkunden. LifeWatch sieht dank dieser potenziellen strategischen Zusammenarbeit substantielles Wachstumspotential (Umsatzpotential bis zu USD 30 Mio. und mehr). Allerdings ist anzumerken, dass die Absichtserklärung unverbindlich ist und die angestrebte Zusammenarbeit vorbehaltlich der Unterzeichnung eines Kooperationsvertrages ist. Mehrere Aspekte bedürfen einer Klärung, einschliesslich der rechtlichen Struktur der IDTF-Dienstleistungen von LifeWatch für GE. Das Management der LifeWatch geht davon aus, dass demnächst ein Term Sheet unterzeichnet werden kann und der Konzern ab dem vierten Quartal 2017 ein Dienstleistungserbringer für GE Healthcare sein wird. Das erwartete Geschäft aus dieser möglichen strategischen Partnerschaft wird in dieser Fairness Opinion fortan als "GE Kooperation" bezeichnet.

Ausserdem plant LifeWatch, in bestimmte internationale Märkte vorzudringen. Die Türkei wurde als Markt identifiziert, in welchem das US Geschäftsmodell repliziert werden kann. Zu diesem Zweck hat LifeWatch 2015 einen Joint Venture Vertrag mit einem türkischen Partner (IKSIR TEKNOLOJI SAGLIK VE KIMYA SAN. Ve TIC. A.S.) unterzeichnet. LifeWatch hält unter diesem Vertrag die Mehrheit (55%) an der LifeWatch Turkey Holding AG (das „Joint Venture“), der Muttergesellschaft der LifeWatch Saglik Hizmetleri A.S. in Ankara (das „türkische JV“). Die Geschäftstätigkeit der türkischen Plattform soll im 2017 beginnen; es wäre damit der erste MKT Anbieter in einem Land mit 80 Millionen Einwohnern. In der Zwischenzeit wurde die IT Plattform bereits entwickelt und getestet, wodurch das türkische JV nach Aussagen von LifeWatch operativ bereit wäre, das Geschäft aufzunehmen. Letzte Tests haben Ende 2016 begonnen, Vorbereitungen für die Markteinführung sind im Gange und erste Testpatienten wurden Mitte März 2017 angenommen. Das türkische JV ist in Kontakt mit den türkischen Behörden. Einige Bewilligungen sind noch ausstehend, ausserdem müssen die Vergütungsstrukturen mit dem staatlichen Universalversicherungsträger noch endgültig vereinbart werden. Das Management von LifeWatch erwartet erste kommerzielle Umsätze im ersten Halbjahr 2017.

2.5. Historische Finanzkennzahlen

Wie in den vorangehenden Kapiteln besprochen, wurden die finanziellen Ergebnisse von LifeWatch durch eine Reihe von nicht wiederkehrenden Ereignissen verzerrt. Neben den Nettokosten für die Begleichung der Rechtsfälle und den damit einhergehenden Rechtsberatungskosten (USD 5.1 Mio. im 2016) entstanden zusätzliche Abschreibungen im Zusammenhang mit den Entscheidungen, die Entwicklung der Geräte zur Blutgerinnungsmessung einzustellen, welche mit der Akquisition von FlexLife Inc. 2015 erworben wurden (USD 1.8 Mio. im 2016), und die Entwicklung der Vitalparameterpflasters zu stoppen (USD 3.6 Mio. im 2016). Ausserdem hat LifeWatch eine Veränderung der Bilanzierungsmethode im Zusammenhang mit gefährdeten Forderung vorgenommen (USD 1.2 Mio. im 2016). Zusammen ergeben die Normalisierungen des Managements 2016 eine Ergebnisbereinigung auf der Kostenseite von USD 11.9 Mio. auf EBIT Stufe. Die Erfolgsrechnung (gemäss US-GAAP) für den Zeitraum 2014-2016 ist in Abbildung 2 dargestellt. Zu Vergleichszwecken wurden die Normalisierungen des Managements in separaten („adjustierten“) Zeilen dargestellt. Da der Highmark Fall gemäss US-GAAP die Umsatzrealisierung betrifft, wurde die Highmark Rückstellung mit dem Umsatz 2015 verrechnet.

Abbildung 2: Konsolidierte Erfolgsrechnungen 2014 – 2016

Erfolgsrechnung, ausgewiesene vs adjustierte/normalisierte Zahlen (Quelle: Management)			
USD Tausend	2014	2015	2016
Gesamtumsatz (ausgewiesen)	98'471	88'628	113'832
Gesamtumsatz (adjustiert)	98'471	106'630	113'832
Herstellkosten der verkauften Leistungen (ausgewiesen)	(45'287)	(51'037)	(57'092)
Gross profit (ausgewiesen)	53'184	37'591	56'740
Bruttomarge	54.0%	35.3%	49.8%
Marketing- und Vertriebskosten (ausgewiesen)	(22'682)	(18'796)	(21'098)
Allgemeine Verwaltungskosten (ausgewiesen)	(25'139)	(26'316)	(31'941)
F&E Aufwendungen (ausgewiesen)	(5'562)	(4'140)	(5'658)
Vergleichszahlungen & übrige Nettoerträge (ausgewiesen)	499	=	(5'715)
Gesamter Betriebsaufwand (ausgewiesen)	(52'884)	(49'252)	(64'412)
EBIT (ausgewiesen)	300	(11'661)	(7'672)
EBIT Marge (ausgewiesen)	0.3%	-13.2%	-6.7%
EBIT (adjustiert)	300	7'540	4'230
EBIT Marge adjustiert	0.3%	7.1%	3.7%
Nettofinanzaufwand (ausgewiesen)	(484)	(3'924)	(1'377)
Übriger Nettoertrag (ausgewiesen)	(4)	(32)	(17)
Loss before taxes (ausgewiesen)	(188)	(15'617)	(9'066)
Steuergutschrift/(aufwendungen) (ausgewiesen)	(2'540)	4'459	(2'724)
Verlustanteil nicht konsolidierter Beteiligungen (ausgewiesen)	--	(790)	(1'612)
Reingewinn/(-verlust) (ausgewiesen)	(2'728)	(11'948)	(13'402)
Reingewinnmarge	-2.8%	-11.2%	-11.8%
EBITDA (adjustiert)	5'950	15'570	14'050
EBITDA Margin (adjustiert)	6.0%	14.6%	12.3%

Quelle: Geschäftsbericht 2016, 2015 und LifeWatch Presseerklärungen zur Jahresberichterstattung

In Abbildung 3 wird die Entwicklung der Konzernbilanz von 2014-16 dargestellt. 2016 hat das Eigenkapital aufgrund der Kapitalerhöhung im Juli 2016 trotz des hohen Nettoverlustes zugenommen. Der Vergleichsbetrag im Umfang von USD 12.975 Mio. wurde im März 2017 ausbezahlt, was zu einer entsprechenden Reduktion der Liquidität führte. Die kurzfristigen und langfristigen Finanzverbindlichkeiten von USD 3.9 Mio. betreffen Leasingverbindlichkeiten. Die übrige pro forma Nettoliquidität von USD 4.5 Mio. per 31. Dezember 2016 wird als betriebsnotwendig betrachtet. Das Management von LifeWatch schätzt die betriebsnotwendige Liquidität sogar etwas höher ein. Zusätzliche Adjustierungen in der Nettoverschuldung betreffen Fixkosten im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot der Aevis und der Einholung von zusätzlichen Angeboten.

Die 55% Beteiligung von LifeWatch am Joint Venture wurde im Geschäftsjahr 2016 noch nicht konsolidiert. Die Investition ins türkische JV von USD 2.1 Mio. per 31. Dezember 2016 entspricht dem Saldo der Beteiligung der LifeWatch am Aktienkapital des Joint Ventures, dem Aktionärsdarlehen an das Joint Venture abzüglich der akkumulierten Verluste des türkischen JVs.

Von den gesamten aktiven latenten Steuergutschriften über USD 17.4 Mio. per Dezember 2016 betreffen USD 14.9 Mio. Verlustvorträge in den USA. Im Businessplan des Managements sowie in den Berechnungen des Free Cash Flows wird davon ausgegangen, dass die steuerlichen Verlustvorträge in den USA in den nächsten Jahren vollumfänglich aufgebraucht werden.

Abbildung 3: Konzernbilanzen 2014 – 2016

Zusammenfassung der konsolidierten Bilanzen			
USD Tausend	2014	2015	2016
Aktiven			
Liquide Mittel	7'867	7'400	21'376
Forderungen	12'335	13'275	13'984
Vorräte	1'973	1'750	1'111
Sachanlagen	14'922	16'348	18'361
Nicht-konsolidierte Beteiligung (Joint Venture)	--	--	2'174
Sonstige langfristige Vermögenswerte	940	947	881
Goodwill	14'976	15'859	14'976
Immaterielle Vermögenswerte	1'356	4'581	1'695
Latente Steuergutschriften	14'615	19'160	17'399
Total Aktiven	68'984	79'320	91'957
Verbindlichkeiten			
Kurzfristiger Anteil langfristiger Finanzverbindlichkeiten	2'296	6'508	2'897
Kreditoren und sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	17'568	21'419	17'210
Rückstellungen für Vergleichszahlungen	8'210	22'284	12'975
langfristige Darlehen und andere Finanzverbindlichkeiten	3'047	1'616	1'007
Passive Rechnungsabgrenzungen	657	797	463
Verbindlichkeiten gegenüber nicht-konsolidierter Beteiligung	--	155	--
Rückstellungen für Pensionen und sonstige Abfindungen	323	776	475
Total Verbindlichkeiten	32'101	53'555	35'027
Eigenkapital	36'883	25'765	56'930
Total Passiven	68'984	79'320	91'957

Quelle: Geschäftsberichte 2016, 2015, 2014

Das Unternehmen berichtet alle Finanzzahlen in USD. Die Aktien sind jedoch in CHF gehandelt. Daher müssen die Angaben pro Aktie mit dem entsprechenden Umrechnungskurs in Schweizer Franken umgerechnet werden.

2.6. Marktübersicht

In den USA haben ca. 11 Millionen Patienten eine Herzrhythmusstörung (Arrhythmie). Von diesem Patienten leiden 6 Mio. an Vorhofflimmern, der meist verbreiteten Form der Arrhythmie. Personen mit Vorhofflimmern haben ein fünfmal höheres Risiko, einen Schlaganfall zu erleiden als Personen mit einem normalen Herzschlag. Die NSA (National Stroke Association) schätzt, dass rund 80% dieser Schlaganfälle mittels frühzeitiger Erkennung und einer angemessenen Behandlung verhindert werden könnten.

Zu diesem Zweck existiert ein etablierter Herzüberwachungsmarkt in den USA, in welchem ungefähr 4.6 Millionen diagnostische Tests pro Jahr durchgeführt werden.

Fernüberwachungsmarkt

Neben der Herzaktivitätsüberwachung in einem stationären Umfeld (z.B. Spital oder Ambulatorium) existiert ein grosser Markt für die Fernüberwachung von Herzaktivitäten. Dieser Markt ist aufgeteilt in zwei wesentliche Segmente: Nichttelemetrische und telemetrische Dienstleistungen. Telemetrische Dienstleistungen umfassen Übertragungen und Auswertung der Daten nahezu in Echtzeit, während nicht-telemetrische Dienstleistungen die Daten nicht automatisch übertragen. Die Daten werden stattdessen am Ende der Überwachungsperiode übertragen und ausgewertet.

Es gibt die folgenden gängigen Methoden kardiologischer Fernüberwachung:

- Holter-Monitor: Ein mobiles Gerät, welches typischerweise eine durchgehende EKG-Überwachung über 24-48 Stunden erlaubt. Die Datenauswertung erfolgt am Ende der Überwachungsperiode.
- Kardiologische Ereignisüberwachung, entweder in Form patientenaktivierter Aufzeichnung der Aktivität oder in Form automatischer Aufzeichnung von kardiologischen Ereignissen. Die gängigen Systeme sind entweder auf eine telemetrische oder eine periodische Datenübertragung ausgerichtet.
- Mobile Herztelemetrie: Automatische Erkennung und Übertragung von Herzrhythmusstörungen über ein Mobiltelefon nahezu in Echtzeit in ein Diagnosezentrum.

Die zunehmende Überalterung und chronische Krankheiten sind die wesentlichen Treiber der telemetrischen Gesundheitsdienstleistungen in den USA. Im Geschäftsbericht 2016 der LifeWatch ist beschrieben, dass das Marktforschungsinstitut Millenium Research ein Marktwachstum auf USD 1.6 Milliarden bis 2025 prognostiziert, was hohe zweistellige jährliche Wachstumsraten implizieren würde. Das Management von LifeWatch beurteilt diese Prognosen mit Zurückhaltung und erwartet ein etwas

langsames organisches Wachstum von LifeWatch in den USA (unter Vernachlässigung des Zusatzwachstums aus der GE Kooperation).

