



FAIRNESS OPINION

ZUM ÖFFENTLICHEN KAUFANGEBOT DER BEHR BIRCHER CELLPACK BBC AG
FÜR ALLE SICH IM PUBLIKUM BEFINDENDEN NAMENAKTIEN DER GROUPE
BAUMGARTNER HOLDING SA

5. SEPTEMBER 2019

ABKÜRZUNGS- UND BEGRIFFSVERZEICHNIS

Abkürzung	Definition
ANAV	Adjusted net asset value
BBC Group	Alle Gesellschaften der Behr Bircher Cellpack BBC AG
BDO	BDO AG, Zürich
FinfraG	Finanzmarktinfrastrukturgesetz
GBH	Groupe Baumgartner Holding SA
NAV	Net asset value
SIX	SIX Swiss Exchange
VWAP	Volume weighted average price / Volumengewichteter Durchschnittskurs eines Aktientitels in den letzten 60 Handelstagen vor der Voranmeldung oder dem Angebot

INHALTSVERZEICHNIS

1	Einleitung	4
	Ausgangslage	5
	Auftrag an BDO und Grundlagen	6
	Beurteilungsvorgehen und Bewertungsgrundsätze	7
	Informationsgrundlagen	8
	Über die Groupe Baumgartner Holding SA	9
2	Bewertungsüberlegungen	10
	Methodik	11
	Adjusted Net Asset Value	12
	Analyse Liquidität der Aktie	13
	Wert pro Aktie inklusive Abschlag für Illiquidität	14
	Alternative Überlegungen für die Aktionäre	15
3	Ergebnis der Fairness Opinion	16
	Schlussfolgerung	17
4	Beilagen	18
	Alternative Berechnung Abschlag für Illiquidität	19

EINLEITUNG

Thema	Seite
Ausgangslage	5
Auftrag BDO und Grundlagen	6
Beurteilungsvorgehen und Bewertungsgrundsätze	7
Informationsgrundlagen	8
Über die Groupe Baumgartner Holding SA	9

AUSGANGSLAGE

Angebot ¹⁾

Am 29. Juli 2019 veröffentlichte die Behr Bircher Cellpack BBC AG die Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien Groupe Baumgartner Holding SA zum Nominalwert von CHF 70 pro Aktie. Die zu zahlende Gegenleistung beträgt CHF 425 pro Namenaktie.

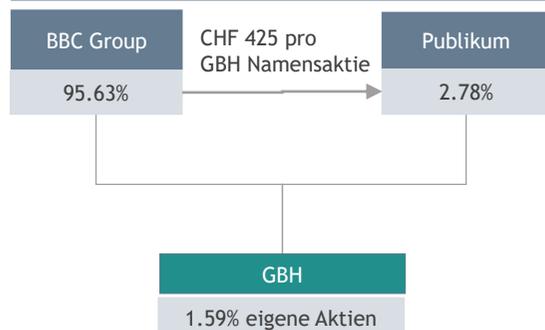
¹⁾ Weitere Informationen zum Angebot und den Bedingungen sind in der Voranmeldung vom 29. Juli 2019 ersichtlich.

Zielgesellschaft

Firma	Valor	Symbol	Börse
Groupe Baumgartner Holding AG	217'577	BAP	SIX Swiss Exchange

Quelle: SIX Swiss Exchange

Aktuelle Beteiligungsstruktur und öffentliches Übernahmeangebot



Quelle: GBH

Ausgangslage

- ▶ Die Groupe Baumgartner Holding SA («GBH») ist eine nach schweizerischem Recht eingetragene Aktiengesellschaft mit Sitz in Crissier und an der SIX Swiss Exchange kotiert. Per 26. Juli 2019 («Bewertungsstichtag») betrug die Marktkapitalisierung des Unternehmens CHF 42.6 Millionen.
- ▶ GBH hat weder eine Geschäftstätigkeit noch direkt angestellte Mitarbeitende. Die Gesellschaft ist eine reine Finanzgesellschaft, ohne Beteiligungen. Einziges Einkommen stellen die Zinseinnahmen aus den gewährten Darlehen dar, welche gegenüber der Hauptaktionärin Behr Bircher Cellpack BBC AG («BBC Group») und der Schwestergesellschaft BBC Cellpack AG gewährte werden (vgl. Seite 9).
- ▶ Das gezeichnete Aktienkapital von GBH beträgt CHF 9'100'000, aufgeteilt in 130'000 voll liberierte Namenaktien zum Nominalwert von CHF 70. GBH verfügt über kein genehmigtes oder bedingtes Kapital.
- ▶ Die Statuten von GBH enthalten eine Bestimmung (Opting-out-Klausel), wonach Bieter nicht verpflichtet sind, ein Übernahmeangebot nach den Artikeln 135 und 163 des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes («FinfraG») vom 19. Juni 2015 abzugeben. Da die BBC Group seit mehreren Jahren mehr als 50% der Stimmrechte von GBH hält und die Beteiligung auch nie unter diesen Schwellenwert gefallen ist, unterliegt das Angebot von BBC Group weder den Bestimmungen des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes («FinfraG») noch einschlägigen Rechtsvorschriften betreffend das Pflichtangebot, einschliesslich der Mindestpreisregeln, die nicht gelten.
- ▶ Zum Bewertungsstichtag werden 124'319 (95.63%) der Aktien von GBH von der Anbieterin und Mehrheitsaktionärin BBC Group gehalten. Weitere 2'069 Aktien (1.59%) sind eigene Aktien und 3'612 Aktien (2.78%) sind im Publikumsbesitz, wie nebenstehend grafisch dargestellt.
- ▶ Die BBC Group wiederum ist zu 91% im Besitz von Herrn Prof. Dr. Giorgio Behr, dem Präsidenten des Verwaltungsrates von GBH.
- ▶ Mit ihrer Tochtergesellschaft BBC Cellpack ist die BBC Group im Bereich der Energieverteilung, Kunststoffbearbeitung, Medizintechnik und Verpackung tätig, mit der BBC Bircher deckt sie mit der Produktion von Sensor- und Automationsystemen die Bereiche Sicherheit und Komfort ab.

