

Fairness Opinion

zum öffentlichen Kaufangebot der BFW Holding AG für die
ausstehenden Namenaktien Kategorie A der BFW Liegenschaften AG

28. November 2019

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

Inhalt

1.	Einleitung	Seite 3
2.	Unternehmensbeschreibung und Marktübersicht	Seite 9
3.	Bewertungsanalyse	Seite 17
4.	Analyse der Handlungsalternativen	Seite 33
5.	Beurteilung	Seite 39
6.	Anhang	Seite 42

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

Einleitung

1.1	Ausgangslage	Seite 4
1.2	Unser Auftrag	Seite 5
1.3	Vorgehen	Seite 6
1.4	Quellen	Seite 8

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage



BFW Liegenschaften ist eine kotierte Immobiliengesellschaft, welche Renditeobjekte in attraktiven Pendlerlage in der Deutschschweiz hält.

Die BFW Holding AG beabsichtigt die vollständige Übernahme aller ausstehenden Aktien der Kategorie A der BFW Liegenschaften zu einem Preis von CHF 44.25.

Die BFW Liegenschaften AG («BFW Liegenschaften») ist eine im Jahr 2000 gegründete Immobiliengesellschaft, welche seit 2007 an der SIX Swiss Exchange kotiert ist. Per Ende September 2019 besitzt BFW Liegenschaften 35 Immobilien wovon zehn zum Verkauf stehen und zwei als Entwicklungsliegenschaften geführt sind. Die Gesellschaft fokussiert sich auf Investitionen in Immobilien an attraktiven Pendlerlagen in der Deutschschweiz.

Das Aktienkapital der BFW Liegenschaften setzt sich aus 2'887'407 Namenaktien Kategorie A à CHF 6.10 Nominalwert („Aktien (A)“) sowie 5'000'000 Namenaktien Kategorie B mit einem Nominalwert von CHF 0.61 („Aktien (B)“) zusammen.

Die BFW Liegenschaften ist seit Gründung mehrheitlich im Besitz von Beat Frischknecht. Zurzeit kontrolliert er 68.2% der Stimmen und 26.0% des Kapitals der Gesellschaft über die vollständig im Besitz von Beat Frischknecht befindlichen Gesellschaften BFW Holding AG („BFW Holding“) und BFW Group AG, die zusammen 380'811 Aktien (A) und sämtliche Aktien (B) halten.

Die BFW Holding kündigte für die nicht durch sie gehaltenen Aktien (A) ein freiwilliges Barangebot („Angebot“) zu einem Preis von CHF 44.25 je Aktie an.

Im Fall 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 den Verwaltungsrat hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit des Angebots bei seiner Entscheidung unterstützen soll.

1.2 Unser Auftrag

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

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

Für die Beurteilung des Angebots der BFW Holding hat der Verwaltungsrat der BFW Liegenschaften einen Ausschuss bestehend aus den unabhängigen Verwaltungsräten Prof. Dr. Dr. Christian Wunderlin und André R. Spathelf gebildet. Die IFBC AG („IFBC“) wurde vom Ausschuss der BFW Liegenschaften mit der Erstellung eines Gutachtens zur finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots („Fairness Opinion“) für die BFW Liegenschaften zum Zeitpunkt der Publikation des Angebotsprospekts beauftragt.

Adressat der Fairness Opinion ist ausschliesslich der oben beschriebene Ausschuss des Verwaltungsrats der BFW Liegenschaften, 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 Bericht des Verwaltungsrates vom 29. November 2019 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 dieser in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen der BFW Liegenschaften vorausgesetzt. Das Management der BFW Liegenschaften 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 28. November 2019 dem Ausschuss des Verwaltungsrates der BFW Liegenschaften zugestellt. Bewertungszeitpunkt ist der 27. November 2019.

Diese Fairness Opinion liegt zusätzlich in französischer Sprache vor.

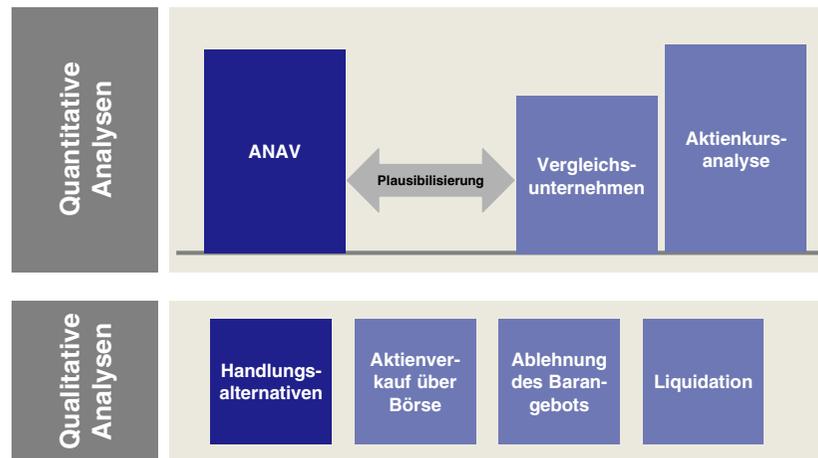
1.3 Vorgehen

Die vorliegende Einschätzung zur finanziellen Angemessenheit des Angebots der BFW Holding an die verbleibenden Aktionäre der BFW Liegenschaften basiert auf den Wertüberlegungen von IFBC.

Dazu werden in einem ersten Schritt folgende quantitative Analysen durchgeführt:

- Unternehmensbewertung und Ermittlung des Werts je Aktie (A) basierend auf folgenden Bewertungsansätzen:
 - Adjusted Net Asset Value („ANAV“)
 - Multiples-Ansatz
- Aktienkursanalyse.

Anschliessend werden mögliche Handlungsalternativen der Minderheitsaktionäre der BFW Liegenschaften beschrieben und qualitativ beurteilt. Die folgende Grafik zeigt diese Handlungsalternativen stichwortartig und fasst das Bewertungsvorgehen insgesamt zusammen:



Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots der BFW Holding an die Aktionäre der BFW Liegenschaften erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen oder rechtlichen 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 Bewertung des Immobilienportfolios der BFW Liegenschaften vorgenommen oder erstellen lassen. Für Wertüberlegungen hinsichtlich der Immobilien hat sich IFBC stattdessen auf die vorliegenden Informationen von KPMG, der Immobilienbewerterin der BFW Liegenschaften, abgestützt.

Zudem wird im vorliegenden Bewertungsbericht hinsichtlich des Geschäftsverlaufs und der Kotierung von BFW Liegenschaften von einer Weiterführung des Status Quo ausgegangen.

1.4 Quellen

Die Bewertung der BFW Liegenschaften und die Beurteilung des Angebots basiert u.a. auf folgenden Grundlagen:

- Entwurf des Angebotsprospekts vom 27. November 2019;
 - Testierte Jahresberichte 2017 und 2018 der BFW Liegenschaften nach Swiss GAAP FER;
 - Ungeprüfter Halbjahresabschluss per 30. Juni 2019 und Quartalsabschluss per 30. September 2019 der BFW Liegenschaften;
 - Bewertungsberichte zu den Immobilien der BFW Liegenschaften von KPMG per 30. Juni 2019;
 - Verwaltungsratsprotokolle der BFW Liegenschaften ab Januar 2018;
 - Handelsregisterauszug der BFW Liegenschaften per 27. November 2019;
 - Revisionsberichte zuhanden des Verwaltungsrats für die Geschäftsjahre 2017 und 2018;
 - Kaufverträge zu den im 2. Halbjahr 2019 veräusserten Liegenschaften;
 - Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Bloomberg);
 - sonstige öffentlich zugängliche Informationen.
- Zusätzlich wurden mit dem Management der BFW Liegenschaften Gespräche geführt.

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

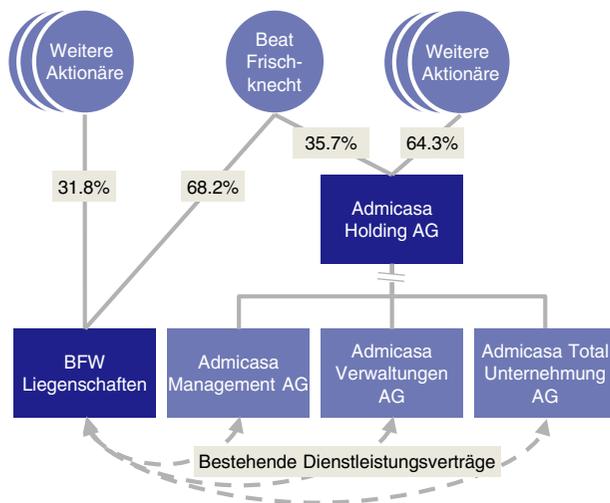
Unternehmensbeschrieb und Marktanalyse

2.1	Überblick	Seite 10
2.2	Liegenschaftsportfolio	Seite 11
2.3	Finanzielle Situation	Seite 13
2.4	Wirtschaftliches Umfeld und Immobilienmarkt	Seite 15

2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

2.1 Überblick

Organigramm und Aktionärsstruktur



Quelle: BFW Liegenschaften; SIX Swiss Exchange; BX Swiss.

Die BFW Liegenschaften ist eine Immobiliengesellschaft mit Sitz in Frauenfeld, die hauptsächlich in Wohnliegenschaften an Pendlerlagen um Wirtschaftszentren in der Deutschschweiz investiert. Das Unternehmen wurde im Jahr 2000 gegründet und ist seit 2004 als Immobiliengesellschaft aktiv. Seit Juni 2007 ist das Unternehmen an der SIX Swiss Exchange („SIX“) kotiert.

Der Gründer der BFW Liegenschaften, Beat Frischknecht, ist bis zum heutigen Datum massgeblich an der Gesellschaft beteiligt. Er hält durch den direkten und indirekten Besitz von Aktien (A) sowie aller Aktien (B) 68.2% der Stimmanteile der Gesellschaft. Darüber hinaus befinden sich 5.6% der Stimmrechte im Besitz der LLB Swiss Investment AG sowie 5.0% der Stimmrechte im Besitz der CACEIS (Switzerland) SA. Die übrigen Aktien befinden sich im Besitz von Publikumsaktionären.

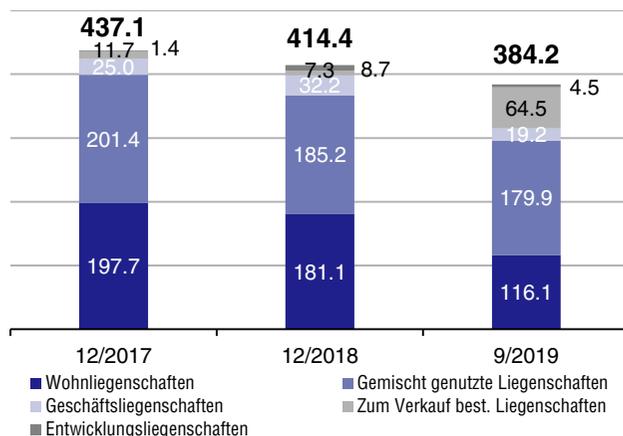
Das Geschäftsmodell der BFW Liegenschaften besteht darin, ein gut diversifiziertes, qualitativ hochstehendes Schweizer Immobilienportfolio zu investieren und dieses aktiv zu bewirtschaften. Diese Aktivitäten sowie die strategische Führung der BFW Liegenschaften werden hierbei durch die Admicasa Verwaltung AG, Admicasa Management AG und Admicasa Totalunternehmung AG (zusammen „Admicasa Gruppe“) wahrgenommen und kostenmässig der BFW Liegenschaften in Rechnung gestellt. Für die Zusammenarbeit zwischen den Gesellschaften der Admicasa Gruppe und der BFW Liegenschaften bestehen Dienstleistungsverträge.

