

Fairness Opinion: Fortimo Group AG

2. April 2013

Louis Siegrist
Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 2131
M +41 58 289 2131
F +41 58 286 3004
E louis.siegrist@ch.ey.com

André Mathis
Senior Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 4549
M +41 58 289 4549
F +41 58 286 3004
E andre.mathis@ch.ey.com

Abkürzungen

AG	Aktiengesellschaft
BAKBasel	BAK Basel Economics AG
bzgl.	bezüglich
Capex	Investitionen (engl. capital expenditures)
CAGR	Kumulierte jährliche Wachstumsrate (engl. compound annual growth rate)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
CHF 000	Tausend Schweizer Franken
d.h.	das heisst
DCF	Discounted Cash Flow
DezXXA	Aktuelle Zahlen, per Dezember 20xx
EBT	Gewinn vor Steuern (engl. earnings before taxes)
EY	Ernst & Young AG
FCF	Freier Cashflow (engl. free cash flow)
Fortimo	Konsolidierte Fortimo Group AG (inkl. Tochtergesellschaften)
Forty	Forty Plus AG
FY	Geschäftsjahr (fiscal year)
i.e.	id est, das heisst
m	Millionen
NAV	Substanzwert (engl. net asset value)
NUV	Nettoumlaufvermögen
POCM	Gewinnrealisierung nach dem Fertigstellungsgrad (percentage-of-completion method)
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittspreis (engl. volume weighted average price)
WACC	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (engl. weighted average cost of capital)
z.B.	zum Beispiel

Inhalt

Einleitung	1
	1. Ausgangslage 2
	2. Auftrag und grundsätzliches Vorgehen 3
Unternehmensbeschreibungen und Industrieanalyse	5
	3. Unternehmensbeschreibung 6
	4. Marktanalyse 8
Grundlagen der Bewertung	10
	5. Bewertungsgrundlagen 11
	6. Bewertungsmethoden und -vorgehen 13
Wertüberlegungen	15
	7. Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse 16
	8. Diskontierte Cashflow Methode 18
	9. Substanzwert: Wert des Projektportfolios 24
	10. Trading Multiples Methode 26
Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion	27
	11. Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion 28
Anhang	30
	12. Anhang A - Beschreibung der angewendeten Bewertungsmethoden 31
	13. Anhang B - Herleitung der Parameter zur Berechnung der Kapitalkosten 32
	14. Anhang C - Vergleichsunternehmen 33

Einleitung

1. Ausgangslage
2. Auftrag und grundsätzliches Vorgehen

Ausgangslage

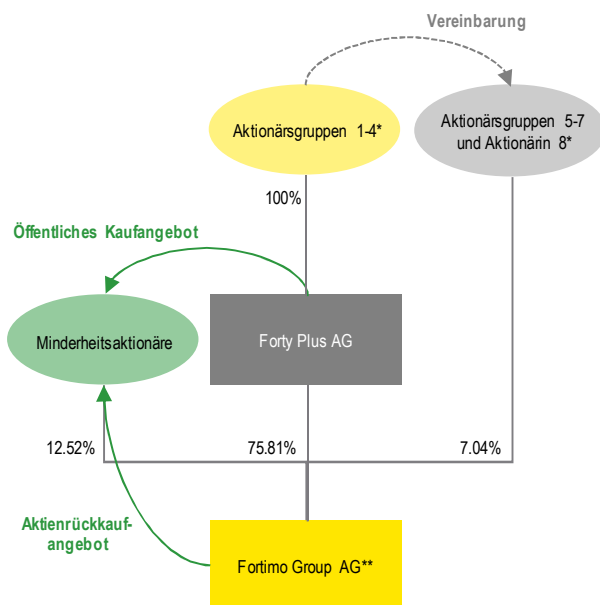
Firmenlogo

Quelle: Fortimo



Transaktionsübersicht

Quelle: Fortimo



* Gemäss Definition Angebotsprospekt vom 15. April 2013

** Die Fortimo Group AG hält selbst 4.63% eigene Aktien.

Öffentliches Kaufangebot für die sich im Publikum befindenden Aktien der Fortimo Group AG