Angebot

- ▶ Die BBC Group («Anbieterin») plant, ein öffentliches Kaufangebot für sämtliche ausstehenden Namenaktien an der GBH zu unterbreiten. Das Angebot für die sich im Publikum befindenden Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 70 pro Aktie besteht gemäss Voranmeldung vom 29. Juli 2019 aus einem Barangebot in der Höhe von CHF 425. Das Angebot wird voraussichtlich am 9. September 2019 publiziert.
- ▶ Das Angebot zielt darauf ab, die Aktien von GBH zu dekotieren und den Anteil der Beteiligung von BBC an BHG auf 100% zu erhöhen.

AUFTRAG AN BDO UND GRUNDLAGEN

Mandat von BDO

BDO beurteilt die finanzielle Angemessenheit des Angebots der Anbieterin BBC Group vom 9. September 2019 von CHF 425 pro Aktie zuhanden des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft GBH.

Auftrag

- ▶ Der Verwaltungsrat von GBH hat BDO AG («BDO», «wir», «und») damit beauftragt, im Rahmen einer Fairness Opinion die finanzielle Angemessenheit des Angebots der BBC Group aus Sicht der Publikumsaktionäre zu beurteilen.
- ▶ In Einklang mit der Verordnung der Schweizerischen Übernahmekommission («UEK») ist diese Fairness Opinion ausschliesslich für den Verwaltungsrat von GBH als Teil seines Berichts an die Aktionäre bezüglich des Angebots der BBC Gruppe bestimmt.
- ▶ Diese hier vorliegende Fairness Opinion darf im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot publiziert werden. Ausserdem darf auch im Angebotsprospekt vom 9. September 2019 darauf verwiesen werden. Eine Verwendung für sonstige Zwecke ist nicht erlaubt.
- ▶ Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre von GBH dar, das Angebot der Anbieterin BBC Group anzunehmen oder abzulehnen.
- ▶ Im Weiteren enthält sie keine Beurteilung der folgenden Punkte:
 - Zahlungsbedingungen oder sonstige Bedingungen des Angebots der BBC Group;
 - Rechtliche und steuerliche Beurteilung der Transaktionsstruktur;
 - Auswirkungen, die sich aus einer Annahme oder Ablehnung des Angebots der BBC Group ergeben könnten; und
 - Aussagen zum zukünftigen Wert der Aktien der GBH.
- ▶ BDO hat im Rahmen ihrer Arbeiten weder eine aktienrechtliche Revision noch irgendeine Form einer Due Diligence durchgeführt.
- ▶ Diese Fairness Opinion wurde am 5. September 2019 dem Verwaltungsrat von GBH zugestellt. Bewertungszeitpunkt ist der 26. Juli 2019, dem letzten Handelstag vor der Publikation des Voranmeldung vom 29. Juli 2019.
- ▶ Im Zusammenhang mit der Auftrag zur Erstellung einer Fairness Opinion erhält BDO keine Entschädigung, die von bestimmten Aussagen zur Bewertung von GBH oder vom Erfolg der Transaktion abhängig ist.
- ▶ Diese Fairness Opinion darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden und liegt zusätzlich in französischer Sprache vor.

BEURTEILUNGSVORGEHEN UND BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

Analyse- und Bewertungsmethoden

Adjusted Net Asset Value («ANAV»)

Analyse des Aktienkurses in Bezug auf gehandelte Volumen und bezahlte Preise

Quelle: BDO

Herleitung Anzahl ausstehender Aktien

	Anzahl
Total ausgegebene Aktien	130'000
./. gehaltene eigene Aktien	- 2'069
Total ausstehende Aktien	127'931

Quelle: GBH

Beurteilungsvorgehen

- ▶ Für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots der Anbieterin hat BDO eigene Wertüberlegungen und Analysen zu GBH durchgeführt.
- ▶ Die Bewertung basiert darauf, dass GBH wie vorstehend beschrieben, weder eine operative Tätigkeit aufweist noch über Mitarbeitende verfügt. Einnahmen fliessen aus den Zinsen auf den gegenüber der Hauptaktionärin BBC Group und der Schwestergesellschaft BBC Cellpack AG gewährten Darlehen in der Höhe von insgesamt rund CHF 48.9 Millionen per 30. Juni 2019. Die Ausgaben betreffen Kosten für die Aufrechterhaltung der Börsenkotierung, das Revisionshonorar sowie Honorare für den externen CFO und den Verwaltungsrat.
- ▶ Als Resultat unserer Bewertungsanalyse ergibt sich ein Wert für den Eigenkapitalwert von GBH. Dieser implizite Wert einer Aktie von GBH stellt eine Indikation dar, nach welcher die finanzielle Angemessenheit des Angebots der BBC Group beurteilt werden kann.
- ▶ Mögliche Auswirkungen des Angebots auf den einzelnen Aktionär, z.B. Steuerfolgen, wurden nicht berücksichtigt, da dies nicht Gegenstand unseres Auftrags war und aufgrund der Vielzahl der Aktionäre und der verschiedenen Ausgangslagen nicht darstellbar wäre.

Bewertungsgrundsätze

- ▶ Das Bewertungsobjekt ist GBH mit der zum Bewertungsstichtag 26. Juli 2019 massgeblich vorhandenen Substanz unter Berücksichtigung der aufgelaufenen Zinserträge und Administrationskosten.
- ▶ Für die Bewertung einer Aktie von GBH zum Stichtag 26. Juli 2019 wird von der unabhängigen Weiterführung («Going Concern») von GBH ausgegangen. Effekte von zukünftigen Übernahmen und mögliche Synergiepotentiale mit einem Investor wurden nicht berücksichtigt. Basis für unsere Arbeiten ist folglich die Selbständigkeit («Stand Alone»). Wir gingen ebenfalls davon aus, dass die Geschäftstätigkeit von GBH in Zukunft keine wesentliche Änderung erfährt.

