

Bank Vontobel AG



**Öffentliches Übernahmeangebot  
der Swiss Prime Site AG, Olten,  
an die Aktionäre der Maag Holding AG, Zürich**

---

**Fairness Opinion**

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots zu Handen  
des Verwaltungsrates der Maag Holding AG

---

Zürich, 20. Dezember 2004

Inhaltsverzeichnis	Seite
1. Auftrag	3
2. Grundlagen	4
3. Ausgangslage	6
4. Bewertungsansätze	9
5. Zusammenfassung	16
6. Beilagen	17

## 1. Auftrag

Die Swiss Prime Site AG, Olten, („SPS“) hat am 6. Dezember 2004 bekanntgegeben, dass sie mit Grossaktionären der Maag Holding AG („Maag“ oder „Gesellschaft“) eine Vereinbarung zum Kauf ihrer Aktien abgeschlossen hat. Aufgrund dieser Vereinbarung übernahm SPS rund 45% des Aktienkapitals von Maag. Am 16. Dezember 2004 wurde von einem Grossaktionär der Verkauf von weiteren 20.25% des Aktienkapitals von Maag an SPS bekannt gegeben. SPS hielt damit per 16. Dezember 2004 rund 65% der Aktien von Maag.

Der Verwaltungsrat von SPS hat entschieden, den verbleibenden Aktionären von Maag ein öffentliches Übernahmeangebot gegen bar zu unterbreiten. Da in den Statuten der Maag die Verpflichtung zu einem Kaufangebot gemäss Börsengesetz wegbedungen ist, erfolgt das Angebot der SPS auf freiwilliger Basis. Die Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots gemäss Art. 7 Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote („UEV-UEK“) wurde am 9. Dezember 2004 veröffentlicht.

Der Verwaltungsrat von Maag hat die Bank Vontobel AG ("Bank Vontobel") beauftragt, das angekündigte Angebot von SPS auf seine finanzielle Angemessenheit zu prüfen und per 20. Dezember 2004 eine entsprechende "Fairness Opinion" zu Handen des Verwaltungsrates von Maag abzugeben.

Diese Fairness Opinion ist für den Verwaltungsrat von Maag bestimmt und stellt keine Empfehlung gegenüber Publikumsaktionären dar, den Angebotspreis zu akzeptieren. Die Fairness Opinion bezieht sich in keiner Weise auf den relativen Nutzen von alternativen Transaktionen. Sie enthält auch keine Einschätzung über die Auswirkungen der vorgeschlagenen Transaktion und des Angebots auf Publikumsaktionäre, welche das Angebot nicht annehmen, oder über den künftigen Wert nicht eingelieferter Aktien oder ob und zu welchen Preisen derartige Aktien nach Durchführung des Angebots gehandelt werden.

## 2. Grundlagen

Die Bank Vontobel stützt sich bei ihrer Beurteilung namentlich auf folgende Grundlagen:

- Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots der Swiss Prime Site AG, Olten, für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 50 der Maag Holding AG
- Entwurf des öffentlichen Kaufangebots für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 50 der Maag Holding AG
- Öffentlich zugängliche Informationen hinsichtlich der Gesellschaft, welche unseres Erachtens für unsere Analyse relevant sind, insbesondere die Jahresberichte der Gesellschaft, der Halbjahresbericht 2004 sowie diverse Pressemitteilungen
- Finanzinformationen und operative Informationen in Bezug auf die Geschäftstätigkeit und die geschäftlichen Aussichten der Gesellschaft, welche uns von Maag zur Verfügung gestellt wurden, einschliesslich des konsolidierten Abschlusses per 30. September 2004, des auf Schätzungen des Maag Managements per 30. September 2004 beruhenden Entwurfs des konsolidierten Abschlusses per 31. Dezember 2004 sowie des konsolidierten Budgets 2005
- Bericht des unabhängigen Schätzungsexperten Ernst & Young AG Real Estate zu den Liegenschaften der Maag-Gruppe per 31. Dezember 2003 (enthalten im Geschäftsbericht 2003, S. 65)
- Entwurf des Berichtes des unabhängigen Schätzungsexperten Ernst & Young AG Real Estate zu den Liegenschaften der Maag-Gruppe per 31. Dezember 2004
- Bewertung auf Fortführung des Maag-Areals durch Ernst & Young AG Real Estate per 23. August 2004
- Bewertung als Projektentwicklung des Maag-Areals durch Ernst & Young AG Real Estate per 23. August 2004
- Bewertung der Liegenschaften der Maag Property Company AG durch Peregrin AG per Juni 2004
- Bewertung der Serimo Holding AG durch das Maag Management per 1. Januar 2004
- Darlehensvertrag zwischen der Maag Property Company AG und den darlehensgebenden Banken vom 21. Juli 1999
- Information Memorandum und weitere Dokumentation vom Juli 2004 sowie Managementpräsentation vom September 2004 zum Verkaufsprozess
- Historische Kursentwicklung der Inhaberaktien Maag
- Vergleich der historischen finanziellen Resultate und des gegenwärtigen finanziellen Zustandes von Maag mit anderen Immobiliengesellschaften, welche wir als relevant erachten (vgl. Ziff. 4.4. hiernach)
- Vergleich der finanziellen Konditionen des Angebots mit den finanziellen Konditionen bestimmter anderer Transaktionen, welche wir als relevant erachten (vgl. Ziff. 4.5. hiernach)
- Besprechungen mit der Geschäftsleitung von Maag in Bezug auf das Geschäft der Gesellschaft, ihren Markt und ihr Wettbewerbsumfeld, ihre operativen Tätigkeiten, ihre Finanz- und Ertragslage und ihre Geschäftsaussichten