Die Admicasa Gruppe ist an der BX Swiss kotiert. Neben anderen Aktionären ist Beat Frischknecht mit 35.7% an der Admicasa Gruppe beteiligt. Die Abbildung zeigt die entsprechende Struktur schematisch auf.

Per 30. September 2019 verfügt die BFW Liegenschaften über ein Portfolio von 35 Liegenschaften; bestehend aus 23 Renditeliegenschaften, zehn zum Verkauf bestimmten Liegenschaften sowie zwei Entwicklungsliegenschaften. Neun der zum Verkauf bestimmten Liegenschaften konnten seit dem 30. September 2019 veräussert werden.

2.2 Liegenschaftsportfolio

Entwicklung des Buchwerts und Zusammensetzung des Immobilienportfolios



Quelle: Jahresabschluss 2018, Quartalsabschluss per 30. September 2019 der BFW Liegenschaften.

Die BFW Liegenschaften investiert vorwiegend in Renditeliegenschaften an Pendlerlagen um Wirtschaftszentren in der Deutschschweiz. Die Anlagestrategie sieht insbesondere Investitionen in Wohnliegenschaften vor. Es können jedoch auch Büro-, Geschäfts- und Gewerbeliegenschaften erworben werden. Das Liegenschaftsportfolio soll durch selektive Zukäufe, Verkäufe von Liegenschaften welche nicht ins Kernportfolio passen sowie durch die Realisierung vorhandener Nutzungsreserven mittels Sanierungs-, Erweiterungs- und Neubauprojekten nachhaltig entwickelt werden.

Das Immobilienportfolio gliedert sich per 30. September 2019 insgesamt in Renditeliegenschaften (CHF 315.2 Mio.), zum Verkauf bestimmte Liegenschaften (CHF 64.5 Mio.) sowie Entwicklungsliegenschaften (CHF 4.5 Mio.). Die Renditeliegenschaften bestehen aus elf gemischt genutzten Liegenschaften im Wert von CHF 179.9 Mio., neun Wohnliegenschaften im Wert von CHF 116.1 Mio. und drei Geschäftsliegenschaften im Wert von CHF 19.2 Mio.

Die zum Verkauf bestimmten Liegenschaften im Wert von CHF 64.5 Mio. entsprechen per 30. September 2019 rund 16.8% des Gesamtwerts des Liegenschaftsportfolios. Bei den zu verkaufenden Immobilien handelt es sich mehrheitlich um Wohnliegenschaften.

Seit 2017 hat die BFW Liegenschaften ihre Anlagen in Immobilien reduziert. Dies zeigt sich insbesondere im Rückgang des Gesamtwerts des Immobilienportfolios von CHF 437.1 Mio. per Jahr 2017 auf CHF 384.2 Mio. per Ende September 2019. Diese Reduktion führte

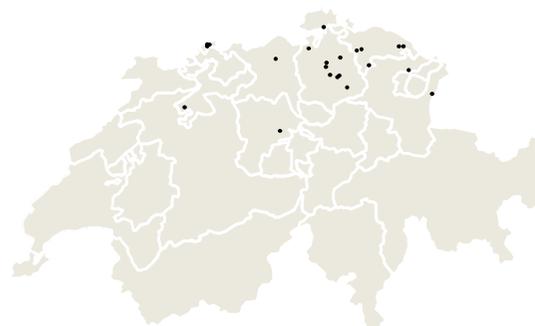
Liegenschaftsportfolio der BFW Liegenschaften

Ort	Adresse	Baujahr	Nutzfläche in m ²	Verkehrswert per 30.9. 2019 in CHF Mio.
Baden	Bruggerstrasse 137, 139	1987	3'999	
Basel	Sperrstrasse 83/85	1987	1'547	
Frauenfeld	Wellhauserweg 56/56a	2007	2'269	
Glattfelden	Mittellobelstrasse 34-40/Schulstrasse 5-9	1984	3'583	
Kreuzlingen	Romanshonerstrasse 32a-44a	2010	5'638	
Romanshorn	Kreuzlingerstrasse 43	2014	2'662	
Weinfelden	Egelseestrasse 10-16	2000	2'953	
Wetzikon	Kindergartenstrasse 10, 12	1997	1'452	
Zweidlen	Unterwerkstrasse 26, 28, 30	2015	2'028	
Total Wohnliegenschaften			26'131	116.1
Basel	Belchenstrasse 5-7	1962	1'128	
Basel	Birsigstrasse 80-82, Bachlettenstrasse 15	1975	2'992	
Basel	Hegenheimerstrasse 43-49	1957	3'531	
Basel	Klybeckstrasse 51, 53	1953	1'621	
Kreuzlingen	Hauptstrasse 8, 10, 12 / Brückenstrasse 1, 3	2015	5'217	
St. Gallen	Zürcherstrasse 84/Schibistrasse 3, 5	2010	2'164	
Weinfelden	Freiestrasse 4	2017	3'228	
Zürich	Hönggerstrasse 40, Röschibachstrasse 22	1985	6'721	
Zürich	Schaffhauserstrasse 210	1964	2'257	
Zürich	Schaffhauserstrasse 453	1972	1'318	
Zürich	Witikonstrasse 311, 311b	1992	2'091	
Total gemischt genutzte Liegenschaften			32'267	179.9
Kreuzlingen	Hauptstrasse 14/16	1899	2'541	
Weinfelden	Bahnhofstrasse 15	1908	1'792	
Winterthur	Scheideggstrasse 30	1959	10'684	
Total Geschäftsliegenschaften			15'016	19.2
Benglen	Bodenacherstrasse 16, 18	1974	1'632	
Benglen	Bodenacherstrasse 79	1974	1'141	
Grenchen	Bündengasse 18, 20, 22	1929	1'571	
Grenchen	Kirchstrasse 72	1972	1'234	
Grenchen	Viaduktstrasse 5	1916	1'065	
Grenchen	Viaduktstrasse 9, 11	2015	1'918	
Haag	Thalisstrasse 2, 4, 6, 8	2009	3'073	
Lufingen	Moosbrunnenstrasse 3-9	1890	2'383	
Neuhausen	Rundbuckstrasse 6	1989	1'584	
Oberrau	Rainacherstrasse 25-31	1986	3'540	
Total zum Verkauf bestimmte Liegenschaften			19'140	64.5
Rorschach	Löwenstr. 57-59, Löwengartenstr. 12-14	1970	2'470	
Steckborn	Augustinerstrasse			
Total Entwicklungsliegenschaften			2'470	4.5
Total Liegenschaften			95'024	384.2

Quelle: Quartalsabschlüsse per 30. Juni 2019 & 30. September 2019.

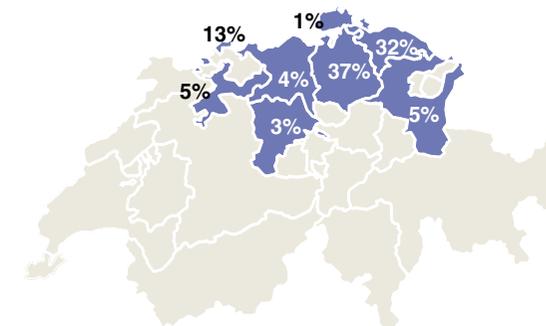
zu einer stärkeren geographischen Konzentration der Liegenschaften im Raum Zürich und in der Ostschweiz.

Geographische Position der Liegenschaften der BFW Liegenschaften per 30. September 2019



Quelle: BFW Liegenschaften.

Anteil der Verkehrswerte der Renditeliegenschaften der BFW Liegenschaften nach Kantonen per 30. September 2019



Quelle: BFW Liegenschaften.

Die Renditeliegenschaften befinden sich vor allem in den Kantonen Zürich (37%), Thurgau (32%) und Basel Stadt (13%).

Rund 27.5% der totalen Nutzfläche von 95'024 m² beziehen sich auf Wohnliegenschaften, 34.0% auf gemischt genutzte Liegenschaften und 15.8% auf Gewerbeliegenschaften. Per 30. Juni 2019 betrug die durchschnittliche Leerstandsquote bei diesen Immobilien 7.6%. Unter Berücksichtigung der zum Verkauf stehenden Immobilien reduziert sich die Leerstandsquote auf 7.2%.

2.3 Finanzielle Situation

Kennzahlen zur Erfolgsrechnung und Bilanz der BFW Liegenschaften

Erfolgsrechnung (in CHF Mio.)	12/2017	12/2018	YTD 09/2019
Nettoerlöse aus Vermietung	20.8	19.6	13.8
Erfolg aus Verkauf von Renditeliegenschaften	0.3	4.1	2.7
Total Betriebsertrag	21.0	23.7	16.5
Erfolg aus Neubewertung	8.1	10.3	1.1
Liegenschaftenaufwand	-3.7	-4.3	-3.0
Andere betriebliche Aufwendungen	-2.8	-3.0	-2.0
Betriebliches Ergebnis	22.6	26.5	12.6

Bilanz (in CHF Mio.)	12/2017	12/2018	9/2019
Zum Verkauf bestimmte Renditeliegenschaften	11.7	7.3	64.5*
Renditeliegenschaften	424.0	398.4	315.2*
Entwicklungsliegenschaften	1.4	8.7	4.5*
übrige Aktiven	8.4	3.2	19.3
Total Aktiven	445.5	417.6	403.5
Total verzinsliches Fremdkapital	222.0	221.0	220.9
Derivate Finanzinstrumente	14.7	12.7	19.4
Rückstellung für latente Steuern	16.3	17.8	17.1
Übrige Verbindlichkeiten	4.1	6.3	4.1
Total Fremdkapital	257.0	257.8	261.5
Total Eigenkapital	188.5	159.9	142.1
Total Passiven	445.5	417.6	403.5
NAV pro Aktie (A) (in CHF)	40.3	42.7	41.9

(*) Bewertung der Liegenschaften per 30. Juni 2019.

Quelle: BFW Liegenschaften.

Zwischen 2017 und 2018 stieg der Betriebsertrag (total) von CHF 21.0 Mio. auf CHF 23.7 Mio. Dieser Anstieg ist ausschliesslich auf den erhöhten Ertrag aus dem Verkauf von Renditeliegenschaften zurückzuführen. Im gleichen Zeitraum entwickelte sich der Ertrag aus der Vermietung von Liegenschaften rückläufig, was insbesondere in der Reduktion des Liegenschaftsportfolios begründet ist. Im Jahr 2019 hat sich diese Entwicklung weiter fortgesetzt. Aufgrund der geplanten Bereinigung des Portfolios durch den Verkauf von zehn Liegenschaften werden die Mieteinnahmen im Jahr 2020 voraussichtlich weiter abnehmen.

Der Liegenschaftsaufwand umfasst u.a. das Verwaltungshonorar, Nebenkosten zulasten Eigentümer, Versicherungen, Vermietungskosten, Steuern und Abgaben, Versorgungs- und Entsorgungskosten sowie Kosten im Zusammenhang mit dem Unterhalt der Liegenschaften. Die anderen betrieblichen Aufwendungen umfassen Aufwendungen bspw. für die Leitung des Unternehmens, Revision, Generalversammlung etc. Das betriebliche Ergebnis nahm zwischen 2017 und 2018 von CHF 22.6 auf CHF 26.5 Mio. zu, was neben dem bereits erwähnten höheren Erfolg aus dem Verkauf von Renditeliegenschaften auch auf die buchmässige Ertragswirkung von Neubewertungen zurückzuführen ist. In den ersten drei Quartalen des Jahres 2019 wurde ein betriebliches Ergebnis von CHF 12.6 Mio. erwirtschaftet.

