

## **Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates der Hammer Retex Holding AG, Cham**

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der Ludama Holding AG an die Aktionäre der Industrieholding Cham AG für alle sich nach Ausschüttung einer Sachdividende durch die Industrieholding Cham AG im Publikum befindenden Namenaktien der Hammer Retex Holding AG, Cham, Schweiz.

Zürich, 16. März 2009

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>4</b>
1.1	Ausgangslage	4
1.2	Auftrag	4
1.3	Beurteilungsvorgehen	5
1.4	Beurteilungsgrundlagen	5
<b>2</b>	<b>Geschäftstätigkeit der HRH</b>	<b>7</b>
2.1	Überblick	7
2.2	Geschäftsbereich Immobilien	7
2.3	Operative Bereiche	8
<b>3</b>	<b>Wertüberlegungen HRH</b>	<b>9</b>
3.1	DCF-Bewertung Geschäftsbereich Immobilien	9
3.2	DCF-Bewertung operativer Geschäftsbereich	11
3.3	Eigenkapitalwert HRH	13
3.4	Marktbewertung	14
3.5	Zusammenfassung	15
<b>4</b>	<b>Schlussfolgerung</b>	<b>16</b>
<b>5</b>	<b>Anhang</b>	<b>17</b>
Anhang 1:	Analyse Beta und Zielkapitalstruktur	17
Anhang 2:	Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	18
Anhang 3:	Ecart Net Asset Value und Börsenkurs der Vergleichsunternehmen	20

## Abkürzungsverzeichnis

Allreal	Allreal Holding AG
BFW	BFW Liegenschaften AG
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
Die Anbieterin	Ludama Holding AG
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (operatives Ergebnis)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
Espace	Espace Real Estate
GU	Generalunternehmung
HRH	Hammer Retex Holding AG
IC Cham	Industrieholding Cham AG
Intershop	Intershop Holding AG
Mio.	Million(en)
Mobimo	Mobimo Holding
NAV	Net Asset Value
p.a.	per annum (pro Jahr)
PAX	PAX-Anlage AG
PSP	PSP Swiss Property AG
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
SPS	Swiss Prime Site
STWE	Stockwerkeigentum
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewichtete Kapitalkosten)
Warteck	Warteck Holding AG
Züblin	Züblin Immobilien Holding AG

## 1 Einleitung

### 1.1 Ausgangslage

Die Hammer Retex Holding AG („HRH“) ist eine Holdinggesellschaft mit Sitz in Cham, Schweiz. HRH wurde im Rahmen einer Abspaltung des Geschäftsbereichs Immobilien der Industrieholding Cham AG („IC Cham“) gegründet. HRH umfasst die Gesellschaften Hammer Retex AG, Wohnbau Zürich AG, Cham Immobilien AG und Cham Nord Immobilien AG.

HRH ist in den Bereichen Generalunternehmung, Immobilienbewirtschaftung, Immobilienvermittlung, Immobilienentwicklung und Immobilienverkauf tätig. Sie verfügt über ein umfangreiches Immobilienportfolio mit Geschäfts- und Wohnliegenschaften in den Kantonen Zug, Luzern, Zürich. Daneben hält und entwickelt die Gruppe eigene Landreserven zu Promotionszwecken (STWE) und für das eigene Bestandesportfolio.

Im Herbst 2008 hat IC Cham beschlossen, den Immobilienanteil der IC Cham abzuspalten. In diesem Zusammenhang wurde nach Investoren gesucht, um den Aktionären der IC Cham die Wahl zwischen einer direkten Beteiligung an HRH und einem Barbetrag zu ermöglichen. Die Ludama Holding AG („die Anbieterin“) hat gegenüber dem Verwaltungsrat der IC Cham ihr Interesse angekündigt und an die Aktionäre der IC Cham ein öffentliches Kaufangebot für alle sich nach Ausschüttung einer Sachdividende durch die IC Cham im Publikum befindenden Namenaktien der HRH mit einem Nennwert von je CHF 1 gemacht.

Der im Rahmen dieses Angebots offerierte Preis pro Namenaktie der HRH beträgt CHF 109.45. Bei einer Anzahl von insgesamt 1'260'655 Namenaktien entspricht dieses Angebot einem Eigenkapitalwert von total CHF 138.0 Mio.

### 1.2 Auftrag

Der Verwaltungsrat der IC Cham hat PricewaterhouseCoopers AG („PwC“) mit der Erstellung einer Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrats der neu gegründeten Hammer Retex Holding AG beauftragt<sup>1</sup>. PwC soll das oben erwähnte Angebot aus Sicht der Aktionäre der HRH auf dessen finanzielle Angemessenheit überprüfen. Dieses Gutachten fasst die Ergebnisse unserer Analysen zusammen. Es darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

Die Fairness Opinion soll als neutrale Meinung dem Verwaltungsrat und den Aktionären von HRH die Sicherheit geben, dass der offerierte Preis aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.

Dieses Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Es enthält auch keine Einschätzungen über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebotes haben kann.

---

<sup>1</sup> Dieser Auftrag wurde im Sinne des Verwaltungsrats der neu gegründeten HRH erteilt. Da die HRH zum Zeitpunkt der Auftragserteilung jedoch noch in der Gründungsphase war, übernahm der Verwaltungsrat der IC Cham die entsprechende Auftragserteilung.

### 1.3 Beurteilungsvorgehen

Für die Beurteilung des offerierten Kaufpreises stellte PwC umfassende Wertüberlegungen zur HRH an. Daraus resultierte eine Wertbandbreite für den Eigenkapitalwert sowie daraus abgeleitet eine Wertbandbreite pro HRH-Namenaktie, in welcher ein plausibles und als finanziell fair erachtetes Kaufangebot liegen muss.

Die Wertüberlegungen zur HRH basieren dabei auf einer "Stand-alone"-Betrachtung. Allfällige sich im Rahmen dieser Transaktion ergebende Synergien und Integrationskosten wurden somit nicht berücksichtigt.