- Medienmitteilung des Maag-Verwaltungsrates vom 17. Dezember 2004 zu den erwarteten transaktionsbedingten Bewertungskorrekturen und Rückstellungen

Zur Erarbeitung der Fairness Opinion hat die Bank Vontobel die Richtigkeit und Vollständigkeit der finanziellen und weiteren von ihr verwendeten Informationen angenommen und sich darauf verlassen, ohne eine Verantwortung für die unabhängige Überprüfung der Informationen zu übernehmen. Im weiteren hat sich die Bank Vontobel auf die Zusicherungen der Geschäftsleitung der Gesellschaft abgestützt, dass sie sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, wodurch die zur Verfügung stehenden Informationen ungenau oder irreführend werden würden. Zur Erarbeitung dieser Fairness Opinion hat die Bank Vontobel keine physische Besichtigung der Gebäude und Anlagen der Gesellschaft durchgeführt. Sodann hat sie keine Auswertungen oder Schätzungen der Werte der Aktiven oder Passiven der Gesellschaft vorgenommen. Die Fairness Opinion basiert notwendigerweise auf den Marktkonditionen, ökonomischen und weiteren Konditionen, wie sie zum Zeitpunkt dieses Schreibens bestehen und ausgewertet werden können.

### 3. Ausgangslage

#### 3.1. Die Maag-Gruppe<sup>1</sup>

Maag ist eine Immobiliengesellschaft mit Sitz in Zürich. Maag besitzt und verwaltet gemäss Halbjahresbericht 2004 per 30. Juni 2004 ein Immobilienportfolio im Wert von CHF 976 Mio. Das Immobilienportfolio besteht aus Geschäftsliegenschaften im Wert von CHF 871 Mio. und Industriearealen im Wert von CHF 105 Mio., wovon das Maag-Areal, Zürich, im Wert von CHF 90 Mio. als Entwicklungsliegenschaft qualifiziert. Zudem bietet die Maag-Gruppe Immobilien-Dienstleistungen für Dritte an.

Im Jahre 2003 hat die Maag-Gruppe einen Liegenschaftenertrag von CHF 64.8 Mio. (1. Halbjahr 2004: CHF 31.0 Mio.) erwirtschaftet und einen EBIT (vor Bewertungsdifferenzen) von CHF 44.2 Mio. erzielt (1. Halbjahr 2004: CHF 21.6 Mio.). Per 30. Juni 2004 wies die Maag-Gruppe eine Leerstandsquote (Basierend auf Sollmieterträgen) von 6.0% auf gegenüber 6.1% im Vorjahr. Die UBS AG ist mit einem Mietanteil von 54.5% per 30. Juni 2004 mit Abstand die wichtigste Mieterin der Maag-Gruppe.

#### 3.2. Das Marktumfeld

##### 3.2.1. Schweizer Immobilienmarkt für Geschäftsliegenschaften

Der Schweizer Immobilienmarkt für Geschäftsliegenschaften ist gegenwärtig geprägt von einem Angebotsüberhang. Die durchschnittliche Leerstandsquote für Büroflächen liegt landesweit bei 9.3%.<sup>2</sup> Neben einem konjunkturbedingten Nachfragerückgang sorgte in diesem Jahr insbesondere die Fertigstellung zusätzlicher Bürokomplexe für steigende Leerstände.

Nach Schätzungen von Experten bedarf allein das Auffüllen des bestehenden Nachfragedefizits zweier Jahre mit Wachstumsraten zwischen 2 bis 3%.<sup>3</sup> Es ist daher auch im Jahr 2005 mit einem anspruchsvollen Marktumfeld bei den Geschäftsliegenschaften zu rechnen.

##### 3.2.2. Schweizer Immobiliengesellschaften

Die kotierten Schweizer Immobiliengesellschaften besitzen und verwalten ein Immobilienvermögen von rund CHF 12 Mrd. Dies entspricht rund 0.5% des geschätzten Marktwerts von total CHF 2'500 Mrd. aller Gebäude und Grundstücke in der Schweiz.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. Geschäftsbericht 2003 und Halbjahresbericht 2004 der Maag Holding AG

<sup>2</sup> Immo-Monitoring | 2005 1 | Wüest & Partner | S. 14

<sup>3</sup> Der Schweizer Immobilienmarkt | Fakten und Trends | Februar 2004 | Credit Suisse Economic & Policy Consulting | S. 21

<sup>4</sup> Schweizer Immobiliengesellschaften | Februar 2004 | Zürcher Kantonalbank | S. 6

### 3.3. Das öffentliche Angebot von SPS

Am 6. Dezember 2004 hat SPS bekannt gegeben, dass sie mit Grossaktionären von Maag eine Vereinbarung zum Kauf ihrer Aktien abgeschlossen hat. Aufgrund dieser Vereinbarung übernahm SPS rund 45% des Aktienkapitals von Maag. Am 16. Dezember 2004 wurde von einem Grossaktionär der Verkauf von weiteren 20.25% des Aktienkapitals von Maag an SPS bekannt gegeben. SPS hielt damit per 16. Dezember 2004 rund 65% der Aktien von Maag.

Der Verwaltungsrat von SPS hat entschieden, den verbleibenden Aktionären von Maag ein öffentliches Übernahmeangebot gegen bar zu unterbreiten. Die Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots gemäss Art. 7 UEV-UEK wurde am 9. Dezember 2004 veröffentlicht.