Wie im Jahresbericht 2018 der BFW Liegenschaften AG ausgeführt, hat sich die Gesellschaft zu einer Verkleinerung des Immobilienportfolios entschieden. Dies zeigt sich in einer Reduktion des Verkehrswerts der Renditeliegenschaften per Ende 3. Quartal 2019 auf CHF 315.2 Mio. Per 30. September 2019 standen zudem Immobilien in Wert von CHF 64.5 Mio. zum Verkauf.

Die Renditeliegenschaften werden zu Verkehrswerten bilanziert, entsprechend den von KPMG halbjährlich ermittelten Werten. Die Bewertung durch KPMG erfolgt auf Basis der Discounted Cash Flow-Methode. Dabei werden die Einnahmen aus der Vermietung der

Liegenschaften unter Annahme aktueller und zukünftiger Leerstandsquoten sowie die mit der Liegenschaft direkt verbundenen Kosten berücksichtigt. Im Abschluss per 30. September 2019 wurden entsprechend die von KPMG per 30. Juni 2019 ermittelten Verkehrswerte berücksichtigt. Die Entwicklungsliegenschaften werden auf der Basis der aufgelaufenen Kosten bilanziert.

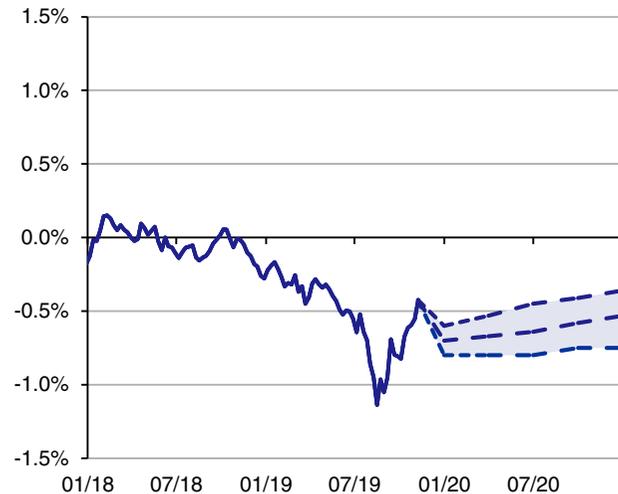
Per 30. September 2019 betrug das verzinsliche Fremdkapital CHF 220.9 Mio., ein gegenüber den beiden Vorjahren trotz Verkleinerung des Liegenschaftsportfolios praktisch unveränderter Wert. Als Folge stieg das Loan-to-Value-Ratio¹ von 54.1% im Jahr 2017 auf 62.5% per 30. September 2019. Als weitere wesentliche Passivpositionen zeigt die Bilanz per Ende 3. Quartal 2019 derivative Finanzinstrumente im Wert von CHF 19.4 Mio. sowie Rückstellungen für latente Steuern auf dem Immobilienportfolio von CHF 17.1 Mio.). Letztere ergeben sich aus der Wertdifferenz zwischen dem steuerrechtlichen Abschluss (OR) und dem Abschluss gemäss Swiss GAAP FER.

Das in der Bilanz ausgewiesene Eigenkapital betrug per 30. September 2019 CHF 142.1 Mio. Damit lag der ausgewiesene Net Asset Value pro Aktie A bei CHF 41.94.

¹ Loan-to-Value = (Wert der Finanzverbindlichkeiten + derivative Finanzinstrumente) / Wert des Immobilienportfolios.

2.4 Wirtschaftliches Umfeld und Immobilienmarkt

Rendite 10-Jahres CH-Bundesobligation (in %)



Quelle: Bloomberg.

Im ersten Halbjahr 2019 konnte für die Schweiz ein deutlich höheres Wirtschaftswachstum beobachtet werden als in den meisten europäischen Ländern. Das BIP wuchs im 1. Quartal 2019 um gut 0.4% und im 2. Quartal 2019 immer noch um 0.3%. Gleichwohl geht das SECO davon aus, dass die Arbeitslosenquote in der nahen Zukunft tendenziell zunehmen dürfte.

Das Bevölkerungswachstum in der Schweiz betrug für die Jahre 2017 und 2018 0.8% respektive 0.7%. Auch für die kommenden Jahre wird von einem vergleichbaren Bevölkerungswachstum ausgegangen, was sich positiv auf den Immobilienmarkt auswirken sollte.²

Die internationale Verlangsamung der Konjunktur in Verbindung mit den grossen teils geopolitischen Risiken und den gleichzeitig geringen Inflationserwartungen hat die Nationalbanken dazu bewogen, die Leitzinsen weiter zu senken. Entsprechend hat sich das Zinsniveau im ersten Halbjahr 2019 weiter reduziert.³

Der anhaltende Anlagedruck, getrieben durch die Tiefst- bzw. Negativzinsen in Verbindung mit den mittelfristigen Zinserwartungen für Schweizer Bundesobligationen (vgl. Grafik links), sorgt trotz verschärfter Regulierung hinsichtlich Immobilienfinanzierungen dafür, dass das Investitionsniveau im Immobiliensektor hoch bleibt. Dies zeigt sich insbesondere an der anhaltend hohen Bautätigkeit in der Schweiz. So wurden im Jahr 2019 zum vierten Mal in Folge mehr neue Wohnungen erstellt, als dies aufgrund des Bevölkerungswachstums notwendig erscheint. Zugleich verharren die Baugesuche auf anhaltend hohem Niveau.⁴

² Quelle: Wüest Partner; Immobilienmarkt 2019 | 3.

³ Quelle: SECO; Herbst 2019 Konjunkturtendenzen, 12. September 2019.

⁴ Quelle: Wüest Partner; Immobilienmarkt 2019 | 3.

Aufgrund der grossen Bautätigkeit der letzten Jahre und des geringen Bevölkerungswachstums muss für 2019 mit einem erneuten Anstieg des Wohnungsleerstandes gerechnet werden.⁵ Insgesamt stieg die Leerstandsquote in den letzten drei Jahren in fast allen Regionen der Schweiz. In Grosszentren und engen Agglomerationsräumen verblieb sie allerdings deutlich unter einem Prozent.⁶

In der Deutschschweiz besteht derzeit ein grosser Unterschied zwischen den Mieten in den Grosszentren und der Mieten in der Agglomeration. In den drei Grosszentren der Deutschschweiz, Zürich, Basel und Bern, sind in den Agglomerationsgemeinden (Umkreis von 10 km ab Stadtgrenze) gegenüber den Stadtzentren um durchschnittlich 20% tiefere Mieten zu beobachten. Entsprechend hoch bleibt der Druck insbesondere bei den Mieten im mittleren Preissegment.⁷

Im Büroflächenmarkt ist eine durchschnittliche Vermarktungsdauer von rund 70 Tagen zu beobachten, wobei sich das inserierte Angebot leicht rückläufig entwickelt. In den Regionen Bern und Basel hat sich der Markt soweit stabilisiert, dass zuletzt leicht steigende Mieten zu beobachten waren.⁸

⁵ Quelle: Wüest Partner; Immobilienmarkt 2019 | 3.

⁶ UBS: Real Estate Focus 2019; Januar 2019.

⁷ Credit Suisse: Schweizer Immobilienmarkt 2019; März 2019.

⁸ Quelle: Wüest Partner; Immobilienmarkt 2019 | 3.

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

Bewertungsanalyse

3.1	Bewertungsansatz	Seite 18
3.2	Adjusted Net Present Value	Seite 18
3.3	Trading Multiples	Seite 29
3.4	Aktienkursanalyse	Seite 31

3 Bewertungsanalyse

3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung der BFW Liegenschaften stützen wir uns in erster Linie auf die Ermittlung des Adjusted Net Asset Value ab. Der resultierende Wert pro Aktie (A) wird mit den Resultaten aus der Analyse von Trading Multiples sowie anhand des Aktienkurses plausibilisiert.

Um die finanzielle Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der BFW Holding zuhanden der Aktionäre der BFW Liegenschaften zu beurteilen, ermitteln wir den Wert je Aktie (A) der BFW Liegenschaften. Dazu wird in einem ersten Schritt der Adjusted Net Asset Value („ANAV“) per 27. November 2019 ermittelt. Der Wert pro Aktie (A) wird danach basierend auf dem resultierenden Wert des Eigenkapitals hergeleitet und mit den Bewertungen auf Basis von Trading Multiples plausibilisiert. Schliesslich wird die Liquidität der Aktie (A) der BFW Liegenschaften analysiert und der Aktienkurs mit dem Wert pro Aktie (A) gemäss ANAV sowie gemäss Multiples-Bewertung verglichen. Alle in diesem Kapitel durchgeführten Bewertungsanalysen basieren auf einer Stand-Alone-Bewertung der BFW Liegenschaften unter Annahme der Weiterführung des aktuellen Geschäfts (Going concern-Annahme).

3.2 Adjusted Net Asset Value

3.2.1 Bewertungsansatz

Methodenwahl

Eine ökonomisch sinnvolle Bewertung der Liegenschaften von Immobiliengesellschaften wird nach Best Practice auf Basis des Net Asset Value (NAV) vollzogen, und die Bewertung des Unternehmens als Ganzes in einer erweiterten Betrachtung mittels des ANAV. Der NAV einer Immobiliengesellschaft entspricht aus Sicht der Bilanz dem Eigenkapital als Summe der Aktiven abzüglich des gesamten Fremdkapitals. Wesentlich ist nun, dass die Bewertung der einzelnen Liegenschaften, die in die Bilanzaktiven eingehen, auf Basis der Discounted Cash Flow (DCF) Methode erfolgt, wobei die relevanten (zukünftigen)

ANAV-Ansatz ist mit der in Theorie und Praxis anerkannten DCF-Methode vergleichbar.

Zahlungsströme aus Besitz und Nutzung der Immobilien geschätzt und auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert werden. Dies bedeutet aber auch, dass das Eigenkapital einer Immobiliengesellschaft den ökonomisch korrekten Ausgangspunkt für die Bewertung des Unternehmens und auch seiner Aktientitel darstellt. Die in die Bilanz eingehenden Liegenschaften sind hier, wie es Best Practice in der Bewertung grundsätzlich entspricht, zukunftsorientiert, d.h. auf DCF-Basis bewertet. Dazu kommen noch die weiteren, verhältnismässig unbedeutenden Aktiven.

Eine zukunftsorientierte Bewertung einer Immobiliengesellschaft als Unternehmen insgesamt macht darüber hinaus weitere wertrelevante Korrekturen (Adjustierungen) bei den Aktiven (und allenfalls auch beim Fremdkapital) notwendig. Es geht hier um mögliches Aufwertungs- und Abwertungspotential sämtlicher Bilanzwerte. Ein besonderer Stellenwert kommt dem Barwert der künftig erwarteten administrativen (nicht bei den einzelnen Liegenschaften erfassten) Geschäftskosten der Gesellschaft als negative Wertkomponente zu. Man spricht dabei von «sonstige Gesellschaftskosten» (vereinfachend auch «Gesellschaftskosten») oder auch den «anderen betrieblichen Aufwendungen», erfasst als Summe diskontierter zukünftiger Ausgaben.

Mit der Berücksichtigung der (sonstigen) Gesellschaftskosten sowie weiterer im konkreten Fall angebracht erscheinender Auf- und Abwertungen (so z.B. latente Steuerverpflichtungen, aus Differenzen zwischen Bilanz- und aktuellen Marktwerten usw.) wird der als Ausgangspunkt verwendete NAV in den für die Unternehmens- und Aktienbewertung massgeblichen ANAV (Adjusted Net Asset Value) überführt.