Unsere Analyse basiert auf einer Betrachtung der Werte auf Gesamtunternehmens- / Holdingstufe. Effekte, welche beim einzelnen Aktionär anfallen – insbesondere steuerliche Auswirkungen – bleiben in dieser Analyse unberücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der unterschiedlichen Voraussetzungen der jeweiligen Aktionäre praktisch unmöglich.

Da die Aktien der HRH nicht öffentlich gehandelt werden, wurde die Wertbandbreite für die HRH als Ganzes resp. daraus abgeleitet der Wert pro Namenaktie anhand der Discounted Cash Flow ("DCF")-Methode ermittelt. Diese Wertbandbreite wurde zusätzlich mittels einer Marktbewertung plausibilisiert. Dabei wurden sowohl EBITDA-Multiplikatoren als auch die Ecarts zwischen NAV und Börsenkurs von Vergleichsunternehmen analysiert.

### 1.4 Beurteilungsgrundlagen

Zur Beurteilung wurden von PwC namentlich die folgenden Grundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über HRH, welche für die Analyse als relevant betrachtet wurden, einschliesslich der Jahresberichte, Pressemitteilungen und Zeitungsberichte.
- Unternehmensinterne Informationen von der HRH, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich des Budgets 2009 sowie der Mittelfristplanung 2010 bis 2017 sowie Portfolio- und Einzelbewertungen des unabhängigen Schätzungsexperten Wüest & Partner AG zu den Betriebs-, Promotions- und Renditeliegenschaften.
- Vom Management der HRH bereitgestellte unternehmensinterne Finanzinformationen zu den einzelnen Objekten im Immobilienportfolio, wie Baukostenstände, Investitionskosten, Kostenprognosen, Baukreditunterlagen, Verkaufspreise und Reservationsvereinbarungen Stockwerkeigentum, Mietwohnungspreise, Bauprojektierung, Bewilligungsverfahren und Objektstrategien.
- Vom Management der HRH bereitgestellte unternehmensinterne Finanzinformationen zur Bauherrengemeinschaft Lorzenhof (Bilanz) und zum Kauf des Objekts Garten-/Rigistrasse in Zug (Kaufvertrag, Grundbuchauszug und Finanzierung).
- Unternehmensbezogene Informationen der HRH, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich der Jahresabschlüsse 2005 bis 2008 des Geschäftsbereichs Immobilien der IC Cham und der Bankdarlehensverträge.
- Besprechungen mit dem Management bzw. dem Verwaltungsrat der HRH betreffend des aktuellen und erwarteten Marktumfeldes, der Finanz- und Ertragslage, Geschäftsaussich-

ten, Werttreiber und Annahmen in den Planungsunterlagen sowie der zukünftigen strategischen Ausrichtung der HRH.

- Besichtigung aller Liegenschaften und Landreserven der HRH.
- Kapitalmarktanalysen von Pictet & Cie ("Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926-2008", aufdatiert per Januar 2009), von Ibbotson / Morningstar ("2008 Yearbook") sowie von Damodaran (Betas und Kapitalkosten nach Branche).
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten der HRH sowie von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen aus Bloomberg und relevanten Analystenberichten.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen. PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. PwC hat die von der HRH zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen nicht geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind.

Teile der Konstruktion der Immobilienobjekte, welche verdeckt und / oder nicht zugänglich sind, konnten nicht besichtigt werden. Aus diesem Grund kann keine Aussage darüber gemacht werden, ob diese sich in gutem Zustand befinden und frei von Schäden bzw. Mängel sind. Bezüglich Altlastenproblematik haben die Experten von PwC keine Nachforschungen angestellt. Zur Quantifizierung einer allfälligen Wertreduktion müsste ein Spezialgutachten (ökologisches Fachgutachten) erstellt werden.

Die Finanzierungskosten wurden bei der Bewertung der einzelnen Immobilienobjekte gemäss gängiger Praxis nicht einbezogen<sup>2</sup>. Je nach Art der Finanzierung haben diese bei den einzelnen Immobilienbewertungen einen wesentlichen Einfluss auf die zu erzielende Eigenkapitalrendite. Die auf Unternehmensebene bezogenen steuerlichen Aspekte – auch die Auswirkungen besonderer mehrwertsteuerlicher Regelungen – wurden bei der Wertfeststellung der Immobilien nicht berücksichtigt.

---

<sup>2</sup> Derartige Aspekte wurden erst bei der Gesamtbetrachtung (d.h. bei der Ableitung des Net Asset Values des Immobilienportfolios bzw. des Eigenkapitalwerts der HRH) im Rahmen des Abzugs des verzinslichen Fremdkapitals berücksichtigt.

## 2 Geschäftstätigkeit der HRH

### 2.1 Überblick

Wie bereits in der Einleitung erwähnt, ist die HRH in die folgenden zwei wesentlichen Geschäftsbereiche unterteilt:

- **Immobilien:**

Der Geschäftsbereich Immobilien umfasst das Immobilienportfolio der Gesellschaften Hammer Retex AG, Wohnbau Zürich AG, Cham Immobilien AG und Cham Nord Immobilien AG. Das diversifizierte Immobilienportfolio besteht aus verschiedenen Liegenschaftstypen und Landreserven.

- **Operativer Bereich:**

Der operative Geschäftsbereich besteht aus der Generalunternehmung, der Verwaltung und Bewirtschaftung und dem Verkauf und Vermittlung. Diese Dienstleistungen werden zum grössten Teil gegenüber dem internen Geschäftsbereich Immobilien und zu einem kleineren Teil gegenüber Dritten angeboten.