- **Angebotspreis**  
Der Angebotspreis beträgt CHF 190 netto je Maag-Inhaberaktie mit einem Nennwert von CHF 50. Der Angebotspreis entspricht dem Preis je Aktie, den SPS beim Erwerb ihrer bisherigen Beteiligung von rund 65% des Aktienkapitals bezahlt hat. Er beinhaltet eine Prämie von 15.1% zum durchschnittlichen Schlusskurs der Maag-Aktien während den letzten 30 Börsentagen vor Veröffentlichung der Voranmeldung.
- **Bedingung**  
Das Angebot ist an folgende aufschiebende Bedingung geknüpft: Nach Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist hält SPS mindestens 75% aller ausgegebenen Maag-Aktien.  
Falls diese Bedingung bis zum Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist nicht erfüllt ist, ist SPS berechtigt, das Angebot als nicht zustande gekommen zu erklären. SPS behält sich das Recht vor, auf die Bedingung zu verzichten.

### 3.4. Geplante strategische Massnahmen

Die namhafte Beteiligung von SPS an Maag wird sich wesentlich auf die Strategie von Maag auswirken. Zudem fallen im Rahmen der geplanten Übernahme von Maag durch SPS ausserordentliche Kosten an. In einer Medienmitteilung vom 17. Dezember 2004 hat der Maag-Verwaltungsrat angekündigt, dass er aufgrund von Bewertungskorrekturen und Rückstellungen, die im Zusammenhang mit dem Einstieg von SPS als neue Grossaktionärin stehen, für den Jahresabschluss 2004 einen Reinverlust von CHF 70 bis 90 Mio. erwartet. Im einzelnen lassen sich die erwähnten Bewertungskorrekturen und Rückstellungen wie folgt zusammenfassen:

- **Devestition von Liegenschaften im Umfang von CHF 250-300 Mio.**  
Das Liegenschaftenportfolio von Maag soll entsprechend den Anlagekriterien von SPS umgestaltet werden. Insgesamt sollen Liegenschaften im Gesamtbetrag von CHF 250-300 Mio. divestiert werden. Die dadurch bedingte Umstellung auf eine Liquidationsbewertung für diese Liegenschaften dürfte zu einer Abwertung von CHF 30-40 Mio. führen.

- **Refinanzierung hoch verzinslicher Darlehen**  
Langfristige Verbindlichkeiten im Umfang von CHF 580 Mio., welche im Vergleich zu den aktuellen Marktbedingungen eine deutlich überdurchschnittliche Verzinsung aufweisen, sollen vorzeitig zurückbezahlt werden. Die damit verbundenen Break-up-Kosten betragen je nach Refinanzierungsvariante bis zu CHF 45 Mio.
  
- **Neuberechnung der Rückstellung für latente Steuern**  
Im Hinblick auf die künftige Portfoliostrategie soll – im Rahmen der bereits bisher angewendeten Rechnungslegungsnormen Swiss GAAP FER – die Rückstellung für latente Steuern neu berechnet werden. Die Berechnung soll entsprechend den von der SPS angewandten Richtlinien erfolgen. Im einzelnen sind folgende Änderungen vorgesehen:
  - Umstellung auf eine Stichtagsbetrachtung im Gegensatz zu der bisher unterstellten ewigen Haltedauer der Liegenschaften
  - Umstellung auf eine Einzelobjektbetrachtung im Gegensatz zu der bisherigen Portfoliobetrachtung
  - Verzicht auf die Aktivierung von latenten Steuerguthaben (Deferred Tax Assets)

Maag schätzt die damit verbundene Erhöhung der Rückstellung für latente Steuern auf rund CHF 15 Mio.

- **Transaktions- und Restrukturierungskosten**  
Im Zusammenhang mit der geplanten Übernahme von Maag durch SPS fallen für Maag Transaktions- und Restrukturierungsaufwendungen an, für die Rückstellungen gebildet werden müssen.



## **4. Bewertungsansätze**

### **4.1. Überblick**

Die finanzielle Angemessenheit des Angebots von SPS wurde in Bezug auf folgende Aspekte überprüft:

- Verlauf und Ergebnis des vom Verwaltungsrat von Maag im 2. Quartal 2004 eingeleiteten Verkaufsprozesses
- Berechnung des angepassten Net Asset Value der Maag-Gruppe
- Aktienbewertungsvergleich mit anderen börsenkotierten Schweizer Immobiliengesellschaften
- Vergleich mit den Bewertungsgrundlagen anderer Transaktionen im Schweizer Immobiliensektor

### **4.2. Verlauf und Ergebnis des vom Verwaltungsrat von Maag im 2. Quartal 2004 eingeleiteten Verkaufsprozesses**

#### **4.2.1. Hintergrund des Verkaufsprozesses**

Maag kam bereits im Jahre 2001 zum Schluss, dass der Maag-Gruppe in ihrer bestehenden Form kurz- und mittelfristig keine attraktiven Entwicklungsmöglichkeiten offen standen. Die Gründe für diese Einschätzung waren im wesentlichen folgende:

- Das fehlende strategische Interesse der beiden ausländischen Hauptaktionäre verunmöglichte es Maag, die Eigenmittel im Rahmen einer Kapitalerhöhung aufzustocken.
- Die hohe Fremdfinanzierung mit einer langen Zinsbindung und einer im Vergleich zu den aktuellen Marktbedingungen überdurchschnittlichen Verzinsung verunmöglichten es der Maag-Gruppe, einen nennenswerten Free Cashflow zu erwirtschaften.
- Die begrenzte Eigenmittelausstattung und die ungünstige Fremdfinanzierung verunmöglichten es der Maag-Gruppe, ein aktives Management ihres Liegenschaftensportfolios zu betreiben und grössere Entwicklungsprojekte zu realisieren.
- Trotz operativ guter Ergebnisse resultierten aufgrund hoher Finanzierungsaufwendungen und notwendiger Portfolioabwertungen negative Reinergebnisse, die eine Dividendenzahlung verunmöglichten.
- Aufgrund des Fehlens einer überzeugenden Vorwärtsstrategie, aber auch durch die tiefe Börsenkapitalisierung und aufgrund der – in Normalzeiten – tiefen Handelsvolumina verfügte Maag nicht über die notwendige Kapitalmarktqualifikation als kotierte Gesellschaft.

