

Fairness Opinion

ACRON Helvetia VII Immobilien AG

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots der ACRON Swiss Premium Assets AG für die ausstehenden Aktien der ACRON Helvetia VII Immobilien AG

Zürich, 5. Oktober 2016

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	3
1 Einleitung	4
1.1 Ausgangslage.....	4
1.2 Unser Auftrag	5
1.3 Vorgehen	6
1.4 Quellen.....	7
2 Unternehmensbeschrieb.....	9
2.1 Immobilienmarkt	9
2.2 Unternehmensstruktur ACRON VII.....	10
2.3 Liegenschaft Portikon.....	11
2.4 Finanzielle Situation ACRON VII.....	12
3 Bewertungsmethodik	13
3.1 Bewertungsansatz.....	13
3.2 Discounted Cash Flow-Ansatz.....	14
3.3 Adjusted Net Asset Value.....	16
3.4 Trading Multiples	17
4 Bewertung	18
4.1 DCF-Bewertung	18
4.2 Adjusted Net Asset Value.....	26
4.3 Trading Multiples Analyse	29
4.4 Aktienkursanalyse	30
5 Beurteilung.....	32
6 Anhang	34
6.1 Beta Analyse per 30. Juni 2016	34
6.2 Multiple Analyse per 30. Juni 2016	35

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
ACRON VII	ACRON Helvetia VII Immobilien AG
Adj.	Adjustiert
AG	Aktiengesellschaft
Aktie	Namenaktie der ACRON VII mit Nominalwert von CHF 60.76
ANAV	Adjusted Net Asset Value
Art.	Artikel
ASPA	ACRON Swiss Premium Assets AG
AXA	AXA Leben AG
BEHG	Börsengesetz
bp	Basispunkte
bzw.	Beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
GV	Generalversammlung
IFBC	IFBC AG
Liegenschaft Portikon	Geschäftsliegenschaft, Thurgauerstrasse 130, 8152 Opfikon-Glattbrugg
Mio.	Millionen
MRP	Marktrisikoprämie
NAV	Net Asset Value
NWC	Net Working Capital
resp.	respektive
u.a.	unter anderem
UEK	Übernahmekommission
UEV	Übernahmeverordnung
vgl.	vergleiche
VWAP	Volume Weighted Average Price
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z.B.	zum Beispiel

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage



ACRON VII ist eine Immobiliengesellschaft, welche eine Büroliegenschaft in Zürich-Opfikon als einziges Asset hält.

ASPA beabsichtigt die vollständige Übernahme aller ausstehenden Aktien der ACRON VII

ACRON HELVETIA VII Immobilien AG („ACRON VII“) ist eine an der BX Berne eXchange kotierte Immobiliengesellschaft, welche als einziges Asset die Büroliegenschaft Portikon im Gewerbegebiet Glattpark in Zürich-Opfikon besitzt. Die im Jahr 2009 fertiggestellte Liegenschaft verfügt über eine Nutzfläche von rund 18'800m², die als Büro, Lager und zu gastronomischen Zwecken genutzt wird.

Bis vor kurzem hielt die AXA Leben AG 59.28% der Namenaktien („Aktie“) von ACRON VII. Dieses Aktienpaket wurde am 8. Juni 2016 an die ACRON Swiss Premium Assets AG („ASPA“) für einen Preis von CHF 90.00 pro Aktie veräussert. An der Generalversammlung („GV“) der ACRON VII vom 14. Juni 2016 wurde danach eine Nominalwertreduktion des Aktienkapitals um CHF 6.25 pro Aktie auf einen Nominalwert von CHF 60.76 pro Aktie beschlossen. Bereinigt um die Kapitalherabsetzung liegt der für den Erwerb des Aktienpakets relevante Preis bei CHF 83.75.

Da durch den Erwerb des Aktienpakets die ASPA den Grenzwert von 33.33% der Stimmrechte überschritten hat, ist sie gemäss BEHG Art. 32 verpflichtet, allen anderen Aktionären ein Angebot für die ausstehenden Aktien zu unterbreiten. Gemäss dem Angebotsprospekt vom 5. Oktober 2016 beabsichtigt ASPA deshalb ein öffentliches Übernahmeangebot für alle nicht in ihrem Besitz befindlichen Titel zum Angebotspreis von CHF 95.00 je Aktie der ACRON VII.

Im Falle eines Angebots ist der Verwaltungsrat des Zielunternehmens verpflichtet, das Angebot zu prüfen und den Aktionären eine Empfehlung abzugeben. Bei öffentlichen Übernahmeangeboten wird in der Regel eine Fairness Opinion erstellt, welche die Verwaltungsräte bei ihrer Entscheidung unterstützen soll.

1.2 Unser Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion beurteilt die finanzielle Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots zum Zeitpunkt der Voranmeldung.

IFBC ist ein unabhängiger Corporate Finance-Berater und ist für die Erstellung einer Fairness Opinion gemäss UEV besonders befähigt.

Die IFBC AG („IFBC“) wurde am 16. August 2016 vom Verwaltungsrat der ACRON VII mit der Erstellung eines Gutachtens zur finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots („Fairness Opinion“) für die ACRON VII zum Zeitpunkt der Publikation des Angebotsprospekts beauftragt.

Adressat der Fairness Opinion ist ausschliesslich der Verwaltungsrat der ACRON VII, welcher sich im Rahmen seiner Stellungnahme zur Beurteilung des Angebots auf die Fairness Opinion beziehen wird. Sie darf als Ganzes öffentlich publiziert und interessierten Personen zugänglich gemacht werden. Ebenso darf im Angebotsprospekt vom 5. Oktober 2016 auf die Fairness Opinion verwiesen werden.

Eine Verwendung zu einem anderen Zweck als der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

IFBC erstellte diese Fairness Opinion als unabhängiger Corporate Finance-Berater und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt und von der Zielgesellschaft sowie den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen der ACRON VII vorausgesetzt. Das Management der ACRON VII hat bestätigt, dass es sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, gemäss welchen die zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären. Die Verantwortung von IFBC beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen (vgl. Abschnitt 1.4) und Berechnungen.

Diese Fairness Opinion wurde am 5. Oktober 2016 dem Verwaltungsrat von ACRON VII gestellt. Bewertungszeitpunkt ist der 4. Oktober 2016.

Diese Fairness Opinion liegt zusätzlich in französischer Sprache vor.

1.3 Vorgehen

Die vorliegende Einschätzung zur finanziellen Angemessenheit des Angebots von ASPA an die verbleibenden Aktionäre der ACRON VII basiert auf den Wertüberlegungen von IFBC.

Die folgenden Grundlagen für unsere Wertüberlegungen werden in diesem Bericht genauer beschrieben:

- Analyse des Unternehmens und der aktuellen Marktsituation
- Unternehmensbewertung und Ermittlung des Werts je Aktie basierend auf folgenden Bewertungsansätzen:
 - Discounted Cash Flow-Ansatz („DCF-Ansatz“)
 - Adjusted Net Asset Value („ANAV“)
 - Multiples-Ansatz
- Aktienkursanalyse.

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von ASPA an die Aktionäre der ACRON VII erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen oder juristischen Situation der einzelnen Investoren. Dementsprechend sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen aus Sicht aller Publikumsaktionäre zur finanziellen Angemessenheit des Angebots möglich.

IFBC hat keine eigene Schätzung oder Bewertung der Büroliegenschaft Portikon vorgenommen oder erstellen lassen. Für Wertüberlegungen hinsichtlich der Immobilie Portikon

hat sich die IFBC stattdessen auf die vorliegenden Informationen des Immobilienschätzers von ACRON VII, die Wüest & Partner AG („W&P“), abgestützt.

Zudem wird im vorliegenden Bewertungsbericht hinsichtlich des Geschäftsverlaufs und der Kotierung von ACRON VII von einer Weiterführung des Status Quo ausgegangen. Dementsprechend enthält der Bericht keine Aussagen über die Wertentwicklung bei einer Dekotierung der Aktie von der BX Berne eXchange oder einem Verkauf der Liegenschaft Portikon.