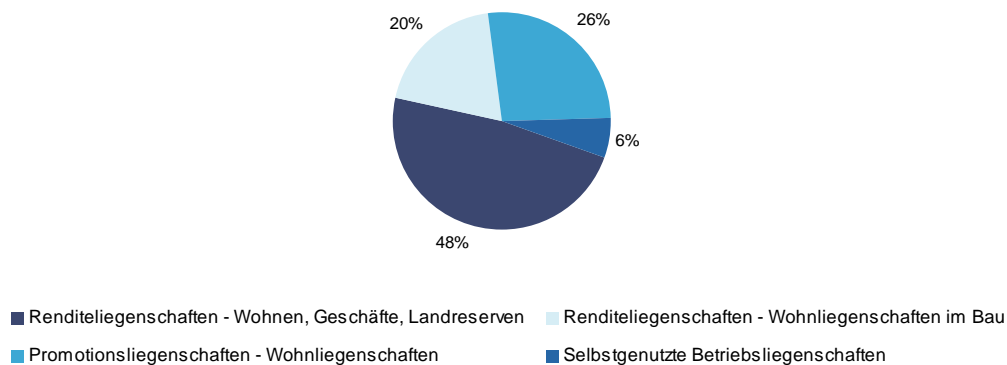
Insgesamt erzielte die HRH im Geschäftsjahr 2008 einen Nettoumsatz von CHF 19.2 Mio. und erwirtschaftete einen EBIT von CHF 9.3 Mio. Dies entspricht einer Nettoumsatz-Abnahme von 13.1% und einer Abnahme des EBIT um 15.3% gegenüber dem Vorjahr. Der Liegenschaftsportfoliowert der HRH ist im Geschäftsjahr 2008 um 47.2% auf CHF 159.5 Millionen (Vorjahr: CHF 108.3 Mio.) angestiegen. Das Eigenkapital der HRH hat sich im Jahr 2008 gegenüber dem Jahr 2007 erhöht und beträgt CHF 119.8 Mio. (69.4% der Bilanzsumme).

### 2.2 Geschäftsbereich Immobilien

Die strategische Ausrichtung des Geschäftsbereiches Immobilien wurde durch den Verwaltungsrat IC Cham im Geschäftsjahr 2008 verabschiedet. Zielsetzung bildet der Ausbau des Bestandesportfolios durch die Entwicklung der bestehenden Landreserven und durch gezielte Akquisitionen von Renditeliegenschaften oder -portfolios. Beabsichtigt ist, das Immobilienportfolio in den nächsten fünf Jahren erheblich zu erweitern. Moderne Wohnungsliegenschaften in einem hochwertigen Segment bilden den Schwerpunkt des Portfolios, wobei der geographische Fokus in den Kantonen Zug, Luzern und Zürich liegt. Dieser Geschäftsteil wird komplettiert durch die Dienstleistungen aus dem operativen Geschäftsbereich.

Das Immobilienportfolio der HRH besteht momentan aus Betriebsliegenschaften, Renditeliegenschaften Wohnen und Geschäfte, Renditeliegenschaften im Bau, Promotionsliegenschaften und Landreserven. Diese Liegenschaften werden durch den eigenen operativen Geschäftsbereich entwickelt und / oder verwaltet, wobei sich das Portfolio auf die Kantone Zug, Luzern und Zürich fokussiert. Die folgende Abbildung zeigt die Zusammensetzung des Immobilienportfolios der HRH.

**Immobilienportfolio HRH nach Wertzusammensetzung der Liegenschaftstypen 2008**

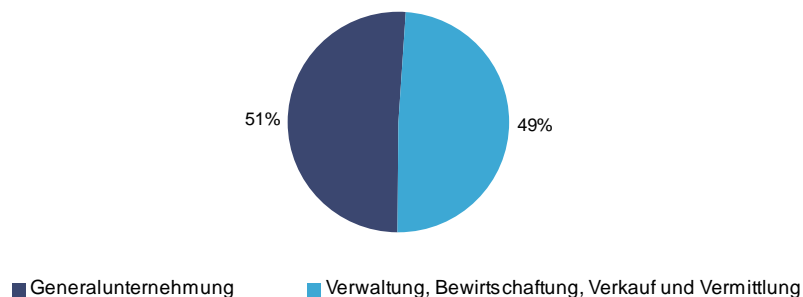


Die HRH hat in den letzten Jahren von der positiven Wirtschaftsentwicklung in den Kantonen Zug, Luzern und Zürich profitiert. Das Marktumfeld zeichnet sich in diesen Regionen durch tiefe Wohnungsleerstandsziffern, eine gute Verkehrserschliessung und ein wettbewerbsfähiges Steuerumfeld aus. Gerade der Immobilienmarkt in Zug und Cham profitiert mittelfristig von der Erschliessung der A4 durch das Knonaueramt und der neu gewonnenen Nähe zur Wirtschaftsmetropole Zürich.

### 2.3 Operative Bereiche

Der operative Geschäftsbereich der HRH besteht aus der Generalunternehmung, der Immobilienverwaltung, -bewirtschaftung, -verkauf und -vermittlung. Die strategische Planung des Verwaltungsrates sieht künftig durch die Fokussierung von Eigenprojekten im Wohnimmobilienbereich für die Generalunternehmung nur ein selektives Marktauftreten bei Drittaufträgen vor. Die Geschäftsbereiche Immobilienverwaltung, -bewirtschaftung, -vermittlung und -verkauf werden dagegen auch künftig Drittmandate ausführen. Die Generalunternehmung der HRH wird massgeblich durch die geplanten Bauprojekte und die Expansion des eigenen Immobilienportfolios durch Eigenprojekte ausgelastet sein. Die Aufteilung des Gesamtumsatzes des operativen Bereichs ist nachfolgend dargestellt:

**Nettoumsatzanteile operativer Geschäftsbereich 2008**



Die Generalunternehmung erwirtschaftete im Jahr 2008 einen Nettoumsatz von CHF 5.3 Mio. Die anderen vier operativen Geschäftsbereiche erzielten einen Nettoumsatz von CHF 5.1 Mio. Durch künftige interne Promotions- und Entwicklungsobjekte des Immobilienportfolios kann in der Generalunternehmung für die nächsten Jahre mit stabilen Nettoumsätzen gerechnet werden. Einzig bei den Drittmandaten geht das Management der HRH mittelfristig von einem geringeren Umsatzvolumen aus.