Aufgrund dieser Einschätzung prüfte Maag über einen längeren Zeitraum hinweg verschiedene strategische Optionen. Im Mai 2004 beschloss der Verwaltungsrat von Maag einen strukturierten Verkaufsprozess einzuleiten. Im Rahmen dieses Verkaufsprozesses wurden insgesamt 35 gezielt ausgewählte Immobiliengesellschaften, Funds

und private Immobilieninvestoren als mögliche Übernahmeinteressenten angesprochen.

#### **4.2.2. Ergebnis des Verkaufsprozesses**

Das angekündigte Übernahmeangebot von SPS ist nach Angaben des Managements von Maag das klar beste von den eingegangenen indikativen und bindenden Offerten. Das Angebot von SPS enthält den höchsten Übernahmepreis und ist an keinerlei Bedingungen und Gewährleistungen mit Bezug auf Maag gebunden.

#### **4.2.3. Einschätzung**

Der Angebotspreis von CHF 190 je Maag-Aktie ist das Ergebnis einer längeren Prüfung strategischer Optionen und eines anschliessenden strukturierten Verkaufsprozesses. Vor diesem Hintergrund dürfte der Angebotspreis dem aktuellen Transaktionswert von Maag weitgehend entsprechen. Wir erachten den Angebotspreis daher als angemessen.

### **4.3. Angepasster Net Asset Value der Maag-Gruppe**

Der angepasste Net Asset Value („ANAV“) stellt die gängigste Kennzahl dar zur Bewertung von Immobiliengesellschaften.

Der Net Asset Value („NAV“) entspricht dem in der Bilanz ausgewiesenen Eigenkapital der Immobiliengesellschaft (Buchwert). Zur Berechnung des NAV stützen wir uns auf den auf Schätzungen des Maag Managements per 30. September 2004 beruhenden Entwurf des konsolidierten Abschlusses per 31. Dezember 2004 („Abschlussentwurf 2004“). Dieser Abschlussentwurf 2004 wird um die Bewertungskorrekturen und Rückstellungen (vgl. Ziff. 3.4 hiervor) berichtigt, die vom Maag-Verwaltungsrat am 17. Dezember 2004 angekündigt wurden.

Zur Ermittlung des ANAV werden zudem sämtliche Aktiven und das Fremdkapital zu Marktwerten bewertet.

#### **4.3.1. Liegenschaften**

Der in der konsolidierten Bilanz der Maag-Gruppe ausgewiesene Wert für die Liegenschaften beruht auf dem Bericht des unabhängigen Schätzungsexperten Ernst & Young AG Real Estate (basierend auf der Discounted-Cash-Flow-Methode). Die Bewertung des unabhängigen Schätzungsexperten Ernst & Young Real Estate unterliegt dem Grundsatz, wonach als Marktwert der geschätzte Betrag gilt, für den ein Immobilienvermögen am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräusserer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.<sup>5</sup> Der Entwurf des Berichtes per 31. Dezember 2004 weist für die Liegenschaften einen Gesamtwert von CHF 886 Mio. aus.

<sup>5</sup> Geschäftsbericht 2003 Maag | S. 65

Der Maag-Verwaltungsrat hat am 17. Dezember 2004 angekündigt, dass Liegenschaften im Umfang von CHF 250-300 Mio. devestiert werden sollen. Diese Ankündigung hat eine Umstellung auf eine Liquidationsbewertung zur Folge. Die dadurch bedingte Bewertungskorrektur von CHF 30-40 Mio. erscheint uns aufgrund der angespannten Situation im Geschäftsimmobiliensbereich als sachlich begründet und im Umfang plausibel.

#### **4.3.2. Verbindlichkeiten aus langfristiger Finanzierung**

In Abschlussentwurf 2004 weist die Maag-Gruppe Verbindlichkeiten aus langfristiger Finanzierung von knapp CHF 620 Mio. aus.

Von den insgesamt ausgewiesenen langfristigen Verbindlichkeiten gehen rund CHF 580 Mio. auf einen Darlehensvertrag aus dem Jahre 1999 zurück, welcher zur Finanzierung der Übernahme eines massgeblichen Immobilienportfolios abgeschlossen wurde. Von diesen Darlehen weisen insgesamt CHF 500 Mio. noch eine mehrjährige Zinsbindung auf (CHF 200 Mio. verzinslich zu 4.97% bis Oktober 2006 | CHF 300 Mio. verzinslich zu 5.20% bis Oktober 2009). Diese verbleibenden langfristigen Darlehen weisen im Vergleich zu den aktuellen Marktbedingungen eine deutlich überdurchschnittliche Verzinsung auf. Der Darlehensvertrag sieht zudem vor, dass bei einer ausserplanmässigen Tilgung des Darlehens Maag verpflichtet ist, die darlehensgebenden Banken schadlos zu halten und ihnen darüber hinaus eine Gebühr von 0.5% des Sondertilgungsbetrages zu bezahlen. Der Maag-Verwaltungsrat hat am 17. Dezember 2004 mitgeteilt, dass diese Darlehen vorzeitig zurückbezahlt werden sollen und dadurch je nach Refinanzierungsvariante Break-up-Kosten von bis zu CHF 45 Mio. erwartet werden. Dieser Zusatzaufwand erscheint uns sachlich begründet und im Umfang plausibel.