Wahl der Bewertungsmethoden und Vorgehen

- ▶ Grundsätzlich ist der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft eine verlässliche Indikation um den Unternehmenswert zu bestimmen. Dies setzt jedoch voraus, dass ein ausreichend liquider Handel vorhanden ist. Wie nachfolgend aufgezeigt wird, trifft dies für GBH nicht zu. Der Handel der Namenaktien von GBH ist illiquid und der Börsenkurs ist keine Indikation, um den fairen Wert der Aktie zu ermitteln.
- ▶ Da keine Geschäftstätigkeit vorliegt, wird die Gesellschaft zum adjustierten Substanzwert zum Bewertungsstichtag bewertet, dieser Wert, dividiert durch die Anzahl ausstehender Aktien ergibt dies den Wert pro Aktie.

INFORMATIONSGRUNDLAGEN

Wesentliche Datengrundlagen / Quellen

Publizierte Jahresabschlüsse

- Geprüfte und öffentlich publizierte Jahresabschlüsse jeweils per 31. Dezember für die Jahre 2018, 2017, 2016, etc.
- Ungeprüfte publizierte Halbjahreszahlen per 30. Juni 2019

Finanzmarktdaten

- Thomson Reuters EIKON, SIX Swiss Exchange

Weitere Informationen

- Öffentlich zugängliche Quellen zu BBC Group

Quelle: BDO

Erhaltene Informationen

- ▶ Grundlage für die Wertermittlung bilden sowohl historische Finanzdaten und Informationen, welche uns von GBH zur Verfügung gestellt wurden, oder von der Homepage der Gesellschaft direkt bezogen werden können. Diese Dokumente und Informationen sind in der nebenstehenden Aufstellung aufgeführt.
- ▶ Aufgrund der nicht vorhandenen operativen Geschäftstätigkeit von GBH existiert kein Businessplan oder Finanzplan, welcher die zukünftige Geschäftstätigkeit aufzeigt und beschreibt.
- ▶ Im Weiteren hatten wir die Möglichkeit, schriftliche und mündliche Fragen an den Verwaltungsrat von GBH zu richten und die erhaltenen Informationen kritisch zu hinterfragen und zu diskutieren.
- ▶ Unsere hier vorliegende Bewertung basiert grösstenteils auf Informationen, welche uns von GBH zur Verfügung gestellt worden sind. Unsere Verantwortung beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung dieser Informationen.
- ▶ BDO ist bei der Erstellung des Bewertungsgutachtens davon ausgegangen, dass die Finanzinformationen und anderen Daten zu GBH richtig und vollständig sind. BDO hat sich auf diese Informationen verlassen, ohne die Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.
- ▶ BDO wurde in diesem Zusammenhang vom Management von GBH bestätigt, dass sie sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst sind, wonach die zur Verfügung stehenden Informationen und Daten unvollständig, unrichtig oder irreführend wären.
- ▶ Die Informationen und Kriterien in diesem Dokument basieren auf dem vorherrschenden Markt-, Unternehmens- und Wirtschaftsumfeld zum Zeitpunkt der Berichtsabgabe am 5. September 2019. Später eintretende Umstände können sich auf die Informationen auswirken, die als Grundlage für die hier vorliegende Analyse verwendet wurden. BDO ist nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen später zu aktualisieren, zu überprüfen oder zu bestätigen.

ÜBER DIE GROUPE BAUMGARTNER HOLDING SA

Geschichte und historischer Finanzkennzahlen

Historische Kennzahlen der Erfolgsrechnung

Erfolgsrechnung (in CHF'000)	2014	2015	2016	2017	2018	1. HJ 2019
Gemäss Swiss GAAP FER						
Zinserträge	350.9	315.3	354.0	415.4	400.9	183.0
Betriebskosten	307.6	350.9	266.6	331.4	272.5	207.7
EBITDA	43.3	-35.6	19.8	84.0	123.2	-27.3
Gewinn	-6.0	3.0	19.8	77.4	116.1	-27.9

Quelle: Geschäftsberichte GBH, gerundete Zahlen

Historische Bilanzen

Bilanz (in CHF'000)	2014	2015	2016	2017	2018	1. HJ 2019
Gemäss Swiss GAAP FER						
Liquidität	34'534	23'697	18'753	18'223	9'137	9'544
Darlehen Cellpack AG	25'575	17'000	17'000	17'000	17'000	17'000
Darlehen BBC AG	0	19'200	24'150	24'650	32'234	31'884
Aktiven	60'206	59'986	59'905	59'978	58'522	58'552
Eigenkapital	59'382	59'385	59'406	59'482	58'063	58'036
Passiven	60'206	59'986	59'905	59'978	58'522	58'552

Quelle: Geschäftsberichte GBH, gerundete Zahlen

Kennzahlen

Zinssatz p.a. auf gewährten Darlehen ¹⁾	1.5%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%
--	------	------	------	------	------	------

Quelle: Geschäftsberichte GBH, gerundete Zahlen

¹⁾ Durchschnittlicher Zinssatz aus Anfangs- und Endbestand der Darlehen

Geschichte der Gesellschaft

- ▶ Die Geschichte von GBH geht zurück ins 19. Jahrhundert zur Vorgängergesellschaft Stouky et Friedrich, in Lausanne, welche im Papierhandelsgeschäft tätig war. Joseph Baumgartner kaufte die Gesellschaft im Jahr 1924 und diversifizierte in die Bereiche Papierverarbeitung und Produktion von Zigarettenfiltern.
- ▶ Nach der Umfirmierung in die Baumgartner Papiers SA im Jahr 1957, erfolgte im Jahr 1971 der Umzug nach Crissier mit einem Ausbau der Gesellschaft zu einer internationalen Unternehmensgruppe. Ab 1977 umfasste die Geschäftstätigkeit die vier Bereiche Lebensmittelverpackungen, Zigarettenfilter, Briefumschläge und Papier für die grafische Industrie.
- ▶ Im Jahr 2008 erfolgte die Übernahme durch die BBC Group, welche seither einen Anteil von 95.6% der Aktien hält. Die letzte verbliebene Tochtergesellschaft von GBH, die Compagnie Franco Suisse SAS, die heutige Cellpack FS Packaging, wurde im Rahmen dieser Transaktion in die BBC Group integriert.
- ▶ Seither ist die GBH eine reine Finanzgesellschaft, ohne eigene operative Tätigkeit.