1.4 Quellen

Die Beurteilung basiert u.a. auf der Analyse folgender Quellen:

- Angebotsprospekts vom 5. Oktober 2016
- Testierte Jahresberichte 2014 und 2015 der ACRON VII nach Swiss GAAP FER
- Untestierter Halbjahresabschluss 2016 der ACRON VII nach Swiss GAAP FER (Stand: 16. August 2016)
- Bewertungsbericht zur Geschäftsliegenschaft Portikon von W&P per 30. Juni 2016
- Aktienkaufvertrag zwischen AXA und ASPA vom 8. Juni 2016
- Verwaltungsratsprotokolle der ACRON VII ab Januar 2015
- Handelsregistrauszug der ACRON VII per 5. Oktober 2016
- Dienstleistungsvertrag zwischen ACRON AG und ACRON VII vom 7. Februar 2014
- GV-Protokolle vom 28. Mai 2015 und 14. Juni 2016
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Bloomberg)
- sonstige öffentlich zugängliche Informationen

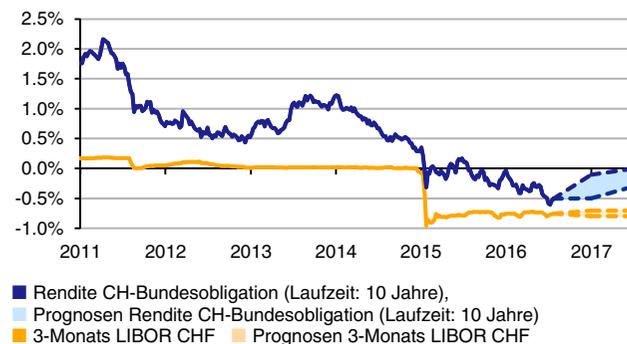
Zusätzlich wurden mit folgenden Personen Gespräche geführt:

- Herr Kai Bender, Verwaltungsratspräsident von ACRON VII
- Herr Peer Bender, Chief Financial Officer der ACRON Gruppe
- Herr Lukas Jegher, Chief Financial Officer von ACRON VII
- Herr Kai Brunko, Director Asset Management von ACRON VII
- Herr Christoph Axmann, Manager bei W&P

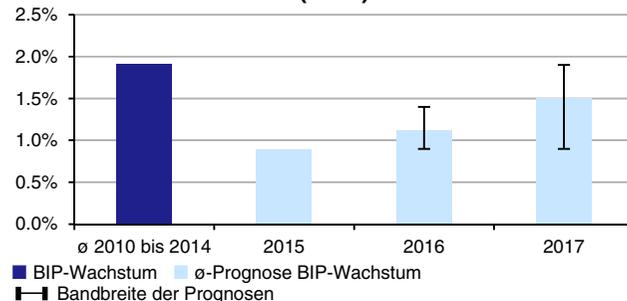
2 Unternehmensbeschreibung

2.1 Immobilienmarkt

3-Monats LIBOR CHF und Rendite 10-Jahres CH-Bundesobligation (in %)



Reales BIP Wachstum (in %)



Quelle: IFBC: Economic Update 08/2016.

Der anhaltende Anlagedruck, getrieben durch die Tiefst- bzw. Negativzinsen und die mittelfristigen Zinserwartungen für Schweizer Bundesobligationen (vgl. obere Grafik links), erhöht die Attraktivität von Anlagen mit sicheren Einkommensströmen, was eine Flucht in Investitionen in Prime-Büroflächen mit langfristigen, zugesicherten Mietverträgen auslöste. Dies widerspiegelt sich im Rückgang der Anfangsrenditen für Büroliegenschaften von 3.0% auf ein Rekordtief von 2.5%. Dagegen zeigen sich die Anleger bei Büroliegenschaften an weniger attraktiven Lagen zurückhaltender, die Preise für diese Art von Liegenschaften blieben in den vergangenen Jahren unverändert.¹

Als Indikation für die Nachfrageentwicklung am Markt für Büroliegenschaften kann das Beschäftigtenwachstum herangezogen werden. In Anbetracht der wenig optimistischen Konjunkturerwartungen (vgl. zweite Grafik links) dürfte sich das erhoffte Beschäftigtenwachstum vorerst verzögern.² Auf der Angebotsseite wird eine wesentlich tiefere Neubautätigkeit als in den vergangenen Jahren erwartet,³ was insgesamt auf eine graduelle Stabilisierung bei den Leerständen und Mieten erwarten lässt.

In der Region Zürich halten sich Angebot und Nachfrage aktuell die Waage. Nachdem die Marktmieten Ende 2012 eine deutliche Korrektur nach unten erfahren hatten, verharren die Preise seit diesem Zeitpunkt auf unverändertem Niveau. In der Stadt Zürich wurde erstmals ein Rückgang der Leerstände seit 2012 verzeichnet, womit der Trend zu höheren Leerstandquoten gebrochen wurde. Dies dürfte sich zusätzlich stabilisierend auf den Immobilienmarkt in Zürich auswirken.⁴

¹ UBS: UBS Real Estate Focus, 14. Januar 2016, S. 26 & 29.

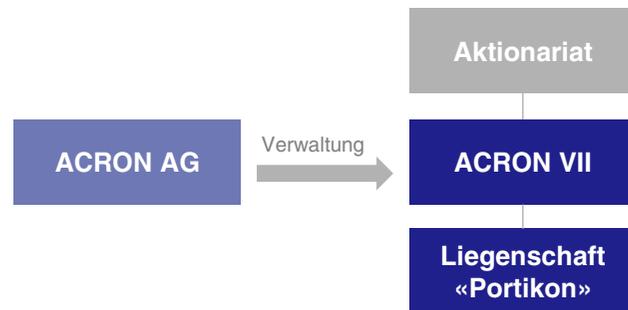
² CS: Immobilienmonitor Schweiz, 2. Quartal 2016, 24. Mai 2016, S. 13.

³ W&P: Immobilienmarkt Schweiz 2016/3, 5. August 2016, S. 4.

⁴ UBS: UBS Real Estate Focus, 14. Januar 2016, S. 28.

2.2 Unternehmensstruktur ACRON VII

Organisationsstruktur ACRON VII



Quelle: ACRON VII.

ACRON VII ist eine Immobiliengesellschaft, welche seit Oktober 2011 an der BX Berne eXchange kotiert ist. Sie wurde 2008 in Genf gegründet und wechselte ihren Sitz im April 2009 nach Zürich. Sie hält als einziges Asset die Büroliegenschaft Portikon im Gewerbegebiet Glattpark in Zürich-Opfikon. Die Verwaltung der Liegenschaft Portikon sowie weitere u.a. mit der Kotierung verbundene Tätigkeiten werden durch die ACRON AG besorgt und sind im Dienstleistungsvertrag vom 7. Februar 2014 zwischen der ACORN AG und der ACRON VII geregelt.

2.3 Liegenschaft Portikon

Liegenschaft Portikon



Quelle: ACRON VII.

Lage



Quelle : IFBC.

Die im September 2009 auf einem Grundstück von rund 6'622 Quadratmeter fertiggestellte Liegenschaft Portikon befindet sich im Glattpark, Zürich-Opfikon. Zum Zeitpunkt der Fertigstellung war die Liegenschaft Portikon das grösste Niedrigenergiehaus, das nach den Anforderungen des Minergie-P®-Standards erbaut wurde. Das im Stil eines Atriums gestaltete Bürogebäude umfasst insgesamt eine Fläche von 18'800 Quadratmeter. Das Raumkonzept bietet eine flexibel unterteilbare Fläche von bis zu 10'500 Quadratmeter, aus denen geschlossene Einzel- oder Grossraumbüros gebildet werden können. Die Aussen- und Innenfassaden bestehen hauptsächlich aus Glas. Nach Bedarf können sämtliche Fensterflächen mit automatischen Rollläden verschattet werden. Die Liegenschaft Portikon wurde im September 2012 mit dem International Property Award Europe 2012 in der Kategorie „Office Development“ ausgezeichnet.

In der Liegenschaft befinden sich insgesamt fünf Mieter. Die beiden Hauptmieter Baxter Healthcare S.A. und Takeda Pharmaceuticals International GmbH sind in der Pharma Branche und in der Medizinaltechnik tätig und mieten zusammen über 90% der zur Verfügung stehenden Mietfläche bis 2019. In der nachfolgenden Tabelle werden die Mieter der Liegenschaft Portikon zusammengefasst.

Mieter	Branche	Vertragsende	Mietflächenanteil
Baxter Healthcare S.A.	Pharma / Medizinaltechnik	31.10.19	45.94%
Takeda Pharmaceuticals International GmbH	Pharma	31.12.19	44.71%
Graf Z AG	Gastronomie	30.09.19	5.35%
HOCHTIEF Development Schweiz AG	Bau	31.05.18	3.15%
SPIE Schweiz AG	Facility Management	31.01.17	0.85%

Quelle: W&P: Immobilienbewertung per 30. Juni 2016.

2.4 Finanzielle Situation ACRON VII

Kennzahlen der Erfolgsrechnung und Bilanz der ACRON VII

Erfolgsrechnung (in CHF Mio.)	12/2014	12/2015	06/2016
Netto-Mietertrag	7.95	7.92	3.95
Verwaltungskosten	(1.54)	(1.54)	(0.83)
<i>davon Liegenschaftsaufwand</i>	(0.89)	(0.92)	(0.48)
Betriebliches Ergebnis	6.93	6.05	2.18
Finanzergebnis	(2.04)	(1.69)	(0.83)
Gewinn	4.04	3.58	1.19

Bilanz (in CHF Mio.)	12/2014	12/2015	06/2016
Grundstücke und Bauten	144.43	143.20	141.82
Total Fremdkapital	90.24	90.35	88.40
Total Eigenkapital	56.72	56.86	58.05
Bilanzsumme	146.96	147.21	146.44
NAV pro Aktie (vor latenten Steuern, in CHF)	115.40	114.83	116.26

Quelle: ACRON VII.