#### **4.3.3. Latente Steuern**

Im Abschlussentwurf 2004 weist die Maag-Gruppe Rückstellungen für latente Steuern von rund CHF 6 Mio. aus. Der Maag-Verwaltungsrat hat angekündigt, dass die Steuerrückstellungen künftig im Rahmen der bereits bisher angewendeten Rechnungslegungsnormen Swiss GAAP FER neu berechnet werden sollen. Die erwartete Erhöhung der Steuerrückstellungen beträgt rund CHF 15 Mio.

Die Erhöhung der Rückstellung für latente Steuern erfolgt im Rahmen der für Maag geltenden Rechnungslegungsnormen und erscheint uns sachlich begründet und im Umfang plausibel.

#### **4.3.4. Rückstellungen (Transaktionskosten | Restrukturierung)**

Der Maag-Verwaltungsrat hat angekündigt, dass im Zusammenhang mit der geplanten Übernahme von Maag durch SPS für Maag Transaktions- und Restrukturierungsaufwendungen für Personalkosten, Abgangsentschädigungen, Umstellungs- und Integrationskosten anfallen, für die Rückstellungen gebildet werden müssen. Das Management von Maag schätzt allein die Transaktionsaufwendungen auf rund CHF 5 Mio. Dieser Betrag erscheint uns sachlich begründet und im Umfang plausibel.

#### **4.3.5. Entwicklungsliegenschaften**

Die Maag-Gruppe weist in ihrem Abschlussentwurf 2004 einen Wert der Entwicklungsliegenschaften (diese entsprechen dem „Maag Areal“) von CHF 90 Mio. aus. Dies entspricht dem historischen Buchwert (sog. „At-cost-Bewertung“).

Eine Bewertung auf Fortführung durch Ernst & Young AG Real Estate Ende August 2004 schätzt den Wert der Entwicklungsliegenschaften auf CHF 71.55 Mio.

Der heutige Marktwert des Maag-Areals dürfte u.E. weitgehend der Bewertung auf Fortführung entsprechen. Dem vorhandenen zusätzlichen Ertragspotential bei einer Projektentwicklung stehen Projektrisiken gegenüber, deren marktgerechte Entschädigung aus heutiger Sicht keinen höheren Marktwert des Maag-Areals rechtfertigt. Wir erachten daher eine Marktwertanpassung im Umfang von CHF 18 Mio. auf CHF 72 Mio. als angemessen.

#### **4.3.6. Beteiligungen**

Maag hält einen 40%-Anteil an der Serimo Holding AG, welcher im Abschlussentwurf 2004 mit einem Wert von CHF 2 Mio. aufgenommen wurde.

Das Maag Management schätzt den Marktwert der Serimo Holding AG aufgrund interner Berechnungen auf CHF 17 bis 20 Mio. Der Marktwert des von Maag gehaltenen 40%-Anteils liegt demnach bei CHF 6.8 bis 8.0 Mio. Wir erachten eine Marktwertanpassung auf CHF 8 Mio. als begründet.

**4.3.7. Zusammenfassung der Anpassungen des NAV**

<b>Übersicht Berechnung ANAV</b>		<b>(in CHF Mio.)</b>	
<b>NAV gemäss Abschlussentwurf 2004</b>		<b>301</b>	
<b>Anpassungen gemäss Medienmitteilung Maag vom 17. Dezember 2004</b>			
- Devestition von Liegenschaften im Umfang von CHF 250-300 Mio.	-30	-40	
- Break-up-Kosten Neuregelung Fremdfinanzierung		-45	
- Anpassung Rückstellung für latente Steuern		-15	
- Rückstellung Transaktionskosten		-5	
<b>Anpassungen Bewertung zu Marktwerten</b>			
- Bewertung Entwicklungsliegenschaft Maag Areal zu CHF 72 Mio.		-18	
- Bewertung Beteiligung Serimo		+8	
<b>Angepasster NAV (ANAV)</b>	<b>196</b>	<b>186</b>	
<b>Angepasster NAV (ANAV) je Aktie in CHF</b>	<b>192</b>	<b>182</b>	

**4.3.8. Einschätzung**

Unter Berücksichtigung der beschriebenen Wertanpassungen ergibt sich ein ANAV je Aktie zwischen CHF 182 und 192. Der Angebotspreis von CHF 190 je Maag-Aktie erscheint uns demnach unter den getroffenen Annahmen im Verhältnis zum ANAV als angemessen.

#### **4.4. Aktienbewertungsvergleich mit anderen börsenkotierten Schweizer Immobiliengesellschaften**

Beilage 1 und 2 zeigen einen Vergleich der gängigsten Aktienbewertungskennzahlen – Prämie bzw. Discount zum NAV | Dividendenrendite | P/E | EV/EBITDA - der börsenkotierten Schweizer Immobiliengesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von über CHF 100 Mio. („Schweizer Immobiliengesellschaften“).

In den Bewertungsvergleich wurden einzig die Schweizer Immobiliengesellschaften einbezogen, da deutliche Unterschiede bestehen zwischen den verschiedenen nationalen Immobilienmärkten sowie der Investorenbasis der Schweizer und der ausländischen Immobiliengesellschaften.