Entwicklung der Geschäftstätigkeit

- ▶ GBH hat zwei Aktivdarlehen. Eines gegenüber der Schwestergesellschaft Cellpack AG und eines gegenüber der Muttergesellschaft BBC AG. Während das Darlehen gegenüber Cellpack AG seit 2015 unverändert CHF 17 Millionen beträgt, hat das gegenüber der BBC AG gewährte Darlehen im Verlauf der letzten Jahre von CHF 19.2 Millionen auf CHF 31.9 Millionen, gemäss Zwischenabschluss per 30. Juni 2019, zugenommen. Die Darlehen entsprechen rund 85% der Aktiven von GBH.
- ▶ Die Höhe der Darlehen und die Zinsen werden jeweils per Anfang jedes Geschäftsjahres vertraglich fixiert, wobei die Kündigungsfrist ein Jahr beträgt. In den letzten Jahren lagen die durchschnittlichen Zinserträge für die gewährten Darlehen bei rund CHF 350'000 bis CHF 400'000. Der durchschnittliche Zinssatz ist, entlang dem allgemeinen Zinsniveau in der Schweiz und in Einklang mit der Gesetzgebung betreffend Darlehen zwischen verbundeneren Gesellschaften, von rund 1.5% auf knapp 0.75% gesunken.
- ▶ Auf der Kostenseite stehen ausschliesslich administrative Kosten für die Aufrechterhaltung der Kotierung, Revisions- und VR Honorare. Die Gesellschaft hat keine eigenen Mitarbeitenden, ein CFO führt die Geschäftstätigkeit auf Mandatsbasis.
- ▶ Der ausgewiesene Verlust im ersten Halbjahr 2019 ist auf die höheren administrativen Kosten aufgrund des geplanten öffentlichen Übernahmeangebots zurückzuführen.

BEWERTUNGSÜBERLEGUNGEN

Thema	Seite
Methodik	11
Adjusted Net Asset Value	12
Analyse Liquidität der Aktie	13
Abschlag für Illiquidität der Aktie	14
Alternative Überlegungen für die Aktionäre	15

METHODIK

Analyse- und Bewertungsmethoden

Adjusted Net Asset Value («ANAV»)

Analyse des Aktienkurses in Bezug auf gehandelte Volumen und bezahlte Preise

Quelle: BDO

Herleitung Anzahl ausstehender Aktien

	Anzahl
Total ausgegebene Aktien	130'000
./. gehaltene eigene Aktien	- 2'069
Total ausstehende Aktien	127'931

Quelle: GBH

Adjustierter Net Asset Value

- ▶ Der Net Asset Value («NAV») auf Basis des ausgewiesenen Substanzwerts ist die nachvollziehbarste und naheliegenste Methode bei der Bewertung von reinen Finanzgesellschaften, wie es GBH darstellt. Die NAV- oder Substanzwertmethode stellt den Wert aller Aktiven abzüglich aller Schulden dar, was dem Wert des Eigenkapitals entspricht und ein Residuum darstellt.
- ▶ Dies bedeutet, dass sämtliche Bilanzwerte hinsichtlich der Auf- / Abwertungspotentiale überprüft werden und allenfalls eine Neubewertung erfolgt und die Positionen entsprechend adjustiert werden. Eine Aufwertung führt zu einer latenten Steuerverbindlichkeit, eine Abwertung zu einem latenten Steuerguthaben.
- ▶ Die entsprechenden Adjustierungen im NAV führen danach zum Adjusted Net Asset Value («ANAV»), als Grundlage für die Berechnung des Wertes pro ausstehende Aktien.

Berechnung des Eigenkapitalwerts pro Aktie von GBH

- ▶ Der Eigenkapitalwert pro Aktie resultiert aus der Division des ermittelten Eigenkapitalwerts («ANAV») durch die Anzahl ausstehender Aktien. Dabei werden gehaltene eigene Aktien ausgenommen, um die Verwässerung zu berücksichtigen. Grundlage der Anzahl ausstehender Aktien zum Bewertungsstichtag bilden die Informationen der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag. Somit ergibt sich zum Bewertungsstichtag eine Anzahl von 127'931 ausstehender Aktien, wie nebenstehend hergeleitet.
- ▶ Für die Berechnung des Wertes pro Aktie haben wir uns im Weiteren Gedanken zu einem Abschlag für die erschwerte Verkäuflichkeit der Aktien gemacht, da praktisch kein Handel der Aktie an der Börse stattfindet.

ADJUSTED NET ASSET VALUE

Berechnung des Wertes je Aktie

		in CHF
Eigenkapitalwert (NAV) per 30.06.2019	1	58'035'500
Datum NAV		30.06.2019
Bewertungsdatum		26.07.2019
Anzahl Tage		26
ANAV zum Bewertungsstichtag ¹⁾	2	58'048'415
Anzahl ausstehende Aktien		127'931
ANAV je Aktie per 26.07.2019	3	453.75