Im Geschäftsjahr 2015 betrug der Netto-Mietertrag rund CHF 7.9 Mio., was einem Rückgang von rund 0.4% im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Auch im ersten Halbjahr 2016 ging der Netto-Mietertrag um -1.5% gegenüber dem ersten Halbjahr 2015 zurück. Die Verwaltungskosten entwickelten sich in den beiden Jahren 2014 und 2015 konstant, der darin enthaltene Liegenschaftsaufwand kann grösstenteils den Mietern weiterverrechnet werden. Das Finanzergebnis, d.h. der Finanzaufwand reduzierte sich 2015, was teilweise durch die Rückzahlung von Darlehenstranchen und den damit verbunden Wegfall von Zinszahlungen begründet ist.

Insgesamt lag 2015 sowohl das betriebliche Ergebnis als auch der Gewinn mit CHF 6.0 Mio. respektive CHF 3.6 Mio. unter dem Vorjahresniveau.

Der Wert der Grundstücke und Bauten reduzierte sich im Zeitablauf, per Mitte 2016 lag dieser bei CHF 141.8 Mio. Die Eigenkapitalquote betrug in den Jahren 2014 und 2015 rund 40%. Per Ende 2015 konnte eine Eigenkapitalrendite von 6.3% erzielt werden, was gegenüber dem Vorjahr einem Rückgang von rund 80bp entspricht.

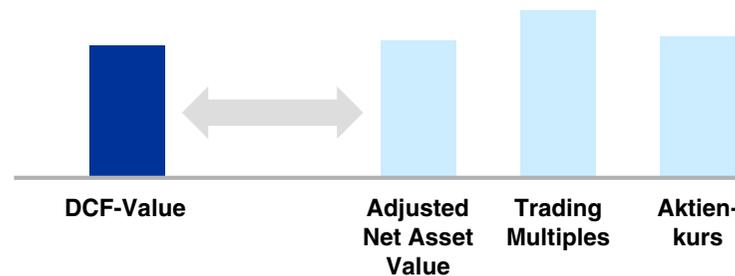
Der ausgewiesene Net Asset Value vor latenten Steuern betrug per Mitte 2016 CHF 116.3.

3 Bewertungsmethodik

3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung der ACRON VII stützen wir uns in erster Linie auf den DCF-Ansatz ab, entsprechend der aktuellen „Best Practice“. Des Weiteren wurde der Adjusted Net Asset Value von ACRON VII berechnet. Zudem wendeten wir Trading Multiples sowie Aktienkurs-Analysen an.

Um die finanzielle Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots der ASPA zu beurteilen, berechnen wir den Wert je Aktie der ACRON VII. Dazu wird zunächst der Wert der ACRON VII basierend auf dem Discounted Cash Flow-Ansatz per 4. Oktober 2016 ermittelt. Dabei werden für die Bewertung allfällige Synergien nicht berücksichtigt („Stand-Alone-Bewertung“). Der resultierende Wert des Eigenkapitals wird anschliessend durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie der ACRON VII zu erhalten. Danach wird der resultierende Wert pro Aktie mit den Bewertungen auf Basis des Adjusted Net Asset Values und von Trading Multiples plausibilisiert. Schliesslich wird die Liquidität der Aktie der ACRON VII analysiert und der Aktienkurs mit dem Wert pro Aktie gemäss DCF-Analyse, ANAV sowie gemäss Multiples-Bewertung verglichen.



3.2 Discounted Cash Flow-Ansatz

Methodenwahl

Zur Bewertung der ACRON VII wird primär die in Theorie und Praxis anerkannte DCF-Methode angewendet. Der DCF-Ansatz basiert auf dem finanztheoretischen Grundsatz, wonach sich der Wert eines Vermögensteiles bzw. Unternehmens aus den diskontierten, zukünftig erwarteten, frei verfügbaren Mittelüberschüssen (sogenannte Free Cash Flows) ergibt. Beim DCF-Ansatz handelt es sich daher um einen zukunftsorientierten Bewertungsansatz.

Bestimmung der Free Cash Flows bis Juni 2026

In einem ersten Schritt werden basierend auf der Bewertung von W&P der Liegenschaft Portikon sowie dem Jahresabschluss 2015 die zukünftig erwarteten Free Cash Flows im Rahmen einer Detailplanung für den Zeitraum zwischen 1. Juli 2016 und 30. Juni 2026 prognostiziert. In einem zweiten Schritt wird zur Erfassung des Wertanteils zwischen Juli 2026 und Juni 2116 ein Endwert (Terminal resp. Residual Value) ermittelt.⁵

Sowohl die Free Cash Flows der Planperiode als auch der ermittelte Endwert werden anschliessend mit dem gewichteten Kapitalkostensatz („Weighted Average Cost of Capital“, „WACC“) per 30. Juni 2016 diskontiert. Aus den so ermittelten Barwerten ergibt sich der sogenannte operative Unternehmenswert.

Unternehmenswert-Komponenten

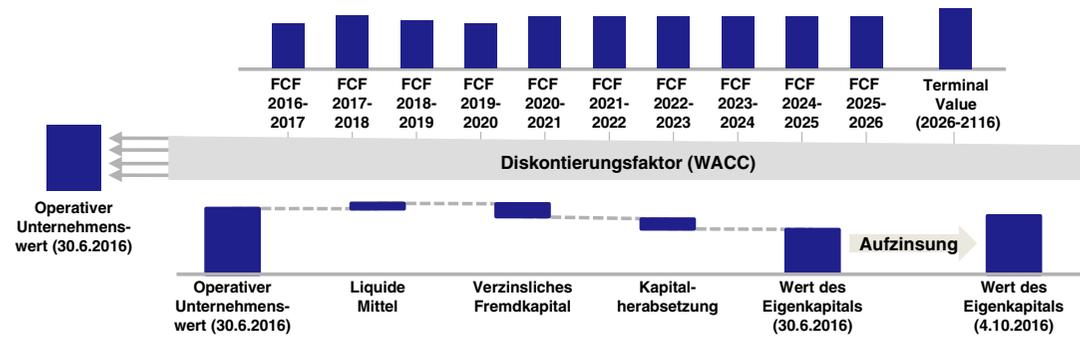
Danach wird zum operativen Unternehmenswert der Wert der liquiden Mittel per 30. Juni 2016 addiert. Vom resultierenden Brutto-Unternehmenswert wird der Wert des verzinslichen Fremdkapitals, der Barwert der latenten Steuerverpflichtungen sowie die aufgrund der Kapitalherabsetzung ausbezahlten Mittel subtrahiert.⁶ Es resultiert der Marktwert des

⁵ Bei der Bewertung einer Immobilie wird normalerweise von einer endlichen Lebensdauer von 100 Jahren ab dem Bewertungszeitpunkt ausgegangen. Da die ACRON VII nur eine einzige Liegenschaft hält, werden für die Bewertung des gesamten Unternehmens ebenfalls nur die Cash Flows der kommenden 100 Jahre berücksichtigt, welche im Terminal Value zusammengefasst werden.

⁶ Die Nominalwertreduktion je Titel wurde an der GV vom 14. Juni 2016 beschlossen und per 23. August 2016 im Handelsregister eingetragen. Dementsprechend muss der Nominalwert der Kapitalherabsetzung per 23. August 2016 mit dem risikolosen Zinssatz auf den 30. Juni 2016 diskontiert werden. Aufgrund des tiefen Zinsniveaus und der geringen Zeitdauer wurde im vorliegenden Fall darauf verzichtet.

Eigenkapitals per 30. Juni 2016. Um den Wert per 4. Oktober 2016 zu erhalten, wird dieser Marktwert mit dem WACC über die drei Monate aufgezinst.

Folgende Grafik fasst die Ermittlung des Eigenkapitalwerts zusammen:



Der Wert einer Aktie wird durch Division des Eigenkapitalwerts durch die Anzahl ausstehender Aktien ermittelt.

3.3 Adjusted Net Asset Value

Die Berechnung des ANAV ist ein substanzwertbasierter Ansatz, welcher zur Plausibilisierung der DCF-Bewertung verwendet wird.

Die Resultate der DCF-Bewertung werden anschliessend mit dem ANAV von ACRON VII plausibilisiert.

Der ANAV ist ein substanzwertbasierter Ansatz. Der Substanzwert oder Net Asset Value („NAV“) entspricht dem Wert des Eigenkapitals, welcher sich aus der Summe der Aktiven eines Unternehmens abzüglich des Fremdkapitals ergibt. Für die Ermittlung des ANAV werden folglich sämtliche Bilanzwerte auf deren Auf- oder Abwertungspotential überprüft und wo notwendig entsprechend adjustiert. Im Fall von ACRON VII handelt es sich namentlich um Anpassungen aufgrund der Kapitalherabsetzung sowie solchen im Zusammenhang mit latenten Steuerverpflichtungen und dem Marktwert der Finanzverbindlichkeiten.

