



# **Bewertungsgutachten**

## **ACRON HELVETIA VII Immobilien AG**

7. Oktober 2016

## Abkürzungs- und Begriffsverzeichnis

Abkürzung	Bedeutung
AHVII	ACRON Helvetia VII Immobilien AG, Zürich
Anbieterin	ASPA bzw. ACRON Swiss Premium Assets AG
ASPA	ACRON Swiss Premium Assets AG, Zug
AXA	AXA Leben AG, Winterthur
BDO	BDO AG, Zürich
CHF/TCHF/MCHF	Schweizer Franken / Tausend Schweizer Franken / Millionen Schweizer Franken
EPRA-NAV	NAV vor latenten Steuern gemäss den Empfehlungen der European Public Real Estate Association (EPRA)
FinfraG	Finanzmarktinfrastrukturgesetz
FinfraV-FINMA	Finanzmarktinfrastrukturverordnung der FINMA
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
GJ	Geschäftsjahr
inkl.	inklusive
Mio.	Million
MWST	Mehrwertsteuer
n.a.	nicht verfügbar (not available)

Abkürzung	Bedeutung
NAV	Net Asset Value / Nettosubstanzwert
Portikon	Liegenschaft im Besitz der AHVII
UEV	Übernahmeverordnung
VWAP-60	Volumengewichteter Durchschnittkurs der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots
z.B.	zum Beispiel
Zielgesellschaft	AHVII bzw. ACRON Helvetia VII Immobilien AG

## Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	1
2. Unternehmensbeschreibung	4
3. Grundlagen der Bewertung	6
4. Wertüberlegung	9
5. Gesamtbeurteilung	13

# Kapitel 1

## Einleitung

## Ausgangslage

### Angebot

- Gemäss Kaufangebot vom 10. Oktober 2016 unterbreitet die ACRON Swiss Premium Assets AG, Zug ("ASPA" oder "Anbieterin") ein öffentliches Kaufangebot ("Angebot") für alle sich im Publikum befindlichen Aktien der ACRON HELVETIA VII Immobilien AG, Zürich ("AHVII" oder "Zielgesellschaft").

Firma	Valor/Ticker	Börsenplatz	Kotierung seit
ACRON HELVETIA Immobilien AG	4981363/AHGN	BX Berne Exchange	17.10.2011

Quelle: BX Berne Exchange

- Es gab keine Voranmeldung, das Angebot wurde direkt mit der Publikation des Prospekts veröffentlicht. Beim Angebot handelt es sich um ein Pflichtangebot im Sinne von Art. 135 FinfraG. Es wird unterbreitet, weil die Anbieterin am 8. Juni 2016 mit dem Kauf des Aktienanteils der AXA Leben AG, Winterthur ("AXA") an der Zielgesellschaft 326'050 Namenaktien erwarb, was einem Stimmrechtsanteil von 59.28% entspricht. Damit überschritt sie den relevanten Grenzwert von 33<sup>1/3</sup>% und ist folglich angebotspflichtig.
- Der Erwerb der Beteiligung der AXA durch die Anbieterin erfolgte, um sicherzustellen, dass weiterhin Ausschüttungen aus der Zielgesellschaft an die Aktionäre vorgenommen werden können. AXA beabsichtigte, diese Ausschüttungen zukünftig zu verhindern.
- Für den Kauf des Anteils von AXA bezahlte ASPA einen Preis von CHF 90.00 pro Namenaktie von AHVII.
- ASPA bietet einen Preis von CHF 95.00 pro vollständig liberierter Namenaktie der Zielgesellschaft mit einem Nennwert von CHF 60.75, abzüglich des Bruttobetrags allfälliger Ausschüttungen und die Folgen allfälliger Verwässerungseffekte ab dem Datum des Angebots.
- Das Angebot erfolgt zum Preis von CHF 95.00 pro Namenaktie der Zielgesellschaft. Im Einklang mit Art. 135 Abs. 2 FinfraG ist der Mindestpreis der höhere der beiden Werte:
  - Börsenkurs (Art. 135 Abs. 2 lit. A FinfraG; Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA); da die Aktie der Zielgesellschaft im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA nicht liquid ist, muss auf eine Bewertung einer Prüfstelle abgestellt werden.
  - Höchster von der Anbieterin bezahlter Preis (Art. 135 Abs. 2 lit. b FinfraG).

- Das öffentliche Kaufangebot bezieht sich, unter Vorbehalt der Restriktionen des Angebots, auf alle sich im Publikum befindenden AHVII Namenaktien. ASPA und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen halten per 10. Oktober 2016, dem Datum des Angebots, 327'225 AHVII Namenaktien. Demzufolge bezieht sich das Angebot auf eine Anzahl von maximal 222'775 Namenaktien.