### 3 Wertüberlegungen HRH

Zur Ermittlung des Unternehmenswerts der HRH wurden Wertüberlegungen mittels der folgenden Methoden durchgeführt:

- Discounted Cash Flow-Methode,
- Marktbewertung mittels Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen.

Die nach der DCF-Methode abgeleitete Wertbandbreite für die HRH sowie daraus abgeleitet die Wertbandbreite pro HRH Namenaktie bildet die Grundlage der Wertüberlegungen. Unter Berücksichtigung der mittels Vergleichsgrössen hergeleiteten Marktbewertung wird dann die faire Wertbandbreite definiert.

#### 3.1 DCF-Bewertung Geschäftsbereich Immobilien

Die Bewertung des Immobilienportfolios der HRH hat auf Basis des Investment Values stattgefunden. Der Investment Value ist der Wert einer Liegenschaft für einen spezifischen Investor. Im Unterschied zu einem Marktwert nach den Vorgaben der Swiss Valuation Standards (SVS) und den Richtlinien der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) werden beim Investment Value nicht mehr ausschliesslich objektive und für alle nachvollziehbare Kriterien in die Wertermittlung einbezogen. In Abweichung zu einer klassischen Marktwertermittlung basiert die Bewertung auf der von der HRH definierten Objektstrategie. Die Objektstrategie leitet sich aus der Unternehmensstrategie ab und sieht im Allgemeinen die Realisierung von Bestandesliegenschaften im Wohnbereich vor.

Grundlage für die Wertermittlung bildet das ursprünglich aus der Unternehmensbewertung stammende Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF). Hierbei werden die jährlichen erwarteten Netto-Rückflüsse / Cash Flows (Bruttoerträge abzüglich Kosten für Betrieb, Unterhalt, Instandsetzungen etc.) auf den heutigen Zeitpunkt diskontiert und addiert. Für diese Bewertung wurden die Cash Flows über einen zeitlichen Horizont von zehn Jahren modelliert. Für die nach dieser Zeitspanne verbleibende Restlebensdauer wird ein auf den heutigen Zeitpunkt abgezinster Barwert (Exit Value) dazugezählt, um den Gesamtwert der bewerteten Liegenschaften zu erhalten.

Bei den Rendite-, Betriebs- und Entwicklungliegenschaften der HRH wurde auf der Basis der Bewertungen von Wüest & Partner AG per 01.07.2008 bzw. per 01.12.2008 eine Second Opinion in Form einer DCF-Analyse vorgenommen. Langfristige Landreserven der HRH wurden durch Vergleichswerte plausibilisiert.

Für die DCF-Bewertung der Liegenschaften waren folgende Bewertungsparameter von wesentlicher Bedeutung:

**Mietertrag**

Ist- und Soll-Mietertrag werden gemäss des zur Verfügung gestellten Mieterspiegels eingesetzt. Bei unbefristeten Mietverträgen wird der Soll-Mietertrag linear über 10 Jahre an den Markt-Mietertrag angepasst. Bei befristeten Mietverträgen wird der Soll-Mietertrag nach Ablauf des Vertrages an den Markt-Mietertrag angeglichen<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Markt-Mietertrag wurde aufgrund von Benchmarks von Wüest & Partner, Colliers und PwC festgelegt.

**Leerstände**

Ausgehend vom Ist-Leerstand aus dem Mieterspiegel wird grundsätzlich der Leerstand pro Nutzung innert der Absorptionszeit auf den entsprechenden Sockelleerstand auf- oder abgebaut. Wenn Vertragslaufzeiten einen längeren Leerstand unterhalb des Sockelleerstandes garantieren, findet keine Anpassung an den Sockelleerstand statt. Dann tritt erst im Fälligkeitsjahr des Mietvertrages der Mechanismus in Kraft.

**Liegenschaftskosten**

Ausgehend von den aktuellen Liegenschaftskosten werden Anpassungen in der Projektion vorgenommen, sofern die historischen Zahlen unbegründet stark von den Benchmarkzahlen abweichen.

**Instandsetzungskosten**

Ausgehend von den aktuellen Liegenschaftskosten werden Anpassungen in der Projektion vorgenommen, sofern die historischen Zahlen unbegründet stark von den Benchmarkzahlen abweichen. Instandsetzungskosten werden im expliziten Betrachtungshorizont einzeln dargestellt und im Exit Value als Annuität festgelegt. Sofern eine Instandsetzungsplanung vorliegt, wird diese überprüft und berücksichtigt. Ansonsten wird das Alter der einzelnen Bauteile bestimmt und anhand der objektspezifischen Lebensdauer der Erneuerungszeitpunkt bestimmt.

**Wertvermehrende Investitionen**

Als wertvermehrend im Sinne einer direkten Überwälzung gelten ausschliesslich Investitionen in Wohnungen. Diese werden in den Cash Flows separat ausgewiesen. Investitionen in Gewerbeflächen können gegebenenfalls einen positiven Einfluss auf die Marktmiete nach Vertragsablauf haben.

**Diskontierungssatz**

Ausgehend von der Überlegung, dass ein Investor für eingegangene Risiken in Form einer entsprechenden Rendite entschädigt werden will, haben wir den Diskontierungssatz für den Immobilienbereich nach der Methode der Risikokomponenten zusammengestellt. Das heisst, aufbauend auf der Rendite für risikolose Anleihen (Durchschnitt 10-jährige Bundesobligation) werden Zuschläge für systematisch eingegangene Risiken erhoben (allgemeines Immobilienrisiko aufgrund der Illiquidität des Kapitals, spezifische Risiken infolge Lage, Nutzung, Funktionalität der Liegenschaft usw.). Für die Liegenschaftsbewertungen der HRH resultieren somit Diskontierungssätze von 5.05% bis 5.83%. Dieser setzt sich aus den folgenden konkreten Risikokomponenten bei den Liegenschaften zusammen:

- **Basissatz:** Rendite 10-jähriger Bundesanleihen geglättet (3.50%).
- **Illiquidität:** Zuschlag für die allgemeine Illiquidität und Volatilität von Immobilienanlagen (1.50%).
- **Makrolage:** Risiko aufgrund der regionalen Lage der Liegenschaft in der Schweiz. Gemeindespezifische Vorgabe durch Makro-Standortrating anhand von verschiedenen Parametern (z.B. Steuerbelastung, Steuersatz, Bildungsniveau, Kaufkraft etc.). Variiert je nach Makrolage der Liegenschaften von -0.02% bis 0.11%.
- **Mikrolage:** Risiko aufgrund der lokalen Lage der Liegenschaft. Die Vorgabe wird durch ein Mikro-Standortrating anhand verschiedener Parameter (z.B. Lärmemissionen, Eignung, etc.) für den Standort bestimmt. Variiert je nach Mikrolage der Liegenschaften von 0.07% bis 0.24%.