¹⁾ Aufgezinst mit risikolosem Zinssatz, 0.31%

Quelle: GBH, Berechnungen BDO

Berechnung des Adjusted Net Asset Values der GBH

- ▶ Grundsätzlich wird auf dem von GBH per 30. Juni 2019 ausgewiesenen Wert des Eigenkapitals abgestützt. Die Bilanz der Gesellschaft besteht auf der Aktivseite neben den an die verbundenen Gesellschaften gewährten Darlehen noch aus flüssigen Mitteln und kurzfristigen Forderungen gegenüber verbundenen Gesellschaften. Auf der Passivseite stehen lediglich kurzfristige Abgrenzungen und Rückstellung für Risiken und Aufwendungen. Es bestehen keine Positionen mit Auf- oder Abwertungscharakter in der Bilanz, weshalb der in der publizierten Bilanz vom 30. Juni 2019 ausgewiesene Wert des Eigenkapitals als Basis für den NAV verwendet werden kann.
- ▶ GBH hat, wie vorstehend beschrieben, per 30. Juni 2019 zwei Darlehen an verbundene Gesellschaften ausgegeben, welche knapp 85% der Aktiven von GBH entsprechen:
 - BBC Cellpack AG über CHF 17 Millionen
 - Behr Bircher Cellpack BBC AG über CHF 31.9 Millionen
- ▶ Für die beiden Darlehen bezahlen die Gesellschaften jährlich Zinsen von rund CHF 350'000 bis CHF 400'000. Im Jahr 2017 betrug der Zins 1% p.a., im Jahr 2018 wurde er ab Juli auf 0.75% gesenkt, letzterer entspricht auch dem aktuellen Zinssatz für 2019.
- ▶ Die Höhe der Darlehen und die Verzinsung werden jeweils jährlich zwischen den Gesellschaften vertraglich vereinbart. Die Kündigungsfrist der Darlehen beträgt dabei ein Jahr. Aufgrund der hohen Wesentlichkeit für GBH ist die Prüfung und Feststellung der Werthaltigkeit der Darlehen im Rahmen des jährlichen Audits durch den externen Prüfer das zentrale Element.
- ▶ Die Tatsache reflektierend, dass die Darlehen jährlich kündbar und rückzahlbar sind und aufgrund ihrer Wesentlichkeit bei der externen Prüfung der Gesellschaften, erachten wir die in der Bilanz ausgewiesenen Werte der Darlehen als Marktwerte ohne Einschränkung.

Herleitung der Wertes pro Aktie von GBH

- 1 Per 30. Juni 2019 beträgt der ausgewiesene Eigenkapitalwert (NAV) CHF 58.04 Millionen.
 - 2 Aufgezinst auf den 26. Juli 2019, dem letzten Handelstag vor Publikation der Voranmeldung, ergibt sich ein Wert von CHF 58.05 Millionen. Für die Aufzinsung verwenden wir den fünfjährigen historischen Durchschnitt der Rendite von Schweizer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 15 Jahren.
 - 3 Dividiert durch die Anzahl ausstehender Aktien (127'931) zum Bewertungsstichtag ergibt sich ein ANAV pro Aktie von CHF 454.
- ▶ Gemäss der am 26. April 2019 publizierte Einladung zur Generalversammlung vom 28. Juni 2019 wird keine Dividende für das Geschäftsjahr 2018 ausgeschüttet.

ANALYSE LIQUIDITÄT DER AKTIE

Liquidität gemäss Definition der Übernahmekommission

Analyse und Konklusion

In der bis zur Voranmeldung vom 29. Juli 2019 für die Bestimmung der Liquidität vorangehenden Periode vom Juli 2018 bis Juni 2019 wurde eine (1) Aktie am 2. Mai 2019 gehandelt. Der monatliche Median der täglichen Handelsvolumen liegt somit über die ganze relevante Periode bei 0.00% und folglich immer unter dem Referenzwert der UEK von 0.04%.

Die Aktien von GBH sind im Sinne der geltenden Definition der Übernahmekommission aufgrund des minimalen Handels in den letzten zwölf Monaten vor der Voranmeldung als illiquid zu beurteilen.

Handel in den letzten zwölf Monaten vor der Voranmeldung

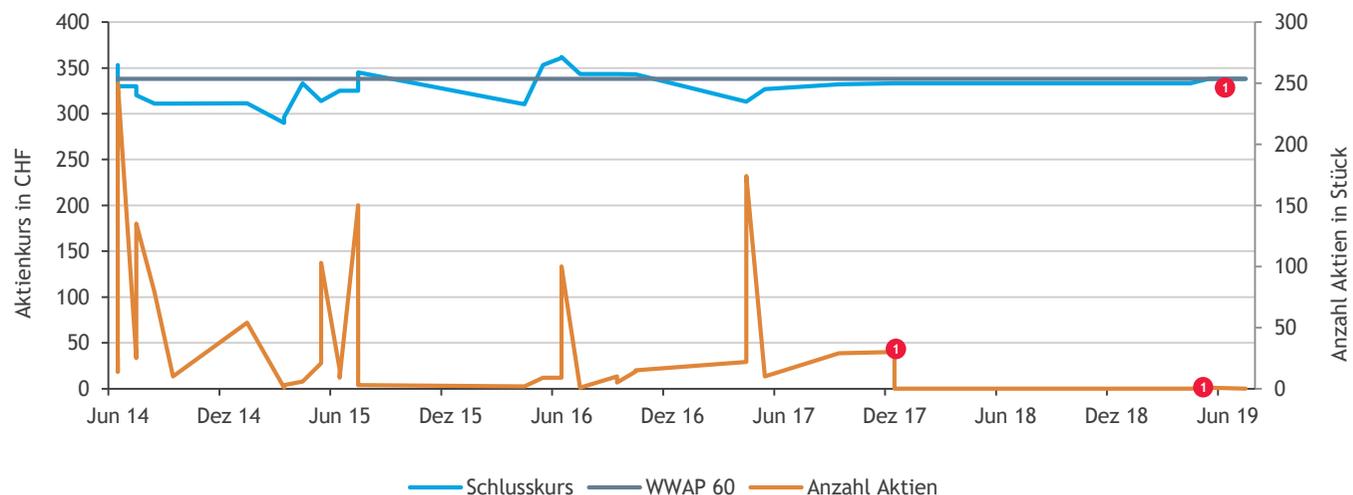
Höchster Preis	CHF 338.00
Tiefster Preis	CHF 338.00
Letzter gehandelter Preis	CHF 338.00
Letzter Handelstag vor Voranmeldung vom 29. Juli 2019	02.05.2019
Anzahl Handelstage in den letzten zwölf der Voranmeldung vorangehenden vollständigen Monate	1 Handelstag
Durchschnittlich gehandeltes Volumen	1 Aktie