Der Substanzwert von ACRON VII wird im Wesentlichen durch den Wert der Liegenschaft Portikon definiert. Im Liegenschaftswert sind dabei einzig Erträge und Aufwendungen aus der Liegenschaft Portikon berücksichtigt und wertwirksam. Sonstige Aufwendungen von ACRON VII, welche namentlich aufgrund der Kotierung der Aktie bzw. der Gesellschaft anfallen, sind daher weder im Liegenschaftswert noch im Eigenkapital von ACRON VII widerspiegelt. Aus diesem Grund wird zusätzlich zu den oben beschriebenen Anpassungen der Barwert der in Zukunft zu erwartenden sonstigen Gesellschaftskosten (diskontierte zukünftige Ausgaben) bei der Ermittlung des ANAV berücksichtigt.

Der resultierende ANAV per 30. Juni 2016 wird danach wiederum auf den Bewertungsstichtag 4. Oktober 2016 aufgezinst und durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert.

3.4 Trading Multiples

Für die Bewertung mittels Trading Multiples wird auf die Marktkapitalisierung vergleichbarer kotierter Unternehmen abgestützt.

Zur weiteren Plausibilisierung der DCF-Bewertung wird zusätzlich der Wert pro Aktie mittels Trading Multiples berechnet.

Bei der Bewertung auf Basis von Trading Multiples wird der Wert pro Aktie über Marktdaten vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen ermittelt. Als Vergleichsunternehmen wurden börsenkotierte Schweizer Immobiliengesellschaften, deren Immobilienportfolio hauptsächlich aus Geschäftliegenschaften bestehen, ausgewählt und in einer Peer Group zusammengefasst. Dabei wurden lediglich Unternehmen berücksichtigt, deren Aktien ausreichend liquide und deren Marktdaten damit aussagekräftig sind.⁷

Zur Ermittlung der Multiples per 30. Juni 2016 werden die Net Asset Values vor und nach latenten Steuern erfasst. Diese Werte werden dann dem jeweiligen Aktienkurs per 30. Juni 2016 gegenübergestellt. Der Mittelwert der so berechneten Multiples der Peer Group Unternehmen wird zur Ermittlung des Eigenkapitalwerts der ACRON VII verwendet. Dabei wird der Mittelwert mit dem um die Kapitalherabsetzung adjustierten NAV vor und nach latenten Steuern per 30. Juni 2016 multipliziert. Danach wird der Wert des Eigenkapitals auf den 4. Oktober 2016 aufgezinst. Die Division des resultierenden Eigenkapitalwerts per 4. Oktober 2016 durch die Anzahl ausstehender Aktien ergibt den Wert einer Aktie.

⁷ Eine detaillierte Aufstellung der Peer Group für die Trading Multiples-Analyse ist im Anhang aufgeführt.

4 Bewertung

4.1 DCF-Bewertung

4.1.1 Annahmen zum Free Cash Flow

Die Schätzung der realen Free Cash Flows basiert auf der Immobilienbewertung von W&P und den historischen Abschlüssen von ACRON VII und wurde von IFBC überprüft und plausibilisiert.

Kennzahlen Business Plan ACRON VII

in CHF Mio.	Ist		Prognose	
	2014	2015	07/2016- 06/2017	Nachhaltig (real)
Soll-Mietertrag			7.89	6.56
Leerstandsquote			0.0%	5.0%
Netto-Mietertrag¹⁾	7.95	7.92	7.89	6.23
Kosten für Betrieb und Unterhalt Portikon ²⁾			(0.17)	(1.21)
Sonstige Gesellschaftskosten ACRON VII ³⁾			(0.63)	(0.63)
Total Kosten¹⁾	(0.65)	(0.63)	(0.79)	(1.84)
Nettoertrag¹⁾	7.31	7.30	7.10	4.39
Steuersatz	20.34%	20.46%	20.46%	20.46%
NWC in % des Netto-Mietertrages	-25.97%	-42.70%	-40.00%	-40.00%

1) excl. weiterverrechenbare Nebenkosten und Neubewertung Liegenschaften

2) excl. Versicherung und Verwaltungskosten Portikon

3) incl. Versicherung und Verwaltungskosten Portikon

Quelle: IFBC.

Grundlage der Free Cash Flow Prognose

Die Annahmen zu Mieterträgen und direkt mit der Liegenschaft verbundenen Kosten für die Periode zwischen Juli 2016 und Juni 2026 sowie für den Terminal Value (Juli 2026 bis Juni 2116) basieren auf der von W&P durchgeführten Immobilienschätzung per 30. Juni 2016. IFBC hat diese Immobilienbewertung aus unabhängiger Sicht überprüft und plausibilisiert. Für die Prognose der sonstigen Gesellschaftskosten sowie die Planung des Nettoumlaufvermögens („Net Working Capital“, „NWC“) von ACRON VII wurde auf die historischen Abschlüsse von ACRON VII abgestützt.

Bei der Immobilienschätzung von W&P werden die Free Cash Flows auf realer Basis prognostiziert, weshalb auch wir uns auf reale Free Cash Flows abstützen.

Entwicklung Netto-Mietertrag

In Einklang mit der Entwicklung des Netto-Mietertrags in den Jahren 2014 und 2015 wird von einer leichten Reduktion des Netto-Mietertrags in der Periode von Juli 2016 bis Juni 2017 ausgegangen. Nachhaltig reduziert sich der reale Soll-Mietertrag von CHF 7.9 Mio. auf CHF 6.6 Mio. Unter Annahme einer nachhaltigen Leerstandsquote von 5.0% ergibt dies auf realer Basis einen langfristigen Netto-Mietertrag von CHF 6.2 Mio.

Entwicklung Total Kosten

Die Kosten von ACRON VII setzen sich aus Kosten für den Betrieb und Unterhalt der Liegenschaft Portikon und sonstigen Gesellschaftskosten der ACRON VII zusammen, welche u.a. aufgrund der Kotierung anfallen. In den historischen Abschlüssen werden diese beiden Kostenpositionen nicht separat ausgewiesen. Bei den Kosten für Betrieb und Unterhalt Portikon geht man von rund CHF 0.2 Mio. für das Jahr 2016/17 aus. Die nachhaltigen Kosten belaufen sich auf CHF 1.2 Mio. Die Differenz zu den Kosten 2016/17 ist insbesondere auf die Berücksichtigung einer Annuität für die Instandsetzungskosten in der nachhaltigen Frist zurückzuführen.

Sonstige Annahmen

Die Annahmen zum Steuersatz und NWC basieren auf dem Jahresabschluss 2015.

4.1.2 Kapitalkosten

Da die Free Cash Flows auf realer Basis prognostiziert wurden, werden diese mit einem realen WACC diskontiert.

Im Rahmen der DCF-Bewertung werden die zukünftigen Free Cash Flows unter Anwendung eines risikogerechten Kapitalkostensatzes per 30. Juni 2016 diskontiert. Bei der Bewertung der ACRON VII wenden wir den Entity-Approach⁸ an, wofür der gewichtete Kapitalkostensatz („WACC“) zur Diskontierung zu verwenden ist. Da die Free Cash Flows auf realer Basis prognostiziert wurden, wird bei der Diskontierung ein realer WACC angewendet. Diese wird ausgehend von einem nominalen WACC unter Berücksichtigung der erwarteten Inflation ermittelt. Die WACC-Komponenten werden nachfolgend kurz beschrieben.

⁸ Beim Entity-Approach werden die Free Cash Flows zuhanden der Eigen- und Fremdkapitalgeber mit dem WACC auf den Bewertungsstichtag diskontiert und so der Unternehmenswert (brutto) ermittelt. Um den Wert des Eigenkapitals zu berechnen, wird davon das Fremdkapital abgezogen. Im Gegensatz dazu wird beim Equity-Approach der Wert des Eigenkapitals direkt aus den Free Cash Flows zuhanden der Eigenkapitalgeber unter Anwendung des Eigenkapitalkostensatzes berechnet.

Bei der Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes stützen wir uns auf dem in Theorie und Praxis anerkannten Capital Asset Pricing Model („CAPM“) ab. Das CAPM basiert auf folgendem formalen Zusammenhang:

Formel 1
$$k_{EK} = r_f + \beta \times (r_M - r_f)$$

wobei:

k_{EK} = Eigenkapitalkostensatz

r_f = risikoloser Zinssatz

β = Beta-Faktor als Mass für das systematische Risiko des Eigenkapitals

r_M = Rendite des Marktportfolios

Nachfolgend werden die wesentlichen Parameter für die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes kurz beschrieben.