- ▶ Die Fortimo Group AG („Fortimo“) mit Sitz in St.Gallen ist eine integrale Entwicklerin von Wohnimmobilien in der Deutschschweiz.
- ▶ Die Aktien der Fortimo sind seit dem 29. April 2010 an der Berner Börse (BX Berne eXchange) kotiert (Ticker: FOGN). Per 20. März 2013 existieren 1.54 Millionen kotierte Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 1.0 pro Aktie.
- ▶ Die Verwaltungsratsmitglieder und Hauptaktionäre Remo Bienz, Philipp Bienz, Markus Schultz und Christoph Michel, welche per 20. März 2013 mit den mit ihnen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen, direkt oder indirekt zusammen 87.48% der Aktien der Fortimo halten, planen die vollständige Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen und die Aktien der Fortimo von der Berner Börse dekotieren zu lassen.
- ▶ Im Rahmen des geplanten Going-Private unterbreiten die Aktionärsgruppen 1-4 mittels der zu diesem Zweck gegründeten Forty Plus AG („Forty“) ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Fortimo („Das Kaufangebot“). Der Angebotspreis beträgt CHF [136] in bar je Aktie (abzüglich des Bruttobetrages allfälliger Verwässerungseffekte, die bis zum Vollzug des Kaufangebots eintreten). Die Aktionärsgruppen entsprechen der Definition gemäss Angebotsprospekt vom 15. April 2013.
- ▶ Zeitgleich zum Kaufangebot lanciert Fortimo ein Aktienrückkaufangebot. Der Preis für den angebotenen Rückkauf entspricht dabei dem Preis des Kaufangebots. Die Publikumsaktionäre der Fortimo haben die freie Wahl, ihre Aktien entweder im Rahmen des Aktienrückkaufangebots oder des Kaufangebots anzudienen.
- ▶ Am 8. April 2013 haben die Hauptaktionäre mit den weiteren Personen der Aktionärsgruppen 1-7 sowie der Aktionärin 8 („Nahestehende Personen“) eine Vereinbarung abgeschlossen, in welcher die Nahestehenden Personen das geplante Going-Private und das Kaufangebot unterstützen. Zudem verpflichten sich die Nahestehenden Personen ihre Aktien weder im Rahmen des Kaufangebots noch im Rückkaufangebot anzudienen sowie auch anderweitig nicht die Aktien der Fortimo zu handeln. Die Aktionärsgruppen 1-7 sowie die Aktionärin 8 entsprechen der Definition gemäss Angebotsprospekt vom 15. April 2013.
- ▶ Abzüglich der von den Hauptaktionären und den mit ihnen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen gehaltenen Aktien (inklusive der Aktien, welche durch die Fortimo selbst gehalten werden) bezieht sich das Angebot somit auf 192'690 (12.52%) sich im Publikum befindende Aktien der Fortimo.

Auftrag und grundsätzliches Vorgehen

Erstellung einer Fairness Opinion bzgl. des Angebotspreises

- ▶ Der Verwaltungsrat von Fortimo („Verwaltungsrat“) hat die Ernst & Young AG Schweiz („Ernst & Young“, „EY“ oder „uns“) mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt. Die Fairness Opinion dient der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Kaufangebots.
- ▶ Die Fairness Opinion soll als neutrale Meinung den Mitgliedern des Verwaltungsrats und den Publikumsaktionären von Fortimo die Sicherheit geben, dass der offerierte Kaufpreis je Aktie aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.
- ▶ Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Die Fairness Opinion enthält keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Kaufangebots haben kann, und macht auch keine Aussage über den zukünftigen Wert einer Fortimo-Aktie und den Preis, zu welchem im Kaufangebot nicht angediente Fortimo-Aktien zukünftig gehandelt werden können.
- ▶ Da unsere Bewertung weitgehend auf den Angaben der Gesellschaft beruht, beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen. Des Weiteren wurde uns von Fortimo bestätigt, dass sich Fortimo keiner Tatsachen oder Umständen bewusst ist, gemäss welchen die zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären.
- ▶ Diese Fairness Opinion wurde am 2. April 2013 abgeschlossen und berücksichtigt Ereignisse und Umstände bis zu diesem Zeitpunkt.
- ▶ Die Fairness Opinion darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

Auftrag und grundsätzliches Vorgehen

Beurteilungsvorgehen

- ▶ Ernst & Young stellte für die finanzielle Beurteilung des Kaufangebots für die Fortimo Aktien eigene Wertüberlegungen an. Im Wesentlichen sind folgende Arbeitsschritte Bestandteil dieser Fairness Opinion:
 - Relevante Informationen anfordern;
 - Analyse der von Fortimo erhaltenen Informationen;
 - Durchführung von Interviews mit den verantwortlichen Personen (Verwaltungsrat und Geschäftsführung von Fortimo);
 - Bewertungsüberlegungen zu Fortimo mittels angemessenen Bewertungsmethoden und
 - Beurteilung des Angebots durch ein Fairness Opinion Komitee von Ernst & Young.
- ▶ Bewertungszeitpunkt ist der 20. März 2013.
- ▶ Die vorliegende Fairness Opinion wurde von uns aus der Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt. Individuelle steuerliche und andere Effekte als Folge einer Annahme des Kaufangebots auf Seiten der Aktionäre wurden in dieser Analyse nicht berücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Voraussetzungen der Aktionäre nicht möglich.