Im vorliegenden Fall der BFW Liegenschaften wird der Wert des Immobilienportfolios (als Summe der einzeln zukunftsorientiert bewerteten Liegenschaften) periodisch von KPMG bestimmt, und zwar wie oben dargelegt als Barwert der zukünftigen Nettoerträge aus dem Immobilienportfolio wie Nettoerlös aus Vermietung sowie Liegenschaftsaufwendungen. Der von KPMG so ermittelte und in der Bilanz erfasste Wert des Immobilienportfolios zuzüglich weiterer Aktiven und abzüglich des gesamten Fremdkapitals stellt den für die Bewertung als Ausgangspunkt dienenden NAV der BFW Liegenschaften dar, was dem bilanzierten Eigenkapital entspricht.

In einem weiteren Schritt sind die zukünftigen (sonstigen) Gesellschaftskosten (bestehend aus Kosten für Management-Dienstleistungen, Revision, Immobilienbewertungen, Kotierung usw.) als wertrelevante Position zu bestimmen und in Abzug zu bringen. Dazu muss der Barwert der in Zukunft zu erwartenden (sonstigen) Gesellschaftskosten als diskontierte zukünftige Ausgaben berechnet werden, wie dies für die BFW Liegenschaften nachfolgend gemacht wird. Dazu kommen noch die oben erwähnten weiteren Auf- und Abwertungen als zusätzlich Wertadjustierungen.

Der Wert einer Aktie ergibt sich dann aus der Division des ANAV mit der Anzahl ausstehender Aktien, wobei im Fall der BFW Liegenschaften dem Nominalwertunterschied der beiden Aktienkategorien A und B Rechnung zu tragen ist.

Ausgangspunkt für die nachfolgende Ermittlung des ANAV der BFW Liegenschaften ist die nach Swiss GAAP FER erstellte Bilanz per 30. September 2019. Wie aus den Bilanzpositionen ersichtlich ist, wird der NAV als Eigenkapital des Unternehmens im Wesentlichen aus dem Bilanzwert des Liegenschaftsportfolios abzüglich dem Bilanzpassivum «verzinsliches Fremdkapital» gebildet.

Im Fall der BFW Liegenschaften ist noch folgender Sachverhalt zu beachten. Wie die Veräusserung von Liegenschaften im zweiten Halbjahr 2019 gezeigt hat, konnten für diese Immobilien Marktpreise erzielt werden, welche über den von KPMG ermittelten Bilanzwerten liegen. Um diesem (nach dem Bilanzierungszeitpunkt Ende 3. Quartal 2019 eingetretenen) Umstand in unserer Bewertung Rechnung zu tragen, wird nachfolgend der ANAV der BFW Liegenschaften einmal ohne und einmal mit Aufwertungspotential ermittelt.

3.2.2 ANAV exkl. Aufwertungspotential

Zur Berechnung des ANAV wird das Eigenkapital der BFW Liegenschaften per 30. September 2019 über fünf Anpassungen adjustiert:

Ermittlung des ANAV exkl. Aufwertungspotential (in CHF Mio.)

Total Eigenkapital per 30.9.2019	142.1
1) Δ Markt-/Buchwert verkaufte Liegenschaften	6.3
2) Anpassung latente Steuern	7.4
3) Δ Markt-/Buchwert Darlehen (nach Steuern)	-0.5
4) Barwert sonstige Gesellschaftskosten	-41.4
ANAV per 30.9.2019	113.7
5) Illiquiditätsabschlag	-5.7%
ANAV per 30.9.2019 nach Illiquiditätsabschlag	107.3
ANAV per 27.11.2019	107.9
ANAV pro Aktie (A) per 27.11.2019 in CHF	31.85

Quelle: IFBC.

Für die Berechnung des ANAV ohne Berücksichtigung eines möglichen Aufwertungspotentials auf dem Liegenschaftsportfolio wird auf dem von der BFW Liegenschaften ausgewiesenen NAV in der Bilanz per 30. September 2019 gemäss Swiss GAAP FER abgestützt. Dieser wird um die nachfolgend beschriebenen fünf Elemente adjustiert:

(1) Differenz zwischen Buch- und Marktwert der im Q4 2019 verkauften Liegenschaften

In der Bilanz per 30. September 2019 waren zehn Renditeliegenschaften zum Buchwert von insgesamt CHF 64.5 Mio. als zum Verkauf klassifiziert. Neun dieser Liegenschaften konnte in der Zwischenzeit rechtsgültig veräussert werden. Dabei liegt der Nettoerlös aus den Verkauf über dem Buchwert der verkauften Liegenschaften. Dementsprechend liegen die effektiven Steuern aufgrund des Verkaufs über den per 30. September 2019 in der Bilanz berücksichtigten latenten Steuern von CHF 2.0 Mio. Zur Ermittlung des Fair Values des Eigenkapitals ist deshalb der Nettogewinn nach effektiven Steuern zu addieren und die im Eigenkapital per 30. September 2019 bereits berücksichtigten latenten Steuern abzuziehen. Aus dem Verkauf der neun Liegenschaften resultiert eine Nettoerhöhung des NAV per 30. September 2019 um CHF 6.3 Mio.

(2) Anpassung latenter Steuerverpflichtungen

Die zu Marktwerten bilanzierten Liegenschaften exklusive den per Q3 2019 zum Verkauf bestimmten Renditeliegenschaften weisen latente Steuerverpflichtungen von CHF 14.7 Mio. aus. Für die Berechnung des Eigenkapitalwerts der BFW Liegenschaften wird der vollständige Buchwert dieser latenten Steuerverpflichtungen in Abzug gebracht. Aus heutiger Sicht ist es jedoch ungewiss, ob bzw. wann die noch verbleibenden Liegenschaften verkauft und die damit verbundenen Steuern anfallen.⁹ Deshalb sind bei der Berechnung des ANAV nur 50% des Buchwerts der den Liegenschaften anrechenbaren

⁹ Ausnahme bildet hier die verbleibende noch zum Verkauf bestimmte Liegenschaft, welche zeitnah veräussert werden soll.

latentem Steuern zu berücksichtigen.¹⁰ Dementsprechend werden CHF 7.4 Mio. zum Eigenkapital addiert.

Aufgrund der Anpassung des Buchwerts der Finanzverbindlichkeiten auf deren Marktwert reduziert sich das Eigenkapital um CHF 0.5 Mio.

(3) Differenz zwischen Marktwert und Buchwert der Finanzverbindlichkeiten

Die vereinbarten fixen Zinsmodalitäten der Finanzverbindlichkeiten der BFW Liegenschaften sind zurzeit teilweise 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 laufzeitspezifischen Referenzzinssatz eine Untergrenze von 0.0% angenommen. Zusätzlich wurde eine Marge basierend auf den Kreditkonditionen im Zeitpunkt der Aufnahme der jeweiligen Finanzverbindlichkeiten berücksichtigt. Bei den Finanzverbindlichkeiten mit variablen Zinskonditionen wurde keine Vorfälligkeitsentschädigung berechnet. Per Saldo resultiert eine Anpassung des Buchwerts der Finanzverbindlichkeiten nach Steuern von CHF 0.5 Mio. und dementsprechend eine Reduktion des Eigenkapitals um diesen Betrag.

(4) Barwert sonstige Gesellschaftskosten der BFW Liegenschaften

Für die Berechnung des Barwerts der Gesellschaftskosten von BFW Liegenschaften wurden andere betriebliche Aufwendungen von rund CHF 1.5 Mio. p.a. angenommen. Diese basieren einerseits auf dem gem. Verwaltungsvertrag vereinbarten Managementaufwand von 0.40% des Wertes des Immobilienportfolios¹¹ (nach Berücksichtigung der zu veräussernden Liegenschaften) sowie des Verwaltungs- und Kotierungsaufwandes. Durch die Diskontierung der nachhaltigen anderen betrieblichen Aufwendungen nach Steuern

¹⁰ Die Annahme eines Abschlags von 50% entspricht einer impliziten Haltedauer von ca. 20 Jahren.

¹¹ Gemäss einer Analyse der Revisionsgesellschaft BDO gilt die aktuelle Management Fee von 0.40% des Immobilienwertes als marktüblich.

Der Barwert der zukünftigen Gesellschaftskosten beträgt CHF 41.4 Mio. und reduziert dementsprechend das Eigenkapital der BFW Liegenschaften um diesen Betrag.

mit einem realen Nach-Steuer-WACC von 2.9%¹² resultiert ein Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten von CHF -41.4 Mio.

Nach Berücksichtigung aller oben genannten Anpassungen beträgt der ANAV exkl. Aufwertungspotential per 30. September 2019 CHF 113.7 Mio.

(5) Illiquiditätsabschlag

Gemäss den Analysen in Abschnitt 3.4 gilt die Aktie (A) der BFW Liegenschaften als nicht liquide. Namhafte Autoren und internationale Studien weisen darauf hin, dass solche nicht liquiden Aktien einen Wertabschlag von bis zu 20% aufweisen bzw. rechtfertigen.¹³ Auch entspricht die Anwendung eines Illiquiditätsdiscounts der aktuellen Praxis im Zusammenhang mit Fairness Opinions.¹⁴

Im Rahmen der Unternehmensbewertung kann dieser Wertabschlag durch die Anwendung eines Discounts bereits auf den Wert des Eigenkapitals bzw. im Fall von BFW Liegenschaften auf den ANAV berücksichtigt werden. Es gilt als Best Practice, den Illiquiditätsabschlag über ein "Put Option" Modell herzuleiten.¹⁵

¹² Der reale WACC (nach Steuern) von 2.9% wird durch den von KPMG angewendeten durchschnittlichen Vor-Steuer-WACC von 3.5% gestützt. Für die Herleitung des WACC vgl. Abschnitt 6.1.

¹³ Vgl. bspw. Damodaran, A.: Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount, July 2005; Kesselring, M. und Fassnacht, A.: Illiquidität eigener Aktien erhöht Kosten, in: NZZ Nr. 29 vom 17. Oktober 2006, S. 29, aus Volkart, R. und Wagner, A. Corporate Finance – Grundlagen von Finanzierung und Investition, Versus Verlag, 6. Auflage, 2014, S. 677; Cheridito, Y. und Schneller, T.: Discounts and Premia in der Unternehmensbewertung, in: Der Schweizer Treuhänder, Nr. 6-7, 2008, S. 418ff. Loderer, C., Wälchli, U.: Handbuch der Bewertung – Band 2: Unternehmen, Verlag Neuer Zürcher Zeitung, 5. Auflage, 2010, S. 436ff.

¹⁴ Vgl. UEK: Verfügung 741/01 - Groupe Baumgartner Holding SA vom 6. September 2019 oder UEK: Verfügung 0724/01 - Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

¹⁵ Vgl. Elmore, J.E.: Determining the Discount for Lack of Marketability with Put Option Pricing Models in View of the Section 2704 Proposed Regulations, in: INSIGHTS / WINTER 2017.

Annahmen zur Herleitung des Illiquiditätsabschlages

	Wert
Modell	Ghaidarov Average-Strike Put Option Model
Haltedauer (T)	0.5
Volatilität (σ)	35%
Risikoloser Zinssatz (rf)	2.0%
Dividendenrendite (q)	0.0%
Illiquiditätsabschlag	-5.7%

Quelle: IFBC, Elmore (2017).

Nach Berücksichtigung der Anpassungen resultiert ein ANAV exkl. Aufwertungspotential per 27. November 2019 von CHF 107.9 Mio. bzw. ein Wert pro Aktie (A) von CHF 31.85.

Eine der wichtigsten Annahmen zur Ermittlung des Illiquiditätsabschlages betrifft die Volatilität des Aktienkurses. Gemäss Elmore (2017) weist die Aktie eines privat gehaltenen Unternehmens (illiquide im Sinne der Handelbarkeit) typischerweise eine annualisierte Volatilität zwischen 50% und 125% auf. Demgegenüber liegt der langjährige Durchschnitt der Volatilität von kotierten, liquiden Aktien bei rund 20%¹⁶. Da die Aktie der Kategorie A der BFW Liegenschaften zwar kotiert ist, aber nur eingeschränkt liquide¹⁷, wird für die Ermittlung des Illiquiditätsabschlages der Mittelwert zwischen der Volatilität einer sehr liquiden Aktie (20%) und der unteren Bandbreite der Volatilität von privat gehaltenen Unternehmen (50%) angenommen. Unter Verwendung der links gezeigten Annahmen resultiert ein Illiquiditätsabschlag von -5.7%.