Quelle: Thomson REUTERS EIKON, SIX, Analyse BDO

Liquiditätsanalyse

- ▶ Gemäss dem geltenden Übernahmerecht gelten Aktien von Unternehmen, welche nicht im Swiss Leader Index gelistet sind, als liquide, «wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens zehn (10) von zwölf (12) der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monate gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapieres («Free Float») ist» (vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 26. Februar 2010).
- ① Vor der Publikation der Voranmeldung vom 29. Juli 2019 wurde die Aktie letztmals am 2. Mai 2019 gehandelt (1 Aktie zu einem Preis von CHF 338). Zuvor wurde die Aktie auf der Grundlage unserer Analyse letztmals am 21. Dezember 2017 gehandelt, also rund 1.5 Jahre vor dem letzten Handel. Auf der Grundlage aller Analysen und dem geltenden Übernahmerecht sind die Aktien der GBH als illiquid zu beurteilen, da die Aktien in keinem der letzten zwölf Monaten das vorstehend beschriebenen Kriterium erfüllt.

Entwicklung Kurs und Volumen 2014 bis Juli 2019



Quelle: Thomson REUTERS EIKON, SIX, Analyse BDO

WERT PRO AKTIE INKLUSIVE ABSCHLAG FÜR ILLIQUIDITÄT

Berücksichtigung der Illiquidität der Aktie in der Wertbestimmung

Handel in den letzten 5 Jahren vor Voranmeldung	
Höchster Preis	CHF 362.00
Tiefster Preis	CHF 290.00
Letzter gehandelter Preis	CHF 338.00
Letzter Handelstag vor der Voranmeldung vom 29. Juli 2019	02.05.2019
Anzahl Handelstage in den letzten fünf der Voranmeldung vorangehenden Jahren	33 Handelstage
Durchschnittlich gehandeltes Volumen	46 Aktien
Anteil am Free Float	1.28%

Quelle: Thomson REUTERS EIKON, SIX, Analyse BDO

Berechnung des Wertes je Aktie inkl. Abschlag	
in CHF	
Eigenkapitalwert (NAV) per 30.06.2019	58'035'500
Datum NAV	30.06.2019
Bewertungsdatum	26.07.2019
Anzahl Tage	26
ANAV zum Bewertungsstichtag ¹⁾	58'048'415
Anzahl ausstehende Aktien	127'931
ANAV je Aktie per 26.07.2019	453.75
./.. Abschlag für Illiquidität	15.00%
ANAV je Aktie per 26.07.2019	1 385.69

¹⁾ Aufgezinst mit risikolosem Zinssatz, 0.31%

Quelle: GBH, Berechnungen BDO

Sensitivität ANAV bei Abschlag für Illiquidität 2					
Abschlag	10.00%	12.50%	15.00%	17.50%	20.00%
ANAV je Aktie	408.37	397.03	385.69	374.34	363.00

Quelle: Berechnungen BDO

Fehlende Liquidität des Titels der GBH

- ▶ Die fehlende Dynamik aus Angebot und Nachfrage nach dem Titel von GBH drückt sich in der fehlenden Handelstätigkeit in den letzten Jahren aus, was, wie vorstehend beschrieben, dazu führt, dass der Aktientitel von GBH im Sinne des geltenden Übernahmerechtes nicht liquid ist. In der Folge dieser geringen Handelstätigkeit ist der Börsenkurs auch kein Indiz für einen Preis, da die fehlende Marktaktivität von Käufern und Verkäufern keinen wirklichen Marktpreis definiert.
 - ▶ Auf die vorliegende Transaktion ist die Mindestpreisregel nicht anwendbar, folglich hat die unbestrittene Illiquidität keine unmittelbare Relevanz. Investoren berücksichtigen in ihren Überlegungen die Liquidität einer Investition bei der Bewertung. Im direkten Vergleich wird ein Investor, insbesondere aus Risikoüberlegungen, für eine nicht-liquide Investition weniger bezahlen als für eine identische Investition, welche leichter veräussert werden kann.
 - ▶ Eine illiquide Investition wird in der Regel unter Annahme einer vollständigen Liquidität bewertet und danach mit einem Abschlag für die fehlende Liquidität bedacht. Publierte Studien solcher Abschlüsse basieren vor allem auf Analysen, welche Akquisitionspreise für Minderheiten an öffentlich und privat gehaltene Gesellschaften vergleichen¹⁾. Solche Studien definieren im Mittel Abschläge für nicht liquide Titel im Bereich von 15% bis 20% auf dem Eigenkapitalwert.
 - ▶ Die Illiquidität einer Aktie von GBH lässt sich jedoch nicht mit der Illiquidität von Aktien einer privaten Gesellschaft vergleichen. Die Titel der GBH sind an der SIX Swiss Exchange, einer offiziellen Schweizer Börse, kotiert, folglich hat jeder Investor, auch bei einer eingeschränkten Handelbarkeit der Aktie, eine öffentliche Plattform, auf der die Aktie gehandelt werden kann. Für private Aktien gibt es keine solche Plattform. Der zu definierende Abschlag sollte daher diesen Aspekt widerspiegeln.
 - ▶ In den letzten Jahren wurden im angelsächsischen Raum verschiedene Put-Optionspreismodelle entwickelt, mit welchen aufgrund eines Vergleichs zu einer liquiden Vergleichsgruppe ein Abschlag für die Illiquidität abgeleitet werden kann. Ein Investor, der kotierte Aktientitel hält, hat die Möglichkeit eine Put-Option zu erwerben, um sich gegen sinkende Kurse abzusichern. Da der Abschlag für die Illiquidität auf der Tatsache der erschwerten Verkäuflichkeit basiert, entsprechen die Kosten einer Put-Option dem Liquiditätsabschlag, ausgedrückt als Prozentzahl aus der Division des Wertes der Put-Option durch den Wert der Aktie ²⁾. Wir haben als Ergänzung zu den zitierten Studien eine solche Berechnung, welche auf dem Optionspreismodell von Black und Scholes aufbaut vorgenommen. Dabei ergibt sich ein Abschlag von rund 10.5%. Die Details finden sich in Beilage A.
- 1** Auf der Basis der empirischen Studien und der Anwendung in der Praxis lässt sich ein Abschlag für die Illiquidität von 15% stützen. Darauf basierend ergibt sich ein Wert pro ausstehende Aktie von GBH von CHF 386.
- 2** Eine Sensitivitätsanalyse innerhalb der Bandbreite der möglichen Abschläge für die Illiquidität von 10% bis 20% ergibt eine Wertbandbreite pro Aktie von GBH von CHF 363 bis CHF 408.