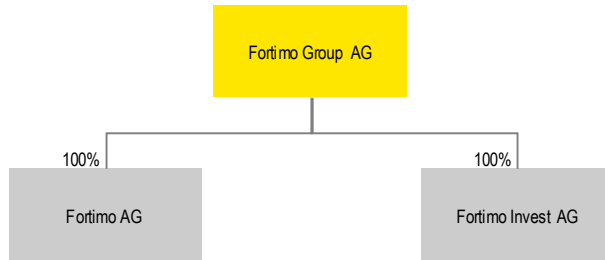
Unternehmensbeschreibungen und Industrieanalyse

- 3. Unternehmensbeschreibung
- 4. Marktanalyse

Unternehmensbeschreibung

Unternehmensstruktur der Fortimo-Gruppe

Quelle: Fortimo



Übersicht

- ▶ Die Fortimo Group AG wurde 2007 gegründet und im folgenden Jahr durch Fusionen mit verschiedenen Unternehmen ergänzt. Per 31. Dezember 2012 beschäftigte das Unternehmen ca. 34 Mitarbeiter (33.5 Vollzeitstellen).
- ▶ Die operative Geschäftstätigkeit der Fortimo-Gruppe ist in zwei Tochtergesellschaften aufgeteilt, welche zu je 100% von der Fortimo Group AG gehalten werden.
 - Die Fortimo AG stellt die Mitarbeiter an und rechnet die erbrachten Dienstleistungen ab und
 - Die Fortimo Invest AG hält die Entwicklungs- und Handelsliegenschaften.

Geschäftsmodell

- ▶ Als integraler Immobilienentwickler umfasst das Geschäftsmodell der Fortimo die Entwicklung von vornehmlich Wohnimmobilien in der Deutschschweiz.
- ▶ Diese werden durch die Fortimo im Stockwerkeigentum, als Mietwohnungen (Renditeliegenschaften) oder als fertig erschlossenes Bauland veräussert.
- ▶ Die Wertschöpfungskette besteht im Wesentlichen aus der Entwicklung (Akquisition, Projektentwicklung), der Realisation (Projektplanung, Bauleitung) sowie der Vermarktung (Verkauf, Erstvermietung) von Wohnimmobilien.
- ▶ Die Fortimo tritt dabei als Investorin und Entwicklerin auf und erwirbt die Baulandparzellen bzw. Abbruchliegenschaften auf eigene Rechnung.
- ▶ Die Entwicklung der Liegenschaften erfolgt unter Beizug von externen Planern. Die Realisation erfolgt durch beauftragte Generalunternehmer oder durch direkt von der Fortimo beauftragte Unternehmungen (Verhältnis ca. 80:20).
- ▶ Die Vermarktung der Projekte erfolgt während der Entwicklungs- und Realisationsphase. Im Idealfall sind die Projekte bei Bauvollendung vollständig veräussert oder vermietet.