- **Nutzung:** Risiko aufgrund des Nutzungsmixes. Wird anhand der relativen Höhe der einzelnen Nutzungen festgelegt. Konjunktursensitive Nutzungen können zu einem Zuschlag führen. Variiert je nach Nutzungsart (z.B. Wohnen, Gewerbe, etc.) von 0.0% bis 0.5%.

#### **Kapitalisierungszinssatz**

Realer Zinssatz, mit welchem der Cash Flow im Jahr 11 für die Berechnung des Residualwertes kapitalisiert wird (entspricht Diskontierungszinssatz minus Inflationsschutz). Für die Liegenschaftsbewertungen der HRH variiert der Kapitalisierungszinssatz von 3.96% bis 4.66%. Die nachhaltige Wachstumsrate wurde mit 1.25% p.a. angenommen.

Basierend auf der DCF-Bewertung der einzelnen Immobilienliegenschaften der HRH ergibt sich eine DCF-Bandbreite von CHF 162.4 Mio. bis CHF 173.7 Mio. Die Wertbandbreiten basieren auf einer Ab-/Aufwertung der Investment Values der Entwicklungsliegenschaften und Landreserven um 5.0%. Die Bandbreite begründet sich mit erhöhten Unsicherheiten bei der Bewertung von Entwicklungsliegenschaften/Landreserven. Latente Steuerverbindlichkeiten nehmen entsprechend überproportional ab, resp. zu. Vom DCF-Wert wurden latente Steuern, kurz- und langfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken und Anzahlungen von Stockwerkeigentümern abgezogen, was zu einem Net Asset Value des Geschäftsbereichs Immobilien von CHF 127.4 CHF bis CHF 137.2 Mio. führt.

### **3.2 DCF-Bewertung operativer Geschäftsbereich**

Für die Bewertung des operativen Geschäftsbereichs wurde ebenfalls eine DCF-Bewertung durchgeführt. Somit wurde von zukünftig zu erwartenden Freien Cash Flows ausgegangen, welche im Rahmen der DCF-Methode mit Hilfe der Kapitalkosten auf den Gegenwartswert diskontiert werden. Dabei wird unter dem Freien Cash Flow der sogenannte operative Brutto Cash Flow abzüglich Investitionen in das Anlage- und das Umlaufvermögen verstanden. Die Kapitalkosten werden aus Eigen- und Fremdkapitalkosten ermittelt, wobei die Eigenkapitalkosten mit Hilfe des Capital Asset Pricing Modells ("CAPM") über den Kapitalmarkt hergeleitet werden.

Um den operativen Unternehmenswert zu erhalten, wird die Summe aus den diskontierten zukünftigen Freien Cash Flows und aus dem Endwert gebildet, wobei letzterer die Annahme der Bewertung auf Fortführung der Geschäftstätigkeit darstellt. Durch Addition des nicht betrieblich notwendigen Vermögens (z.B. nicht betrieblich notwendige Liquidität) gelangt man zum im Rahmen dieser Bewertung benötigten operativen Unternehmenswert des operativen Geschäftsbereichs.

Für die DCF-Bewertung HRH wurde auf die zukünftigen Freien Cash Flows aus dem vom Management erstellten Budgets 2009 und der Mehrjahresplanung 2010 bis 2016 zurückgegriffen. Als Ertragsbasis wurde dabei der Nettoertrag aus Generalunternehmung und aus anderen Dienstleistungen (Verkauf und Vermittlung, Verwaltung und Bewirtschaftung) berücksichtigt. Die Mehrjahresplanung der HRH wurde basierend auf Gesprächen mit dem HRH Management aktualisiert.

In der Endwertberechnung (ab dem Jahr 2017) wurde für den nachhaltigen Freien Cash Flow ein normalisiertes Niveau geschätzt und anschliessend mit dem Kapitalkostensatz unter Berücksichtigung des nachhaltigen Wachstums in die Ewigkeit fortgeschrieben (sogenannte

Fortführungsformel<sup>4</sup>). Die nachhaltige Wachstumsrate wurde mit 1.25% p.a. angenommen, während der Kapitalkostensatz im Vergleich zur Planperiode unverändert blieb.

Der nachhaltige Freie Cash Flow wurde aus einem um Schwankungen bereinigten Nettoertrag sowie aus der mit dem Management von HRH diskutierten und als nachhaltig erreichbar angesehenen EBITDA-Marge von 10.1% abgeleitet. In unseren Überlegungen haben wir in zwei verschiedenen Fortführungsszenarien der Unsicherheit über die langfristige Entwicklung des GU-Bereichs Rechnung getragen.

Der Diskontierungssatz, mit welchem die Freien Cash Flows abgezinst werden, entspricht dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital – "WACC"). Dieser besteht aus den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten nach Steuern. Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus zwei Komponenten zusammen: Dem risikolosen Zinssatz und der Eigenkapitalrisikoprämie. Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt das CAPM zugrunde, wonach die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des "levered" Betas mit der Marktrisikoprämie entspricht. Dabei ist das "levered" Beta ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktrisiko und hängt unter anderem von der Finanzierungsstruktur ab. Die Fremdkapitalkosten setzen sich aus dem risikolosen Zinssatz und der Fremdkapitalprämie zusammen. Durch Einbezug einer Fremdkapitalprämie wird berücksichtigt, dass ein Unternehmen nicht zum risikolosen Zinssatz Fremdkapital aufnehmen kann, sondern aufgrund des Unternehmensrisikos den Fremdkapitalgebern einen Zinsaufschlag bezahlen muss.