Der Vergleich beruht auf den Jahresabschlüssen 2003 und den Schätzungen des Vontobel Equity Research für 2004 (basierend auf den Halbjahresabschlüssen 2004). Die Schätzungen des Vontobel Equity Research datieren vom 27. Oktober 2004 und berücksichtigen die vom Maag-Verwaltungsrat am 17. Dezember 2004 angekündigten Massnahmen nicht. Bei den einzelnen Gesellschaften wurde jeweils der Schlusskurs vom 16. Dezember 2004 als Bezugsgrösse gewählt; bei Maag wurde der Angebotspreis von CHF 190 eingesetzt.

##### **4.4.1. Überblick**

Der Vergleich zeigt im wesentlichen folgende Ergebnisse:

- Maag weist einen deutlichen Abschlag von 35.7% zum erwarteten NAV 2004 auf. Die Schweizer Immobiliengesellschaften weisen hingegen im Median eine Prämie von 6.0% zum erwarteten NAV 2004 auf.
- Maag schüttet als einzige Schweizer Immobiliengesellschaft keine Dividende aus. Die Schweizer Immobiliengesellschaften weisen im Schweizer Aktienmarkt überdurchschnittliche Dividendenrenditen auf.
- Maag weist mit Bezug auf die P/E und EV/EBITDA Kennzahlen („Earnings-Multiples“) eine Prämie von 5.7% bis 227.0% gegenüber dem jeweiligen Median der Schweizer Immobiliengesellschaften auf.

##### **4.4.2. Einschätzung**

###### **Abschlag zum NAV**

Der Abschlag von Maag gegenüber dem in der Bilanz ausgewiesenen NAV erscheint dadurch gerechtfertigt, dass der auf Marktwerten beruhende ANAV entsprechend tiefer liegt (vgl. Ziff. 4.3.).

###### **Earnings-Multiples**

Bei einem Angebotspreis von CHF 190 weist Maag in Bezug auf die EV/EBITDA-Kennzahlen 2003 und 2004E im Vergleich zum jeweiligen Median der Schweizer Immobiliengesellschaften eine Prämie zwischen 5.7% und 12.1% auf. Damit spiegelt der Angebotspreis die ansprechende operative Ertragskraft von Maag angemessen wider. Berücksichtigt man die ungünstige Finanzierung von Maag, erscheint die Bewertung bei einem Angebotspreis von 190 vergleichsweise hoch (Hohe Prämie in Bezug auf die P/E Kennzahlen 2003 und 2004E | Keine Dividendenrendite).

Aufgrund dieser Erwägungen erscheint der Angebotspreis von CHF 190 je Maag-Aktie aufgrund eines Aktienbewertungsvergleichs mit den anderen börsenkotierten Schweizer Immobiliengesellschaften als angemessen.

#### **4.5. Vergleich mit den Bewertungsgrundlagen anderer Transaktionen im Schweizer Immobiliensektor**

Wie bereits erwähnt bestehen deutliche Unterschiede zwischen den verschiedenen nationalen Immobilienmärkten sowie der Investorenbasis der Schweizer und der ausländischen Immobiliengesellschaften. Aus diesem Grund erscheint ein Vergleich der Bedingungen des angekündigten Übernahmeangebots von SPS mit den Konditionen ausländischer Übernahmen von Immobiliengesellschaften wenig sinnvoll.

In der Schweiz hat noch keine öffentliche Übernahme einer Immobiliengesellschaft statt gefunden.

Am 10. Mai 2004 haben die ordentlichen Generalversammlungen der PSP Swiss Property AG (PSP) und der REG Real Estate Group (REG), zweier an der SWX Swiss Exchange kotierten Schweizer Immobiliengesellschaften, einer Fusion der beiden Gesellschaften zugestimmt. Diese Transaktion ist nur begrenzt mit dem angekündigten Übernahmeangebot von SPS an die Aktionäre von Maag zu vergleichen, da der Zusammenschluss von PSP und REG in Form einer Fusion mittels Aktientausch und nicht gegen Barabgeltung erfolgte; den Aktionären von REG wurde entsprechend kein Übernahmeangebot unterbreitet.

Gemäss einer Medienmitteilung von PSP vom 5. April 2004 basierte das Umtauschverhältnis auf den angepassten Net Asset Values je Aktie. Dies weist darauf hin, dass bei der Beurteilung des geplanten Übernahmeangebots von SPS dem ANAV besondere Bedeutung zukommt.

## 5. Zusammenfassung

Das Angebot von SPS an die Aktionäre von Maag erscheint in Bezug auf alle relevanten Aspekte finanziell angemessen.

Besondere Bedeutung kommt u.E. dem Verlauf und Ergebnis des vom Verwaltungsrat von Maag Mitte 2004 eingeleiteten Verkaufsprozesses zu. Das Angebot von SPS war in Bezug auf den angebotenen Preis und die mit dem Angebot verbundenen Bedingungen das mit Abstand vorteilhafteste aller eingegangenen indikativen und bindenden Offerten. Zudem werden im Rahmen des Angebots von SPS sämtliche Aktionäre von Maag gleich behandelt.

Das Angebot erscheint auch unter Berücksichtigung des ANAV der Maag-Gruppe und eines Aktienbewertungsvergleichs mit anderen börsenkotierten Schweizer Immobiliengesellschaften als angemessen.

Zürich, 20. Dezember 2004

Bank Vontobel AG

Dr. Thomas von Planta

Sergio Terribilini

Brian Fischer



## 6. Beilagen

### Beilage 1: Analyse Net Asset Value | Dividendenrendite vergleichbarer kotierter Unternehmen

(in CHF)	Schlusskurs 16.12.2004	Marktkapit. (in Mio.)	NAV		Dividende			
			NAV je Aktie	Prämie (+) Discount (-)	2003	2004E	2003	2004E
Fussnote		1)	2)		3)	4)	3)	4)
<b>PSP</b>	48.10	2'121	52.15	-7.8%	1.65	3.4%	1.80	3.7%
<b>SPS</b>	280.50	1'125	262.26	+7.0%	12.00	4.3%	12.00	4.3%
<b>Allreal</b>	110.00	892	98.23	+12.0%	4.50	4.1%	4.50	4.1%
<b>Intershop</b>	215.00	452	204.75	+5.0%	7.50	3.5%	8.00	3.7%
<b>Züblin</b>	9.38	277	12.40	-24.4%	0.40	4.3%	0.40	4.3%
<b>Warteck</b>	1580.00	234	1319.73	+19.7%	60.00	3.8%	60.00	3.8%
<b>Average</b>				<b>+1.9%</b>		<b>3.9%</b>		<b>4.0%</b>
<b>Median</b>				<b>+6.0%</b>		<b>3.9%</b>		<b>3.9%</b>
<b>Angebot SPS</b>	<b>190.00</b>	<b>194</b>	<b>295.32</b>	<b>-35.7%</b>	<b>0.00</b>	<b>n/m</b>	<b>0.00</b>	<b>n/m</b>

#### Prämie (+) | Discount (-)

zum Average	-37.59 bp	n/m	n/m
zum Median	-41.64 bp	n/m	n/m

- 1) Marktkapitalisierung inkl. PS
- 2) Net Asset Value je Aktie
- 3) Dividende je Aktie
- 4) Dividendenrendite (= Dividende je Aktie / Schlusskurs)

Quelle: Bank Vontobel AG | Equity Research

## Beilage 2: Analyse Earnings Multiples vergleichbarer kotierter Unternehmen

(in CHF)	Schlusskurs 16.12.2004	Marktkapit. (in Mio.)	Price/Earnings Multiples				Enterprise Value/EBITDA Multiples							
			2003		2004E		2003				2004E			
			EPS v. NB	P/E	EPS v. NB	P/E	Net Debt	EV	EBITDA v. NB	EV/EBITDA	Net Debt	EV	EBITDA v. NB	EV/EBITDA
Fussnote	1)	2)	3)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	4)	5)	6)	7)	
PSP	48.10	2'121	2.90	16.6x	4.00	12.0x	1'243	3'364	139.0	24.2x	1'410	3'531	177.0	19.9x
SPS	280.50	1'125	10.40	27.0x	13.40	20.9x	1'129	2'254	81.9	27.5x	1'215	2'340	98.0	23.9x
Allreal	110.00	892	8.00	13.8x	7.10	15.5x	693	1'585	95.1	16.7x	807	1'699	91.0	18.7x
Intershop	215.00	452	12.50	17.2x	17.70	12.1x	729	1'180	65.8	17.9x	686	1'138	70.0	16.3x
Züblin	9.38	277	0.23	40.8x	0.73	12.8x	921	1'197	71.2	16.8x	1'201	1'478	87.0	17.0x
Warteck	1580.00	234	72.30	21.9x	90.20	17.5x	110	343	18.1	19.0x	120	353	19.5	18.1x
Average				22.9x		15.2x				20.4x				19.0x
Median				19.5x		14.2x				18.5x				18.4x
Angebot SPS	190.00	194	3.30	57.6x	4.10	46.3x	660	854	43.8	19.5x	641	835	40.5	20.6x

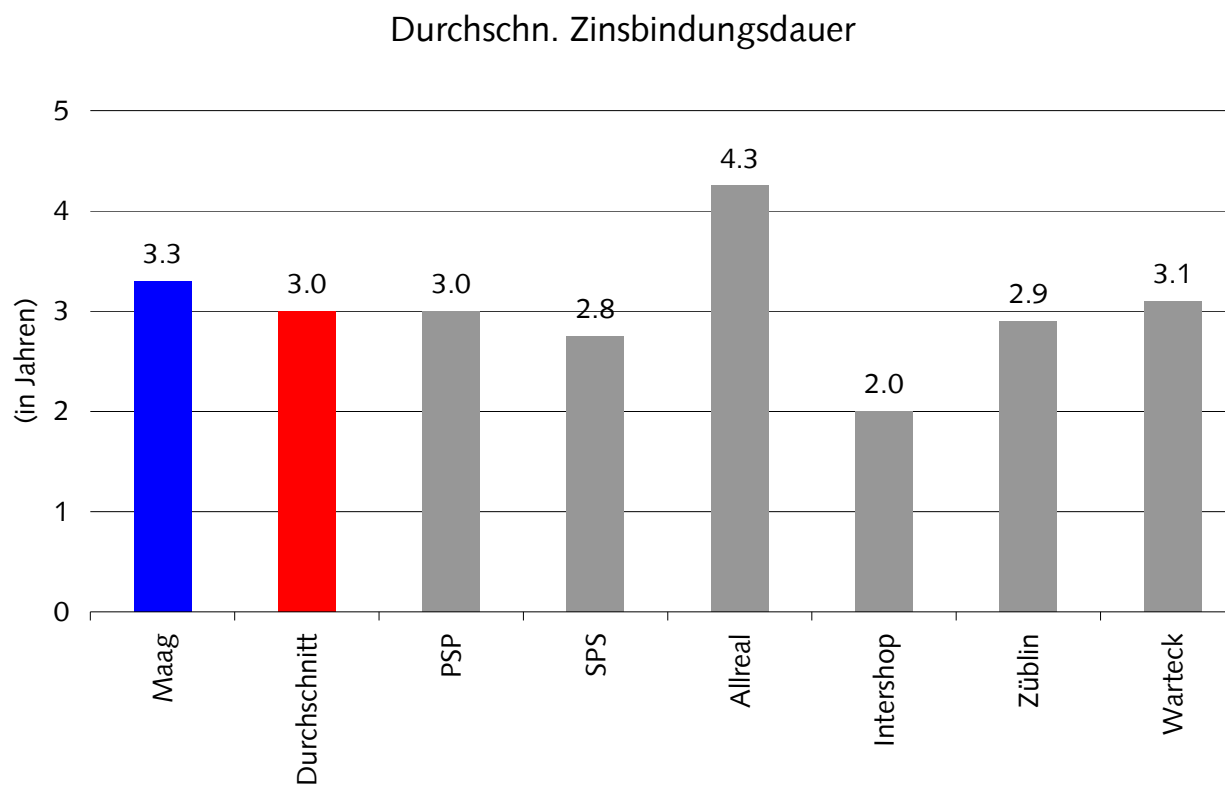
## Prämie (+) | Discount (-)