2.7. Wettbewerbsumfeld und wichtigste Wettbewerber

Der Markt für die Patientenfernüberwachung in den USA ist fragmentiert und charakterisiert durch eine grosse Zahl oft kleinerer Wettbewerber. Einige dieser Wettbewerber erbringen ihre Dienstleistungen nur lokal. Kein Wettbewerber nimmt eine dominante Marktposition ein. Der Wettbewerb ist beeinflusst durch technologische Veränderungen, sich verändernde Kundenbedürfnisse und – erwartungen sowie die laufende Einführung neuer Produkte. Folglich ist der Wettbewerb intensiv und unterliegt raschem Wandel.

Die Hauptwettbewerber von LifeWatch bieten Dienstleistungen im Bereich MKT, kardiologische Ereignis- und Holterüberwachung an. Gesellschaften wie BioTelemetry Inc., Preventive Solutions Inc., iRhythm Technologies Inc. und Medtronic Inc. gehören zu den wichtigsten Mitbewerbern.

3. Bewertungsanalysen

3.1. Übersicht

Dieses Bewertungsgutachten stützt sich auf die Discounted Cashflow Analysis („DCF“) als primäre Bewertungsmethode für das existierende Kerngeschäft des Unternehmens in den USA ab (das „US-Kerngeschäft“).

Für die sich in Verhandlung befindende strategische Allianz mit GE Healthcare (die „GE Kooperation“) wird als primäre Methode eine risikoadjustierte Nettobarwert-Berechnung (bzw. „Risk-Adjusted Net Present Value“) vorgenommen, was der Tatsache Rechnung trägt, dass die GE Kooperation noch nicht vollständig vereinbart und aufgebaut ist (d.h. die GE Kooperation kann potenziell immer noch auseinanderbrechen, bevor überhaupt Umsätze realisiert werden). Die Risikoadjustierungen berücksichtigen ausserdem, dass die GE Kooperation nicht zwingend auf Dauer ausgelegt ist und dass die kommerziellen Bedingungen der Kooperation noch in Verhandlung sind. Die strategische Allianz kann allenfalls auch in Geschäftsbereiche und Länder ausgeweitet werden, die im Management Business Plan noch nicht berücksichtigt sind. Nichtsdestotrotz gibt es eine nicht vernachlässigbare Wahrscheinlichkeit, dass die GE Kooperation durch eine Partei nach Ablauf einer ersten mehrjährigen Vertragsperiode beendet werden könnte (bzw. auch später nach weiteren Verlängerungen), bzw. dass sich die Bedingungen der Zusammenarbeit über die Zeit zum Nachteil der LifeWatch ändern.

Ähnlich wie bei der GE Kooperation werden in der primären Bewertungsmethode für das türkische JV ebenfalls Risikoadjustierungen vorgenommen, auch wenn die verwendete Methode konzeptionell eine DCF-Berechnung bleibt. Der Diskontierungsfaktor schliesst für sämtliche Jahre eine Länderrisikoprämie („CRP“) für die Türkei und zusätzlich eine Start-up-Eigenkapitalrisikoprämie für die Jahre 2017-21 ein. Diese Start-up Prämie trägt der Tatsache Rechnung, dass das Geschäft in der Türkei derzeit noch keine Umsätze realisiert und dass das türkische JV einen Markt entwickeln soll, der noch nicht existiert. Falls das türkische JV für ein solches Unterfangen auf eine Aussenfinanzierung durch Risikokapitalgeber angewiesen wäre (anstelle von LifeWatch), wären die Eigenkapitalkosten mutmasslich sehr hoch und würden mutmasslich sowohl das Risiko eines Fehlschlags in der Aufbauphase wie auch das spezifische Länderrisiko in der Türkei berücksichtigen.

Zusätzliche Bewertungsanalysen wie die Comparable Company Analysis („CompCo“, Analyse kotierter Vergleichsunternehmen) sowie, soweit sinnvoll, die Comparable Acquisition Analysis („Compac“, Analyse vergleichbarer M&A Transaktionen) haben wir für alle drei existierenden bzw. zukünftigen Geschäftsbereiche durchgeführt. Ausserdem haben wir eine Prämienanalyse bezüglich bezahlter Übernahmeprämien bei öffentlichen Angeboten in der Schweiz durchgeführt.

Da BioTelemetry einen Teil sowohl des Hauptangebotspreises als auch des Alternativangebotspreises in eigenen Stammaktien bezahlen will, haben wir eine Beurteilung der als Zahlungsmittel eingesetzten BioTelemetry-Stammaktien in Abschnitt 3.9 vorgenommen.

Die finanziellen Prognosen, welche wir unseren Bewertungsanalysen zugrunde gelegt haben, gehen davon aus, dass LifeWatch weiterhin als unabhängiges, selbständiges Unternehmen geführt werden wird ("stand-alone"). Daher sind die potenziellen Konsequenzen (wie z.B. Synergien) einer Übernahme durch einen strategischen Partner nicht berücksichtigt. Die meisten strategischen Käufer erwarten sich im Falle einer Übernahme jedoch Synergien auf der Kosten- oder Umsatzseite mit der Zielgesellschaft.

Die Cashflow basierten Methoden (DCF, Risk-adjusted Net Present Value) wie auch die CompCo Analysen (welche nachfolgend in diesem Kapitel beschrieben werden) vernachlässigen Synergieeffekte, da LifeWatch nicht in der Lage sein wird, als "stand-alone" Gesellschaft Synergien zu realisieren.

Hingegen erlauben die Analyse von Vergleichstransaktionen wie auch die Prämienanalyse einen gewissen Vergleich mit Bewertungen, die im Rahmen von vergleichbaren Transaktionen tatsächlich bezahlt wurden. Diese Bewertungen können ein Indiz sein für die Entschädigung sein, welche die Aktionäre anderer Zielfirmen für potenzielle Synergien erhalten haben.

Die Bewertung basiert primär auf dem Management Business Plan 2017-19 und einer zusätzlichen Extrapolationsperiode 2020-21 des Managements. Die Planungsannahmen, auf welchen die Prognosen basieren, haben wir in den Diskussionen mit dem Management auf Plausibilität und Konsistenz hinterfragt; ausserdem haben wir die Annahmen mit vergangenen und erwarteten Marktentwicklungen, mit Branchentrends sowie mit den Analysenerwartungen verglichen. Wo als sinnvoll und angemessen erachtet, hat Raiffeisen die Planungsannahmen angepasst.

3.2. Unternehmenswert

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen spezifischen Erfolgsfaktoren - einschliesslich seiner materiellen Substanz, Innovationskraft, Produkte und Marktpositionierung, innerer Organisation, Mitarbeiter und seines Managements - in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass letztlich ausschliesslich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren künftig finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

Die finanziellen Überschüsse wurden anhand der historischen Geschäftsentwicklung und des Businessplans 2017 – 2021 des Managements ermittelt. Weiter haben wir für das Jahr 2022 für alle drei Geschäftsbereiche (US Kerngeschäft, GE Kooperation, türkisches JV) ein normalisierter, mit den Annahmen für die Berechnung des Residualwertes im Einklang stehender, finanzieller Überschuss hergeleitet. Im Rahmen der Normalisierung im Jahr 2022 wurde darauf geachtet, dass das Wachstum, die Margen, die Investitionen

und der Steuersatz vor dem Hintergrund historischer Werte und der zukünftigen Strategie von LifeWatch plausibel und konsistent sind.

Um die spezifischen Charakteristika der drei separat geplanten Geschäftsbereiche (US Kerngeschäft, GE Kooperation, türkisches JV) abzubilden, hat Raiffeisen separate DCF Bewertungen bzw. risikoadjustierte Nettobarwertberechnungen durchgeführt („Sum-of-the-parts“ Methode).

3.3. Planungsannahmen

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die von Raiffeisen für die Bewertung verwendeten Annahmen zu den wichtigsten Werttreibern:

Wachstum	2017 – 2021	2022
<p>Nominales Nettoumsatzwachstum</p> <p>US Kerngeschäft:</p> <p>LifeWatch hat 2016 ihre neue Strategie angekündigt, zu einem reinen Dienstleistungsanbieter zu werden und das Angebot zu straffen. Das Unternehmen hat unprofitable Projekte beendet, die Vertriebsprozesse optimiert und die Marketingaktivitäten neu organisiert. Die Marktposition als Nummer 2 im US Markt bringt LifeWatch in die vorteilhafte Lage, aus der demographischen Entwicklung und aus dem Trend zur Behandlungsverlagerung in ambulante Einrichtungen zu profitieren. Dennoch ist der Wettbewerb im stark fragmentierten Markt für Herzüberwachung sehr intensiv und raschem Wandel unterworfen (neue Anbieter und/oder neue Technologien). Das Unternehmen erwartet durchschnittliche jährliche Wachstumsraten von 12.1%. Diese Wachstumsraten liegen im Rahmen der Wachstumserwartungen der grössten Mitbewerber aber unterhalb der optimistischen Wachstumsprognosen, wie sie in einer Studie über den US Telemetriemarkt von Millenium Research Group gemacht wurden (wie im Abschnitt 2.6 beschrieben).</p>	<p>durchschnittliches Wachstum: 12.1%</p>	<p>1.0%</p>
<p>GE Kooperation:</p> <p>LifeWatch geht davon aus, die GE Kooperation im zweiten Halbjahr 2017 zu initialisieren und das GE Vertriebsnetzwerks ab 2018 vollständig nutzen zu können. Im laufenden Jahr werden von der Geschäftsleitung massgebliche Umsätze aus der Kooperation (mittlere bis hohe einstellige USD-Millionenbeträge) erwartet. In den Folgejahren werden bis 2021 im Durchschnitt jährliche Wachstumsraten von 54.7% erwartet, wobei die</p>	<p>durchschnittliches Wachstum: 54.7%</p>	<p>1.0%</p>

Geschäftsleitung diese Wachstumsraten als nicht übermassig aggressiv erachtet.		
<p>Türkisches JV:</p> <p>Nach dem geplanten Markteintritt im zweiten Quartal 2017 liegen die budgetierten Umsätze für das türkische JV für den Rest des Jahres im Bereich von tiefen bis mittleren einstelligen USD-Millionenbeträgen. Von 2018 bis 2021 werden jährliche Wachstumsraten von 75.6% erwartet. Die wichtigsten Wachstumstreiber sind: i) eine hohe Bevölkerungszahl von ca. 80 Millionen Einwohnern; ii) noch keine Angebote in der Herz-telemetrie; iii) bis anhin sehr geringer Wettbewerb; iv) eine fortschrittliche Gesundheitsinfrastruktur, welche eine technische Integration der LifeWatch-Dienstleistungen ermöglicht (einschliesslich der bereits etablierten Kostenerstattungssysteme im türkischen öffentlichen Krankenversicherungssystem); und v) die Unterstützung durch die türkischen Behörden bei der Einführung von Telemetriedienstleistungen. Nach Aussage der Geschäftsleitung ist das geplante Umsatzwachstum im Vergleich zu den Wachstumserwartungen des türkischen Joint Venture Partners konservativ. Ein gewisses Risiko besteht aufgrund der noch mangelnden Erfahrung mit den Rückvergütungsmechanismen.</p>	durchschnittliches Wachstum: 75.6%	1.0%
<p>Brutto- und EBIT Marge</p> <p>US Kerngeschäft:</p> <p>Das MKT 1-Kanal Pflaster der zweiten Generation, welches voraussichtlich im nächsten Jahr eingeführt wird, wird nach Gebrauch vom Patienten retourniert, um die wiederverwendbaren Teile zu rezyklieren. Als Folge dessen werden die direkten Kosten 25% - 30% sinken und daher die Bruttomarge steigen. Die erwartete durchschnittliche Bruttomarge 2017-21 liegt bei 56.1%. Langfristig wird von einer Bruttomarge von 59.5% ausgegangen.</p> <p>Aufgrund von Effizienzsteigerungsprogramme erwartet das Management eine nachhaltige EBIT Marge von 15.3%. Wichtige Projekte, die zur Effizienzsteigerung führen, beinhalten i) verbesserte Algorithmen, welche die manuellen Eingriffe reduzieren; ii) weitere Automatisierung im Beschaffungswesen und iii) die Auslagerung von F&E.</p>	<p>durchschnittliche Bruttomarge: 56.1%</p> <p>durchschnittliche EBIT Marge: 10.5%</p>	<p>Bruttomarge: 59.5%</p> <p>EBIT Marge: 15.3%</p>
<p>GE Kooperation:</p> <p>LifeWatch wird zwar von GE nur mit einem reduzierten Ansatz vergütet, wird dafür aber von begrenzten Verkaufs- und Marketingkosten, limitierten Gemeinkosten und tieferen Forderungsausfällen (falls</p>	siehe US Kern-geschäft	siehe US Kernge-schäft

überhaupt welche) profitieren können. Gesamthaft gesehen sollen die Deckungsbeiträge aus der GE Kooperation ähnlich hoch wie jene aus dem US Kerngeschäft sein, während die EBIT Margen aufgrund der tieferen Gemeinkosten- und F&E-Kostenallokationen höher erwartet werden.		
<p>Türkisches JV:</p> <p>Für das türkische JV wird ein positiver Cashflow ab dem Jahr 2018 erwartet. Aufgrund des Produktmix wird von einer tieferen Bruttomarge als im US Kerngeschäft ausgegangen. Infolge der qualifizierten aber günstigen Arbeitskräfte in der Türkei soll die EBIT-Marge langfristig auf 30.4% steigen.</p>	<p>durchschnittliche Bruttomarge: 41.3% (exkl. 2017)</p> <p>durchschnittliche EBIT Marge: 20.2% (excl. 2017)</p>	<p>Bruttomarge: 50.0%</p> <p>EBIT Marge: 30.4%</p>
<p>Nettoumlaufvermögen (ohne sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten sowie Abgrenzungen)</p> <p>US Kerngeschäft:</p> <p>Die Entwicklung des Nettoumlaufvermögens basiert auf der Konzernplanbilanz des Managements. Raiffeisen hat mit dem Management von LifeWatch das notwendige Nettoumlaufvermögen für jede Geschäftseinheit besprochen und die Planung, wo sinnvoll, mit eigenen Annahmen ergänzt. Im US Kerngeschäft liegt das durchschnittliche Nettoumlaufvermögen im Planungszeitraum bei 3.8% des Nettoumsatzes und langfristig bei 3.7%. Die Investitionen in das Nettoumlaufvermögen sind aufgrund der Einführung des MKT 1-Kanal Pflasters im 2017 relativ hoch.</p>	<p>Durchschnitt im Verhältnis zum Umsatz: 3.8%</p>	<p>3.7%</p>
<p>GE Kooperation:</p> <p>Mit der Initialisierung der GE Kooperation muss LifeWatch aufgrund des erwarteten Sprunges in der Nachfrage 2017/2018 erhebliche Investitionen in den Lagerbestand tätigen. Das Nettoumlaufvermögen wird daher im Mittel auf 7.1% des Nettoumsatzes ansteigen.</p>	<p>Durchschnitt im Verhältnis zum Umsatz: 7.1%</p>	<p>6.1%</p>
<p>Türkisches JV:</p> <p>Im Gegensatz zu anderen Teilen des Konzerns wird LifeWatch in der Türkei mit höheren Forderungslaufzeiten konfrontiert sein. In Kombination mit dem Aufbau des Geschäfts führt das zu einem durchschnittlichen Nettoumlaufvermögen von 17.1% des Nettoumsatzes während der Planungsperiode und langfristig zu 16.4%.</p>	<p>Durchschnitt im Verhältnis zum Umsatz: 17.1%</p>	<p>16.4%</p>

<p>Investitionen</p> <p>US Kerngeschäft:</p> <p>Wir übernehmen die Investitionsplanung des Managements, die für 2017 von einem verhältnismässig hohen Investitionsbedarf (vollständiger Ersatz der vorhandenen Mobiltelefone) und von markant tieferen Investitionen in den Folgejahren ausgeht. Die Geschäftsleitung erwartet mittel- bis langfristig eine tiefere Kapitalintensität des Geschäfts, da sich die zukünftigen MKT-Geräte via Bluetooth direkt mit den Mobiltelefonen der Patienten verbinden sollen. Daher müssen in Zukunft für die drahtlose Verbindung nicht mehr alle Patienten von LifeWatch mit Mobiltelefonen versorgt werden. Für den Residualwert ab 2022 gehen wir von einem stabilen Verhältnis von aktivierten Sachanlagen zum Umsatz aus.</p>	<p>durchschnittliche Investitionen zu Umsatz:</p> <p>4.7%</p>	<p>Investitionen zu Umsatz :</p> <p>3.2%</p>
<p>GE Kooperation:</p> <p>Aufgrund der Umsatzentwicklung für diese Kooperation werden zu Beginn erhebliche Investitionen benötigt. Langfristig geht Raiffeisen von einem normalisierten Verhältnis von Investitionen zu Umsatz aus, allerdings auf einem höheren Niveau als im US Kerngeschäft (hauptsächlich aufgrund der tieferen Verkaufspreise).</p>	<p>15.2%</p>	<p>4.5%</p>
<p>Türkisches JV:</p> <p>Die anfänglichen Investitionen werden gemäss der Geschäftsleitung relativ hoch ausfallen. Langfristig gehen wir seitens Raiffeisen davon aus, dass sich die Investitionen normalisieren und etwas höher als die geplanten Abschreibungen zu liegen kommen. Lokale Beschaffung im Tiefpreisumfeld kann zu Kostenvorteilen führen.</p>	<p>13.0%</p>	<p>3.4%</p>
<p>Steuersatz</p> <p>US Kerngeschäft:</p> <p>Das US Kerngeschäft dürfte die steuerlichen Verlustvorträge bis 2019 vollumfänglich aufbrauchen. Raiffeisen sieht in den USA eine weitverbreitete Erwartung, dass die Unternehmenssteuersätze auf Bundesebene (zurzeit 34%-35%) deutlich gesenkt werden dürften. Diverse Quellen besagen, dass das US-Repräsentantenhaus Unternehmenssteuersätze auf Bundesebene im Bereich von 20% in Erwägung zieht. Im DCF Modell gehen wir von der Inkraftsetzung einer Unternehmenssteuerreform im Jahr 2019 aus (der genaue Einführungszeitpunkt ist aufgrund der steuerlichen Verlustvorträge bis im Jahr 2019 wertneutral). Da sich in der Zukunft die politischen Mehrheiten im US Kongress und die Steuerpläne von künftigen US Regierungen aber wieder</p>	<p>zwischen 26.0% und 39.0%</p>	<p>32.9%</p>

ändern können, erwarten wir langfristige eine Annäherung der Gewinnsteuersätze auf Bundesebene an einen Durchschnitt aus den aktuellen Sätzen und den derzeit vom Repräsentantenhaus geplanten Sätzen. Bei den Steuersätzen in den US-Bundestaaten gehen wir von stabilen Verhältnissen aus und nehmen den Bundestaat Illinois als Massstab.		
GE Kooperation: Siehe Diskussion über Steuersatz im US Kerngeschäft. Kurzfristig gehen wir von etwas tieferen Bundesstaatssteuern als in Illinois aus.	siehe US Kerngeschäft	siehe US Kerngeschäft
Türkisches JV: Raiffeisen geht davon aus, dass der langfristige Grenzsteuersatz im türkischen JV bei 21.7% liegt, was einerseits die lokalen Gewinnsteuern, andererseits die grenzübergreifenden Quellensteuern von Dividendenzahlungen aus der Türkei in die Schweiz berücksichtigen soll. Es wird zusätzlich davon ausgegangen, dass die steuerlichen Verlustvorträge im türkischen JV während der Planungsperiode vollumfänglich aufgebraucht werden (was in den Steuersatzprognosen gemäss Tabelle nicht berücksichtigt ist).	21.7%	21.7%
Residualwert US Kerngeschäft: Die Berechnung des Residualwerts basiert auf der Annahme einer durchschnittlichen ewigen Wachstumsrate von 1%, was etwas tiefer als die Analystenprognosen für die Industrie und die Vergleichsgesellschaften ist. Wir begründen das relativ verhaltene langfristige Wachstum mit Überlegungen zum Lebenszyklus in der MKT Industrie generell und des Unternehmens im Speziellen. Ausserdem erscheint ein zunehmender Druck auf die Rückvergütungstarife plausibel.	-	1.0%
GE Kooperation: Raiffeisen geht langfristig von einem Auslaufen der GE Kooperation aus. Insbesondere wird von einer positiven mittel- bis langfristigen Wahrscheinlichkeit ausgegangen, dass die Kooperation nicht verlängert wird (bzw. als alternative Interpretation, dass sich die Kooperationsbedingungen zu Ungunsten von LifeWatch verändern). Im Basisszenario des Planungsmodells geht Raiffeisen von einer hohen 90% Umsetzungswahrscheinlichkeit der Kooperation aus, aber von einer relativen konservativen 50% Wahrscheinlichkeit, dass die GE Kooperation nach einer fünfjährigen Vertragsperiode ohne Änderungen der Vertragsbedin-	-	Nicht sinnvoll

<p>gungen weitergeführt wird sowie von einer weiteren 50% Wahrscheinlichkeit einer zweiten Verlängerung um fünf Jahre. Danach gehen wir von einer Kooperationsverlängerungswahrscheinlichkeit mit unveränderten Bedingungen von 75% in jedem Jahr aus. Obschon wir unsere Wahrscheinlichkeitsannahmen zwar als grundsätzlich plausibel erachten, sind diese letztlich rein subjektive Einschätzungen seitens Raiffeisen. Andere Personen können diese Wahrscheinlichkeiten unterschiedlich beurteilen. Wir erwarten ein ewiges Umsatzwachstum in der GE Kooperation von ebenfalls 1% (unter Vernachlässigung des Risikos eine Beendigung der Kooperation).</p>		
<p>Türkisches JV: Siehe US Kerngeschäft</p>	<p>siehe US Kerngeschäft</p>	<p>siehe US Kerngeschäft</p>

3.4. Discounted Cash Flow Analysis („DCF“)

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 zu reflektieren. Die Eigenkapitalkosten werden mithilfe des Capital Asset Pricing Model (CAPM) hergeleitet. Die folgenden Parameter wurden zu Berechnung des Diskontsatzes verwendet.

Risikoloser Zinssatz

Für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes wird vom Zinssatz für eine Anleihe öffentlicher Emittenten ausgegangen. Da LifeWatch primär in den USA tätig ist, basiert der risikolose Zinssatz auf der aktuellen Rendite von US Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren, welche am 24. März 2017 bei ca. 3.0% lag.

Risikozuschlag

Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme des Unternehmerrisikos lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelden. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen eingehen, ist ein Zuschlag zum risikolosen Zinssatz notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.

Die unternehmensspezifische Risikoprämie erhält man durch Multiplikation des Beta-Faktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Beta-Faktor ist ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko¹. Die Berechnung der Marktrisikoprämie erfolgt durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in Aktien und risikolosen Anlagen². Gemäss Duff & Phelps, lag die langfristige Marktrisikoprämie in den USA (1926-2015) bei 6.9%.

Zur Herleitung des Beta-Faktors für LifeWatch wurden die Beta-Faktoren vergleichbarer Gesellschaften verwendet (vgl. Beilage 4: Betas ähnlicher, kotierter Gesellschaften). Damit die Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen effektiv vergleichbar sind, wurden diese – falls aufgrund von Fremdfinanzierung angebracht – um die unternehmensspezifische Verschuldung bereinigt (verschuldungsbereinigtes bzw. unlevered Beta). Der durchschnittliche verschuldungsbereinigte (schuldenfreie) Beta-Faktor der Vergleichsunternehmen beträgt 0.93.

Wird dieser verschuldungsbereinigte Beta-Faktor um die durchschnittliche Verschuldung der Vergleichsgesellschaften angepasst, resultiert ein Beta von 0.96. Die resultierenden Eigenkapitalkosten belaufen sich auf 9.6% für das US Kerngeschäft und für die GE Kooperation.

Länderrisikoprämie

Um das zusätzliche Risiko einer Investition in der Türkei im Vergleich zu einer Investition in den USA abzubilden, wird für das türkische JV eine Länderrisikoprämie („CRP“) von 7.1% in die Eigenkapitalkosten addiert (Quelle: Duff & Phelps, basierend auf Erb-Harvey-Viskanta, welche in Bezug auf die Eigenkapitalkosten Länderrisikoprämien aufgrund Umfragen unter US Investoren ableiten).

Nach Berücksichtigung der CRP für die Türkei und unter der Annahme einer 100% Eigenkapitalfinanzierung des Joint Ventures, resultieren Kapitalkosten von 16.7% für das türkische JV. In diesen Kosten sind aber die spezifischen Startup-Risiken des noch umsatzlosen Joint Ventures nicht berücksichtigt.

Fremdkapitalkosten

Die unternehmensspezifischen langfristigen Fremdkapitalkosten wurden aufgrund von Diskussionen mit der Geschäftsleitung von LifeWatch festgelegt und werden auf 3.0% geschätzt. Diese Annahme basiert auf der Verwendung von (kurzfristigeren) USD Finanzierungsleasings sowie (zurzeit) nicht verwendeten Kreditlinien und den generell höher Zinsmargen in den USA.