Der abgeleitete WACC für die operativen Bereiche der HRH wurde auf 7.9% geschätzt, welcher wiederum auf einem Eigenkapitalkostensatz von 10.6% und einem Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 3.9% beruht.

Nachfolgend werden die einzelnen Parameter für die WACC-Herleitung kurz beschrieben.

#### **Risikoloser Zinssatz**

Risikoloser Zinssatz von 2.67% analog der Rendite von Schweizer Bundesobligationen per Anfang Januar 2009 mit einer Restlaufzeit von 20 Jahren.<sup>5</sup>

#### **Marktrisikoprämie**

Der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten liegt eine Marktrisikoprämie von 5.0% zu Grunde. Diese basiert auf der Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite des schweizerischen Aktienmarktes und derjenigen von Schweizer Obligationen seit 1926.<sup>6</sup> Zur Berechnung der Marktrisikoprämie wurde ein Zuschlag von 0.5% auf die Differenz zwischen der Rendite der Aktien und der Rendite der Obligationen gemacht, da die Obligationen ein Portfolio aus inländischen Schuldern anstatt Bundesobligationen enthalten.

#### **Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen**

Die Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen reflektiert die erhöhten Risiko- und Renditeerwartungen, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmungen verbunden sind. Sie berechnet sich als Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite tiefer kapitalisierter Unternehmen und der für diese Firmen mittels CAPM (Capital Asset Pricing Model) geschätzten Rendite. Für die Bewertung der operativen Bereiche der

<sup>4</sup> Endwert = Nachhaltiger Freier Cash Flow / (WACC - nachhaltige Wachstumsrate).

<sup>5</sup> Quelle: Schweizerische Nationalbank

<sup>6</sup> Quelle: Pictet & Cie.: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2008), Januar 2009.

HRH wurde eine Prämie von 2.0% verwendet. Diese basiert auf einer jährlichen Studie von Ibbotson/Morningstar<sup>7</sup> und PwC internen Analysen.

#### **Beta**

Das "levered" Beta entspricht dem um die Ziel-Kapitalstruktur der operativen Bereiche der HRH bereinigten "unlevered" Beta. Zur Ermittlung des "unlevered" Betas wurde auf "unlevered" Industrie-Betas zurückgegriffen.<sup>8</sup> Das verwendete "unlevered" Beta in der Höhe von 0.76 basiert dabei auf dem gewichteten Durchschnitt der Vergleichsindustrien gemäss Damodaran. Details zu den Betas der Vergleichsindustrien sind im Anhang 1 dargestellt.

#### **Finanzierungsverhältnis**

Basierend auf dem durchschnittlichen Finanzierungsverhältnis gemäss den Industriewerten in der Immobilienbranche (Damodaran), wurde eine langfristige Zielkapitalstruktur zu Marktwerten mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 40.0% angenommen. Details zu den Finanzierungsverhältnissen der Vergleichsunternehmen sind ebenfalls im Anhang 1 dargestellt.

#### **Fremdkapitalkosten**

Es wurde, in Absprache mit dem Management der HRH, eine Fremdkapitalkostenprämie von 2% angenommen. Somit wurde bei den operativen Bereichen von Fremdkapitalkosten (vor Steuern) von 4.7% ausgegangen.

#### **Steuersatz**

Basierend auf Gesprächen mit dem Management von HRH wurde der Berechnung des WACC ein effektiver durchschnittlicher Steuersatz von 16.4% zugrunde gelegt.

Basierend auf der DCF-Bewertung für die operativen Bereiche mit den beiden Endwertszenarien ergibt sich für den operativen Unternehmenswert des operativen Geschäftsbereichs der HRH eine Wertbandbreite von CHF 7.0 Mio. bis CHF 12.0 Mio.

Für die Plausibilisierung des DCF-Wertes für die operativen Bereiche hat PwC Sensitivitätsrechnungen mittels Variation der Parameter gewichtete Kapitalkosten und langfristige Wachstumsrate im Endwert um je 0.5% durchgeführt. Diese Analysen ergaben, dass sich der Wert je nach Fortführungsszenario um maximal CHF 1.16 Mio verändert.

### **3.3 Eigenkapitalwert HRH**

Wie vormals dargestellt, ergeben sich die folgenden operativen Unternehmenswerte für den Immobilienteil und die operativen Bereiche der HRH:

Immobilien:	rund CHF 162.4 Mio. bis CHF 173.7 Mio.
Operative Bereiche:	rund CHF 7.0 Mio. bis CHF 12.0 Mio.

Zusammen ergeben diese beiden Bereiche den Wert der HRH. Der operative Wert dieser Gruppe liegt somit bei CHF 169.3 Mio. bis CHF 185.6 Mio.

Zur Ableitung des Eigenkapitalwerts der HRH wurden die nicht-operativen Vermögenswerte addiert und das verzinsliche Fremdkapital und weitere Verbindlichkeiten abgezählt. Dies ergibt einen Eigenkapitalwert für 100% der HRH von rund CHF 130.3 Mio. bis CHF 145.1 Mio.

<sup>7</sup> Quelle: Ibbotson/Morningstar, 2008 Yearbook.

<sup>8</sup> Unlevered Beta = Levered Beta / (1 + (Fremdkapital / Eigenkapital)). Dabei entspricht das Fremdkapital dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich der nicht operativen flüssigen Mittel. Quelle Industrie-Betas: Damodaran.

### 3.4 Marktbewertung

Bei der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen wurden zwei Methoden angewendet.

Einerseits wurde der über den Börsenkurs hergeleitete Marktwert des kotierten Unternehmens zum EBITDA ins Verhältnis gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren wurden dann auf den EBITDA des zu bewertenden Unternehmensbereichs angewendet, um den hypothetischen Marktwert zu erhalten.