### ACRON HELVETIA VII Immobilien AG per 10. Oktober 2016

Total Anzahl ausgegebene Anzahl Aktien	550'000	100.00%
Von der Anbieterin oder mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen gehaltenen Aktien	-327'225	59.28%
<b>Vom Angebot erfasste Aktien</b>	<b>222'775</b>	<b>40.72%</b>

Quelle: Angebotsprospekt

- ASPA und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen halten per 7. Oktober 2016 weder Options- noch Wandelrechte zum Bezug oder Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft und auch keine anderen Finanzinstrumente auf deren Namenaktien.
- Der volumengewichtete Durchschnittskurs während der letzten 60 Börsentage ("VWAP-60") vor Veröffentlichung des Angebots am 10. Oktober 2016 beträgt CHF 96.23 für eine Namenaktie der Zielgesellschaft.

### Gesetzliche Grundlage

- Die Namenaktie der AHVII ist im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FINFRA-FINMA (vgl. dazu auch UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 4. März 2010: Liquidität im Sinne des Übernahmerechts) als illiquid zu betrachten. Das Handelsvolumen der AHVII Namenaktien lag im relevanten Betrachtungszeitraum vor der Veröffentlichung des Angebots (Oktober 2015 bis und mit September 2016) mit Ausnahme von einem Monat unter der Liquiditätsschwelle von 0.04%.
- Sind die Aktien der Zielgesellschaft vor der Veröffentlichung des Angebots nicht liquid, so ist gemäss Art. 24 Abs. 6 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentlichen Kaufangebote ("UEV") auf die Bewertung einer Prüfstelle abzustellen.

# Auftrag und grundsätzliches Vorgehen

## Auftrag an BDO

- Basierend auf dieser Ausgangslage hat ASPA die BDO AG, Zürich ("BDO") damit beauftragt, eine Bewertung einer Namenaktie der Zielgesellschaft vorzunehmen. Die Details sind in der Auftragsbestätigung vom 18. Juli 2016 definiert.
- Der Bewertungszeitpunkt ist der 7. Oktober 2016, der letzte Handelstag vor der beabsichtigten Unterbreitung des Angebots vom 10. Oktober 2016 für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Zielgesellschaft.
- Das hier vorliegende Bewertungsgutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Angebot anzunehmen oder abzulehnen. Im Weiteren enthält es keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann und macht auch keine Aussage über den zukünftigen Wert einer Namenaktie der Zielgesellschaft.
- Unsere hier vorliegende Bewertung basiert grösstenteils auf Informationen, welche uns von der Zielgesellschaft zur Verfügung gestellt worden sind. Unsere Verantwortung beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung dieser Informationen.
- Das Bewertungsgutachten darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

## Beurteilungsvorgehen

- BDO stellte für die Bewertung einer Namenaktie von AHVII eigene Wertüberlegungen an. Im Wesentlichen waren die folgenden Schritte Bestandteil unserer Arbeiten:
  - Beschaffung relevanter Informationen;
  - Analyse der Informationen;
  - Bewertungsüberlegungen zu AHVII auf der Grundlage von angemessenen und anerkannten Bewertungsmethoden;
  - Konklusion des Wertes durch BDO.
- Die hier vorliegende Bewertung wurde von uns aus Sicht aller Publikumsaktionäre von AHVII erstellt. Es wurden keine steuerlichen und anderen Effekte als Folge des Annahme des Angebots auf Seiten der Aktionäre berücksichtigt, dies wäre aufgrund der verschiedenen individuellen Voraussetzungen der Aktionäre nicht möglich und darstellbar.