Ermittlung des Werts je Aktie (A)

Zur Ermittlung des Werts pro Aktie (A) per 27. November 2019 wird der Eigenkapitalwert per 30. September 2019 von CHF 107.3 Mio. mit dem nominalen WACC von 3.90%¹⁸ aufgezinnt. Der ermittelte Wert des Eigenkapitals exkl. Aufwertungspotential per 27. November 2019 beläuft sich auf CHF 107.9 Mio.

Per 27. November 2019 sind 2'887'407 Aktien (A) à CHF 6.10 und 5'000'000 Aktien (B) à CHF 0.61 ausstehend.¹⁹ Zurzeit hält BFW Liegenschaften keine eigenen Aktien. Zudem sind keine Mitarbeiter-Optionen oder ähnliche Instrumente ausstehend.

Zur Berechnung des Werts pro Aktie (A) werden die Aktien (B) basierend auf dem Nominalwertunterschied fiktiv in eine Aktie (A) mit dem Nominalwert von CHF 6.10 transformiert. Es resultiert ein Total der fiktiven Aktien (A) von 3'387'407. Durch die

¹⁶ Die Unternehmen des Swiss Markt Index („SMI“) wiesen unter Berücksichtigung von wöchentlichen bzw. monatlichen Renditen der letzten fünf Jahre eine Medianvolatilität von 20.08% bzw. 17.82% auf. Da die Aktien von Alcon Inc. erst seit 9. April 2019 an der SIX kotiert ist, wurde die Volatilität dieses Titels in der Analyse nicht berücksichtigt (Daten: Bloomberg, Berechnung: IFBC).

¹⁷ Vgl. Abschnitt 3.4.

¹⁸ Vgl. Abschnitt 6.1.

¹⁹ Quelle: Handelsregisteramt des Kantons Thurgau; 27. November 2019.

Division des Werts des Eigenkapitals per 27. November 2019 durch die Anzahl Aktien resultiert ein ANAV je Aktie (A) von CHF 31.85 ohne Berücksichtigung des Aufwertungspotentials.

Sensitivitätsanalyse

Die Abbildungen links zeigen eine Sensitivitätsanalyse zum ANAV je Aktie (A). Dabei werden die folgenden Inputparameter für die Wertermittlung variiert:

- Annahmen zur nachhaltigen Leerstandsquote bei der Bewertung der Immobilien;
- Annahmen zu den immobilienpezifischen Diskontierungssätzen bei der Bewertung der Immobilien;
- Veränderung der Gesellschaftskosten;
- Anpassung des realen WACC für die Bewertung der Gesellschaftskosten.

Sensitivitätsanalyse des ANAV exkl. Aufwertungspotential je Aktie (A) per 27. November 2019

(in CHF)		Delta Diskontierungssatz Immo.bewertung				
		20Bp	10Bp	0Bp	-10Bp	-20Bp
Delta nachhaltige Leerstandsquote	-100.0%	30.86	32.97	35.17	37.47	39.88
	-50.0%	29.31	31.37	33.51	35.76	38.11
	0.0%	27.76	29.76	31.85	34.04	36.33
	50.0%	26.22	28.16	30.20	32.33	34.56
	100.0%	24.67	26.56	28.54	30.61	32.78

(in CHF)		Delta Gesellschaftskosten				
		10.00%	5.00%	0.00%	-5.00%	-10.00%
Realer WACC (Bewertung sonst. Gesell.kosten)	3.10%	31.52	32.05	32.59	33.12	33.66
	3.00%	31.13	31.68	32.23	32.79	33.34
	2.90%	30.71	31.28	31.85	32.43	33.00
	2.80%	30.26	30.86	31.45	32.04	32.63
	2.70%	29.78	30.40	31.01	31.63	32.24

Quelle: IFBC.

Gemäss unseren Berechnungen und Analysen wendet KPMG bei der Bewertung der Renditeigenschaften einen durchschnittlichen realen Diskontierungssatz von 3.50% vor Steuern sowie eine durchschnittliche nachhaltige Leerstandsquote von 4.08% an. Eine Änderung dieser Annahmen bei der Bewertung der Renditeigenschaften beeinflusst den ANAV pro Aktie (A) der BFW Liegenschaften signifikant. Dabei reagiert der ANAV pro Aktie (A) sensibler auf eine Variation des Diskontierungssatzes als auf eine Veränderung der nachhaltigen Leerstandsquote.

Ein weiterer wesentlicher Einflussfaktor auf den ANAV ist der Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten. Dementsprechend zeigt die zweite Sensitivitätsanalyse den Werteeinfluss einer Anpassung der wichtigsten Inputparameter für die Bewertung der sonstigen Gesellschaftskosten. Tiefer angenommene sonstige Gesellschaftskosten sowie ein höherer realer WACC führen zu einem tieferen Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten und entsprechend zu einer Erhöhung des Werts je Aktie (A).

Für die Definition der Wertbandbreite wurden die Inputparameter wie folgt variiert:

- Nachhaltige Leerstandquote \pm 100%,
- Diskontierungssatz für die Immobilienbewertung: \pm 20 Basispunkte („Bp“)
- Realer WACC: \pm 20 Bp
- Veränderung Gesellschaftskosten: \pm 10.0%

Unter Berücksichtigung der beiden Sensitivitätsanalysen ergibt sich eine Bandbreite für den ANAV pro Aktie (A) der BFW Liegenschaften ohne Aufwertungspotential von CHF 24.67 bis CHF 39.88 resp. CHF 29.78 bis CHF 33.66.

3.2.3 ANAV inkl. Aufwertungspotential

Ermittlung des ANAV inkl. Aufwertungspotential (in CHF Mio.)

Total Eigenkapital per 30.9.2019	142.1
1) Δ Markt-/Buchwert verkaufte Liegenschaften	6.3
2) Anpassung latente Steuern	7.4
3) Δ Markt-/Buchwert Darlehen (nach Steuern)	-0.5
4) Barwert sonstige Gesellschaftskosten	-41.4
6) Aufwertungspotential Renditelieg. nach lat. St.	36.8
ANAV per 30.9.2019	150.6
5) Illiquiditätsabschlag	-5.7%
ANAV per 30.9.2019 nach Illiquiditätsabschlag	142.0
ANAV per 27.11.2019	142.9
ANAV pro Aktie (A) per 27.11.2019 in CHF	42.17

Die Berechnung des ANAV inkl. Aufwertungspotential geht ebenfalls vom NAV per 30. September 2019 aus. Zusätzlich zu den oben genannten Anpassungen wird jedoch ein mögliches Aufwertungspotential auf den Renditeliegenschaften berücksichtigt.

(6) Mögliches Aufwertungspotential auf Renditeliegenschaften

Im August und Oktober 2019 veräusserte BFW Liegenschaften elf Immobilien. Diese konnten im Durchschnitt zwischen 10% bis 15% über dem bilanzierten Verkehrswert veräussert werden. Daraus kann ein theoretisches Aufwertungspotential von durchschnittlich 12.5% auf dem bestehenden Liegenschaftsportfolio (exkl. Entwicklungsliegenschaften) abgeleitet werden. Diese Aufwertung berücksichtigt die entstehenden latenten Steuern zu 50%, mit Ausnahme der noch verbleibenden zur Veräusserung bestimmten Liegenschaft, bei der die vollen latenten Steuern In Abzug zu bringen sind. Per Saldo resultiert ein Nettowert für das Aufwertungspotential von CHF 36.8 Mio.

Daraus resultiert ein ANAV inkl. Aufwertungspotential per 30. September 2019 von CHF 150.6 Mio. Nach Abzugs des Illiquiditätsabschlages errechnet sich ein Wert per 30. September 2019 von CHF 142.0.

Nach Berücksichtigung des Aufwertungspotentials resultiert ein ANAV per 27. November 2019 von CHF 142.9 Mio. bzw. ein Wert pro Aktie (A) von CHF 42.17.

Zur Ermittlung des Werts pro Aktie (A) per 27. November 2019 wird der Eigenkapitalwert per 30. September 2019 wiederum mit dem nominalen WACC aufgezinst und durch die Anzahl Aktien (A) (inklusive fiktiver A-Titel) von 3'387'407 dividiert. Es resultiert ein ANAV je Aktie (A) nach Berücksichtigung des Aufwertungspotentials von CHF 42.17 per 27. November 2019.

Sensitivitätsanalysen des ANAV je Aktie (A) per 27. November 2019

(in CHF)	Aufwertungspotential Renditeigenschaften				
	7.5%	10.0%	12.5%	15.0%	17.5%
	38.05	40.11	42.17	44.24	46.30

(in CHF)	Realer WACC (Bewertung sonst. Gesell.kosten)	Delta Gesellschaftskosten				
		10.0%	5.0%	0.0%	-5.0%	-10.0%
	3.10%	41.84	42.37	42.91	43.44	43.98
	3.00%	41.45	42.00	42.55	43.11	43.66
	2.90%	41.03	41.60	42.17	42.75	43.32
	2.80%	40.58	41.17	41.77	42.36	42.95
	2.70%	40.10	40.72	41.33	41.95	42.56

Quelle: IFBC.

Sensitivitätsanalyse

In der ersten Sensitivitätsanalyse links wird das Aufwertungspotential zwischen 7.5% und 17.5% variiert. Es resultiert eine Wertbandbreite für den Wert je Aktien (A) von CHF 38.05 und CHF 46.30.

Eine weitere Sensitivitätsanalyse zeigt wiederum (vgl. links) die Auswirkungen einer Anpassung der nachhaltigen Gesellschaftskosten sowie des realen WACC, welche für die Bewertung der Gesellschaftskosten verwendet wurden, auf den Wert je Aktie (A). Die resultierende Wertbandbreite beträgt CHF 40.10 bis CHF 43.98.



Folgerungen

- Ausgehend vom Eigenkapitalwert per 30. September 2019 gemäss Quartalsabschluss der BFW Liegenschaften wurden zur Bestimmung des ANAV verschiedene Anpassungen vorgenommen.
- Die grösste Anpassung ergibt sich aus der Berücksichtigung des Barwerts der künftigen Gesellschaftskosten der BFW Liegenschaften, welche durch die generelle Geschäftsführung verursacht werden.
- Darüber hinaus wird der ANAV durch ein mögliches Aufwertungspotential auf den Renditeliegenschaften erhöht.
- Und schliesslich findet ein Abschlag von -5.7% aufgrund der Illiquidität der Aktie (A) der BFW Liegenschaften Anwendung.
- Insgesamt resultiert ein ANAV pro Aktie (A) von CHF 31.85 ohne Berücksichtigung des Aufwertungspotentials bzw. CHF 42.17 inkl. Aufwertungspotential.
- Durch die Variation wichtiger Inputparameter für die Bewertung der Immobilien sowie der Gesellschaftskosten resultiert eine Wertbandbreite für den ANAV je Aktie (A) von CHF 24.67 bis CHF 39.88 exkl. Aufwertungspotential und CHF 38.05 und CHF 46.30 inkl. Aufwertungspotential.

3.3 Trading Multiples

3.3.1 Bewertungsansatz

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

Zur weiteren Plausibilisierung des ANAV wird der Wert pro Aktie (A) mittels Trading Multiples ermittelt.