Als Vergleichsunternehmen wurden kotierte Schweizer Immobilienfirmen herangezogen. Dazu gehören insbesondere die folgenden Unternehmen: Allreal Holding AG („Allreal“), Mobimo Holding AG („Mobimo“), Intershop Holding AG („Intershop“), PSP Swiss Property AG („PSP“), Swiss Prime Site („SPS“), Warteck Holding AG („Warteck“), Züblin Immobilien Holding AG („Züblin“), Espace Real Estate („Espace“), BFW Liegenschaften AG („BFW“) und PAX-Anlage AG („PAX“). Züblin, Espace, BFW und PAX wurden aus unserer Vergleichsgruppe ausgeschlossen, da diese aufgrund ihrer geographischen Ausrichtung, ihrer Portfoliostruktur und/oder ihrer Aktionärsstruktur weniger gut mit HRH vergleichbar sind. Unsere Vergleichsgruppe umfasste somit Allreal, Mobimo, Intershop, PSP, SPS und Warteck.

Für die Marktbewertung der HRH wurden die Unternehmenswerte (Marktkapitalisierungen per 12.03.2009, basierend auf dem durchschnittlichen Börsenkurs der 30 letzten Handelstage plus Net Debt) der vergleichbaren kotierten Unternehmen eruiert. Diese wurden zu deren effektiven Ergebnissen 2008 (falls bereits vorhanden) und EBITDA Forecast 2009 (Durchschnitt der aktuellsten Analystenschätzungen) ins Verhältnis gesetzt. Zur Beurteilung der längerfristigen Stabilität dieser Verhältnisse wurde zudem die historische Marktkapitalisierung der Vergleichsunternehmen mit den jeweiligen EBITDA-Forecasts ins Verhältnis gesetzt. Da bei Warteck keine aktuellen EBITDA-Forecasts zur Verfügung standen, wurde Warteck aus der Vergleichsgruppe ausgeschlossen. Die hergeleiteten Multiplikatoren der vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen finden sich in Anhang 2. Von den daraus resultierenden Multiplikatoren für jedes Vergleichsunternehmen wurde der arithmetische Mittelwert gebildet.

Dabei resultierte eine aktuelle Multiplikatorenbandbreite basierend auf den effektiven EBITDA-Multiples 2008 und den aktuellen forward-looking-EBITDA-Multiples 2009 von 16.9x bis 18.2x EBITDA. Daraus abgeleitet ergibt sich für den Eigenkapitalwert der HRH eine Wertbandbreite von CHF 128.4 Mio. bis CHF 137.2 Mio.

Langfristig resultierte ein forward-looking-EBITDA-Multiple der Vergleichsgruppe von 17.1x bis 18.4x EBITDA. Basierend auf der Bewertung anhand der langfristigen Multiplikatoren der kotierten Vergleichsunternehmen lässt sich für den Eigenkapitalwert der HRH eine Wertbandbreite von CHF 126.7 Mio. bis CHF 139.3 Mio. ableiten.

Als weitere Marktanalyse wurde der Net Asset Value der Vergleichsunternehmen<sup>9</sup> mit dem durchschnittlichen Börsenkurs über die letzten 30 Handelstage (per 12.03.2009) verglichen und geprüft, ob ein Ecart besteht. Das entsprechende Ergebnis findet sich in Anhang 3. Dabei ist ersichtlich, dass der Ecart je nach Unternehmung sehr unterschiedlich ausfällt, und zwar mit sowohl positivem als auch negativem Vorzeichen. Insgesamt liegt ein leicht negativer Ecart von -9.2% über die gesamte Gruppe vor. In der Rückanwendung auf HRH wurde die Marktwertbandbreite bereinigt, um dem spezifischen Geschäftsmodell der HRH und insbe-

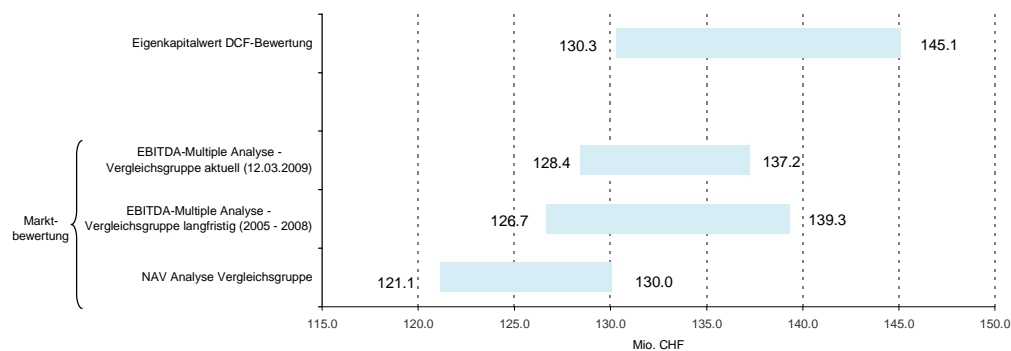
<sup>9</sup> Vgl. Geschäftsbericht 2008 (PSP, Mobimo, Allreal, Intershop) bzw. Immobilienbrief per 26. Februar 2009 (SPS, Warteck).

sondere dem operativen Teil des Geschäftes Rechnung zu tragen. Daraus ergab sich eine Marktwertbandbreite für den Eigenkapitalwert der HRH von CHF 121.1 Mio. bis CHF 130.0 Mio.

In Ergänzung zur Analyse der Börsenbewertung wurde eine Recherche zur Identifikation von Transaktionen von Vergleichsunternehmen durchgeführt, welche in den letzten drei Jahren in der Schweiz bei kotierten Immobilienunternehmen stattgefunden haben. Die Analyse ergab keine entsprechenden Transaktionen, wodurch keine Plausibilisierung mittels Transaktions-Multiples abgeleiten werden konnte.

### 3.5 Zusammenfassung

Die folgende Abbildung gibt einen Überblick der Werte für 100% des Eigenkapitals der HRH:



Dabei ist ersichtlich, dass der DCF-Wert mit CHF 130.3 Mio. bis CHF 145.1 Mio. nicht vollständig durch die Marktwertanalyse (totale Bandbreite CHF 124.0 Mio. bis CHF 139.3 Mio.) gestützt wird.