# Kapitel 2

## Unternehmensbeschreibung

# ACRON HELVETIA Immobilien AG

## Kurzprofil

- AHVII ist eine Aktiengesellschaft nach Schweizerischem Recht mit Sitz in Zürich. Die Gesellschaft wurde am 15. Dezember 2008 in Genf gegründet und am 17. Dezember 2008 ins dortige Handelsregister eingetragen. Mit Beschluss der Generalversammlung vom 20. April 2009 erfolgte der Sitzwechsel nach Zürich.
- Die Gesellschaft verfügt über ein voll liberiertes Aktienkapital von 550'000 Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 60.76.
- Die Aktien der AHVII sind seit Oktober 2011 an der BX Berne Exchange kotiert (Ticker AHGN, ISIN CH0049813634).
- Einziger Zweck der Gesellschaft ist die Verwaltung der vollständig in ihrem Eigentum stehenden Liegenschaft Portikon ("Portikon") an der Thurgauerstrasse 130 in 8152 Opfikon.
- Die Gesellschaft wird keine weiteren Immobilien für ihr Portfolio erwerben, einziges Objekt ist und bleibt Portikon.
- Portikon ist Teil des neu geschaffenen Entwicklungsgebietes Glattpark auf dem Gemeindegebiet von Opfikon, einem gemischten Wohn- und Büroareal unmittelbar an die Stadt Zürich angrenzend und gleichzeitig in der Nähe des Flughafens Zürich.
- Mit der Realisierung des Glattparks wurde im Jahr 2001 begonnen. Bis ins Jahr 2020 soll der Glattpark Raum für rund 7'000 Bewohner und in etwa die gleiche Anzahl Arbeitsplätze bieten.
- Bei Portikon handelt es sich um eine reine Geschäftsliegenschaft, welche aktuell vollvermietet ist. Die wesentlichen Kennzahlen der Liegenschaft sind nachfolgend dargestellt:
- Im letzten Geschäftsjahr 2015 wurde ein effektiver Liegenschaftserfolg von rund CHF 7.7 Millionen erwirtschaftet (Mieteinnahmen abzüglich Verwaltungskosten und sonstige betriebliche Erträge, exklusiv Verlust aus Neubewertung und Kosten gemäss Dienstleistungsvertrag mit ACRON AG, siehe dazu auch den Geschäftsbericht der AHVII per 31. Dezember 2015, Seiten 14 und 21).
- Das Gebäude wurde im Juni 2009 fertiggestellt und ist seit dem 1. Juli 2009 betriebsbereit. Die Gesamtmietfläche beträgt 18'801 m<sup>2</sup>, verteilt auf insgesamt sechs Bürogeschosse, zwei Untergeschosse und ein Erdgeschoss.
- Das Gebäude ist seit der Fertigstellung vollvermietet und weist keine Leerstände auf. Insgesamt sind in der Liegenschaft fünf Mieter ansässig, wobei knapp 91% der Mietfläche auf zwei Ankermieter (Baxter Healthcare SA und Takeda Pharmaceuticals) entfällt. Sämtliche bestehende Mietverträge laufen per Ende des Jahres 2019 aus.
- Per 30. Juni 2016 hat die Firma Wüest & Partner, Zürich, welche das Gebäude halbjährlich bewertet, einen Liegenschaftswert von CHF 141'820'000 ermittelt. Im Vergleich zur Bewertung per 31. Dezember 2015 hat der Wert damit um rund 1% abgenommen (minus CHF 1'380'000). Die Gründe dafür liegen in der Annahme von steigenden Betriebs-, Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten aufgrund des fortschreitenden Alters des Gebäudes und der höheren Annahme des Ertragsausfalls während der Instandsetzung nach Ablauf der bestehenden Mietverträge.

Baujahr	Mietfläche <sup>1)</sup>	Ist Mietertrag p.a.	Nutzung	Marktwert Dezember 2015 <sup>2)</sup>	Marktwert Juni 2016 <sup>2)</sup>
2009	18'801 m <sup>2</sup>	CHF 7'893'237	80% Büro	143'200'000	141'820'000

Quelle: AHVII

<sup>1)</sup> ohne Aussenfläche

<sup>2)</sup> gemäss Bewertungen Wüest & Partner



# Kapitel 3

## Grundlagen der Bewertung

# Bewertungsgrundsätze

## Grundsätze

- Für AHVII wird der Preis pro Aktie ermittelt, für dessen Berechnung die unabhängige Weiterführung von AHVII angenommen wurde. Effekte von zukünftigen Übernahmen sowie mögliche Synergiepotentiale wurden in der Bewertung nicht berücksichtigt. Unsere Bewertungsarbeiten basieren folglich auf der Basis von Stand-Alone und Going-Concern.
- Wie vorstehend beschrieben, begründet sich die Grundlage für das Pflichtangebot dadurch, dass die Anbieterin mit dem Kauf des Aktienanteils von AXA in der Höhe von 59.28% den gesetzlich vorgeschriebenen Grenzwert von 33<sup>1/3</sup>% aller ausstehenden Aktien erreicht bzw. überschritten hat.
- Erläuterungen und Unterlagen von AHVII zur Berechnung der latenten Steuer-rückstellung.