Risikoloser Zinssatz

Risikoloser Zinssatz: 2.00%

Das derzeitige Zinsniveau ist im historischen Vergleich äusserst und ungewöhnlich tief. Zurzeit werden sogar negative reale Zinsen verzeichnet. Aus ökonomischer Sicht ist die Annahme negativer realer Zinsen bei der Unternehmensbewertung in der langen Frist nicht sinnvoll. Als Basis für den nominalen risikolosen Zinssatz der ACRON VII verwenden wir deshalb im heutigen Umfeld einen Mindestwert von 2.00%. Damit wird eine reale Mindestverzinsung von 1.00% zuzüglich einer langfristigen Inflationsschätzung für die Schweiz von 1.00%⁹ berücksichtigt.

⁹ IMF: World Economic Outlook, April 2016.

Unlevered Beta: 0.40, levered Beta: 0.88

Unlevered Beta

Gemäss dem CAPM wird das systematische, nicht diversifizierbare Risiko einer Aktie mit dem sogenannten Aktien-Beta erfasst. Der Beta-Wert (β) ist eine statistische Grösse, die den Zusammenhang zwischen dem Renditeverlauf einer Aktie und der Renditeentwicklung des Aktienmarktes widerspiegelt. Die Herleitung des Betas erfolgt über eine lineare Regression, welche die Aktienrendite eines Unternehmens mit der Marktrendite regressiert. Die Quantifizierung erfolgt dabei anhand historischer Werte. Bei einem Beta-Wert von 1.0 entspricht das systematische Risiko des betrachteten Aktientitels dem Risiko eines gut diversifizierten Marktportfolios.

Bei der Ermittlung des Beta-Wertes für ACRON VII basieren wir auf dem historischen Unlevered Beta einer Peer Group.¹⁰ Dadurch wird das Geschäftsrisiko der ACRON VII über diverse Vergleichsunternehmen ermittelt und damit breit abgestützt. Unsere Berechnungen ergeben einen gerundeten unlevered Beta-Wert von 0.40.

Unter Berücksichtigung einer Kapitalstruktur mit 40% Eigen- und 60% Fremdkapital (Net Debt) sowie einem Steuersatz von 20.46% resultiert ein levered Beta von 0.88.

Marktrisikoprämie: 5.00%

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie („MRP“) bezeichnet die Mehrrendite des Marktportfolios (in %) im Vergleich zu einer risikolosen Anlage. Die MRP entspricht dabei der erwarteten, risikogerechten Mehrrendite der Investoren im Vergleich zu einer risikolosen Anlage. Für die Bewertung der ACRON VII wird konsistent zum ermittelten nachhaltigen risikolosen Zinssatz eine nachhaltige MRP von 5.00% angenommen.

¹⁰ Für die Details zur Peer Group Analyse vgl. Anhang.

Size Premium: n/a

Size Premium

Theoretische und empirische Untersuchungen¹¹ kommen zum Ergebnis, dass kleinere Unternehmen deutlich höhere Eigenkapitalkostensätze als vergleichbare grössere Firmen ausweisen. Deshalb wird bei der Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes bei kleineren Industriefirmen oftmals zusätzlich zu den grundlegenden CAPM-Parameter ein sogenanntes „Size Premium“ berücksichtigt. Bei der Ermittlung der Kapitalkosten für Liegenschaften im Allgemeinen und bei Immobiliengesellschaften im Speziellen wird aber in der Praxis kein Size Premium berücksichtigt,¹² weshalb wir ebenfalls auf die Anwendung eines Size Premium verzichten.

Eigenkapitalkostensatz: 6.39%

Eigenkapitalkosten

Unter Berücksichtigung der oben beschriebenen Inputparameter resultiert ein Eigenkapitalkostensatz von 6.39%.

Fremdkapitalkostensatz nach Steuern: 1.99%

Fremdkapitalkosten

Die nominalwertgewichtete durchschnittliche Laufzeit der Darlehen von ACRON VII lag bei Vertragsabschluss bei rund 5.5 Jahren. Die mittlere Restlaufzeit der Darlehen liegt derzeit bei 2.3 Jahren. Die Laufzeiten des Fremdkapitals liegen somit deutlich unter der mittleren Duration von 10 Jahren, welche für Cash Flows zuhanden der Eigenkapitalgeber angenommen wird. Da der risikolose Zinssatz bei kürzeren Laufzeiten niedriger ist als bei längeren Laufzeiten, wird für die Ermittlung des Fremdkapitalkostensatzes von einem um 50bp niedrigeren risikolosen Zinssatz ausgegangen, als für die Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes. Unter Berücksichtigung einer zusätzlichen Marge von 100bp, welche den aktuellen Kreditkonditionen von ACRON II entspricht, resultiert somit ein Fremdkapitalkostensatz von 2.50%. Aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Zinsaufwendungen wird dieser Wert um den durchschnittlichen effektiven Steuersatz von 20.46% angepasst. Es resultiert ein Fremdkapitalkostensatz nach Steuern von 1.99%.

¹¹ Fama, E. F./French, K. R.: The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: The Journal of Finance, Juni 1992, S. 427-465.

¹² Duff & Phelps schreibt dazu: „Valuation analysts should not use Risk Premium’s Size Study results to estimate cost of equity for a financial services company. Financial services companies include companies in finance, insurance, or real estate.“, Duff & Phelps: 2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, John Wiley & Sons, Hoboken New Jersey 2016, S. 7-4.

Kapitalstruktur: 40% Eigenkapital,
60% Fremdkapital

Realer WACC der ACRON VII: 2.70%

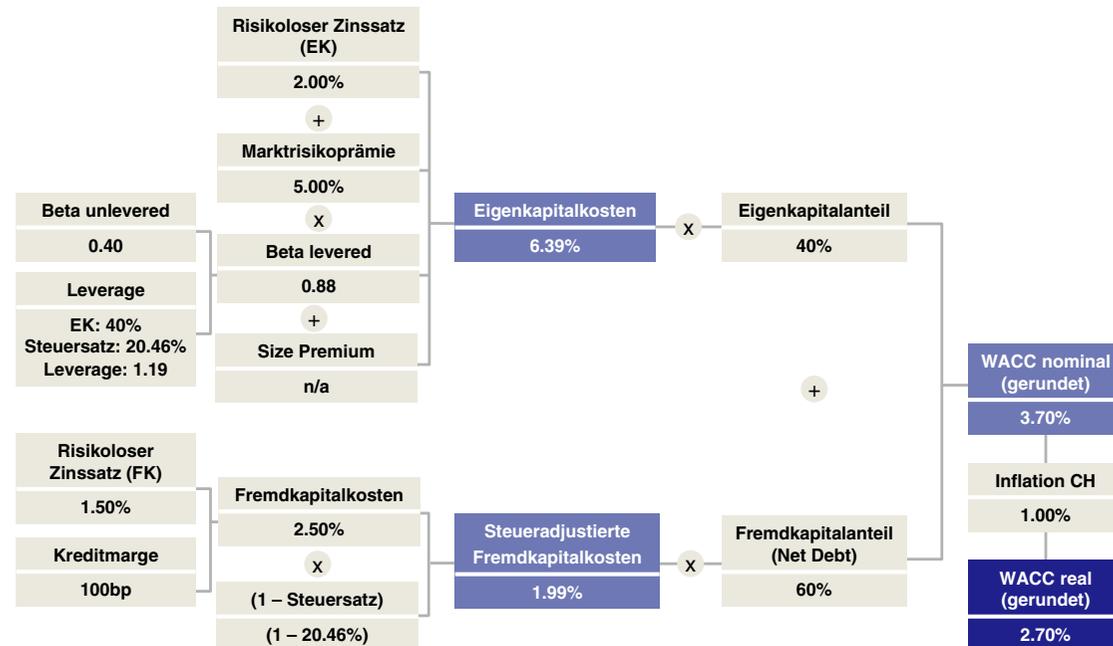
Kapitalstruktur

Basierend auf der aktuellen Kapitalstruktur zu Marktwerten der ACRON VII wurde eine Zielkapitalstruktur von 40% Eigenkapital und 60% Fremdkapital definiert.

Realer gewichteter Gesamtkapitalkostensatz (WACC)

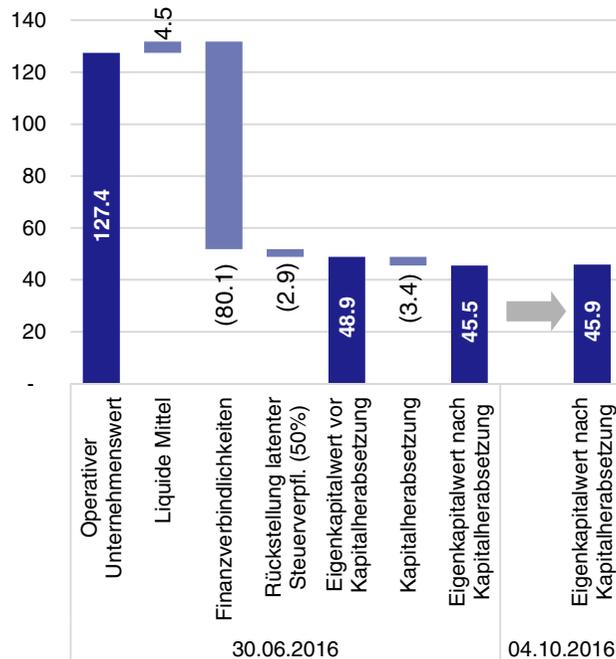
Aus den entsprechend der Kapitalstruktur gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkostensätzen ergibt sich ein nominaler WACC von 3.70%. Unter Berücksichtigung der nachhaltigen Inflationserwartung von 1.00% für die Schweiz resultiert somit ein um rund 1% tiefer liegender realer WACC von 2.70%.