Bei diesem Ansatz wird der Wert pro Aktie (A) über Marktdaten vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen hergeleitet. Als Vergleichsunternehmen wurden börsenkotierte Schweizer Immobiliengesellschaften ausgewählt und in einer Peer Group zusammengefasst. Dabei werden Unternehmen berücksichtigt, deren Aktien ausreichend liquide sind und deren Marktdaten damit bewertungstechnisch aussagekräftig erscheinen.²⁰

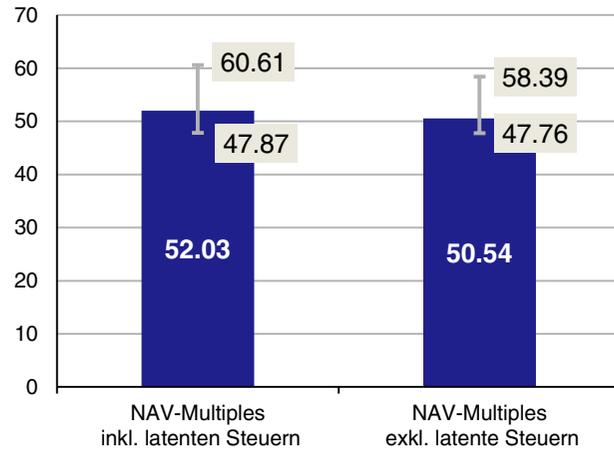
Zur Ermittlung der Trading Multiples werden die Net Asset Values per 30. Juni 2019 inkl. und exkl. latenter Steuern der Vergleichsfirmen erfasst. Diese Werte werden dann den jeweiligen Aktienkursen per 30. Juni 2019 gegenübergestellt.²¹ Der Mittelwert der so berechneten Multiples der Peer Group Unternehmen wird zur Ermittlung des Eigenkapitalwerts der BFW Liegenschaften verwendet: Dabei wird der Mittelwert mit dem NAV inkl. und exkl. latenten Steuern per 30. Juni 2019 multipliziert. Nach Anwendung eines Illiquiditätsabschlags von -5.7% wird der entsprechende Eigenkapitalwert auf den 27. November 2019 aufgezinnt. Aus der Division des resultierenden Eigenkapitalwerts per 27. November 2019 durch das fiktive Total der Anzahl Aktien (A) resultiert der Wert pro Aktie (A).

²⁰ Eine detaillierte Aufstellung der Peer Group für die Trading Multiples-Analyse ist im Anhang aufgeführt.

²¹ PSP Swiss Property publizierte einen Quartalsabschluss per 30. September 2019. Aus Konsistenzgründen wurde bei PSP Swiss Property ebenfalls auf den NAV und den Aktienkurs per 30. Juni 2019 abgestützt.

3.3.2 Bewertungsresultate

Wert je Aktie (A) basierend auf Multiples Bewertung (in CHF)



Quelle: Analysen IFBC, Bloomberg.

Unter Anwendung der NAV-Multiples inkl. bzw. exkl. latenter Steuern liegt der Wert je Aktie (A) bei CHF 52.03 bzw. CHF 50.54. Werden jeweils die tiefsten und höchsten Multiples der Peer Group berücksichtigt, ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 47.87 bis CHF 60.61 bzw. CHF 47.76 und CHF 58.39.

Da die NAV-Werte der BFW Liegenschaften und der Peer Group Unternehmen inkl. latenter Steuern aufgrund unterschiedlicher Berechnungsarten der latenten Steuern nicht vollumfänglich vergleichbar sind, sind die Bewertungsresultate basierend auf den NAV exkl. latenten Steuern vorzuziehen.

Die basierend auf der Multiples-Analyse ermittelten Werte liegen deutlich über den Bewertungsresultaten gemäss ANAV-Bewertung. Dies ist insbesondere auf drei wesentliche Unterschiede zwischen den Peer Group Unternehmen und der BFW Liegenschaften zurückzuführen:

1. Die Peer Group Unternehmen halten jeweils ein wesentlich grösseres Immobilienportfolio als BFW Liegenschaften. Damit kann BFW Liegenschaften nicht im gleichen Umfang von Diversifikationseffekten profitieren, wie sie für die Peer Group Unternehmen bestehen.
2. Die Peer Group Unternehmen kommen aufgrund ihrer Grösse in den Genuss von Skaleneffekten, was insbesondere dazu führt, dass der negative Einfluss der Gesellschaftskosten hier wesentlich geringer ausfällt.
3. Zusätzlich verfügen einzelne Vergleichsunternehmen über weitere Dienstleistungen (z.B. Facility Management, Generalunternehmer), welche die Höhe des NAV-Multiples ebenfalls beeinflusst.

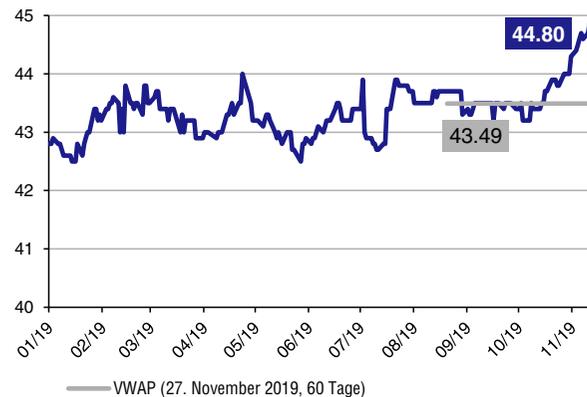
Die spezifische Situation der BFW Liegenschaften kann deshalb nicht ohne weiteres mit derjenigen der Peer Group Unternehmen verglichen werden, obschon die Vergleichsunternehmen sorgfältig ausgesucht wurden. Aus diesen Gründen ist die Aussagekraft der Multiple Bewertung limitiert.

Folgerungen

- Zur Plausibilisierung des ANAV wurden Bewertungen basierend auf Trading Multiples durchgeführt.
- Die Aussagekraft der Multiples Bewertungen ist eingeschränkt, da die spezifische Situation der BFW Liegenschaften nicht ohne weiteres mit derjenigen der Peer Group Unternehmen verglichen werden kann.
- Die Bewertung mittels NAV-Multiples inkl. latenter Steuern gibt einen Wert je Aktie (A) von CHF 47.87 bis CHF 60.61. Die Wertbandbreite basierend auf der NAV-Analyse exkl. latenten Steuern beträgt CHF 47.76 bis CHF 58.39.

3.4 Aktienkursanalyse

Aktienkurs der BFW Liegenschaften seit Januar 2019 (in CHF)



Quelle: Bloomberg.

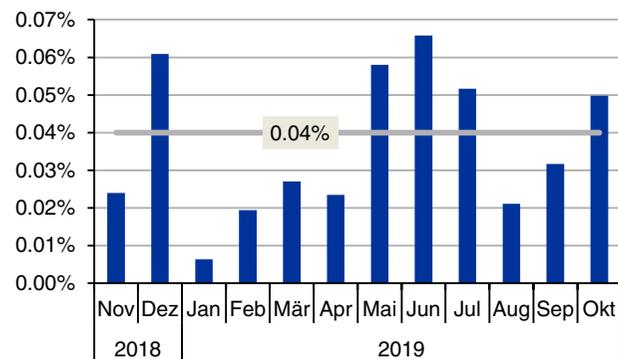
Entwicklung des Aktienkurses

Die Aktien der BFW Liegenschaften konnten ab 27. Juni 2005 zunächst an der BX Swiss gehandelt werden. Seit dem 12. Juni 2007 sind die Aktien (A) im Segment Immobiliengesellschaften an der SIX Swiss Exchange kotiert.

Bis Mitte 2007 bewegte sich der Aktienkurs in einer Bandbreite zwischen CHF 30.50 und CHF 34.85. Danach fiel der Aktienkurs kontinuierlich, bis dieser am 1. Dezember 2008 das Allzeittief von CHF 14.00 erreichte. Danach erholte sich der Aktienkurs und schloss am 6. April 2017 auf dem Höchststand von CHF 46.00.

Seit Jahresbeginn 2019 schwankte der Kurs der Aktie (A) zwischen CHF 42.40 und CHF 44.90. Per 27. November 2019 notierte die Aktie bei CHF 44.80. Das Barangebot von CHF 44.25 liegt somit um 1.2% unter dem letzten Schlusskurs vor Fertigstellung dieser Fairness Opinion. Verglichen mit dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage („VWAP“) von CHF 43.49 entspricht das Barangebot einer Prämie von 1.7%.

Median der Anzahl gehandelte Aktien in % der Anzahl ausstehenden Aktien pro Monat



Quelle: Bloomberg.



Liquiditätsanalyse

Gemäss geltendem Übernahmerecht sind Aktien von nicht im Swiss Leader Index („SLI“) geführten Unternehmen liquide, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.²²

Bei der BFW Liegenschaften war der relevante Median nur in 5 der letzten 12 Monate grösser als 0.04%. Dementsprechend sind die Aktien der BFW Liegenschaften im Sinne des Übernahmerechts als nicht liquide zu beurteilen, und der Börsenkurs des Unternehmens wäre bei einem Pflichtangebot in Bezug auf die Mindestpreisregel nicht massgebend. Für den vorliegenden Fall eines freiwilligen Angebots gilt lediglich die Feststellung, dass aufgrund der geringen Liquidität der Aktie dem Aktienkurs bei der Beurteilung des Angebotes nur eine untergeordnete Bedeutung beizumessen ist.

- Die Aktie der BFW Liegenschaften ist im Sinne des geltenden Übernahmerechts als nicht liquide zu beurteilen. Deshalb kommt dem Aktienkurs im Rahmen dieser Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots nur eine untergeordnete Bedeutung zu.
- Per 27. November 2019, betrug der Schlusskurs CHF 44.80. Der durchschnittliche volumengewichtete Aktienkurs der letzten 60 Handelstage per 27. November 2019 lag mit CHF 43.49 unter dem Schlusskurs.
- Das Barangebot von CHF 44.25 liegt um 1.2% unter dem Schlusskurs vom 27. November 2019 und 1.7% über dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage vor Fertigstellung dieser Fairness Opinion.

²² Vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 26. Februar 2010 zur Liquidität im Sinn des Übernahmerechts.

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

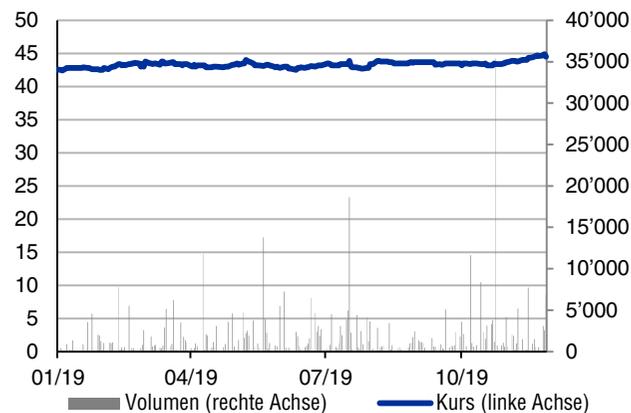
Analyse der Handlungsalternativen

- | | | |
|-----|-------------------------------|----------|
| 4.1 | Aktienverkauf über die Börse | Seite 34 |
| 4.2 | Ablehnung des Angebotspreises | Seite 35 |
| 4.3 | Liquidation | Seite 36 |

4 Analyse der Handlungsalternativen

4.1 Aktienverkauf über die Börse

Kursverlauf (in CHF) und Handelsvolumen der Aktie (A) ab Januar 2019



Quelle: Bloomberg.

Alternativ zur Annahme des Barangebots der BFW Holding kann ein Aktionär der BFW Liegenschaften die Titel über die Börse veräussern. Falls der Nettoerlös aus dem Verkauf über die Börse über demjenigen des Angebotspreises der BFW Holding (gemäss Angebotprospekt) liegt, wird er diese Option wählen.