zum Average	+151.9%	+205.7%	-4.2%	+8.6%
zum Median	+194.9%	+227.0%	+5.7%	+12.1%

- 1) Marktkapitalisierung inkl. PS
- 2) Earnings per Share (Gewinn pro Aktie) vor Neubewertung
- 3) Price/Earnings-Ratio (Kurs/Gewinn-Verhältnis)
- 4) Verzinsliches Fremdkapital ./.. Flüssige Mittel und Wertschriften
- 5) Enterprise Value (Marktkapitalisierung plus Net Debt)
- 6) Gewinn vor Zinsen | Steuern | Abschreibungen | Abschreibungen von Goodwill vor Neubewertung
- 7) Enterprise Value / EBITDA

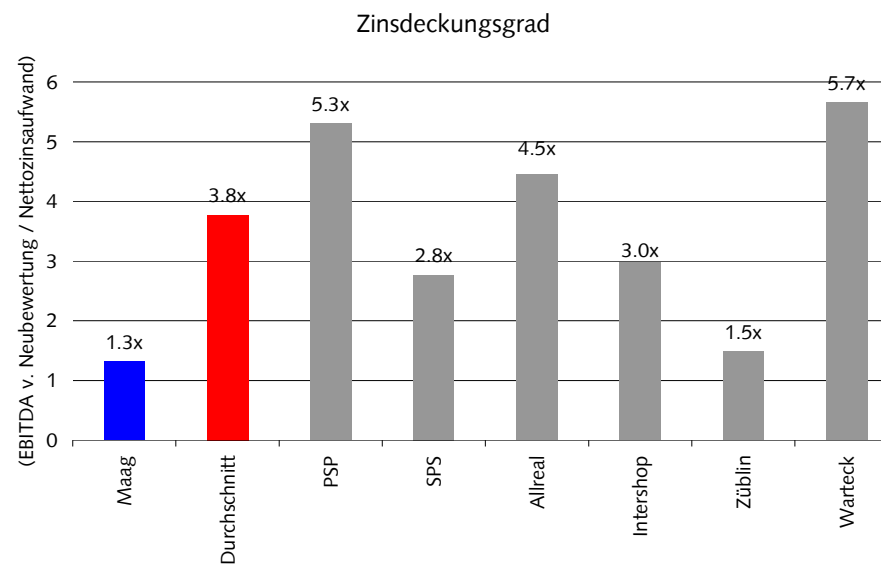
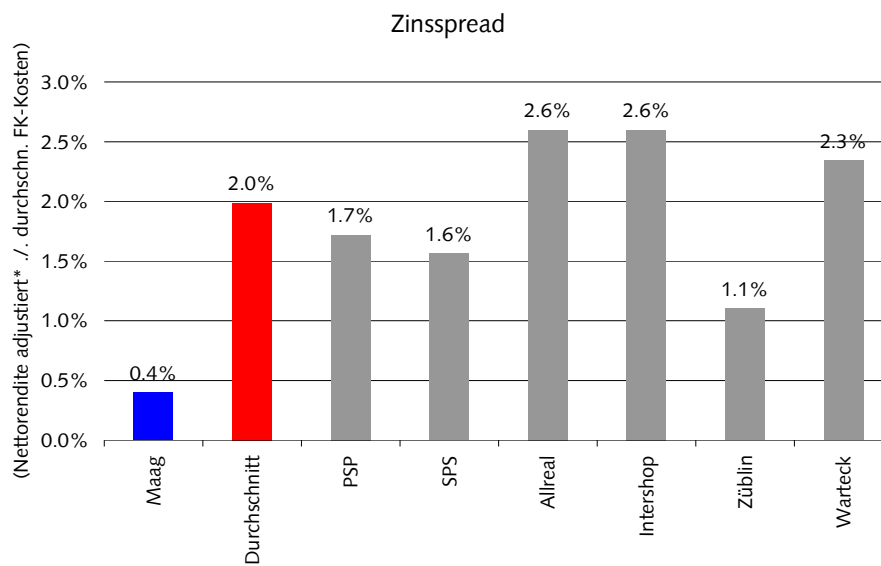
Quelle: Bank Vontobel AG | Equity Research

**Beilage 3: Übersicht Zinsbindungsdauer vergleichbarer kotierter Unternehmen (per 30.6.2004)**



Quelle: Bank Vontobel AG | Equity Research

**Beilage 4: Zinsspread | Zinsdeckungsgrad vergleichbarer kotierter Unternehmen (per 30.6.2004)**



\* Nettorendite basierend auf den annualisierten Ist-Mieterträgen im Verhältnis zu den Marktwerten der Anlageliegenschaften per 30.6.2004

Quelle: Bank Vontobel AG | Equity Research