Die folgende Abbildung fasst die einzelnen Parameter des realen WACC zusammen:



4.1.3 Bewertungsresultate

Ermittlung des Eigenkapitalwertes (in CHF Mio.)



Quelle: IFBC.

Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals

Die Diskontierung der realen künftigen Free Cash Flows mit einem realen WACC von 2.7% ergibt einen operativen Unternehmenswert per 30. Juni 2016 von CHF 127.4 Mio. Dazu werden Liquide Mittel per 30. Juni 2016 von CHF 4.5 Mio. addiert. Danach werden die verzinslichen Verbindlichkeiten per 30. Juni 2016 in der Höhe von CHF 80.1 Mio. in Abzug gebracht. Zusätzlich wird der Barwert für die Rückstellung latenter Steuerverpflichtungen abgezogen.¹³ Danach werden Mittel im Umfang von CHF 3.4 Mio. subtrahiert, welche zur Reduktion des Nominalwerts um CHF 6.25 pro Aktie verwendet wurden. Es resultiert ein Wert des Eigenkapitals per 30. Juni 2016 von CHF 45.5 Mio.

Zur Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals per 4. Oktober 2016 wird der Eigenkapitalwert per 30. Juni 2016 mit dem nominalen WACC von 3.7% aufgezinst. Der ermittelte Wert des Eigenkapitals per 4. Oktober 2016 beläuft sich auf CHF 45.9 Mio.

Ermittlung des Wertes je Aktie

Per 4. Oktober 2016 sind 550'000 Aktien ausstehend.¹⁴ Zurzeit hält ACRON VII keine eigenen Aktien. Zudem sind keine Mitarbeiter-Optionen oder ähnliche Instrumente ausstehend. Entsprechend ist der Wert des Eigenkapitals per 4. Oktober 2016 durch die Anzahl Aktien zu dividieren. Es resultiert ein Wert je Aktie von CHF 83.5.

¹³ Da aus heutiger Sicht nicht abgeschätzt werden kann, ob und wann die mit einem allfälligen Verkauf der Liegenschaft verbundenen Grundstückgewinnsteuern anfallen, wird die Rückstellung mit 50% gewichtet.

¹⁴ Quelle: Handelsregister des Kantons Zürich, 5. Oktober 2016.

Sensitivitätsanalysen des Werts je Aktie

		Leerstandsquote				
(in CHF)		6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
realer WACC	2.60%	87.0	88.6	90.2	91.8	93.4
	2.65%	83.7	85.2	86.8	88.4	89.9
	2.70%	80.4	81.9	83.5	85.0	86.5
	2.75%	77.2	78.7	80.2	81.7	83.3
	2.80%	74.1	75.6	77.0	78.5	80.0

		Leerstandsquote				
(in CHF)		6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
Delta sonstige Gesel.kosten	-10.00%	82.7	84.1	85.5	86.9	88.3
	-5.00%	81.5	83.0	84.5	85.9	87.4
	0.00%	80.4	81.9	83.5	85.0	86.5
	5.00%	79.2	80.8	82.4	84.1	85.7
	10.00%	78.0	79.7	81.4	83.1	84.8

Quelle: IFBC.

Sensitivitätsanalyse

In den Tabellen zur Linken wird der Wert je Aktie einer Sensitivitätsanalyse unterzogen. Dabei werden wichtige Inputparameter der DCF-Bewertung variiert

Aufgrund des vergleichsweise sehr tiefen Kapitalkostensatzes (realer WACC) reagiert der Wert pro Aktie äusserst sensitiv auf eine entsprechende WACC-Anpassung. Zudem ist die Verwendung der üblichen Sensitivitätsbandbreiten bei einem sehr tiefen Ausgangswert für den WACC wenig sinnvoll. Aus diesem Grund verwenden wir eine WACC-Sensitivität von lediglich $\pm 10\text{bp}$.

Eine Änderung der Annahme bezüglich der nach Auslaufen der aktuellen Mietverträge angenommenen Leerstandsquote beeinflusst den Wert der Aktie von ACRON VII ebenfalls, wobei die Schwankungen weniger stark ausfallen als beim realen WACC.

Die Kosten, welche neben den direkten Aufwendungen für Unterhalt und Verwaltung der Liegenschaft Portikon anfallen, sind ein wesentlicher Treiber für den Discount zwischen dem Resultat der DCF-Bewertung und dem NAV. Tiefer angenommene sonstige Gesellschaftskosten bei ACRON VII würden den Wert der Aktie entsprechend erhöhen.

Für die Definition der Wertbandbreite wurden die Leerstandsquote um $\pm 100\text{bp}$, der reale WACC um $\pm 10\text{bp}$ und die sonstigen Gesellschaftskosten von ACRON VII um $\pm 10\%$ als eigentliche operative Inputparameter variiert. Daraus ergibt sich ein Wertband für den Aktientitel der ACRON VII von CHF 74.1 bis CHF 93.4 resp. CHF 78.0 bis CHF 88.3.



Folgerungen

- Bei der Unternehmensbewertung gilt der DCF-Ansatz als „Best Practice“.
- Die realen Free Cash Flows für ACRON VII wurden basierend auf der Immobilienbewertung von W&P sowie den historischen Jahresabschlüssen von ACRON VII hergeleitet.
- Für die Ermittlung des Unternehmenswerts der ACRON VII wurde ein realer WACC von 2.7% angewendet.
- Aus der DCF-Bewertung resultiert ein Wert je Aktie der ACRON VII von CHF 83.5.
- Die Sensitivitätsanalyse bezogen auf die Leerstandquote und dem WACC ergibt eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 74.1 bis CHF 93.4.
- Durch die Variation der Leerstandquote und den sonstigen Gesellschaftskosten resultiert eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 78.0 bis CHF 88.3.

4.2 Adjusted Net Asset Value

Zur Berechnung des ANAV wird das Eigenkapital von ACRON VII um folgende Elemente adjustiert:

1. Nominalwertreduktion je Titel um CHF 6.25
2. Anpassung bezüglich Rückstellung latenter Steuerverpflichtungen
3. Differenz zwischen Marktwert und Buchwert der Finanzverbindlichkeiten
4. Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten von ACRON VII

Zur Plausibilisieren der DCF-Bewertung wird zusätzlich der ANAV ermittelt und näher betrachtet.

Dabei wird auf dem von ACRON VII ausgewiesenen NAV per 30. Juni 2016 abgestützt und diesen um folgende Elemente adjustiert:

Nominalwertreduktion je Titel um CHF 6.25

Die in der GV vom 14. Juni 2016 beschlossene und am 23. August 2016 durchgeführte Herabsetzung des Nominalwerts pro Aktie von CHF 67.01 auf CHF 60.76 reduzierte das Eigenkapital von ACRON VII um insgesamt CHF 3.4 Mio. Es resultiert ein Wert des Eigenkapitals nach Kapitalherabsetzung von CHF 54.6 Mio.

Ermittlung des ANAV pro Aktie

Adjusted Net Asset Value		30.06.2016
		in CHF Mio.
Total Eigenkapital vor Kapitalherabsetzung		58.05
1 Nominalwertreduktion		(3.44)
Total Eigenkapital nach Kapitalherabsetzung		54.61
2 Adj. Rückstellung latenter Steuerverpflichtungen		2.95
3 Δ Marktwert vs. Buchwert FK nach Steuern		(1.73)
4 Barwert sonstige Kosten ACRON VII		(11.08)
ANAV per 30.6.2016		44.74
ANAV per 4.10.2016		45.17
Anzahl Aktien		550'000
ANAV pro Aktie per 4.10.2016 in CHF		82.1

Quelle: IFBC.

Anpassung bezüglich Rückstellung latenter Steuerverpflichtungen

Für die Berechnung des Eigenkapitalwerts von ACRON VII wird der vollständige Buchwert der Rückstellung latenter Steuerverpflichtungen zum Abzug gebracht. Wie bereits in Abschnitt 4.1.3 ausgeführt, ist es jedoch ungewiss, ob bzw. wann die Liegenschaft verkauft und die damit verbundenen Grundstückgewinnsteuern anfallen. Deshalb sind auch bei der Berechnung des ANAV nur 50% des Buchwerts der Rückstellung latenter Steuerverpflichtungen zu berücksichtigen, weshalb dieser Wert zum Eigenkapital nach Kapitalherabsetzung dazu addiert wird.