Eine Prognose, ob der Aktienkurs bis zum Ende der Angebotsfrist über den angebotenen Preis zu liegen kommt, ist nicht möglich. Die Analyse des Aktienverlaufs im Jahr 2019 zeigt indessen, dass sich der Aktienkurs in einer Bandbreite von CHF 42.40 bis CHF 44.90 bewegte.

Zwischen dem 1. Januar 2019 und dem 27. November 2019 wurden an der SIX lediglich rund 410'000 Aktien (A) gehandelt. Im Besitz der Minderheitsaktionäre sind demgegenüber über 2.5 Millionen Aktien (A). Aufgrund der Illiquidität des Titels ist davon auszugehen, dass sich der Verkauf einer grösseren Anzahl Aktien über die Börse negativ auf den Aktienkurs auswirken würde. Dementsprechend wäre bei einem Verkauf über die Börse ein Einheitspreis für alle noch ausstehenden Aktien nicht sichergestellt. Dies im Gegensatz zum vorliegenden Angebot der BFW Holding, welches einen Preis von CHF 44.25 pro Aktie (A) für alle Aktionäre vorsieht.

4.2 Ablehnung des Angebotspreises

Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass sich über die Angebotsfrist hinaus ein geringerer NAV-Abschlag bzw. ein höherer Aktienkurs einstellt.

Falls mehr als 98% bzw. 90% der Aktien nach Ablauf der Angebotsfrist durch die BFW Holding gehalten werden, kann ein Squeeze-out resp. eine Fusion durchgeführt werden.

Eine weitere Handlungsalternative ist das Halten der Aktie über die Angebotsfrist hinaus. Ein Aktionär wählt diese Option, wenn er davon ausgeht, dass sich der Aktienkurs in Zukunft erhöhen wird.

Es ist zu erwarten, dass die Liquidität der Aktie durch die partielle Annahme des Angebots weiter abnehmen wird. Dies lässt eine Erhöhung des Aktienkurses als unwahrscheinlich erscheinen.

Was die zu erwartende Situation nach Beendigung des Angebots betrifft, plant die BFW Holding die dann noch ausstehenden Aktien für kraftlos zu erklären (Squeeze-out gem. Art. 137 FinfraG), falls die BFW Holding mehr als 98% der Stimmrechte hält. Es kann aber auch eine Fusion der BFW Liegenschaften mit einer Schwester- oder Tochtergesellschaft der BFW Holding durchgeführt werden, wenn mehr als 90% der Aktionäre der BFW Liegenschaften dem Angebot zustimmen (gem. FusG Art. 18 Abs. 5.). Im Falle eines Squeeze-out steht dem Inhaber der kraftlos erklärten Aktien der ursprüngliche Angebotspreis zu. Demgegenüber ist die Abfindung bei einer Fusion nicht klar geregelt. Nach gängiger Lehrmeinung ist diese jedoch basierend auf dem Marktwert zu ermitteln. Es kann deshalb nicht davon ausgegangen werden, dass der angebotene Aktienkurs bei einer Fusion höher ausfallen wird als beim vorliegenden Angebot.

Schliesslich äusserte die BFW Holding die Absicht, die Aktien (A) zu dekotieren. Dies könnte sie aufgrund ihrer Mehrheitsposition bereits aktuell erwirken. Ein Gesuch auf Dekotierung wird durch die SIX geprüft. Die SIX setzt unter Berücksichtigung des Schutzes der Anleger u.a. den letzten Handelstag fest. Die Kotierung wird grundsätzlich über mindestens 3 Monate nach der Ankündigung der Dekotierung aufrechterhalten. Es ist davon auszugehen, dass die beabsichtigte Dekotierung zu einem Verkaufsdruck führt. Eine signifikante Erhöhung des Aktienkurses ist auch aufgrund dessen nicht zu erwarten.

4.3 Liquidation der BFW Liegenschaften

Im Rahmen eines Liquidationsszenarios sind die steuerlichen Konsequenzen zu berücksichtigen.

Im Vergleich zum vorliegenden Angebot ergeben sich aus der Liquidation steuerliche Nachteile für in der Schweiz ansässige Privatpersonen.

Neben den bereits beschriebenen Handlungsalternativen wird nachfolgend eine mögliche Liquidation von BFW Liegenschaften beurteilt.

Im Rahmen einer Liquidation werden sämtliche Aktiven des Unternehmens veräussert. Anschliessend werden mit den freigewordenen Mitteln die Verbindlichkeiten der Gesellschaft beglichen. Der verbleibende Betrag (Liquidationserlös) wird an die Aktionäre ausgeschüttet. Bei der Beurteilung des Liquidationsszenarios sind insbesondere die steuerlichen Konsequenzen für die Aktionäre zu berücksichtigen.

Per 30. September 2019 weist die BFW Liegenschaften eine von der Eidgenössischen Steuerverwaltung anerkannte Kapitaleinlagerereserve („KER“) von CHF 22.5 Mio. sowie ein Aktienkapital von CHF 20.7 Mio. aus. Dementsprechend wären rund CHF 43.2 Mio. der Liquidationsdividende steuerbefreit. Die Auszahlung des restlichen Liquidationserlöses wäre jedoch verrechnungssteuerpflichtig. Zudem können je nach Situation weitere Steuern für die Aktionäre anfallen.

Die steuerlichen Konsequenzen aus einer Liquidation unterscheiden sich je nach Stellung des Investors (private vs. institutionelle Anleger) und dessen Steuerdomizil.

Für in der Schweiz steuerpflichtige Aktionäre, welche die Aktien im Geschäftsvermögen halten, gilt das Buchwertprinzip. Dies bedeutet, dass grundsätzlich die Differenz zwischen Liquidationserlös und Buchwert der Aktien den steuerbaren Gewinn bzw. das steuerbare Einkommen darstellt. Die steuerlichen Konsequenzen sind somit (ohne Berücksichtigung des verrechnungssteuerlichen Aspekts und der Umsatzabgabe) grundsätzlich vergleichbar mit jenen des Angebots.

Werden die Aktien durch einen in der Schweiz steuerpflichtigen Aktionär im Privatvermögen gehalten, entspricht der zu versteuernde Betrag im Wesentlichen der Differenz zwischen Liquidationserlös und der Summe aus der KER und dem Nennwert pro Aktie (A).

KER und Nennwert betragen pro Aktie (A) CHF 12.74. Daher müsste der grösste Teil des Liquidationserlöses versteuert werden. Bei einem Steuersatz von über 12.0% wäre der Nettoerlös aus der Liquidation nach Steuern geringer als das für private Investoren mit Wohnsitz in der Schweiz steuerfreie Angebot.

Die Differenz zwischen Liquidationserlös und einbezahltem Nennwert unterliegt zudem der Verrechnungssteuer in der Höhe von 35.0%. In der Schweiz domizilierte Personen sind grundsätzlich zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt. Im Ausland domizilierte Anleger können die Verrechnungssteuer bei Vorliegen eines Doppelbesteuerungsabkommens („DBA“) und bei Erfüllung der entsprechenden Voraussetzungen zwischen der Schweiz und ihres Ansässigkeitsstaates entsprechend dem DBA teilweise zurückfordern.

Die steuerlichen Konsequenzen sind somit individuell je nach Situation des einzelnen Investors zu beurteilen. Es lässt sich aber festhalten, dass die Liquidation für inländische Privatpersonen im Vergleich zum Angebot steuerliche Nachteile mit sich bringt, solange der individuelle Steuersatz über 12.0% beträgt.

Eine Liquidation birgt steuerliche Nachteile.

Zusammenfassend gilt es festzuhalten, dass eine Liquidation der BFW Liegenschaften im Vergleich zum unterbreiteten Angebot für die meisten Privatpersonen steuerlich nachteilig wäre. Es kann deshalb nicht davon ausgegangen werden, dass mit einer Liquidation der BFW Liegenschaften im Vergleich zum Angebot ein Mehrwert für die Aktionäre erzielt werden könnte.



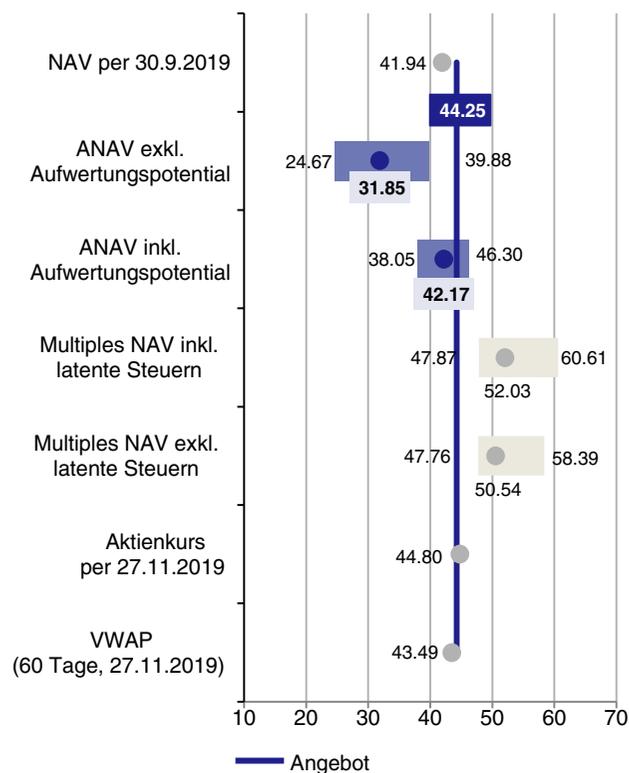
Folgerungen

- Die geringe Liquidität der Aktie (A) dürfte bei einem grösseren Verkaufsvolumen zu einem Preisdruck und damit Kursrückgang führen. Ein Halten bzw. ein späterer Verkauf der Aktien (A) über die Börse oder nach einer möglichen Dekotierung „over the counter“ erscheint deshalb im Vergleich zum vorliegenden Angebot als unattraktive Alternative.
- Im Falle einer Liquidation der BFW Liegenschaften hätte die Ausschüttung der Liquidationsdividende für in der Schweiz steuerpflichtige Privatpersonen negative steuerliche Konsequenzen im Vergleich zum vorliegenden Angebot.

Fairness Opinion BFW Liegenschaften
Beurteilung

5 Beurteilung

Gegenüberstellung von Bewertungsergebnissen und Angebot der BFW Holding per 27.11.2019 (Wert je Aktie (A), in CHF)



Quelle: IFBC.

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

- Im Rahmen des geplanten öffentlichen Angebots der BFW Holding AG an die bestehenden Aktionäre der BFW Liegenschaften ist eine Barabgeltung pro Aktie (A) von CHF 44.25 vorgesehen.
- Die Ermittlung des Adjusted Net Assets Value (ANAV) exkl. Aufwertungspotential ergibt per 27. November 2019 einen Wert je Aktie (A) von CHF 31.85. Dieser liegt unter dem NAV gemäss Quartalsabschluss vom 30. September 2019 von CHF 41.94, da u.a. auch der Barwert der Gesellschaftskosten der BFW Liegenschaften berücksichtigt werden muss. Die Gesellschaftskosten sind nicht in der Bewertung des Liegenschaftsportfolios berücksichtigt, aber für die Führung der Gesellschaft notwendig.
- Basierend auf der Sensitivitätsanalyse wichtiger Bewertungsparameter kann für den ermittelten ANAV pro Aktie (A) eine Wertbandbreite zwischen CHF 24.67 und CHF 39.88 ermittelt werden. Das Kaufangebot von CHF 44.25 pro Aktie liegt somit über dieser Bewertungsbandbreite des ANAV.
- Da die im 2. Halbjahr 2019 veräusserten Liegenschaften zu einem höheren Preis als dem bilanzierten Verkehrswert verkauft werden konnten, lässt sich ein theoretisches Aufwertungspotential auf den Renditeliegenschaften berücksichtigen. Daraus ergibt sich mit einem ANAV je Aktie (A) von CHF 42.17 ein Wert, welcher über dem NAV per 30. September 2019 liegt. Die Wertbandbreite bei einer Variation des Aufwertungspotentials zwischen 7.5% und 17.5% liegt bei CHF 38.05 bis CHF 46.30.
- Für die Beurteilung des Angebotspreises wird dem ANAV grosses Gewicht beigemessen, da dieser Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten der BFW Liegenschaften am besten Rechnung trägt.
- Die Bewertung mittels NAV-Multiples inkl. und exkl. latenter Steuern ergibt Wertbandbreiten von CHF 47.87 bis CHF 60.61 respektive CHF 47.76 bis CHF 58.39. Obwohl die Vergleichsunternehmen sorgfältig ausgewählt wurden, beurteilen wir die

Aussagekraft der Multiples Analyse als sehr begrenzt, weil Geschäftsmodell und Strategie der Vergleichsunternehmen die spezifische Unternehmenssituation der BFW Liegenschaften nicht ausreichend widerspiegeln.