## Anzahl vom Angebot erfasste Namenaktie der AHVII

- Ziel der Bewertung ist es, den Preis einer Namenaktie der AHVII per 7. Oktober 2016, dem letzten Handelstag vor dem Angebot vom 10. Oktober 2016 zu bestimmen.
- Zum Bewertungszeitpunkt besteht das Aktienkapital der AHVII aus 550'000 Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 60.76.

## Informationsquellen

- Die Grundlage für die Ermittlung des Wertes bilden historische Finanzdaten (Geschäftsbericht 2015) sowie ein Management Forecast für das aktuelle Jahr 2016.
- Unsere Bewertungsüberlegungen basieren auf den öffentlich verfügbaren Informationen und den von AHVII zur Verfügung gestellten Daten und Unterlagen. Im Weiteren stützen wir uns auf Informationen zu den für AHVII relevanten Märkten. Zusammenfassend stützen wir uns auf folgende Informationen ab:
  - Geprüfter Jahresabschluss der AHVII für das Jahr 2015, sowie weitere Veröffentlichungen;
  - Ungeprüfter Zwischenabschluss der AHVII per 30. Juni 2016;
  - Budget für das Jahr 2016;
  - Finanzmarktdaten (Thomson Reuters EIKON, BX Berne Exchange);
  - Immobiliengutachten von Wüest & Partner für die Geschäftsliegenschaft Portikon per 31. Dezember 2015, erstellt am 3. Februar 2016;
  - Aktuelles Immobiliengutachten von Wüest & Partner für die Geschäftsliegenschaft Portikon per 30. Juni 2016, erstellt am 8. August 2016;
  - Aktienkaufvertrag zwischen AXA und ASPA vom 8. Juni 2016 für den Kauf von 326'050 Namenaktien (59.28%) der AHVII; und

# Bewertungsmethoden und Vorgehen

## Wahl der Bewertungsmethoden und Vorgehen

- Der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft ist grundsätzlich eine verlässliche Indikation für den Marktwert eines Unternehmens, da unabhängige Dritte in einem öffentlichen Markt auf der Basis von Angebot und Nachfrage einen Preis vereinbaren. Dies setzt jedoch voraus, dass eine genügend grosse Anzahl von Aktien regelmässig gehandelt wird, damit der Handel der Aktien als liquide bezeichnet werden kann.
- Im Fall von AHVII ist dies jedoch nicht der Fall. Die Aktien werden in nur sehr geringem Umfang an einigen wenigen Tagen gehandelt. Der Titel ist somit illiquid und folglich eignet sich der Börsenkurs nicht als Indikator für einen fairen Wert.
- Der Preis einer Namenaktie von AHVII basierend auf dem 60 Tages VWAP ist deshalb kein relevanter Wert, sondern dient in der vorliegenden Bewertung lediglich zur Einordnung des Ergebnisses in den Kontext des aktuellen Börsenhandels.

## Angewandte Bewertungsmethode - Substanzwert

- Hauptmethode bei der Bewertung von Immobilien-Beteiligungsgesellschaften wie AHVII ist grundsätzlich die Substanzwertmethode ("NAV"). Bei diesem Ansatz wird der Wert des Eigenkapitals des Unternehmens als Differenz zwischen den Aktiven und der Schulden berechnet.
- Um einen Marktwert des Eigenkapitals zu erhalten, werden sämtliche Bilanzwerte in Bezug auf ihre individuellen Auf- und Abwertungspotentiale überprüft, wenn nötig, erfolgt eine Neubewertung. Dabei ist zu beachten, dass eine Nettoaufwertung der Bilanzpositionen zu einer latenten Steuerverbindlichkeit führt, während eine Nettoabwertung zu einem latenten Steuerguthaben führt.
- Zur Ermittlung des NAV pro AHVII Namenaktie wurde wie folgt vorgegangen:
  1. Wesentliche Bilanzposition von AHVII ist die Geschäftsliegenschaft Portikon. Diese wird zweimal jährlich (jeweils per 31. Dezember und 30. Juni) durch Wüest & Partner bewertet. Diese Bewertung erfolgt mit der Discounted Cashflow Methode ("DCF") auf der Basis der zukünftigen Mieterträge, Verwaltungs- und Betriebskosten sowie Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten. Wir haben das Gutachten von Wüest & Partner vom 3. Februar 2016 und 8. August 2016 kritisch beurteilt. Weitere Vermögenswerte und Schulden von AHVII wurden in Bezug auf ihr jeweiliges Aufwertung- oder Abwertungspotential analysiert und wenn nötig angepasst.
  2. Es wurde analysiert, auf welcher Basis der Kaufpreis von CHF 90.00 pro Namenaktie von AHVII zwischen ASPA und AXA zustande gekommen ist. Dieser Wert bildet die Basis für unsere Wertkonklusion.