Gesamtkapitalkosten

Auf Basis der oben erläuterten Angaben errechnen sich die Gesamtkapitalkosten (bzw. WACC) für LifeWatch wie folgt:

¹ Ein Beta-Faktor grösser eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals gemessen am Aktienkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass sich der Wert im Durchschnitt unterproportional ändert.

² Kapitalmarktuntersuchungen langjähriger Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme festverzinsliche Anleihen.

Abbildung 4: Gesamtkapitalkosten (WACC)

Berechnung Gesamtkapitalkosten	US Kerngeschäft & GE Kooperation	Türkisches JV	Bemerkungen	Quelle
Risikofreier Zinssatz	3.0%	3.0%	Aktuelle Rendite 30 jähriger US Staatsanleihen	Bloomberg
Marktrisikoprämie	6.9%	6.9%	Durchschnittliche jährliche Überrendite, die eine Investition in ein breitgestreutes US Aktienmarktportfolio gegenüber dem durchschnittlichen jährlichen risikofreien Zinssatz abwirft	Duff & Phelps: "2016 International Valuation Handbook"
Beta (unlevered)	0.93	0.93	Median der geschätzten Betas vergleichbarer Unternehmen (Schätzung über 5 Jahre gegenüber dem MSCI World Index basierend auf monatlichen Renditen)	Bloomberg
Beta (relevered)	0.96	0.96	= Unlevered Beta * (1+((1-Grenzsteuerrate) * Gearing))	Modigliani & Miller
Länderrisikoprämie (CRP)	0.0%	7.1%	Erb-Harvey-Viskanta Country Credit Rating Modell, Eigenkapitalkostenschätzung für Länder mit spezifischem Länderkreditrisiko (US Investorenfrage)	Duff & Phelps: "2016 International Valuation Handbook"
Eigenkapitalkosten	9.6%	16.7%	= Risikofreier Zinssatz + (Relevered Beta*Marktrisikoprämie) + CRP	
Risikofreier Zinssatz	3.0%		Aktuelle Rendite 30 jähriger US Staatsanleihen	Bloomberg
Kreditrisikoaufschlag	3.0%		Differenz zwischen den effektiven Finanzierungskosten und dem kurzfristigen risikolosen Zinssatz	Unternehmensinformationen
Verschuldungskosten vor Steuern	6.0%		= Risikofreier Zinssatz + Kreditrisikozuschlag	
Langfristige Grenzsteuersatz	32.9%		Erwarteter langfristiger Grenzsteuersatz	Durchschnitt vom aktuellen US Grenzsteuersatz für Unternehmen und der geplanten Steuersektoren durch das US Repräsentantenhaus (bei unveränderter Staatssteuer für Illinois)
Verschuldungskosten nach Steuern	4.0%		= Verschuldungskosten vor Steuern * (1 - Steuersatz)	
Eigenkapitalquote	94.9%	100.0%	Median der Kapitalstruktur vergleichbarer Unternehmen	Unternehmensinformationen
Fremdkapitalquote	5.1%	0.0%	Median der Kapitalstruktur vergleichbarer Unternehmen	Unternehmensinformationen
Durchschnittliche Gesamtkapitalkosten	9.4%	16.7%		

Vorbehalt in Bezug auf das türkische JV

Raiffeisen hat für das türkische JV während der Planungsperiode 2017-21 einen spezifischen Eigenkapitalkostensatz von 33.3% angewendet, um dem Startup Charakter des türkischen JV Rechnung zu tragen, welches anstrebt, in einen völlig neuen Markt einzutreten und diesen anschliessend weiterzuentwickeln. Unserer Ansicht nach kann die von Raiffeisen verwendete Startup-Prämie mit einer typischen internen Zinsfusserwartung („IRR“) eines Wagniskapitalgebers verglichen werden, welcher bei einer Investition in ein fortgeschrittenes Start-up (noch ohne Umsätze und mit relativ tiefem Länderrisiko) bei einer erwarteten Haltedauer von 4-5 Jahren mindestens eine Verdreifachung oder Vervielfachung seines Kapitaleinsatzes erwarten würde. Die länderspezifische Risikoprämie von 7.1% für die Türkei muss auf diese Start-up Eigenkapitalkosten von 33.3% noch addiert werden.

3.5. Berechnung des resultierenden Wertes

Auf Basis der genannten Annahmen resultiert ein Unternehmenswert („UW“) von USD 228.1 Mio. für das US Kerngeschäft und USD 29.3 Mio. für die GE Kooperation per Stichtag 24. März 2017. Vom Unternehmenswert des US Kerngeschäftes werden Nettofinanzverbindlichkeiten im Umfang von USD 4.1 Mio. subtrahiert. Die Nettofinanzverbindlichkeiten enthalten die flüssigen Mittel nach Abzug einer gewissen betriebsnotwendigen Liquidität, zinstragende Finanzverbindlichkeiten und Rückstellungen für die Vergleichszahlungen sowie weitere Kosten (z.B. ereignisunabhängige, d.h. fixe Transaktionskosten, welche nicht im Budget 2017 berücksichtigt sind).

Der Unternehmenswert für das türkische JV beträgt USD 13.8 Mio. Für die Berechnung des Eigenkapitalwerts („EQV“) des Joint Ventures (basierend auf 100% des Aktienkapitals) von USD 9.2 Mio. wurde das Netto-Aktionärsdarlehen über ca. USD 4.6 Mio. abgezogen. Da LifeWatch 55% am türkischen JV hält, beträgt der Wert dieses Anteils folglich USD 5.0 Mio. Zusammen mit dem Aktionärsdarlehen beträgt der Wert der Investition von LifeWatch in das türkische JV USD 9.7 Mio., was in einem Gesamtwert für das Konzern-Eigenkapital von USD 263.0 Mio. resultiert (vgl. Abbildung 5).

Gesamthaft sind 18'464'744 Namenaktien ausstehend, aufgeteilt in 18'477'869 ausgegebene Namenaktien und 13'125 selbst gehaltene Aktien. Basierend auf einem USD/CHF Wechselkurs von 0.9914 per Bewertungsstichtag (Quelle: Bloomberg) beträgt der Wert pro Aktie der LifeWatch CHF 14.12 per 24. März 2017. Dieser Wert pro Aktie kann in Bewertungen von CHF 12.03 für das US Kerngeschäft, von CHF 1.57 für die GE Kooperation und CHF 0.52 für das türkische JV aufgeteilt werden.

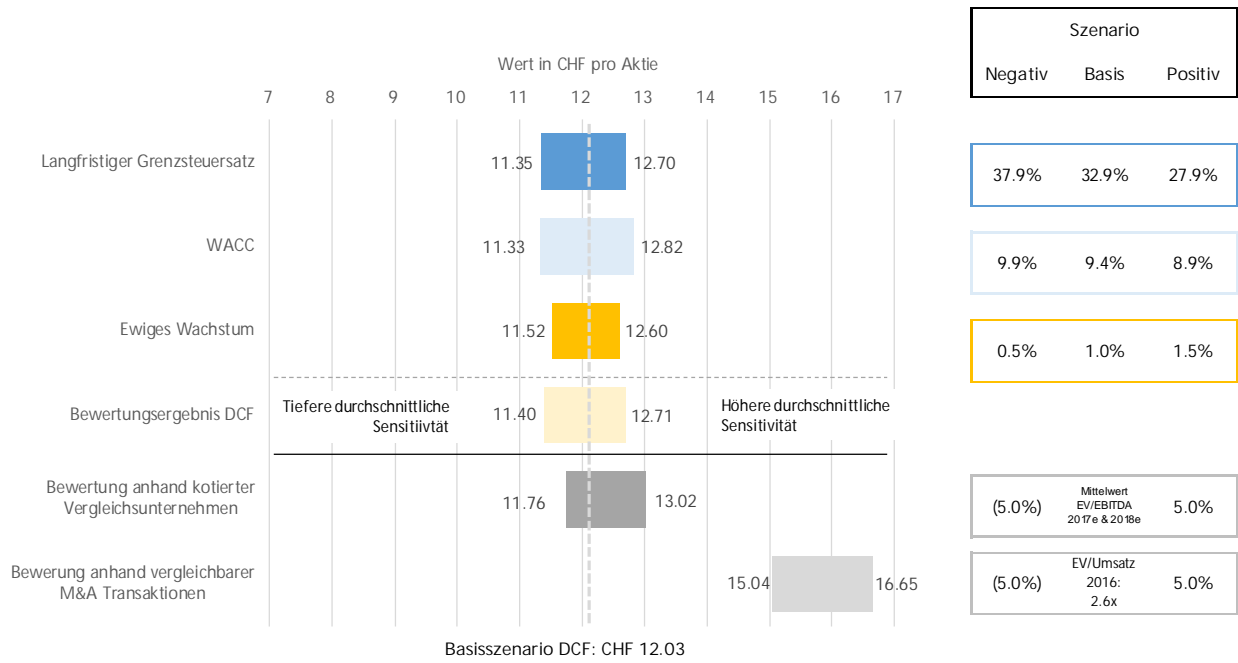
Abbildung 5: Berechnung des Wertes pro Aktie der LifeWatch

USD Mio.	US Kerngeschäft	GE Kooperation	Türkisches JV (55%)	Total
Unternehmenswert	228.1	29.3	13.8	271.2
Nettoliquidität / (-verschuldung)	(4.1)	--	(4.6)	n.a.
Eigenkapitalwert (100%)	224.0	29.3	9.2	262.5
Eigenkapitalwert LifeWatch-Anteil	224.0	29.3	5.0	258.3
Gruppeninterne Verbindlichkeiten	--	--	4.6	4.6
Sum-of-the-Parts Bewertung	224.0	29.3	9.7	263.0
Anzahl ausstehender Aktien	18'464'744	18'464'744	18'464'744	18'464'744
USD / CHF Wechselkurs	0.9914	0.9914	0.9914	0.9914
Eigenkapitalwert pro Aktie in CHF	12.03	1.57	0.52	14.12

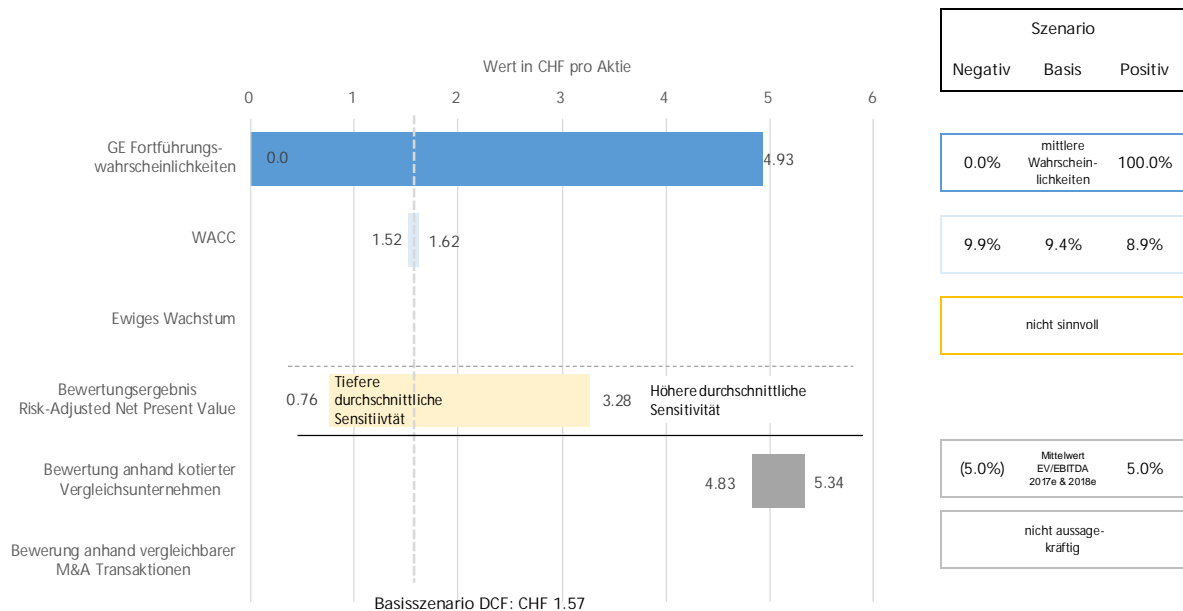
Die Wertbandbreite für den Wert der Aktie der LifeWatch wurde auf Basis einer Sensitivitätsanalyse ermittelt, anhand welcher zwei bis drei Werttreiber (im Falle des US Kerngeschäfts der langfristige Grenzsteuersatz, der WACC und die ewige Wachstumsrate) innerhalb einer Wertspanne variiert wurden. Die Sensitivitätsanalyse in Abbildung 6 führt zu einer Wertbandbreite von CHF 12.65 (unteres Ende) bis CHF 16.54 (oberes Ende) pro Namenaktie der LifeWatch.

Abbildung 6: Sensitivitätsanalysen

Sensitivitäten US Kerngeschäft



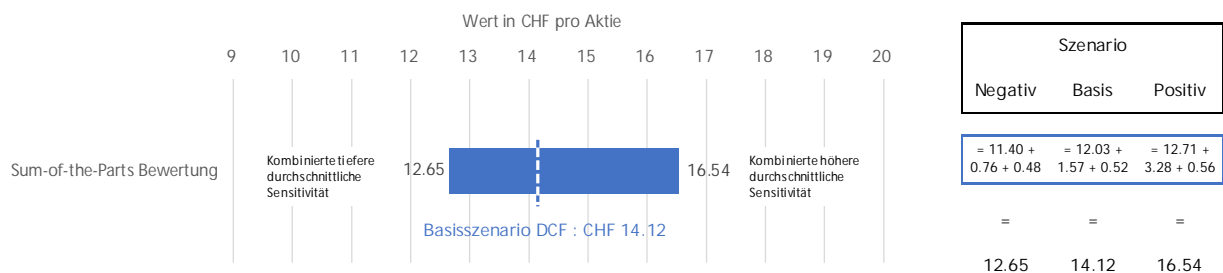
Sensitivitäten GE Kooperation



Sensitivitäten türkisches JV



Zusammenfassung der Wertbandbreite der kombinierten Einzelwertbetrachtungen („Sum-of-the-Parts“)



3.6. Bewertung anhand vergleichbarer, kotierter Gesellschaften („CompCo“)

Die Bewertung anhand vergleichbarer, kotierter Gesellschaften („CompCo“) wird in der Finanzanalyse häufig von Kapitalmarktteilnehmern verwendet, welche nicht über detaillierte Planrechnungen der zu bewertenden Gesellschaft verfügen. Die Methode basiert auf der aktuellen Bewertung von vergleichbaren, börsenkotierten Unternehmungen. Um ein aussagekräftiges Resultat zu erhalten, sind das Vorhandensein von vergleichbaren, börsenkotierten Gesellschaften und deren sorgfältige Auswahl wesentlich. Nur Gesellschaften, welche in einem relativ hohen Mass vergleichbar sind bezüglich Geschäftsmodell,

Wachstums- und Profitabilitätserwartungen sowie Risiken und Chancen können zu diesem Zweck verwendet werden.

Durch Division des adjustierten Unternehmenswertes³ vergleichbarer, börsenkotierter Gesellschaften mit aktuellen bzw. erwarteten finanziellen Kennzahlen (z.B. EBITDA, EBIT) werden sogenannte „Trading“-Multiplikatoren berechnet (vergleiche mit Anhang 1 „Multiplikatoren vergleichbarer Gesellschaften“). Mittels Anwendung der durchschnittlichen Multiplikatoren auf die finanziellen Kennzahlen von LifeWatch wird ein Bewertungsergebnis für jeden durchschnittlichen Multiplikator bestimmt.

Die folgenden zwei Faktoren beeinflussen das Bewertungsergebnis entscheidend:

- Die Auswahl der vergleichbaren Gesellschaften
- Die Auswahl der finanziellen Kennzahlen für die Berechnung der Multiplikatoren

Die Berechnung der Multiplikatoren basiert auf dem aktuellen Finanzergebnis sowie dem erwarteten Resultat der nächsten ein bis zwei Jahre.

Auswahl der mit LifeWatch vergleichbaren Gesellschaften

Die folgenden Auswahlkriterien wurden bei der Bestimmung der vergleichbaren Gesellschaften verwendet:

- Gesellschaften, welche auf ambulante kardiologische Überwachung fokussieren, alternativ
- Gesellschaften, welche ambulante kardiologische Überwachung und andere ambulante Überwachungsdienstleistungen anbieten

Unter Verwendung dieser Kriterien wurden die folgenden vergleichbaren Gesellschaften ausgewählt:

Abbildung 7: Vergleichsgesellschaften

Gesellschaft	Geschäftsmodell	Entwicklungsstadium	Finanzprognosen verfügbar	Dominierende Absatzmärkte	Vergleichsgruppe
BioTelemetry Inc.	Ambulante kardiologische Überwachung	Fortgeschritten	Ja	USA	Kerngesellschaft
iRhythm Technologies Inc.	Ambulante kardiologische Überwachung	Im Aufbau	Negative Profitabilität	USA	Kerngesellschaft
Medicalgorithmics SA	Ambulante kardiologische Überwachung	Im Aufbau	Eingeschränkt	Polen / USA	Kerngesellschaft
SHL Telemedicine Ltd.	Ambulante kardiologische Überwachung	Fortgeschritten	Nein	Israel, Deutschland	Kerngesellschaft
Masimo Corporation	Ambulante kardiologische Überwachung als Dienstleistung neben diversen anderen Aktivitäten	Fortgeschritten	Ja	USA	Weitere Vergleichsgesellschaft
Hill-Rom Holdings, Inc.	Ambulante kardiologische Überwachung angeboten durch die Tochtergesellschaft Welch Allyn	Etabliert	Ja	USA	Weitere Vergleichsgesellschaft
Medtronic PLC	Ambulante kardiologische Überwachung als eine Dienstleistung neben diversen anderen Aktivitäten	Etabliert	Ja	USA	Weitere Vergleichsgesellschaft

³ Marktwert zuzüglich finanzielle Nettoschulden

Auf dieser Basis wurden zwei Gruppen von vergleichbaren Gesellschaften gebildet, nämlich Kerngesellschaften und weitere Vergleichsgesellschaften.

Für die ausgewählten Gesellschaften wurde der Unternehmenswert auf Basis der aktuellen Marktkapitalisierung (per 24. März 2017) und der letzten verfügbaren Nettoschulden-/ Nettoliquiditätspositionen berechnet. Der so berechnete Unternehmenswert jeder Vergleichsgesellschaft wurde durch die jeweiligen Erwartungswerte⁴ für das EBITDA der Jahre 2017 und 2018 dividiert, um den entsprechenden EBITDA Multiplikator zu erhalten (wir haben keine Multiplikatoren-Analyse bezüglich der zuletzt ausgewiesenen Finanzkennzahlen durchgeführt, da die vergangene Performance von LifeWatch durch zahlreiche Einmalfaktoren verzerrt ist, wie in Abschnitt 2.5 erläutert).

Bei den Kerngesellschaften konnten die EBITDA Multiplikatoren 2017 und 2018 nur für BioTelemetry Inc. und Medicalgorithmics SA berechnet werden. iRhythm Technologies Inc. und SHL Telemedicine Ltd. haben entweder negative Kennzahlen oder keine verfügbaren Multiplikatoren (da keine EBITDA Schätzung verfügbar).

Hingegen konnten für alle weiteren Vergleichsgesellschaften EBITDA Multiplikatoren für 2017 und 2018 berechnet werden.

Abbildung 8: EBITDA Multiplikatoren vergleichbarer Gesellschaften

Vergleichbare, kotierte Gesellschaften	EV/EBITDA Multiplikator	
	2017e	2018e
Kerngesellschaften		
BioTelemetry Inc.	15.4x	13.4x
iRhythm Technologies Inc.	n/a	n/a
SHL Telemedicine Ltd.	n/a	n/a
Medicalgorithmics SA	14.3x	11.5x
Median	14.9x	12.5x
Weitere Vergleichsgesellschaften		
Masimo Corporation	17.3x	16.0x
Medtronic PLC	13.9x	12.8x
Hill-Rom Holdings, Inc.	11.5x	10.7x
Median	13.9x	12.8x

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen

Um den hohen Risiken der GE Kooperation und des türkischen JVs Rechnung zu tragen, wurden die EBITDA Multiplikatoren sowohl auf das EBITDA des US Kerngeschäfts als auch separat auf das konsolidierte Konzern-EBITDA (2017e und 2018e) angewendet. Das untere Ende der Bewertungsbandbreite errechnet sich auf Basis des US Kerngeschäfts und das obere Ende auf Basis des konsolidierten Geschäfts.

⁴ IBES Konsensschätzung

Die errechneten durchschnittlichen Multiplikatoren wurden mit dem EBITDA 2017 und 2018⁵ von LifeWatch multipliziert, um den Unternehmenswert („UW“) zu bestimmen. Um den Eigenkapitalwert („EQV“) festzulegen, muss die Nettoverschuldung von USD 4.1 Mio. noch berücksichtigt werden. Basierend auf 18'464'744 ausstehenden Aktien und einem USD/CHF Wechselkurs von 0.9914 (per 24. März 2017) ergeben sich pro Aktie LifeWatch eine Wertbandbreite von CHF 12.39 für das US Kerngeschäft bis zu CHF 17.32 für das konsolidierte Geschäft per 24. März 2017.

Abbildung 9: Berechnung Bewertungsbandbreite pro Aktie LifeWatch

Compcow Bewertung		EBITDA US Kerngeschäft		EBITDA konsolidiert	
		2017e	2018e	2017e	2018e
Eigenkapitalwert pro LifeWatch-Aktie Kerngesellschaften	USD	10.9	14.2	11.5	23.5
Eigenkapitalwert pro LifeWatch-Aktie weitere Vergleichsgesellschaften	USD	10.2	14.7	10.7	24.2
USD/CHF exchange rate		0.9914			
Durchschnittlicher Eigenkapitalwert pro LifeWatch-Aktie	CHF	12.39		17.32	

Das Resultat ist aus folgenden wesentlichen Gründen nur beschränkt aussagekräftig:

- Multiplikatoren 2017e und 2018e konnten nur für zwei der Kerngesellschaften berechnet werden
- BioTechnology Inc. und Medicalgorithmics SA sind im Vergleich zu LifeWatch deutlich profitabler
- Die weiteren, vergleichbaren Gesellschaften sind etablierte, diversifizierte Unternehmungen, die sowohl Produkte wie auch Dienstleistungen anbieten und eine Marktkapitalisierung aufweisen, die mindestens 15x grösser sind als die von LifeWatch
- Der auf Basis des EBITDA 2017e und 2018e des US Kerngeschäfts berechnete Wert (untere Bewertungsbandbreite) misst der GE Kooperation und dem türkischen JV keinen Wert bei
- Der auf Basis des EBITDA 2017e und 2018e des konsolidierten Geschäfts berechnete Wert (obere Bewertungsbandbreite) impliziert, dass die GE Kooperation und das türkische JV gemäss Geschäftsplan realisiert werden, ohne die spezifischen Risiken eines Misserfolgs, einer Nichtumsetzung oder einer frühen Beendigung zu berücksichtigen. Weiter wird das spezifische Länderrisiko für die Türkei vernachlässigt

Folglich sind wir der Auffassung, dass das Bewertungsergebnis aus vergleichbaren kotierten Unternehmungen den fairen Wert von LifeWatch am unteren Ende der Bandbreite unterschätzt und am oberen Ende der Bandbreite überschätzt.

⁵ Gemäss Geschäftsplan auf konsolidierter Basis und das US Kerngeschäft einzeln, jeweils auf Basis der EBITDA 2017e / 2018e

Abbildung 10: Vergleichbare Gesellschaften – jährliches Umsatzwachstum, EBITDA- und EBIT Marge

Wachstum und Profitabilität	Umsatzwachstum			EBITDA Marge			EBIT Marge		
	2016a	2017e	2018e	2016a	2017e	2018e	2016a	2017e	2018e
Kerngesellschaften									
BioTelemetry Inc.	16.7%	11.2%	9.7%	19.6%	22.9%	24.0%	12.8%	11.7%	13.6%
iRhythm Technologies Inc.	77.6%	38.6%	35.1%	-23.0%	-24.8%	-8.3%	-24.3%	-25.9%	-10.8%
SHL Telemedicine Ltd.	0.3%(e)	n/a	n/a	-2.1%(e)	n/a	n/a	-21.6%(e)	n/a	n/a
Medicalgorithmics SA	152.1%(e)	126.9%	21.8%	18.3%(e)	31.1%	31.7%	16.2%(e)	n/a	n/a
Durchschnitt	61.7%	58.9%	22.2%	3.2%	9.8%	15.8%	-4.2%	-7.1%	1.4%
Weitere Vergleichsgesellschaften									
Masimo Corporation	10.2%	8.4%	6.7%	24.2%	25.9%	26.3%	21.8%	24.0%	24.3%
Medtronic PLC	11.6%	5.0%	4.4%	27.4%	32.0%	33.2%	17.4%	28.7%	29.6%
Hill-Rom Holdings, Inc.	22.0%	4.4%	3.8%	19.1%	20.7%	21.6%	11.1%	16.9%	17.5%
Durchschnitt	14.6%	5.9%	5.0%	23.6%	26.2%	27.0%	16.8%	23.2%	23.8%

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen

3.7. Bewertung anhand ähnlicher M&A Transaktionen („Compac“)

Die Bewertung anhand vergleichbarer M&A Transaktionen („Compac“) basiert auf der Analyse vorangegangener Akquisitionen von Zielunternehmungen, die mit LifeWatch vergleichbar sind. Der Kaufpreis, welcher bei solchen Käufen bezahlt wird, ist von den spezifischen Umständen der jeweiligen Transaktion abhängig und kann bis zu einem gewissen Grad das subjektive Verhalten der involvierten Parteien reflektieren. Die Verfügbarkeit vergleichbarer Transaktionen und deren sorgfältige Auswahl ist entscheidend, um ein aussagekräftiges Resultat zu erhalten.

Sowohl der strategische Käufer als auch der Verkäufer berücksichtigen bei der Verhandlung des Kaufpreises typischerweise das Synergie- und kombinierte Marktpotential der geplanten Transaktion. Vor diesem Hintergrund ist der Käufer unter Umständen bereit, einen Teil des Synergiepotentials zu teilen, indem es bei der Bestimmung der Höhe des Kaufpreises berücksichtigt wird.

Wird der im Rahmen einer Transaktion „bezahlte“ Unternehmenswert mit bestimmten finanziellen Kennzahlen (z.B. EBITDA, EBIT, Reingewinn) dividiert, können „bezahlte“ Multiplikatoren ermittelt werden. Der durchschnittliche Multiplikator wird anschliessend mit den entsprechenden finanziellen Kennzahlen der Zielgesellschaft multipliziert, was einen impliziten Unternehmenswert ergibt.

Auswahl vergleichbarer Gesellschaften

Die Auswahl vergleichbarer Transaktionen erfolgte auf Basis folgender, wesentlicher Kriterien:

- Unternehmenswert grösser als USD 50m
- Mit der Zielgesellschaft vergleichbares Geschäftsmodell (d.h. medizinische Überwachungsleistungen)
- Transaktion innerhalb der letzten fünf Jahre
- Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung

- Verfügbarkeit von publizierten Multiplikatoren bzw. genügend verfügbare Informationen zur Berechnung der Finanzkennzahlen

Auf dieser Basis wurden die folgenden Transaktionen ausgewählt:

Abbildung 11: Ausgewählte Transaktionen

Zielgesellschaft	Anbieter	Vollzugsdatum	Zahlungsart	Unternehmenswert (UW) (in USD Mio.)	LTM UW/Umsatz- multiplikator	LTM UW/EBITDA Multiplikator
Mortara Instrument	Hill-Rom	Feb 17	Cash	330	2.9	n/a
Sorin Group	Cyberonics	Okt 15	Share	1,505	1.8	11.0
Welch Allyn	Hill-Rom	Sep 15	Mixed	2,050	2.9	n/a
SHL	Shanghai Jiuchuan Investment	kein Vollzug	Cash	116	2.8	15.5
DR Systems	Merge Healthcare	Feb 15	Cash	70	1.6	6.8
Pulsion Medical Systems	Maquet Getinge Group	Feb 14	Cash	189	4.1	12.5
Suntech Medical	Halma	Mai 12	Cash	52	2.3	n/a
Durchschnitt					2.6	11.5
Durchschnitt ohne min/max					2.5	11.8
Median					2.8	11.8

Quelle: Mergermarket

Da sich auf Basis des nur knapp positiven EBITDA 2016 der LifeWatch von CHF 2.145 Mio. kein plausibles Resultat berechnen lässt (und die Normalisierungen des Managements unterschiedlich interpretiert werden können), basiert die Bewertung ausschliesslich auf den Umsatzmultiplikatoren der letzten zwölf Monate (latest twelve months, „LTM“).

Für die ausgewählten Transaktionen wurden der implizierte Unternehmenswert und der implizierte LTM Umsatzmultiplikator berechnet. In einem nächsten Schritt wurde der durchschnittliche Umsatzmultiplikator mit dem Umsatz 2016 von LifeWatch multipliziert, was einen Unternehmenswert für LifeWatch ergab. Um zum Eigenkapitalwert zu gelangen, sind Nettoschulden von USD 4.1 Mio. in Abzug zu bringen. Basierend auf 18'464'744 ausstehenden Aktien und einem USD/CHF Wechselkurs von 0.9914 (per 24. März 2017) resultiert ein Wert pro Aktie LifeWatch von CHF 15.85 per 24. März 2017.

Um die Bewertungsbandbreite zu bestimmen, wurde der durchschnittliche Multiplikator um jeweils 5% erhöht bzw. reduziert.

Abbildung 12: Berechnung Bewertungsbandbreite pro Aktie LifeWatch

In USD Mio.	LTM Umsatzmultiplikator	
Konsolidierter Umsatz 2016	113.8	
Bewertungsbandbreite	-5.0%	5.0%
Unternehmenswert	284.3	314.2
Nettoverschuldung 2016	(4.1)	
Eigenkapitalwert	280.2	310.1
Anzahl ausstehender Aktien	18'464'744	
Eigenkapitalwert pro Aktie in USD	15.17	16.79
USD/CHF Wechselkurs	0.9914	
Eigenkapitalwert pro Aktie in CHF	15.04	16.65

Raiffeisen ist der Auffassung, dass die Compac Methode ein aussagekräftiges Resultat liefert, obwohl die Auswahl vergleichbarer Transaktionen eher gering ist. Das Resultat erhärtet das obere Ende der mittels der DCF Methode berechneten Bewertungsbandbreite.

3.8. Analyse bezahlter Prämien im CH-Kapitalmarkt (Prämienanalyse)

In einer weiteren Analyse haben wir beurteilt, wie sich die Prämie, welche BioTelemetry offeriert, im Verhältnis zum volumengewichteten Durchschnittskurs („VWAP“) der letzten 60 Börsentage der LifeWatch-Aktie vor der Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots durch Aevis zu den bezahlten Prämien in vergleichbaren vorangegangenen Übernahmetransaktionen an der SIX Swiss Exchange verhält.

Die besonderen Konstellationen eines öffentlichen Übernahmeangebots beeinflussen die Prämie wesentlich. Faktoren wie die Grösse der Beteiligung, welche der Anbieter im Zeitpunkt der Voranmeldung an der Zielgesellschaft hält, können Bedeutung haben. Sofern ein Anbieter bereits über eine kontrollierende Beteiligung an der Zielgesellschaft verfügt, ist seine Bereitschaft, eine (hohe) Prämie zu bezahlen, typischerweise tief. Im Falle von konkurrierenden Angeboten werden u.U. höhere Prämien bezahlt als bei Angeboten ohne Konkurrenz. Ferner kann die Höhe des Angebotspreises von der Zusammensetzung der Entschädigung abhängen, d.h. davon, ob der Anbieter ein Barangebot, ein gemischtes Angebot⁶ oder ein Tauschangebot anbietet⁷.

Die Auswahl der vergleichbaren Angebote wurde auf folgender Basis getroffen:

- Transaktion nicht älter als 1. Januar 2007

⁶ Kombination von Aktien und Barzahlung

⁷ Es werden nur Aktien als Entschädigung angeboten

- Zielgesellschaft an der SIX Swiss Exchange kotiert
- Barangebot bzw. gemischte Offerte
- Kontrollerwerb, d.h. der Anbieter hielt im Zeitpunkt der (Vor-)Anmeldung weniger als 33.3% an der Zielgesellschaft
- Die Zielgesellschaft ist weder eine reine Beteiligungsgesellschaft, noch eine Immobiliengesellschaft, eine Biotechgesellschaft, noch eine Bank oder Versicherung und auch keine Softwaregesellschaft

Resultat der Prämienanalyse

Seit 2007 wurde im Vergleich zum 60-tägigen VWAP eine durchschnittliche Prämie von 37.3% bezahlt.

Unter Anwendung einer Prämienbandbreite von 32.5% bis 42.5% auf dem 60-tägigen VWAP von LifeWatch von CHF 9.95 per 23.1.2017, d.h. dem letzten Handelstag vor der Voranmeldung der Offerte von Avis, resultiert eine Bewertungsbandbreite von CHF 13.15 bis CHF 14.15 für jede Aktie LifeWatch.

Wir sind der Meinung, dass der 60-tägige VWAP von LifeWatch vor Voranmeldung des Avis-Angebotes weder durch wesentliche Ereignisse noch durch ausserordentliche Handelsaktivitäten verzerrt wurde. Konsequenterweise erachten wir den 60-tägigen VWAP als aussagekräftige Basis für die Prämienanalyse.

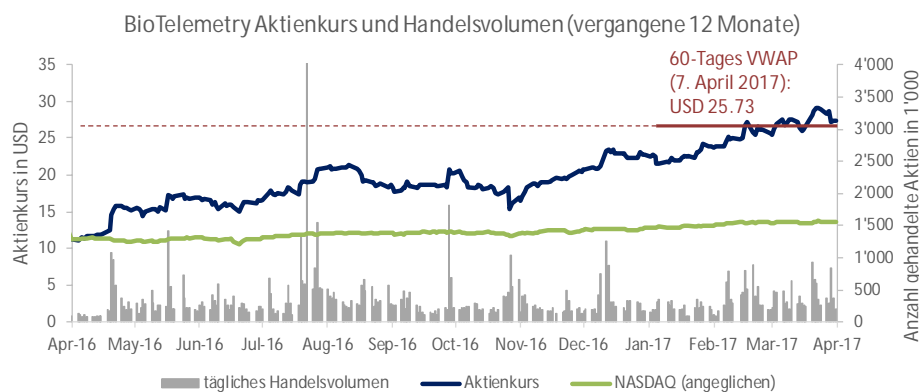
Die Berechnung der bezahlten Prämien ist in Anhang 3 erläutert.

3.9. Entwicklung Aktienkurs und Handelsvolumen von BioTelemetry Inc.

Abbildung 13 zeigt die historische Entwicklung des Aktienkurses der BioTelemetry-Stammaktien und den Handelsumsatz während der vergangenen zwölf Monate (bis und mit 7. April 2017), d.h. dem letzten Handelstag vor der Voranmeldung durch BioTelemetry.

- Der Aktienkurs ist in den vergangenen 12 Monaten um 144% gestiegen
- Der Aktienkurs bewegte sich zwischen USD 10.96 und USD 29.50. Der durchschnittliche Preis in dieser Periode betrug USD 19.75. Wie die Abbildung 13 aufzeigt, ist der Aktienkurs von BioTelemetry in der Beobachtungsperiode signifikant, aber kontinuierlich gestiegen. Es gibt kein offensichtlich abnormales Kursbewegungsmuster
- Am 7. April 2017 betrug der Schlusskurs USD 27.30
- Am 7. April 2017 betrug der 60-Tage VWAP USD 25.73
- Der NASDAQ Composite Index stieg zum Vergleich in den vergangenen zwölf Monaten um 21.2% an.

Abbildung 13: BioTelemetry Aktienkursentwicklung (vergangene 12 Monate)



Quelle: Bloomberg

Liquidität

BioTelemetry Inc. ist an der NASDAQ kotiert. Die Aktien gelten im Sinne des schweizerischen Übernahmerechts als liquid (UEK Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinne des Übernahmerechts).

Abbildung 14: Berechnung der Liquidität

12 Monate vor Ankündigung	Median des täglichen Handelsvolumens...	...in % des Free Float	Liquiditätskriterium erfüllt
April 2016	93'924	0.39%	Ja
Mai 2016	253'872	1.04%	Ja
Juni 2016	258'922	1.06%	Ja
Juli 2016	252'130	1.03%	Ja
August 2016	401'293	1.65%	Ja
September 2016	260'007	1.07%	Ja
Oktober 2016	217'312	0.89%	Ja
November 2016	236'863	0.97%	Ja
Dezember 2016	232'181	0.95%	Ja
Januar 2017	220'937	0.91%	Ja
Februar 2017	318'137	1.30%	Ja
März 2017	292'461	1.20%	Ja
Durchschnitt	253'170	1.04%	Ja

Quelle: Bloomberg

Free Float

Gemäss den Bestimmungen des NASDAQ Composite Index wird der Free Float der BioTelemetry Inc. wie folgt berechnet: Von den ausgegebenen Aktien werden die eigenen Aktien, Neuemissionen, „Insider“-Aktien und gesperrte Aktien abgezogen. Per 31.12.2016 betrug die Anzahl ausstehender Stammaktien von BioTelemetry Inc. 28'261'503 Aktien und der Free Float 24'393'155 Aktien bzw. 86.3%.

Die folgenden grossen Positionen in den Aktien von BioTelemetry sind öffentlich bekannt:

Abbildung 15: Grösste bekannte Aktionäre von BioTelemetry

Bedeutende Aktionäre von BioTelemetry	Anzahl Aktien	Anzahl Aktien in % der ausstehenden Aktien
Blackrock	3'312'870	11.7%
Vanguard Group	1'500'423	5.3%
Dimensional Fund Advisers	1'443'399	5.1%
Renaissance Technologies	1'099'300	3.9%
Cannell Capital	915'560	3.2%
Wellington Management	784'100	2.8%
Wells Fargo & Co	754'509	2.7%
State Street Corp	705'674	2.5%
Thompson Siegel & Walmsley	659'420	2.3%
Total	11'175'255	39.5%

Quelle: Bloomberg

Diese grossen Aktionäre sind institutionelle Aktionäre, welche die Aktien im Auftrag von Dritten halten. Im Gegensatz zu den Regeln der SIX Swiss Exchange werden an der NASDAQ keine institutionellen Beteiligungen über 5% vom Free Float abgezogen.

Preiserwartung der Equity Research Analysten

Die nachfolgende Analyse basiert auf den publizierten Aktienpreiserwartungen der Equity Research Analysten, welche BioTelemetry Inc. abdecken.

Als „Zielkurs“ wird in der Regel derjenige Aktienpreis bezeichnet, welcher eine bestimmte Gesellschaft in der Erwartung des Equity Research Analysten theoretisch innert der nächsten zwölf Monate erreichen wird. Diese Preiserwartung entspricht in etwa der Bewertung der Gesellschaft pro Aktie.

- Der Mittelwert aller Aktienpreiserwartungen beträgt USD 30.00 pro BioTelemetry Inc. Aktie, mit einer Bandbreite von USD 24.09 bis USD 33.00

Die nachfolgende Tabelle fasst die Kaufempfehlungen und Aktienpreiserwartungen der uns bekannten Equity Research Analysten, welche BioTelemetry Inc. abdecken, zusammen.

Abbildung 16: Empfehlungen der Equity Research Analysten

Datum	Analyst	Empfehlung	Kursziel
27.02.2017	Lake Street	Buy	30.00
24.02.2017	Sharewise	Sell	24.09
23.02.2017	Gabelli & Co	Buy	-
23.02.2017	Stonegate	Hold	-
23.02.2017	Dongherty & Co	Buy	30.00
23.02.2017	Sidoti & Co	Buy	33.00
16.12.2016	ENA Dimensions	Underweight	-
Durchschnitt			29.27
Median			30.00

Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters

Ergebnisse der limitierten Due Diligence betreffend BioTelemetry

Basierend auf der Markteffizienzannahme, dass potenzielle Vermögensverluste, welche mit Faktoren zusammenhängen, die in den öffentlichen verfügbaren Dokumenten von BioTelemetry offengelegt wurden, bereits im Aktienkurs der BioTelemetry enthalten sind, hat die limitierte reziproke finanzielle, steuerliche und rechtliche Due Diligence, welche LifeWatch bei BioTelemetry vornehmen liess, nach unserem Kenntnisstand keine Erkenntnisse geliefert, welche uns vermuten liesse, dass die Offenlegung dieser Erkenntnisse die aktuelle Marktbewertung der BioTelemetry materiell negativ beeinflussen würde.

Zusammenfassung

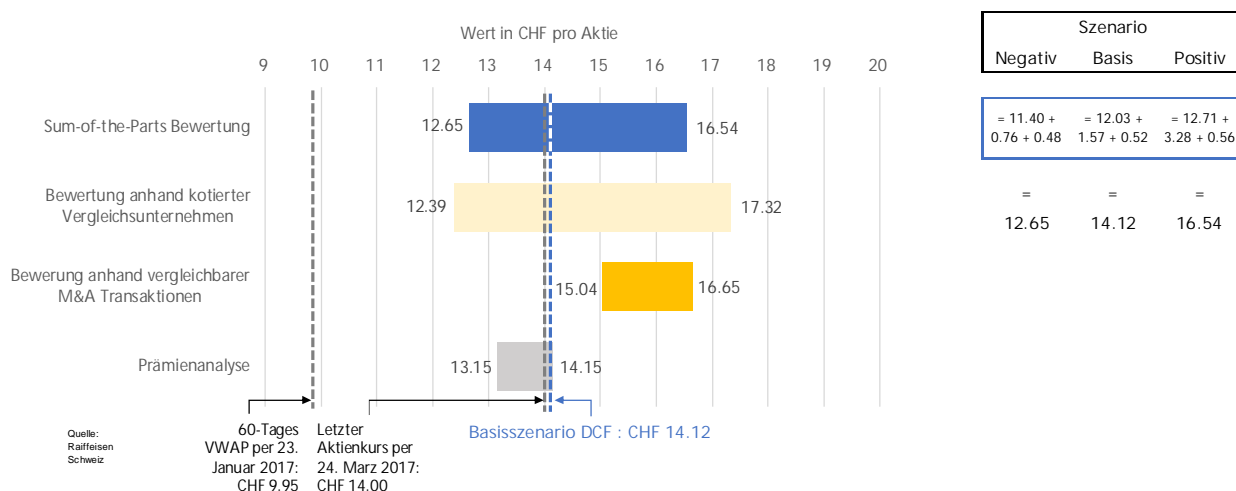
Auf dieser Analyse basierend stellen wir fest, dass i) keine abnormalen Aktienkursentwicklungen in den vergangenen 12 Monaten festgestellt werden konnten, ii) die Aktien ausreichend liquid sind, iii) die Mehrheit der Equity Research Analysten, welche BioTelemetry abdecken, die Aktie auf „Kaufen“ hat (4 von 7 Empfehlungen) und iv) dass nach unserem Kenntnisstand und Dafürhalten die limitierte reziproke Due Diligence keine materiellen Erkenntnisse geliefert hat, deren Offenlegung den Aktienkurs der BioTelemetry wesentlich beeinflussen würde.

Basierend auf dem NASDAQ-Schlusskurs der BioTelemetry-Stammaktien von USD 27.30 am 7. April 2017, d.h. dem letzten Handelstag vor Voranmeldung des BioTelemetry-Angebots, und einem USD/CHF-Wechselkurs von 1.0058 (gemäss der Schweizerischen Nationalbank für den 7. April 2017 und gemäss Voranmeldung der BioTelemetry), ergeben sowohl der Hauptangebotspreis als auch der Alternativangebotspreis einen Wert von CHF 14.00 pro LifeWatch Namenaktie.

Basierend auf dem 60-Tage VWAP der BioTelemetry am 7. April 2017 von USD 25.73 und einem USD/CHF Wechselkurs von 1.0058, beträgt der Wert des Hauptangebotspreises CHF 13.77 pro LifeWatch Namenaktie, jener des Alternativangebotspreises CHF 13.65 pro LifeWatch Namenaktie. Da der 60-Tage VWAP unterhalb des Schlusskurses vom 7. April 2017 liegt, ist der Wert des Hauptangebotspreises 1.6% unterhalb des kommunizierten Gegenwerts von CHF 14.00 (bzw. 2.5% unterhalb des kommunizierten Gegenwertes im Falle des Alternativangebotspreises), sofern auf den 60-Tage VWAP als Bewertungsparameter für die Aktienkomponente abgestellt wird (anstelle des Schlusskurses am letzten Handelstag vor Voranmeldung).

4. Ergebnis des Gutachtens

Abbildung 17: Zusammenfassung der Bewertungsmethoden



Die sogenannte „Sum-of-the-Parts“ Methode, welche für das existierende US Kerngeschäft und die neuen Geschäftsbereiche, welche 2017 die Tätigkeit aufnehmen sollen (d.h. die GE Kooperation und das türkische JV) separate und individuelle Bewertungen vornimmt, wird nach Ansicht von Raiffeisen der Ausgangslage am besten gerecht. Die Einzelbewertung der Geschäftsbereiche erlaubt es, die spezifischen Risiken der aktuellen und zukünftigen Geschäftsaktivitäten einzeln zu berücksichtigen:

- Für das existierende US Kerngeschäft nehmen wir als primäre Methode eine DCF Bewertung des Management Business Plans vor.
- Für die GE Kooperation, für welche es sowohl das Risiko einer Nichtimplementierung als auch jenes einer späteren Beendigung gibt, verwenden wir eine risikoadjustierte Nettobarwertmethode (wobei die von Raiffeisen verwendeten Fortführungswahrscheinlichkeiten in Abschnitt 3.3 unter den Residualwertannahmen diskutiert werden).
- Für das türkische JV verwenden wir eine DCF-Methode, welche im Diskontsatz sowohl ein spezifisches Länderrisiko für die Türkei als auch in der Planungsperiode 2017-21 zusätzlich spezifische Eigenkapitalkosten berücksichtigt, um der Start-up Situation des türkischen JVs, welches aktuell noch keine Umsätze erwirtschaftet, gerecht zu werden (Vergleiche dazu die Diskussion in Abschnitt 3.4 unter Länderrisikoprämie und Vorbehalt in Bezug auf das türkische JV).

Auf Basis dieser Einzelbewertungsüberlegungen haben wir die Resultate spezifischer Sensitivitätsanalysen verwendet, um die relevante Wertbandbreite zu ermitteln. Diese liegt zwischen CHF 12.65 und CHF 16.54

pro LifeWatch Namenaktie. Der Wert des Basisszenarios ist bei CHF 14.12 pro Aktie, was etwas unterhalb des Mittelwertes der ermittelten Wertbandbreite liegt. Diese Asymmetrie lässt sich auf die Verteilung der für die GE Kooperation im Basisszenario verwendeten Implementations- und Fortführungswahrscheinlichkeiten zurückführen, welche in einem gewissen Sinne den Optionscharakter dieses Geschäftes für die LifeWatch-Aktionäre reflektiert.

Um die Plausibilität der „Sum-of-the-Parts“ Bewertung validieren zu können, ist es sinnvoll, die erhaltene Wertbandbreite mit den Bandbreiten anderer Bewertungsmethoden zu vergleichen:

- (a) Der untere Rand der Bandbreite bei einer Bewertung mittels vergleichbarer kotierter Gesellschaften (CompCo) liegt bei CHF 12.39 pro Aktie, berücksichtigt aber lediglich das Potenzial des US Kerngeschäfts. Das obere Ende der Wertbandbreite aus vergleichbaren kotierten Gesellschaften von CHF 17.32 pro Aktie schliesst zusätzlich das volle Potenzial der GE Kooperation und des türkischen JVs ohne spezifische Risikoabschläge mit ein. Folglich ist das obere Ende der Wertbandbreite aus vergleichbaren kotierten Gesellschaften höher als das obere Ende der „Sum-of-the-Parts“-Methode, welche einen Länderrisiko- und Start-up-Zuschlag für das Joint Venture sowie eine hohe, aber nicht 100%ige Implementations- und Fortführungswahrscheinlichkeit für die langfristige Weiterführung der GE Kooperation impliziert.
- (b) Die Bewertungsbandbreite aus vergleichbaren Akquisitionen (Compac) liegt zwischen CHF 15.04 und CHF 16.65 pro LifeWatch-Aktie und ist damit am oberen Ende der „Sum-of-the-Parts“-Wertbandbreite angesiedelt, was potenziell die Synergieeffekte aus Übernahmesituationen indizieren könnte. Da es jedoch einen Mangel an aussagekräftigen Profitabilitätsdaten bei den Vergleichstransaktionen gibt (und aufgrund der Einmaleffekte auch keine robuste LTM Profitabilitätskennzahl bei LifeWatch), mussten wir uns bei der Bewertung mittels vergleichbarer M&A-Transaktionen auf Umsatzmultiplikatoren abstützen. Die Bandbreite, welche aus den Umsatzmultiplikatoren aus vergleichbaren Transaktionen resultiert, kann als sinnvoller Bewertungsansatz angesehen werden, falls potenzielle Käufer davon absehen würden, LifeWatch mit einem Bewertungsabschlag zu versehen, welcher sich aus der im Vergleich zur Konkurrenzgruppe noch etwas tieferen Profitabilität der LifeWatch ableitet.
- (c) Die Bewertungsbandbreite, welche sich aus den bezahlten Prämien bei früheren Übernahmestransaktionen ableitet (CHF 13.15 bis CHF 14.15 pro Aktie), stützt das untere Ende der Sum-of-the-Parts Wertbandbreite.

Basierend auf der Wertbandbreite von CHF 12.65 bis CHF 16.54 pro LifeWatch-Aktie, welche sich aus einer Cashflow basierten Einzelwertbetrachtung sowohl der aktuellen als auch der zukünftig geplanten Geschäftsaktivitäten per Bewertungsstichtag (24. März 2017) herleitet, ist das BioTelemetry-Angebot mit einem Gegenwert von CHF 14.00 (basierend auf dem BioTelemetry Schlusskurs vom 7. April 2017) aus finanzieller Sicht fair und angemessen. Falls der 60-Tage VWAP von USD 25.73 (äquivalent zu CHF 25.88 basierend auf dem offiziellen USD/CHF SNB-Wechselkurs per 7. April 2017) anstelle des Schlusskurses vom 7. April 2017 verwendet wird, beläuft sich der Gegenwert des Hauptangebotspreises auf CHF 13.77 (bzw. CHF 13.65 für den Alternativangebotspreis). Basierend auf der gleichen Wertbandbreite von CHF 12.65 bis

CHF 16.54 pro LifeWatch-Aktie, dafür aber mit einer 60-Tage VWAP-Bewertung der BioTelemetry-Stammaktien, sind sowohl der Hauptangebotspreis wie auch der Alternativangebotspreis aus unserer Sicht finanziell fair und angemessen.

In dieser Beziehung muss angemerkt werden, dass in der Periode zwischen Voranmeldung und dem letztendlichen Vollzug des BioTelemetry-Angebotes sich sowohl der USD/CHF Wechselkurs wie auch der Marktwert der neu auszugebenden BioTelemetry-Stammaktien zum Vor- oder Nachteil der LifeWatch-Aktionäre ändern können. Sämtliche Veränderungen im USD/CHF Wechselkurs als auch im Aktienkurs der BioTelemetry-Stammaktien nach dem 7. April 2017 werden sowohl den absoluten Gegenwert des BioTelemetry-Angebotes als auch den relativen Wert des Hauptangebotspreises und des Alternativangebotspreises verschieben. Solche Kursänderungen sind in dieser Fairness Opinion in keiner Weise berücksichtigt.

Wichtige steuerliche Erwägungen für die LifeWatch-Aktionäre

Das Ergebnis dieser Fairness Opinion berücksichtigt die potenziellen Steuerfolgen des BioTelemetry-Angebotes (oder anderer Angebote) für einzelne LifeWatch-Aktionäre nicht. Unter anderem verweisen wir auf Abschnitt VI. „WICHTIGER HINWEIS BETREFFEND ISRAELISCHE STEUERN“ der BioTelemetry-Voranmeldung des öffentlichen Kauf- und Tauschangebotes vom 9. April 2017:

Der Erhalt von Bargeld und BioTelemetry-Stammaktien im Austausch gegen LifeWatch-Aktien gemäss dem BioTelemetry-Angebot stellt einen steuerbaren Verkauf nach dem israelischen Einkommenssteuergesetz dar, da LifeWatch mit der LifeWatch Technologies, Ltd. in Rehovot/Israel eine Tochtergesellschaft besitzt, welche wiederum indirekte Eigentümerin der LifeWatch Services ist, einer US-Gesellschaft, die für einen erheblichen Teil des Umsatzes des Konzerns verantwortlich ist. Die Zahlung des Angebotspreises durch BioTelemetry ist möglicherweise von der israelischen ersatzweisen Quellensteuer befreit, falls gewisse Bedingungen erfüllt sind, wie die Vorlage einer von der israelischen Steuerbehörde entsprechend ausgestellten Ausnahmegenehmigung betreffend Quellensteuer beim Verkauf der LifeWatch-Aktien oder der Gewährung eines israelischen Steuerrulings für Aktionäre mit einer Beteiligung von weniger als 5% und ohne Wohnsitz in Israel bzw. den Bedingungen gemäss den genauen Bestimmungen des Rulings. Es ist noch nicht sicher, dass ein entsprechendes Ruling gewährt werden wird und dass es Aktionäre, welche weniger als 5% der LifeWatch-Aktien halten und welche eine Bestätigung abgeben, dass sie keinen Wohnsitz in Israel haben sowie ihre Aktien am oder nach dem 1. Januar 2009, oder einem anderen in dem Steuerruling angegebenen Datum, erworben haben, von der israelischen Quellensteuer befreit wird. Ausführlichere Informationen zu den israelischen Steuerfolgen und den potentiellen steuerlichen Auswirkungen in anderen Ländern werden im Angebotsprospekt der BioTelemetry zu finden sein, u.a. im Abschnitt bezüglich den Steuerfolgen des BioTelemetry-Angebotes.

Raiffeisen weist darauf hin, dass die möglichen steuerlichen Implikationen, welche sich aus dem BioTelemetry-Angebot ergeben, in dieser Fairness Opinion nicht berücksichtigt sind und dass die

individuellen steuerlichen Implikationen einen Einfluss auf die finanzielle Angemessenheit des BioTelemetry-Angebotes haben können.

Folgerichtig fordern wir Inhaber von LifeWatch-Aktien auf, sich bezüglich der Steuerfolgen des BioTelemetry-Angebotes (bzw. anderer Angebote für LifeWatch) steuerlich beraten zu lassen.

Zürich, 21. April 2017

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft

sig. Alexander Cassani

sig. Niklaus Müller

Anhang 1

Multiplikatoren vergleichbarer Gesellschaften

Gesellschaft	Land	Währung	Aktienkurs 24.03.2014	Marktkapitali- sierung (in Mio.)	UW/Umsatz Multiplikator			UW/EBITDA Multiplikator			UW/EBIT Multiplikator			LFY	LFY	
					2016a	2017e	2018e	2016a	2017e	2018e	2016a	2017e	2018e	EBITDA Marge	EBIT Marge	
Kerngesellschaften																
BioTelemetry Inc.	USA	USD	26.6	830.8	3.9x	3.5x	3.2x	20.0x	15.4x	13.4x	30.6x	30.2x	23.7x	19.6%	12.8%	
iRhythm Technologies Inc.	USA	USD	35.4	586.8	8.0x	5.8x	4.3x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-23.0%	-24.3%	
SHL Telemedicine Ltd.	Switzerland	CHF	7.1	74.3	2.5x(e)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-2.1%	-21.6%	
Medicalgorithmics SA	Poland	PLN	341.9	1'233.1	10.1x(e)	4.5x	3.7x	55.3x(e)	14.3x	11.5x	62.7x(e)	n/a	n/a	18.3%	16.2%	
Weitere Vergleichsgesellschaften																
Masimo Corporation	USA	USD	93.2	3'814.7	4.9x	4.5x	4.2x	20.1x	17.3x	16.0x	22.3x	18.7x	17.3x	24.2%	21.8%	
Medtronic PLC	Ireland	USD	81.0	115'214.5	4.7x	4.4x	4.3x	17.0x	13.9x	12.8x	26.7x	15.5x	14.4x	27.4%	17.4%	
Hill-Rom Holdings, Inc.	USA	USD	70.1	4'670.3	2.5x	2.4x	2.3x	13.1x	11.5x	10.7x	22.3x	14.1x	13.1x	19.1%	11.1%	
Durchschnitt					5.2x	4.2x	3.7x	25.1x	14.5x	12.9x	32.9x	19.6x	17.1x			
Durchschnitt ohne min/max					4.8x	4.2x	3.8x	19.0x	14.5x	12.6x	26.6x	17.1x	15.8x			
Median					4.7x	4.5x	3.9x	20.0x	14.3x	12.8x	26.7x	17.1x	15.8x			

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen

Anhang 2

Vorangegangene Transaktionen

Zielgesellschaft	Anbieter	Vollzugsdatum	Zahlungsart	Unternehmenswert (UW) (in USD Mio.)	LTM UW/Umsatz-multiplikator	LTM UW/EBITDA Multiplikator
Mortara Instrument	Hill-Rom	Feb 17	Cash	330	2.9	n/a
Sorin Group	Cyberonics	Okt 15	Share	1,505	1.8	11.0
Welch Allyn	Hill-Rom	Sep 15	Mixed	2,050	2.9	n/a
SHL	Shanghai Jiuchuan Investment	kein Vollzug	Cash	116	2.8	15.5
DR Systems	Merge Healthcare	Feb 15	Cash	70	1.6	6.8
Pulsion Medical Systems	Maquet Getinge Group	Feb 14	Cash	189	4.1	12.5
Suntech Medical	Halma	Mai 12	Cash	52	2.3	n/a
Durchschnitt					2.6	11.5
Durchschnitt ohne min/max					2.5	11.8
Median					2.8	11.8

Quelle: Mergermarket

Anhang 3

Public Takeover Prämien seit 1. Januar 2017 – Ausgewählte Transaktionen

Zielgesellschaft	Übernehmende Gesellschaft	Datum der Ankündigung	Total Transaktionswert (Eigenkapital in CHF Mio.)	Beteiligung Zielgesellschaft bei Ankündigung	Beteiligung Zielgesellschaft erreicht	Minimales Akzeptanzniveau	Prämie basierend auf VWAP	Baranteil
Gétaz Romang Holding	CRH Europe Holding	05.03.2007	537	32.5%	99%	67%	25%	100%
SEZ	LAM	11.12.2007	639	6.7%	95%	67%	54%	100%
Baumgartner ¹⁾	Behr Bircher Cellpack	29.02.2008	60	25.6%	91%	67%	11%	100%
Ciba	BASF	15.09.2008	3'346	1.5%	95%	67%	64%	100%
Winterthur Technologie AG	3 M (Schweiz)	06.12.2010	363	14.4%	85%	67%	23%	100%
Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen III AG	17.01.2011	267	33.0%	81%	50%	7%	100%
Schulthess Group AG	Nibe Industrier AB	11.04.2011	629	31.1%	97%	67%	26%	60%
Newave Energy Holding AG	ABB Schweiz AG	12.12.2011	169	0.0%	99%	67%	36%	100%
Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	02.10.2013	398	0.0%	94%	67%	53%	100%
Victoria Jungfrau Collection AG ²⁾	Aevis Holding SA	24.10.2013	86	10.7%	71%	51%	70%	100%
Publigroupe SA	Swisscom AG	17.04.2014	473	23.0%	98%	67%	73%	100%
Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	15.09.2014	1'997	4.6%	97%	67%	7%	100%
Swisslog Holding AG	KUKA Aktiengesellschaft	25.09.2014	338	0.4%	92%	67%	14%	100%
Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	17.12.2015	210	0.0%	94%	67%	63%	100%
Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding AG	02.02.2016	1'360	0.0%	91%	67%	34%	100%
gategroup Holding AG	HNA Group Co.	11.04.2016	1'384	0.8%	96%	67%	37%	100%

Durchschnittlich bezahlte Prämie (relevante Transaktionen)

37.3%

¹⁾ Angebotsverbesserung durch Bieter

²⁾ Bieterwettbewerb

Quellen: Takeover.ch, Raiffeisen

Anhang 4

Berechnung des Beta Faktors

Vergleichsgesellschaft	Levered Beta ¹⁾	Nettoverschuldung / Marktkapitalisierung	Grenzsteuersatz ²⁾	Unlevering Faktor ³⁾	Unlevered Beta ⁴⁾
Biotelemetry	0.95	(1.7%)	35.0%	1.01	0.96
Masimo Corp	0.95	(11.5%)	35.0%	1.08	1.02
Hill-Rom	1.12	40.3%	35.0%	0.79	0.89
Medtronic	0.87	17.1%	23.6%	0.88	0.77
Durchschnitt	0.97	11.1%	32.2%	0.94	0.91
Median	0.95	7.7%	35.0%	0.95	0.93
Excluded:					
iRhythm Technologies ⁵⁾	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
SHL Telemedicine ⁶⁾	0.17	15.2%	25.0%	0.90	0.15
Medicalgorithmics SA ⁵⁾	0.53	2.0%	19.0%	0.98	0.52

1) Quelle: Bloomberg

2) Marginaler Steuersatz: gemäss Geschäftsberichte; KPMG Unternehmenssteuern 2016

3) Unlevering Faktor = $1/(1+(1-\text{Grenzsteuersatz}) \times (\text{Fremdkapital}/\text{Marktkapitalisierung}))$

4) Unlevered Beta = levered adjustiertes Beta * unlevering Faktor

5) Zu kurzer Beobachtungszeitraum seit dem IPO

6) Tiefe Handelsliquidität

Kontaktangaben

Raiffeisen Schweiz
Corporate Finance
Stampfenbachstrasse 114
Postfach 6326
8050 Zürich

Alexander Cassani
Corporate Finance
Co-Head
+41 44 226 72 69
alexander.cassani@raiffeisen.ch

Dr. Niklaus Müller
Corporate Finance
Co-Head
+41 44 226 72 67
niklaus.mueller@raiffeisen.ch

Venhar Fejzulahi
Corporate Finance
Associate
+41 44 226 72 65
venhar.fejzulahi@raiffeisen.ch