- Der Kurs der Aktie (A) der BFW Liegenschaften schwankte seit Jahresbeginn zwischen CHF 42.40 und CHF 44.90. Der vor Abschluss der Arbeiten für die Fairness Opinion zuletzt bezahlte Schlusskurs lag bei CHF 44.80. Und der volumengewichtete Durchschnittskurs der letzten 60 Tage („VWAP“) betrug CHF 43.49.
- Die Aktie der BFW Liegenschaften ist in Anlehnung an die Bestimmungen des Schweizerischen Übernahmerechts nicht liquide. Dementsprechend hat der Vergleich des Angebots mit dem Aktienkurs nur eine eingeschränkte Aussagekraft.
- Aufgrund der eingeschränkten Liquidität der Aktie (A) kann weiter nicht davon ausgegangen werden, dass sich mit dem Verkauf der Aktie (A) über die Börse bzw. dem Halten der Aktie über die Angebotsfrist hinaus ein im Vergleich zum Angebotspreis höherer Nettoerlös erzielen liesse.
- Alternativ zur Annahme des Angebots ist auch ein Liquidationsszenario zu prüfen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Auszahlung einer Liquidationsdividende insbesondere für private Anleger u.a. steuerliche Nachteile im Vergleich zum geplanten Angebot hätte.²³ Dementsprechend kann nicht davon ausgegangen werden, dass der Nettoerlös in einem Liquidationsszenario höher ausfallen würde als der im Angebot offerierte Preis von CHF 44.25 je Aktie (A).

Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC das Barangebot an die Minderheitsaktionäre der BFW Liegenschaften in der Höhe von CHF 44.25 pro Aktie (A) aus finanzieller Sicht als angemessen und fair.

Zürich, 28. November 2019



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Gätzi, CFA
Partner

²³ Dieses Gutachten macht nur allgemeine Aussagen zu den steuerlichen Gesichtspunkten. Die Auswirkungen der Annahme des Angebots auf die individuelle steuerliche Situation der Aktionäre werden nicht beurteilt.

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

Anhang

6.1	WACC	Seite 43
6.2	Beta Analyse per 30. September 2019	Seite 45
6.3	Trading Multiples	Seite 46
6.5	Abkürzungsverzeichnis	Seite 47

6 Anhang

6.1 WACC

Parameter	in CHF	Bemerkung
Inflation	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Langfristige Inflationsprognose, für die Schweiz. ■ Quelle: IMF, World Economic Outlook, Oktober 2019.
Minimaler realer risikoloser Zinssatz	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld wird ein nachhaltiger realer risikoloser Zinssatz von 1.00% angewendet.
Risikoloser Zinssatz (Eigenkapital)	2.00%	
Marktrisikoprämie	5.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz. Sie reflektiert die zusätzliche Prämie, die ein Anleger von einer Aktieninvestition im Vergleich zu einer risikofreien Anlage erwartet. Entsprechend der Best Practice wird eine nachhaltige Marktrisikoprämie von 5.00% angewendet. ■ Quelle: IFBC.
Unlevered Beta	0.40	<ul style="list-style-type: none"> ■ Das unlevered Beta erfasst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren unverschuldeten Unternehmens. ■ Das gerundete unlevered Beta wurde per 30. September 2019 basierend auf den wöchentlichen Renditen über 2 Jahre berechnet. (Vgl. Abschnitt 6.2) ■ Quelle: Bloomberg.
Leverage Faktor	0.54	<ul style="list-style-type: none"> ■ Berechnung des Leverage Faktors unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur und des entsprechenden relevanten Steuersatzes (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	0.62	<ul style="list-style-type: none"> ■ Das levered Beta widerspiegelt das systematische Risiko und umfasst sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.
Small Cap Premium	0.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Bei der Ermittlung der Kapitalkosten für Liegenschaften im allgemeinen und bei Immobiliengesellschaften im speziellen wird in der Praxis kein Size Premium berücksichtigt, weshalb wir desgleich auf die Anwendung eines Size Premium verzichten.
Eigenkapitalkostensatz	5.08%	

Parameter	in CHF	Bemerkung
Eigenkapitalkostensatz	5.08%	
Eigenkapitalanteil	60.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Definition einer Zielkapitalstruktur unter Berücksichtigung der aktuellen Kapitalstruktur von BFW Liegenschaften sowie der aktuellen Kapitalstruktur der Peer Group Unternehmen (zu Marktwerten). ■ Quelle: Management von BFW Liegenschaften, Bloomberg.
Risikoloser Zinssatz (Fremdkapital)	1.50%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Niedrigerer risikoloser Zinssatz (Fremdkapital) im Vergleich zum risikolosen Zinssatz (Eigenkapital) aufgrund unterschiedlicher Annahmen zur Laufzeit der beiden Finanzierungsinstrumente.
Credit Spread	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Gewichteter durchschnittlichen Credit Spread basierend auf den Credit Spreads der aktuell ausstehenden Finanzverbindlichkeiten von BFW Liegenschaften. ■ Quelle: Management von BFW Liegenschaften
Fremdkapitalkostensatz	2.50%	
Steuersatz	19.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erwarteter langfristiger Steuersatz von BFW Liegenschaften ■ Quelle: Management von BFW Liegenschaften
Steueradjustierter Fremdkapitalkostensatz	2.03%	
Fremdkapitalanteil	40.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Definition einer Zielkapitalstruktur unter Berücksichtigung der aktuellen Kapitalstruktur von BFW Liegenschaften sowie der aktuellen Kapitalstruktur der Peer Group Unternehmen (zu Marktwerten). ■ Quelle: Management von BFW Liegenschaften, Bloomberg.
WACC (nominal, gerundet)	3.90%	
Inflation	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Langfristige Inflationsprognose für die Schweiz. ■ Quelle: IMF, World Economic Outlook, Oktober 2019.
WACC (real, gerundet)	2.90%	

6.2 Beta Analyse per 30. September 2019

Unternehmen	Steuer-satz ¹⁾	Marktwert des Eigenkapitals ²⁾ in CHF Mio.	Verzinsliche Verbindlichkeiten ³⁾ in CHF Mio.	Flüssige Mittel & Wertschriften ³⁾ in CHF Mio.	Netto-verschuldung ⁴⁾ in CHF Mio.	Leverage ⁵⁾	Levered adj. Beta ⁶⁾	Unlevered adj. Beta	Eigenkapital- quote (Durchschnitt zu Marktwerten) 9/2019
Allreal Holding AG	18.0%	2'883	2'161	39	2'123	0.56	0.66	0.42	58%
Mobimo Holding AG	18.0%	1'802	1'544	43	1'501	0.69	0.67	0.40	55%
Intershop Holding AG	18.0%	972	508	11	497	0.47	0.50	0.34	66%
PSP Swiss Property AG	18.0%	5'694	2'870	76	2'794	0.58	0.61	0.39	67%
Swiss Prime Site AG	18.0%	7'079	5'345	155	5'191	0.62	0.71	0.44	58%
Mittelwert						0.58	0.63x	0.40x	0.58x

Anmerkungen:

- 1) Quelle: KPMG, 2019, Corporate Tax Rates Table.
- 2) Basierend auf dem durchschnittlichen Aktienkurs Q3 2019; inkl. preferred equity and minorities interests.
- 3) Per 30/09/2019, mit Berücksichtigung von Operating Lease Verbindlichkeiten.
- 4) Minimum: 0.
- 5) Leverage = 2-Jahres-Mittelwert (Nettoverschuldung x (1-Steuersatz) / Eigenkapital).
- 6) Quelle: Bloomberg, adj. wöchentliches Beta (2 Jahre), Januar 2019.

6.3 Trading Multiples

Unternehmen	Eigenkapital z.H. der Aktionäre	Latente Steueraktiven	Latente Steuerverbind- lichkeiten	NAV exkl. Steuern	Anzahl Aktien	NAV pro Aktie inkl. Steuern	NAV pro Aktie exkl. Steuern	Aktienkurs	NAV Multiples inkl. Steuern	NAV Multiples exkl. Steuern
	30.06.2019 in CHF Mio.	30.06.2019 in CHF Mio.	30.06.2019 in CHF Mio.	30.06.2019 in CHF Mio.	30.06.2019 in Mio.	30.06.2019 in CHF	30.06.2019 in CHF	30.06.2019 in CHF		
Allreal Holding AG	2'207.8	-14.2	239.6	2'433.2	15.9	139.0	153.2	168.0	1.21x	1.10x
Mobimo Holding AG	1'473.4	-2.0	192.5	1'663.9	6.6	223.3	252.2	259.5	1.16x	1.03x
Intershop Holding AG	635.0	-0.1	107.8	742.7	1.9	337.8	395.0	497.0	1.47x	1.26x
PSP Swiss Property AG	4'251.2	-6.4	836.1	5'080.9	45.9	92.7	110.8	114.1	1.23x	1.03x
Swiss Prime Site AG	5'212.7	0.0	1'068.8	6'281.5	75.9	68.6	82.7	85.3	1.24x	1.03x
Maximum									1.47x	1.26x
Mittelwert									1.26x	1.09x
Minimum									1.16x	1.03x

Quelle: Halbjahresberichte per 30. Juni 2019 der jeweiligen Unternehmen, Bloomberg.

6.4 Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
Admicasa Gruppe	Admicasa Verwaltung AG, Admicasa Management AG und Admicasa Totalunternehmen AG
Aktie (A)	Namenaktie der BFW Liegenschaften Kategorie A mit einem Nominalwert von CHF 6.10
Aktie (B)	Namenaktien der BFW Liegenschaften Kategorie B mit einem Nominalwert von CHF 0.61
ANAV	Adjusted Net Asset Value
Angebot	Angebot der BFW Holding AG von CHF 44.25 je Aktie (A) der BFW Liegenschaften
Art.	Artikel
BFW Holding	BFW Holding AG
BFW Liegenschaften	BFW Liegenschaften AG
BIP	Bruttoinlandprodukt
Bp	Basispunkte
CHF	Schweizerfranken
DBA	Abkommen zur Vermeidung der Doppelbesteuerung
DCF Methode	Discounted Cash Flow Methode
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
exkl.	exklusive
Fairness Opinion	Gutachten zur finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots

FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel
FUSG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung
Gesellschaftskosten	Andere betriebliche Aufwendungen
IFBC	IFBC AG
inkl.	inklusive
KER	Kapitaleinlagereserven
Mio.	Millionen
NAV	Net Asset Value
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
SMI	Swiss Market Index
UEK	Schweizerische Übernahmekommission
UEV	Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote
vgl.	vergleiche
vs.	versus
VWAP	Volume weighted average price, volumengewichteter Durchschnittskurs
WACC	Weighted Average Cost of Capital als gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten