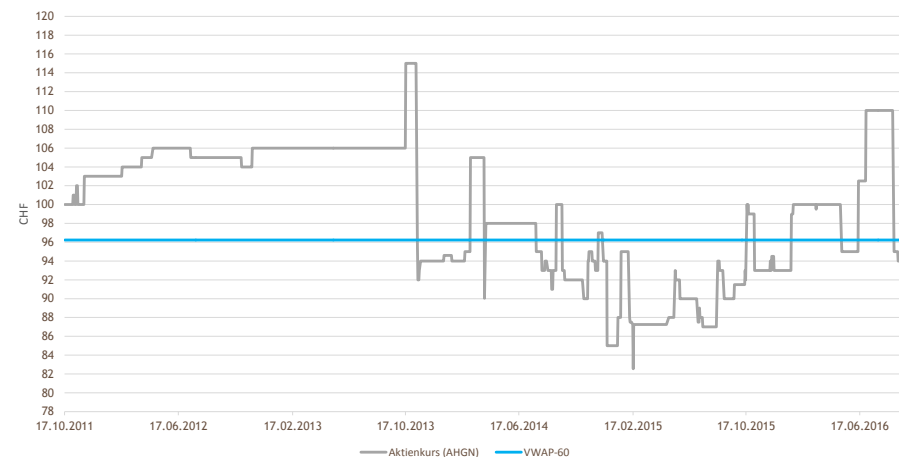
# Kapitel 4

## Wertüberlegung

# Aktienpreisanalyse

## Analyse des Aktienpreises

- Der Schlusskurs der Namenaktie von AHVII an der BX Berne Exchange lag zum Bewertungszeitpunkt bei CHF 100.00. Der höchste seit der Kotierung im Oktober 2011 bezahlte Preis pro Aktie lag bei CHF 115.00 (jeweils 17. Oktober und 7. November 2013), der tiefste lag bei CHF 82.55 pro Aktie (17. Februar 2015).
- Der 60 Tages VWAP (der volumengewichtete Durchschnittskurs aller während der letzten 60 Handelstage ausgeführten Aktienkäufe) beträgt zum Bewertungszeitpunkt CHF 96.23 pro Namenaktie der AHVII.
- Die Aktien der AHVII werden in nur sehr unregelmässigen Abständen an der BX Berne Exchange gehandelt. Eine Analyse des Handelsvolumens zeigt, dass seit dem ersten Handelstag bis zum letzten Tag vor Veröffentlichung des Angebots (17. Oktober 2011 bis und mit 7. Oktober 2016) von insgesamt 1'253 Handelstagen an lediglich 134 Tagen Transaktionen zu verzeichnen waren.
- Gemäss Art. 42 Abs. 4 FINFRA-FINMA (vgl. auch Rundschreiben Nr. 2 der UEK: "Liquidität im Sinne des Übernahmerechts") gilt ein Beteiligungspapier, das nicht dem Swiss Leading Index ("SLI") angehört, als liquid, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils ("Free Float") des Beteiligungspapiers ist.
- Unsere eigenen diesbezüglichen Analysen haben ergeben, dass im relevanten Betrachtungszeitraum vor der Veröffentlichung des Angebots (Oktober 2015 bis und mit September 2016) das Handelsvolumen der Namenaktien der AHVII in 11 von 12 Monaten unter der geforderten Liquiditätsschwelle von 0.04% lag.
- Aufgrund des sehr geringen Handelsvolumens haben wir dem aktuellen Börsenkurs bzw. dem VWAP der Namenaktie von AHVII eine eingeschränkte Bedeutung beigegeben. Die geringen Handelsvolumen und die grossen zeitlichen Abstände zwischen den Tagen, an denen die Aktie gehandelt wird, lassen die Vermutung zu, dass der Aktienkurs verzerrt sein kann, da unter Umständen nicht alle kursrelevanten Informationen im Aktienkurs reflektiert sind.
- Damit kann der Aktienkurs der Namenaktie von AHVII nicht als Basis für eine Wertermittlung herangezogen werden.