- 1) vgl. Shannon P. Pratt, Business Valuation, Discounts and Premiums, Cheridito/Schneller, Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung, Der Schweizer Treuhänder 2008/6-7, Seite 421
2019 Discount for Lack of Marketability Study, Johnson/Park Empirical Method, 2019 Partnership Profiles, Inc.
- 2) vgl. Business Valuation Review, Volume 35, issue 4, Winter 2016, Seite 135ff.

ALTERNATIVE ÜBERLEGUNGEN FÜR DIE AKTIONÄRE

Liquidation der Gesellschaft

Analyse und Konklusion

Die Liquidation birgt für die private Aktionäre mit Wohnsitz in der Schweiz steuerliche Nachteile im Vergleich zur Annahme des Angebots der Anbieterin. Aufgrund der individuellen Situation für jeden einzelnen Aktionär können diese Konsequenzen nicht dargestellt werden. Es kann jedoch davon ausgegangen werden, dass ein solcher Nachteil den Abschlag für die Illiquidität übersteigt.

Es besteht ein beschränktes zeitliches Risiko in Bezug auf die Rückzahlung der Darlehen, welche den verbundenen Gesellschaften gewährt werden.

Liquidationsszenario

- ▶ Neben den vorstehenden Wertüberlegungen auf Basis des Substanzwertes wird nachfolgend das alternative Szenario einer Liquidation der GBH beurteilt, ohne dass dies allerdings ein effektives Szenario ist, dass die Anbieterin kommuniziert hat.
- ▶ Bei der Liquidation werden die vorhandenen Aktiven einer Gesellschaft veräussert, um danach mit den aus den Verkäufen erhaltenen Mitteln die Verbindlichkeiten zu begleichen. Ein positiver Differenzbetrag wird als Liquidationserlös an die Aktionäre ausgeschüttet. Im vorliegenden Fall ist aufgrund der beschriebenen Charakteristik von GBH zum Bewertungsstichtag davon auszugehen, dass der potentielle Liquidationserlös im Bereich des ausgewiesenen Substanzwertes liegt. Im Rahmen eines Liquidationsszenarios würde die vorstehend beschriebene Thematik des Abschlags für die Illiquidität wegfallen.
- ▶ Im Falle einer Liquidation sind jedoch zusätzlich die folgenden Themen von Relevanz:
 - Die steuerlichen Konsequenzen für die Aktionäre.
 - Der Zeitpunkt der Liquidation.

Steuerliche Konsequenzen

- ▶ Für Aktionäre mit Wohnsitz und Steuerdomizil in der Schweiz, welcher die Aktien im Geschäftsvermögen hält, kommt das Buchwertprinzip zum tragen. Somit stellt die Differenz zwischen Liquidationserlös und Buchwert (bzw. Einkommenssteuerwert) der Aktien steuerbares Einkommen dar. Grundsätzlich sind in diesem Fall die steuerlichen Konsequenzen vergleichbar mit der Andienung der Aktien gemäss Angebot.
- ▶ Für Aktionäre mit Wohnsitz und Steuerdomizil in der Schweiz, welche die Aktien im Privatvermögen halten, entspricht der zu versteuernde Betrag grundsätzlich der Differenz zwischen Liquidationserlös und Nominalwert der Aktie (CHF 70). Im Vergleich zum steuerfreien Kapitalgewinn, der beim Andienen resultiert, entsteht dadurch ein steuerlicher Nachteil für private Investoren mit Wohnsitz in der Schweiz.
- ▶ Die Differenz zwischen Liquidationserlös und Nominalwert/Buchwert unterliegt in jedem Fall der Verrechnungssteuer von 35%, welche von Aktionären mit Schweizer Wohnsitz grundsätzlich zurückgefordert werden kann. Im Ausland domizilierte Aktionäre haben die Möglichkeit einer vollständigen oder teilweisen Rückforderung je nach Doppelbesteuerungsabkommen zwischen der Schweiz und dem jeweiligen Ansässigkeitsstaat.
- ▶ Die steuerlichen Konsequenzen sind individuell nach Situation des einzelnen Aktionärs zu beurteilen. Allerdings lässt sich feststellen, dass die Liquidation für private Investoren mit Domizil in der Schweiz steuerliche Nachteile im Vergleich zum Verkauf im Rahmen des öffentlichen Angebots mit sich bringt.

Zeitpunkt der Liquidation

- ▶ Es kann davon ausgegangen werden, dass GBH aufgrund der wenigen Aktiven, bei welchen es sich ausschliesslich um liquide Vermögenswerte handelt, verhältnismässig einfach liquidiert werden kann. Im Falle einer Liquidation ist die Frist, innert welcher die Aktivdarlehen zurückbezahlt werden müssen, der zeitkritische Faktor. Neben den Kosten für die eigentliche Liquidation fallen zusätzlich Betriebskosten bis zur endgültig Liquidation an, welche sich negativ auf den Liquidationserlös auswirken.