Differenz zwischen Marktwert und Buchwert der Finanzverbindlichkeiten

Die vereinbarten fixen Zinsmodalitäten der Finanzverbindlichkeiten von ACRON VII sind zurzeit höher als die aktuellen Marktzinssätze. Dementsprechend liegt der Marktwert der Finanzverbindlichkeiten über deren Buchwert. Der Wertunterschied wurde auf Basis einer partiellen Vorfälligkeitsentschädigung berechnet. Gemäss Bankusanz in der aktuellen Niedrigzinsphase wurde dabei für den laufzeitenspezifischen Referenzzinssatz eine Untergrenze von 0.0% angenommen. Zusätzlich wurde eine Marge von 100bp basierend auf den aktuellen Kreditkonditionen von ACRON VII berücksichtigt. Bei den Finanzverbindlichkeiten mit variablen Zinskonditionen wurde keine Vorfälligkeitsentschädigung berechnet. Es resultiert eine Anpassungen des Buchwerts der Finanzverbindlichkeiten nach Steuern von CHF 1.7 Mio.

Barwert sonstige Gesellschaftskosten ACRON VII

Der Buchwert des Eigenkapitals von ACRON VII entspricht im Wesentlichen dem Wert der Liegenschaft Portikon abzüglich dem Fremdkapital. Für die Bestimmung des Liegenschaftswerts werden dabei einzig Erträge und Aufwendungen aus der Liegenschaft Portikon berücksichtigt. Um die künftig zusätzlich anfallenden Kosten, welche insbesondere mit der Kotierung von ACRON VII zusammenhängen, im ANAV ebenfalls zu berücksichtigen, wurde ein Barwert dieser in den Folgejahren anfallenden sonstigen

Gesellschaftskosten unter Berücksichtigung der Steuerwirkung ermittelt. Es resultiert ein Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten von CHF -11.1 Mio.

Nach Berücksichtigung aller Anpassungen beträgt der ANAV per 30. Juni 2016 CHF 44.7 Mio. Zur Ermittlung des Werts pro Aktie per 4. Oktober 2016 wird der Eigenkapitalwert per 30. Juni 2016 mit dem nominalen WACC für drei Monate aufgezinst und durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert. Der ANAV pro Aktie per 4. Oktober 2016 beträgt somit CHF 82.1 und liegt leicht unter dem mittels DCF-Ansatz ermittelten Wert pro Aktie von CHF 83.5.

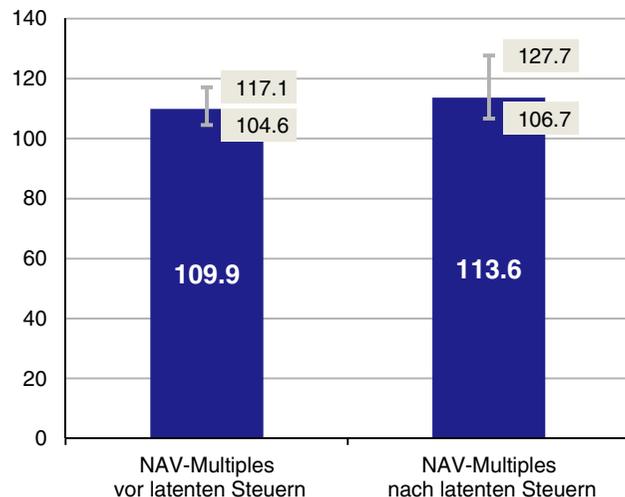


Folgerungen

- Für die Berechnung des ANAV wurden ausgehend vom Eigenkapitalwert per 30. Juni 2016 gemäss Halbjahresabschluss von ACRON VII verschiedene Anpassungen vorgenommen.
- Die grösste Anpassung wird durch die Berücksichtigung der sonstigen Gesellschaftskosten von ACRON VII notwendig, welche insbesondere aufgrund der Kotierung von ACRON VII entstehen.
- Insgesamt resultiert ein ANAV pro Aktie von CHF 82.1.

4.3 Trading Multiples Analyse

Wert je Aktie basierend auf Multiples Bewertung (in CHF)



Quelle: Analysen IFBC.

Die Bewertung über Multiples wird hier lediglich zur Plausibilisierung der DCF-Bewertung vorgenommen. Vorbehalte gegenüber dieser Bewertungsmethodik sind angebracht, da die ermittelten Multiples stark von den spezifischen Gegebenheiten der Vergleichsunternehmen und der allgemeinen Marktlage abhängen.

Bewertung mittels Trading Multiples

Zur Bewertung der ACRON VII mittels Trading Multiples wurde der NAV vor bzw. nach latenten Steuern gemäss Halbjahresabschluss 2016 mit dem jeweiligen Mittelwert der Peer Group-Multiples¹⁵ multipliziert. Der resultierende Eigenkapitalwert per 30. Juni 2016 wird danach auf den 4. Oktober 2016 aufgezinst.

Unter Anwendung der NAV-Multiples vor bzw. nach latenten Steuern liegt der Wert je Aktie bei CHF 109.9 bzw. CHF 113.6. Werden jeweils die tiefsten und höchsten Multiples der Peer Group berücksichtigt, ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 104.6 bis CHF 117.1 bzw. CHF 106.7 und CHF 127.7.

Die basierend auf der Multiples-Analyse ermittelten Werte liegen deutlich über den Bewertungsergebnissen gemäss DCF- und ANAV-Bewertung. Dies ist insbesondere auf die Unterschiede zwischen den Peer Group Unternehmen und ACRON VII zurückzuführen. Während die Peer Group Unternehmen eine Vielzahl von Immobilien halten, besitzt ACRON VII nur eine einzige Immobilie. Damit kann ACRON VII nicht von Diversifikationseffekten profitieren, wie sie für die Peer Group Unternehmen bestehen. Zudem kommen die Peer Group Unternehmen aufgrund ihrer Grösse in den Genuss von Skaleneffekten. Aus diesen Gründen ist die Aussagekraft der Multiples Bewertung eingeschränkt, da die aktuelle spezifische Situation eines Unternehmens nicht ohne weiteres mit derjenigen kotierter Unternehmen verglichen werden kann. Und dies, obschon bei der Ermittlung der Multiples nur Schweizer Immobiliengesellschaften berücksichtigt wurden, die wie ACRON VII Geschäftsliegenschaften halten.

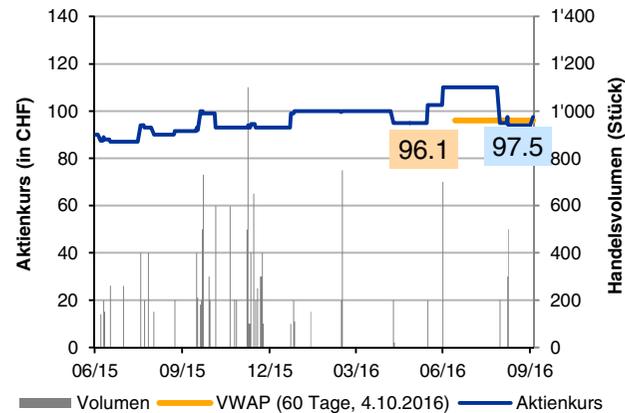
¹⁵ Für Details zu den ermittelten Trading Multiples vgl. Anhang.

Folgerungen

- Zur Plausibilisierung des DCF-Wertes werden Bewertungen basierend auf Trading Multiples vorgenommen.
- Die Aussagekraft der Multiples Bewertungen ist eingeschränkt, da die spezifische Situation von ACRON VII nicht ohne weiteres mit derjenigen der Peer Group Unternehmen verglichen werden kann.
- Die Bewertung mittels Trading Multiples ergibt einen Wert je Aktie von CHF 104.6 bis CHF 127.7.

4.4 Aktienkursanalyse

Aktienkurs der ACRON VII seit Juni 2015 (in CHF)



Quelle: Bloomberg.

Entwicklung des Aktienkurses

Der Aktientitel der ACRON VII wird seit Oktober 2011 an der BX Berne eXchange gehandelt.

Seitdem die Aktie der ACRON VII am 10. Oktober 2011 bei CHF 100.00 schloss, bewegt sich der Aktienkurs in einer Bandbreite zwischen CHF 82.55 und CHF 115.00, wobei die Aktienkurse aufgrund des geringen Handelsvolumens zwischen zwei Handelstagen teilweise starke Ausschläge erfuhren.

Am 3. Oktober 2016, dem letzten Tag vor dem Bewertungsstichtag, an dem die Aktie gehandelt wurde, notierte die Aktie bei CHF 97.50. Das Barangebot von CHF 95.00 liegt somit um 2.6% unter dem aktuellen Aktienkurs. Verglichen mit dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage („VWAP“) von CHF 96.09¹⁶ entspricht das Barangebot einem Discount von 1.1%.