Quelle: BX Berne Exchange

Periode	Monat	Handelstage	Gehandelte Volumen	Median der täglichen Handelsvolumen	Float	Free Float	Liquidität gemäss UEK	Liquiditätsschwelle UEK	Resultat
1	September 16	22	800	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Unterschritten
2	August 16	22	201	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Unterschritten
3	Juli 16	21	0	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Unterschritten
4	Juni 16	22	901	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Unterschritten
5	Mai 16	20	220	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Unterschritten
6	April 16	21	0	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Unterschritten
7	März 16	21	950	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Unterschritten
8	Februar 16	21	150	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Unterschritten
9	Januar 16	20	409	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Unterschritten
10	Dezember 15	20	4299	100	223'950	40.72%	0.045%	0.04%	Überschritten
11	November 15	21	1600	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Unterschritten
12	Oktober 15	22	2720	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Unterschritten

11x Unterschritten

1x Überschritten

Quelle: BX Berne Exchange, Analyse BDO

# Substanzwert und Transaktion AXA

## Analyse des Substanzwertes per 31.12.2015

- AHVII ist eine reine Immobilienbeteiligungsgesellschaft, wobei sich die Beteiligung auf eine Liegenschaft beschränkt. Immobiliengesellschaften werden üblicherweise auf der Basis ihres NAV bewertet, wobei sich der Wert als Differenz zwischen Aktiven und Passiven ableitet.
- Der NAV pro Aktie per 31. Dezember 2015 (letzter geprüfter Abschluss der Zielgesellschaft) liegt, wie nebenstehend dargestellt, bei CHF 103.39 pro Aktie.

## Anpassung aufgrund bezahlter Preis an AXA

- Der mit AXA vereinbarte Kaufpreis vom 8. Juni 2016 von CHF 90.00 pro Aktie reflektiert einen Liegenschaftswert von rund CHF 129.5 Millionen (netto latente Steuerschulden). Inklusive der ausgewiesenen latenten Steuern liegt der Liegenschaftswert bei knapp CHF 136 Millionen und damit rund CHF 7 Millionen unter der Bewertung von Wüest & Partner per 31. Dezember 2015.
- Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass es sich bei AHVII um eine Immobilien-gesellschaft handelt, die einzig und alleine eine Gewerbeliegenschaft mit zwei Ankermietern und auslaufenden Verträgen per Ende 2019 in ihrem Portefeuille hält, stellt eine um knapp 5% abweichende Bewertung auf dem Liegenschaftswert eine nicht unübliche Differenz dar.
- Die Transaktion zwischen AXA und der Anbieterin ist eine Transaktion unter unabhängigen Dritten. Gleichzeitig ist es eine Mehrheitstransaktion (59.28% der Aktien), weshalb der bezahlte Preis einem Marktpreis entspricht. Folglich kann der bezahlte Preis mit dem Börsenkurs eines liquiden Titels gleichgesetzt werden.
- Der Betrag von CHF 90.00 entspricht somit einem marktgerechten NAV pro Aktie.

## Nennwertrückzahlung

- Mit Entscheid vom 29. August 2016 hat die Gesellschaft eine Nennwertrückzahlung in Höhe von CHF 6.25 pro Aktie beschlossen. Diese Rückzahlung führt zu einer weiteren Reduktion des marktgerechten NAV pro Aktie in gleicher Höhe.

## Zusammenfassung

- Aufgrund der vorstehend beschriebenen Nennwertrückzahlung reduziert sich der marktgerechte NAV pro Namenaktie der AHVII auf Basis des an AXA bezahlten Preises von CHF 90.00 um die Nennwertrückzahlung von CHF 6.25 auf CHF 83.75 zum Stichtag 7. Oktober 2016, dem letzten Handelstag vor Veröffentlichung des Angebots für alle sich im Publikum befindlichen Aktien der Zielgesellschaft.

CHF	31. Dez 15
Flüssige Mittel	3'787'446
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	91'709
Sonstige kurzfristige Forderungen	1'816
Aktive Rechnungsabgrenzung	128'839
<b>Total Umlaufvermögen</b>	<b>4'009'810</b>
Liegenschaft Portikon	143'200'000
<b>Total Anlagevermögen</b>	<b>143'200'000</b>
<b>Total Aktiven</b>	<b>147'209'810</b>
Verbindlichkeiten aus Forderungen und Leistungen	64'895
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	138'793
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	800'000
Passive Rechnungsabgrenzung	174'527
Kurzfristige Rückstellungen	3'226'000
Rückstellung latente Steuerschulden	6'292'440
Langfristiges Fremdkapital	79'650'000
<b>Total Fremdkapital</b>	<b>90'346'656</b>
Aktienkapital	36'855'500
Reserven	20'007'654
<b>Total Eigenkapital</b>	<b>56'863'154</b>
<b>Total Passiven</b>	<b>147'209'809</b>
NAV per 31.12.2015 gemäss geprüftem Abschluss	56'863'154
Anzahl Aktien	550'000
<b>NAV per 31.12.2015 pro Aktie <sup>1)</sup></b>	<b>103.39</b>

1) Der NAV von CHF 103.39 entspricht in der Berechnung nicht dem von AHVII im Geschäftsbericht publizierten EPRA-NAV, welcher sich vor latenten Steuern versteht.

Quelle: Geprüfter Jahresbericht per 31.12.2015

## Analyse Substanzwert per 30. Juni 2016

- Auf der Basis des ungeprüften Halbjahresabschlusses per 30. Juni 2016 und unter Berücksichtigung der aktualisierten Liegenschaftsbewertung von Wüest & Partner ergibt sich ein NAV von CHF 105.54 pro Aktie. Der Anstieg im NAV, trotz tieferer Bewertung der Liegenschaft, ist auf eine Reduktion der Finanzverbindlichkeiten zurückzuführen. Daneben wurden planmässig Hypotheken in der Höhe von CHF 400'000 zurückgeführt.
- Nicht berücksichtigt ist die vorstehend beschriebene Nennwertrückzahlung von CHF 6.25 pro Aktie gemäss Beschluss vom 29. August 2016.

## Anpassung aufgrund bezahlter Preis an AXA

- Auch unter Berücksichtigung der ungeprüften Zahlen per 30. Juni 2016, welche einen höheren NAV als per 31. Dezember 2015 ausweisen, entspricht der bezahlte Preis von CHF 90.00 pro Aktie dem marktgerechten NAV. Dies auch darum, weil der Aktienkaufvertrag zwischen AXA und ASPA am 8. Juni 2016 unterzeichnet wurde, was zeitlich näher am 30. Juni 2016 liegt, als am 31. Dezember 2015. Im Weiteren ist zu beachten, dass der von Wüest & Partner AG ermittelte Liegenschaftswert im Vergleich zum Abschluss per 31. Dezember 2015 um knapp CHF 1.4 Millionen tiefer liegt. In der Konsequenz wäre auch die Bewertung der Liegenschaft durch AXA tiefer ausgefallen, was sich letztlich wieder in einem Preis von rund CHF 90.00 pro Aktie niederschlagen würde.
- Aufgrund der Konstellation mit einer Gewerbeliegenschaft mit fixen, auslaufenden Mietverträgen, laufenden Unterhaltskosten und fixierten Rückzahlungen von Hypotheken hat die Zielgesellschaft sowohl in Bezug auf den NAV als auch auf die erzielbaren Gewinne kein effektives Wachstumspotential. Dies lässt wiederum darauf schliessen, dass der bezahlte Preis von CHF 90.00 pro Aktie nicht eine reine Stichtagesbetrachtung darstellt, sondern auch eine Zukunftskomponente enthält.
- Mit diesem Hintergrund entspricht der zwischen AXA und der Anbieterin vertraglich definierte Preis von CHF 90.00 pro Aktie auch gemäss den Zahlen per 30. Juni 2016 einem marktgerechten NAV.

## Nennwertrückzahlung

- Mit Entscheid vom 29. August 2016 hat die Gesellschaft eine Nennwertrückzahlung in Höhe von CHF 6.25 pro Aktie beschlossen. Diese Rückzahlung führt einer weiteren Reduktion des NAV pro Aktie in gleicher Höhe.

## Zusammenfassung

- Aufgrund der vorstehend beschriebenen Nennwertrückzahlung reduziert sich der NAV pro Namenaktie der AHVII auf Basis des an AXA bezahlten Preises von CHF 90.00 um die Nennwertrückzahlung von CHF 6.25 auf CHF 83.75 zum Stichtag 7. Oktober 2016, dem letzten Handelstag vor Veröffentlichung des Angebots für alle sich im Publikum befindlichen Aktien der Zielgesellschaft.

CHF	30. Jun 16
Flüssige Mittel	4'452'296
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	42'633
Sonstige kurzfristige Forderungen	1'835
Aktive Rechnungsabgrenzung	127'502
<b>Total Umlaufvermögen</b>	<b>4'624'266</b>
Liegenschaft Portikon	141'820'000
<b>Total Anlagevermögen</b>	<b>141'820'000</b>
<b>Total Aktiven</b>	<b>146'444'266</b>
Verbindlichkeiten aus Forderungen und Leistungen	95'455
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	141'919
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	800'000
Passive Rechnungsabgrenzung	67'319
Kurzfristige Rückstellungen	2'149'263
Rückstellung latente Steuerschulden	5'891'112
Langfristiges Fremdkapital	79'250'000
<b>Total Fremdkapital</b>	<b>88'395'068</b>
Aktienkapital	36'855'500
Reserven	21'193'698
<b>Total Eigenkapital</b>	<b>58'049'198</b>
<b>Total Passiven</b>	<b>146'444'266</b>
NAV per 31.12.2015 gemäss geprüftem Abschluss	58'049'198
Anzahl Aktien	550'000
<b>NAV per 30.06.2016 pro Aktie <sup>1)</sup></b>	<b>105.54</b>

1) Der NAV von CHF 105.54 entspricht in der Berechnung nicht dem von AHVII im Geschäftsbericht publizierten EPRA-NAV, welcher sich vor latenten Steuern versteht.

Quelle: Ungeprüfte Zahlen per 30.06.2016, AHVII

# Kapitel 5

## Gesamtbeurteilung



## Schlussfolgerung

- Der marktgerechte NAV pro Namenaktie von AHVII per 7. Oktober 2016 beträgt CHF 83.75. Dies gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs (VWAP-60), welcher zum Bewertungszeitpunkt CHF 96.23 beträgt.
- Der Aktienkurs von kotierten Immobiliengesellschaften liegt üblicherweise im Bereich ihres NAV. Die Differenz zwischen Aktienkurs und NAV lässt sich über das Verhältnis von Markt- zu Buchwert ausdrücken. Wir haben eine Analyse von liquiden Schweizer Immobilienbeteiligungsgesellschaften vorgenommen, um aufzuzeigen, mit welchem Aufschlag gegenüber deren NAV die Aktien gehandelt werden.
- Unsere Analyse hat ergeben, dass das Markt-Buchwertverhältnis im 5-jährigen Durchschnitt im Median bei rund 1.04x liegt.
- Für die Bestimmung des Wertes erachten wir es als angemessen, die Überlegung hinsichtlich eines Aufschlags in die Wertüberlegung einzubringen. Die Anwendung eines Markt-Buchwertverhältnisses von über 1 erachten wir aus folgenden Gründen für die Namenaktien von AHVII als nicht angemessen:
  - Aktuell wird die Namenaktie von AHVII mit einem Abschlag sowohl zum NAV per 31. Dezember 2015 als auch zum EPRA-NAV gehandelt;
  - Die Anbieterin hat im direkten Vergleich mit den anderen Gesellschaften lediglich eine Liegenschaft im Portfolio und wird auch keine weiteren dazu kaufen;
  - Die Liegenschaft Portikon hat zwei Ankermieter, welche rund 91% der Fläche in Anspruch nehmen. Die Mietverträge laufen im Jahr 2019 aus und es ist unklar, wie es danach weitergeht, insbesondere da dann auch eine Sanierung der Liegenschaft nötig sein wird.
- Unter Berücksichtigung aller vorstehend beschriebener Analysen beträgt der Wert pro Namenaktie von AHVII per 7. Oktober 2016 CHF 83.75.

Zürich, 7. Oktober 2016

BDO AG



Marcel Jans  
Partner



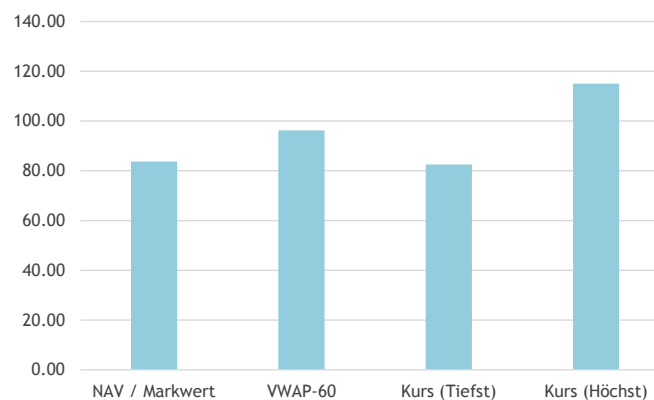
Oliver Ambs  
Direktor

## Analyse Verhältnis Markt- zu Buchwerten Vergleichsgesellschaften



Quelle: Thomson Reuters EIKON

## Werteübersicht per 7. Oktober 2016



## Kontaktinformationen

**Marcel Jans**  
Partner

E: [marcel.jans@bdo.ch](mailto:marcel.jans@bdo.ch)

T: +41 44 444 37 55

F: +41 44 444 35 35

**Oliver Ambs**  
Direktor

E: [oliver.ambs@bdo.ch](mailto:oliver.ambs@bdo.ch)

T: +41 44 444 37 52

F: +41 44 444 35 35

BDO AG  
Fabrikstrasse 50  
8031 Zürich  
Schweiz

T: +41 44 444 35 55

F: +41 44 444 35 55