ERGEBNIS DER FAIRNESS OPINION

Thema	Seite
Schlussfolgerung	17

SCHLUSSFOLGERUNG

Fairness Opinion

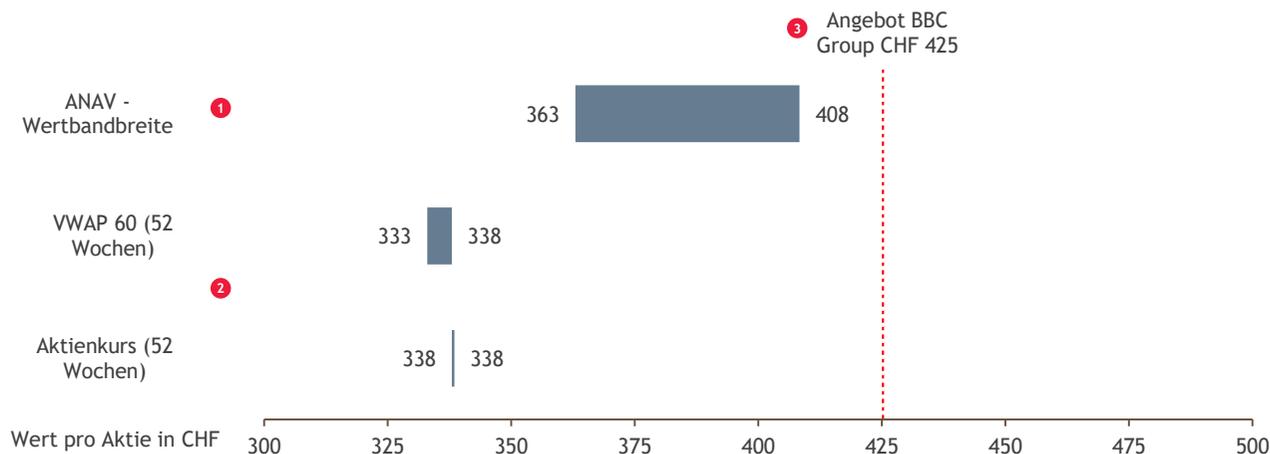
► Die nebenstehende Grafik fasst die Ergebnisse unserer Bewertungsanalyse zusammen. Wie vorstehend erläutert, haben wir auf der Grundlage unserer Analyse einen Wert von CHF 386 pro Aktie von GBH ermittelt.

1 Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse in Bezug auf die Anwendung unterschiedlicher Grössen von Abschlägen für die Illiquidität, innerhalb der Bandbreiten der externen Studien und Analysen, haben wir eine Wertbandbreite von CHF 363 bis CHF 408 ermittelt.

2 In den letzten 52 Wochen vor der Voranmeldung vom 29. Juli 2019 wurde am 2. Mai 2019 eine (1) Aktie von GBH zu einem Preis von CHF 338 gehandelt. Davor war der letzte Handelstag am 21. Dezember 2017 mit einem Preis von CHF 333.

3 Der offerierte Preis von CHF 425 pro Namenaktie von GBH entspricht einer Prämie von 26% gegenüber dem letzten bezahlten Preis vor der Voranmeldung von CHF 338.

Bewertungsübersicht (CHF pro Namenaktie von GBH)



Aufgrund unserer Analysen erachten wir einen Wert von CHF 425 je GBH-Aktie zum Bewertungsstichtag aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Marcel Jans
Partner

Oliver Ambs
Direktor

BEILAGEN

Thema	Seite
A - Berechnung Abschlag für Illiquidität	19

BEILAGE A

Alternative Berechnung Abschlag für Illiquidität

► Wie vorstehend erläutert, haben wir auf der Grundlage von empirischen Studien einen Abschlag von 15% für die Illiquidität der Aktie vorgenommen. Nachfolgend zeigen wir als Alternative die Berechnung des Abschlags gemäss dem Put-Options-Modell von Black-Scholes.

1 Die Vergleichsgruppe für die Bestimmung der Volatilität als eines der wesentlichen wertbestimmenden Elemente einer Optionsbewertung basiert auf liquiden Titeln am Aktienmarkt von Schweizerischen Gesellschaften, welche als reine Investmentgesellschaften annähernd potentiell vergleichbar sind mit GBH.

2 Als Haltedauer wurden 12 Monate berücksichtigt.

► Eine Dividendenrendite wurde nicht berücksichtigt. Die Berücksichtigung einer solchen würde den Abschlag leicht reduzieren.

3 Daraus ergibt sich ein Abschlag von rund 10.5% für die Illiquidität.

1 Herleitung Volatilität der Vergleichsgruppe

Vergleichsgruppe	Kursvolatilität 3 Monate	Kursvolatilität 6 Monate	Kursvolatilität 12 Monate
BB Biotech AG	19.22%	19.99%	18.83%
Castle Alternative Invest AG	9.81%	9.68%	10.48%
Castle Private Equity AG	31.92%	23.90%	18.92%
HBM Healthcare Investments AG	14.52%	14.82%	18.65%
Nebag ag	19.39%	18.60%	19.15%
New Venturetec AG	43.08%	71.10%	77.25%
Private Equity Holding AG	25.51%	27.11%	23.11%
Spice Private Equity AG	17.37%	26.50%	25.78%
Quelle: Thomson Reuters EIKON	Median	21.95%	19.03%
	Durchschnitt	26.46%	26.52%

Berechnung des Abschlags auf Basis einer fiktiven Put-Option	3 Monate	6 Monate	2 12 Monate
Wert Aktie S_0	100.00	100.00	100.00
Basispreis K_e	100.00	100.00	100.00
Laufzeit $t=T-t_0$	0.25	0.50	1.00
Risikoloser Zinssatz r	0.00%	0.00%	0.00%
Volatilität annualisiert (Durchschnitt) v	19.30%	21.95%	26.52%
Wert der Put-Option $P = Ke^{-r(T-t)}N(-d_2) - SN(-d_1)$	3.85	6.19	10.55
$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K_e}\right) + \left(r + \frac{v^2}{2}\right)(T-t)}{v\sqrt{T-t}}$	0.048	0.078	0.133
$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K_e}\right) + \left(r - \frac{v^2}{2}\right)(T-t)}{v\sqrt{T-t}} = d_1 - v\sqrt{T-t}$	-0.048	-0.078	-0.133
Definierte fehlende Marktfähigkeit	3.85%	6.19%	3 10.55%

Quelle: Thomson Reuters EIKON. Optionspreismodell gemäss Black-Scholes



Für weitere Informationen

Marcel Jans

+41 44 444 37 55

marcel.jans@bdo.ch

Oliver Ambs

+41 44 444 37 52

oliver.ambs@bdo.ch