#### 4 Schlussfolgerung

Basierend auf den in dieser Fairness Opinion dargestellten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen ergibt sich für den Eigenkapitalwert der HRH (nach Abzug der Nettofinanzverbindlichkeiten) auf einer „Stand-alone“ Betrachtungsbasis eine Bandbreite von **CHF 130.3 Mio. bis CHF 139.3 Mio.** Bei einer Anzahl von insgesamt 1'260'655 Namenaktien der HRH entspricht dies einem Wert pro Namenaktie von **CHF 103.36 bis CHF 110.50.**

Gestützt darauf beurteilen wir den im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots von der Ludama Holding AG offerierten Preis pro Namenaktie der HRH von **CHF 109.45** aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Freundliche Grüsse

PricewaterhouseCoopers AG



Markus Bucher  
Partner



Kurt Ritz  
Partner



## 5 Anhang

### Anhang 1: Analyse Beta und Zielkapitalstruktur

#### Analyse des Beta Faktors

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

<b>Damodaran Vergleichsgruppe Beta</b>				<b>0.76</b>
Betrachtete Industrien	Building&Construct-Misc	Real Estate Mgmnt/Servic	Real Estate Oper/Develop	
Unlevered Beta	1.05	0.43	0.50	
Netto Fin. FK/EK	45%	96%	105%	
Gewählte Gewichtung	50%	25%	25%	
<b>Gewähltes Beta</b>				<b>0.76</b>
<b>Gewählte Zielkapitalstruktur</b>				
Netto Fin. FK/EK		73%		
Netto Fin. FK/Gesamtkapital				<b>40%</b>

## Anhang 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

## Multiplikatoren Vergleichsunternehmen aktuell



Comparable Company	Date	Analyst	EBITDA effektiv 2008	EBITDA Forecast 2009	EV (Basis: Kurs last 30 trading days) 12.03.2009	EBITDA multiples 2008 2009		Source
PSP SWISS PROPERTY AG	05.03.2009	Rabo Securities		198.0			21.2x	Bloomberg
	27.02.2009	Vontobel		212.0	4'189.9		19.8x	Bloomberg
	27.02.2009	Sal. Oppenheim		210.0			20.0x	Analysten Bericht - Thompson
	27.02.2009	Effektives Ergebnis 2008	208.4			20.1x		Geschäftsbericht PSP
Average forward-looking Multiples							20.3x	
SWISS PRIME SITE	21.02.2009	Vontobel		173.0	3'356.7		19.4x	Bloomberg
	29.01.2009	ZKB		162.0			20.7x	Bloomberg
		Effektives Ergebnis 2008				n.a.		Publikation Geschäftsbericht 2008 per 17.03.2009
		Average forward-looking Multiples					20.1x	
MOBIMO HOLDING AG	04.03.2009	ZKB		56.3			18.2x	Bloomberg
	03.03.2009	Sal. Oppenheim		64.0	1'022.9		16.0x	Analysten Bericht - Thompson
	03.03.2009	Vontobel		67.6			15.1x	Bloomberg
	03.03.2009	Effektives Ergebnis 2008	71.5			14.3x		Geschäftsbericht Mobimo
Average forward-looking Multiples							16.4x	
ALLREAL HOLDING AG	02.03.2009	Vontobel		128.0			18.6x	Bloomberg
	26.02.2009	Sal. Oppenheim		142.0	2'385.7		16.8x	Analysten Bericht - Thompson
	26.02.2009	ZKB		133.0			17.9x	Bloomberg
	26.02.2009	Effektives Ergebnis 2008	136.8			17.4x		Geschäftsbericht Allreal
Average forward-looking Multiples							17.8x	
INTERSHOP HOLDING AG	06.03.2009	ZKB		65.5	1'122.0		17.1x	Bloomberg
	14.01.2009	Vontobel		72.0			15.6x	Bloomberg
	12.03.2009	Effektives Ergebnis 2008	72.0			15.6x		Geschäftsbericht Intershop
	Average forward-looking Multiples							16.4x
Average						16.9x	18.2x	

Wartec wurde als Vergleichsunternehmung ausgeschlossen, da keine aktuellen Daten verfügbar waren.

## Multiplikatoren Vergleichsunternehmen langfristig



Vergleichsunternehmen	EV/EBITDA		
	Estimate 2006	Estimate 2007	Estimate 2008
PSP SWISS PROPERTY AG-REG	18.0x	26.2x	20.9x
SWISS PRIME SITE-REG	21.0x	17.7x	21.1x
WARTECK INVEST AG-REG	23.4x	22.9x	18.8x
MOBIMO HOLDING AG-REG	15.3x	15.6x	17.6x
ALLREAL HOLDING AG-REG	18.1x	11.8x	19.1x
INTERSHOP HOLDINGS-BR	14.8x	14.3x	13.3x
<b>AVERAGE (ohne Wartec)</b>	<b>17.4x</b>	<b>17.1x</b>	<b>18.4x</b>

Ausschluss, da keine aktuellen Daten verfügbar:

**Anhang 3: Ecart Net Asset Value und Börsenkurs der Vergleichsunternehmen****Ecart Vergleichsunternehmen**PRICEWATERHOUSECOOPERS 

	NAV inkl. aufg. Zinsen	Durchschnitt Kurs last 30 trading days (12.03.2009)	<i>Ecart</i>
PSP Swiss Property	59.7	45.4	-24.0%
Swiss Prime Site	57.7	45.2	-21.7%
Wartec Invest	1'324.0	1'438.4	8.6%
Mobimo	180.2	128.4	-28.7%
Allreal Holding	110.3	108.7	-1.4%
Intershop	243.6	273.3	12.2%
<b>Average</b>			<b>-9.2%</b>

Quelle für NAV:

PSP, Mobimo, Allreal, Intershop: Geschäftsbericht 2008

SPS, Wartec: Immobilienbrief per 26. Februar 2009