¹⁶ In den letzten 60 möglichen Handelstagen wurde die Aktie von ACRON VII an nur 4 Tagen gehandelt.

Liquiditätsanalyse

Gemäss geltendem Übernahmerecht sind Aktien von nicht im Swiss Leader Index („SLI“) gelisteten Unternehmen liquide, „wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monate gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.“¹⁷

Bei ACRON VII lag der relevante Median in 11 der vorangegangenen 12 Monate bei 0.00%. Einzig im Dezember 2015 wurde in mehr als 50% der möglichen Handelstage die Aktie überhaupt gehandelt. Dementsprechend sind die Aktien der ACRON VII im Sinne des Übernahmerechts als illiquide zu beurteilen. Entsprechend ist bei einem Pflichtangebot in Bezug auf die Mindestpreisregel der Börsenkurs von ACRON VII nicht massgebend.



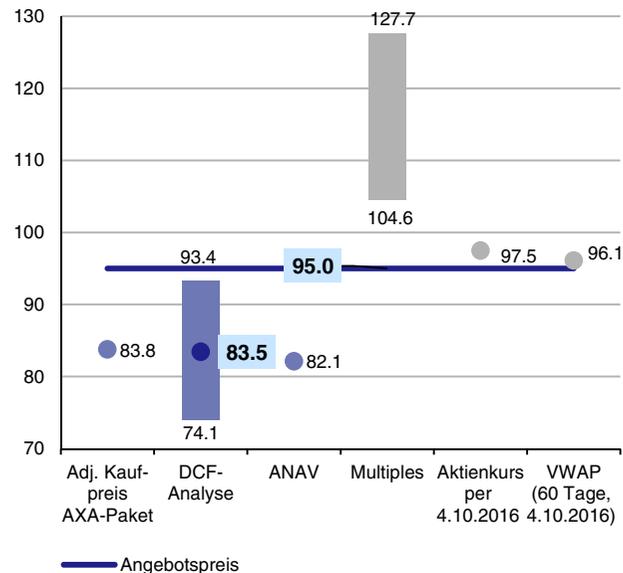
Folgerungen

- Die Aktie der ACRON VII ist im Sinne des geltenden Übernahmerechts als illiquide zu beurteilen. Deshalb ist bei einem Pflichtangebot in Bezug auf die Mindestpreisregel der Börsenkurs von ACRON VII nicht massgebend und spielt im Rahmen dieser Fairness Opinion für die Festlegung eines fairen Preisbandes eine untergeordnete Rolle.
- Per 3. Oktober 2016, dem letzten Tag, an dem die Aktie vor dem Bewertungsstichtag gehandelt wurde, betrug der Schlusskurs CHF 97.50. Der durchschnittliche volumengewichtete Aktienkurs der letzten 60 Handelstage per 4. Oktober 2016 liegt mit CHF 96.09 über dem Schlusskurs.
- Das Barangebot von CHF 95.00 liegt um 2.6% unter dem letzten gehandelten Aktienkurs per 4. Oktober 2016 und 1.1% unter dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage.

¹⁷ Vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 26. Februar 2010 zur Liquidität im Sinne des Übernahmerechts.

5 Beurteilung

Gegenüberstellung der Bewertungsergebnisse mit dem Angebot von ASPA (Wert je Aktie, in CHF)



Quelle: IFBC.

Basierend auf den vorangehend beschriebenen Analysen, daraus abgeleiteten Wertüberlegungen und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen gelangt IFBC zu folgender Einschätzung:

- Beim Kauf des Aktienpakets von AXA durch die ASPA wurde ein Preis von CHF 90.00 bezahlt. Adjustiert um die nachträgliche Nominalwert-Rückzahlung von CHF 6.25 pro Aktie resultiert ein adjustierter Transaktionspreis von CHF 83.75.
- Aufgrund der Bewertung mittels DCF-Analyse resultiert ein Wert je Aktie von CHF 83.5 bei einer Wertbandbreite von CHF 74.1 bis CHF 93.4 resp. von CHF 78.0 bis CHF 88.3. Für die Beurteilung der Angebotspreises wird dem Resultat der DCF-Analyse ein grosses Gewicht beigemessen, da bei diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten der ACRON VII am besten Rechnung getragen werden kann.
- Die Berechnung des Adjustierten Net Assets Values ergibt einen Wert je Aktie von CHF 82.1. Dieser liegt unter dem von ACRON VII in der Jahresrechnung ausgewiesenen NAV, da u.a. auch der Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten von ACRON VII berücksichtigt werden musste, welche aufgrund der Kotierung zusätzlich anfallen.
- Die Bewertung mittels Trading Multiples ergibt eine Wertbandbreite von CHF 104.6 bis CHF 127.7. Der resultierende DCF-Wert von CHF 83.5 liegt dementsprechend substantiell unter der Wertbandbreite gemäss Multiples Analyse. Obwohl die Vergleichsunternehmen sorgfältig ausgewählt wurden, beurteilen wir die Aussagekraft der Multiples Analyse jedoch als sehr begrenzt, weil Geschäftsmodell und Strategie der Vergleichsunternehmen der spezifische Unternehmenssituation der ACRON VII nur unzureichend entsprechen.
- Die Aktie der ACRON VII gilt gemäss geltendem Übernahmerecht als illiquide, weshalb dem Aktienkurs zur Beurteilung des Angebotes eine untergeordnete Bedeutung zukommt.

- Das Barangebot von CHF 95.00 liegt um 2.6% unterhalb des Kurses der vor dem 4. Oktober 2016 zuletzt gehandelten Aktien (CHF 97.50) und 1.1% unter dem volumen-gewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage (CHF 96.09).

IFBC beurteilt das Angebot von CHF 95.00 aus finanzieller Sicht als angemessen und fair.

Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der daraus gewonnenen Ergebnisse beurteilt IFBC das Angebot von CHF 95.00 an die Aktionäre von ACRON VII aus finanzieller Sicht als angemessen und fair.

Zürich, 5. Oktober 2016



Prof. Dr. Rudolf Volkart
Senior Partner



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner

6 Anhang

6.1 Beta Analyse per 30. Juni 2016

Unternehmen	Steuer- satz ¹	Market cap ² in CHF Mio.	Verzinsliche Verbindlichkeiten ³ in CHF Mio.	Liquide Mittel ³ in CHF Mio.	Net Debt ⁴ in CHF Mio.	Leverage ⁵	Levered adj. Betas ⁶	Unlevered adj. Betas
Allreal Holding AG	17.9%	2'161	1'607	28	1'580	0.66	0.56	0.34
Mobimo Holding AG	17.9%	1'377	1'359	493	867	0.56	0.58	0.37
PSP Swiss Property AG	17.9%	4'221	2'064	105	1'959	0.39	0.71	0.51
Swiss Prime Site AG	17.9%	6'076	4'469	283	4'186	0.67	0.66	0.40
Zug Estates Holding AG	17.9%	786	350	39	311	0.36	0.47	0.35
Mittelwert						0.53	0.60	0.39

Bemerkungen:

- 1) Quelle: KPMG's corporate tax rate table, 5.10.2016.
- 2) basierend auf durchschnittlichem Aktienkurs Q2 2016; inkl. Preferred Equity und Minority Interests; in Mio.
- 3) per 30.6.2016.
- 4) Minimum: 0.-.
- 5) Leverage = 2-Jahres-Durchschnitt [Net Debt (1-Steuersatz) / Equity].
- 6) Quelle Bloomberg, adj. Beta (wöchentliche Renditen, 2 Jahre), 5.10.2016.

6.2 Multiple Analyse per 30. Juni 2016

Unternehmen	Eigenkapital	Latente Steuerassets	Latente Steuerverbindlichkeiten	NAV vor Steuern	Anzahl Aktien	NAV pro Aktie vor Steuern	NAV pro Aktie nach Steuern	Aktienkurs	NAV Multiples vor Steuern	NAV Multiples nach Steuern
	in CHFm	in CHF Mio.	in CHF Mio.	in CHF Mio.	in Mio.	in CHF	in CHF	in CHF		
Allreal Holding AG	1'963	-42	164	2'086	15.9	130.9	123.2	135.0	1.0x	1.1x
Mobimo Holding AG	1'267	-4	166	1'429	6.2	229.9	203.9	221.7	1.0x	1.1x
PSP Swiss Property AG	3'780	-11	767	4'537	45.9	98.9	82.4	94.5	1.0x	1.1x
Swiss Prime Site AG	4'949	-39	1'068	5'977	71.4	83.7	69.2	88.2	1.1x	1.3x
Zug Estates Holding AG	738	0	96	834	0.5	1'693.8	1'498.9	1'595.0	0.9x	1.1x
Maximum									1.1x	1.3x
Mittelwert									1.0x	1.1x
Minimum									0.9x	1.1x

Quelle: Halbjahresbericht 2016, Bloomberg.