Unternehmensbeschreibung

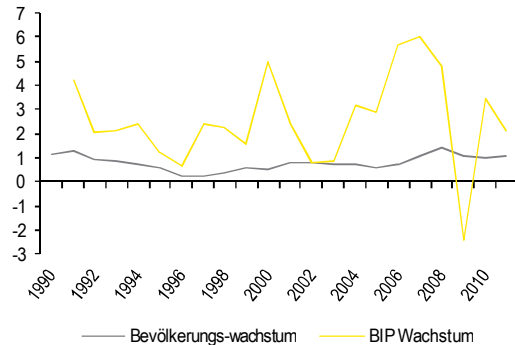
Projektgliederung

- ▶ Die Projekte der Fortimo gliedern sich gemäss nachfolgender Beschreibung:
 - *Entwicklungsliegenschaften Bauland:*
Erschlossene Grundstücke, welche ohne Architekturverpflichtung veräussert werden.
 - *Entwicklungsliegenschaften Stockwerkeigentum:*
Liegenschaften mit rechtsgültig erteilter Baubewilligung in der Planung oder im Bau, welche im Stockwerkeigentum veräussert werden oder bereits veräussert wurden; teilweise befinden sich die Grundstücke noch nicht im Eigentum der Fortimo, sind aber vertraglich an diese angebunden.
 - *Entwicklungsliegenschaften Miete:*
Liegenschaften mit rechtsgültig erteilter Baubewilligung in der Planung oder im Bau, welche als Renditeobjekte veräussert werden oder bereits veräussert wurden; teilweise befinden sich die Grundstücke noch nicht im Eigentum der Fortimo, sind aber vertraglich an diese angebunden.
 - *Entwicklungsliegenschaften Angebundene Grundstücke:*
Kaufrecht an Grundstücken ohne rechtsgültige Baubewilligung, welche durch die Fortimo entwickelt werden.
 - *Handelsliegenschaften:*
Fertig erstellte Liegenschaften in der Vermarktung, welche noch nicht veräussert werden konnten.

Marktanalyse

Bevölkerungs- und Wirtschaftswachstum 1990 - 2011 (in %)

Quelle: Bundesamt für Statistik



Marktsegment

- Die Fortimo gehört zum Teilmarkt der Liegenschaftenentwickler. Dieser Teilmarkt ist sehr stark fragmentiert und umfasst einerseits grosse nationale Player (z.B. Steiner AG, HRS, Allreal, Mobimo), welche nebst der Entwicklung von Liegenschaften auch noch andere Geschäftsfelder betreiben. Daneben existieren regional tätige Unternehmungen (z.B. Halter Immobilien, Relesta) sowie eine grosse Anzahl an kleinen Unternehmungen.

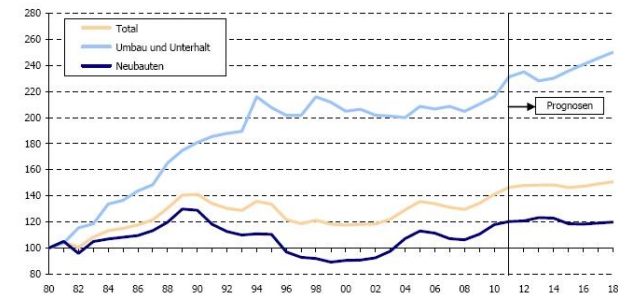
Marktsituation

- Die aktuelle wirtschaftliche Lage bildet schon seit längerer Zeit ein für die Bauwirtschaft günstiges Umfeld, welches sich in einer hohen Auslastung der Unternehmen der Baubranche manifestiert. Das derzeit robuste Wirtschaftswachstum (auch im Vergleich zum umliegenden Ausland) führt seit einigen Jahren zu einem überdurchschnittlichen Bevölkerungswachstum, welches die Nachfrage nach Wohnraum nachhaltig prägt. Auf die Nachfrage positiv wirkten auch das tiefe Zinsumfeld (speziell im Teilmarkt der Eigentumswohnungen), die veränderten Haushaltstrukturen mit ständig abnehmender Personenzahl pro Haushalt, dem grösseren Flächenkonsum pro Kopf sowie die Einführung der Personenfreizügigkeit, welche den freien Personenverkehr aus den EU-Staaten in die Schweiz erst ermöglichte.
- Trotz dynamischer Entwicklung der Wohnbautätigkeit in den vergangenen Jahren konnte die Angebotsausdehnung nicht mit dem dynamischen Bevölkerungswachstum mithalten. Als Folge davon konnten stark steigende Mieten sowie die Reduktion der Leerstandsquoten speziell in den Ballungszentren beobachtet werden.
- Die vorgängig erwähnten Faktoren führen seit 2006 zu einem sehr hohen Auslastungsgrad im Hochbau. Dabei erweist sich vor allem der Wohnungsbau als stabile Grösse. Ein weiteres Wachstum der Branche wurde vielfach durch Kapazitätsengpässe eingeschränkt.
- Verwerfungen der Finanzmärkte am Ende der letzten Dekade führten zu Unsicherheiten an den Finanzmärkten. Diese Rahmenbedingungen, die Attraktivität von Immobilien sowie der grosse Anlagedruck führten zu einer ständig wachsenden Nachfrage nach Investitionsmöglichkeiten in Immobilien. Die gestiegene Nachfrage sowie das fallende Zinsniveau haben zu einem starken Anstieg der Transaktionspreise von Immobilien geführt.

Marktanalyse

Entwicklung der realen Hochbauaufwendungen 1990 - 2018

Quelle: BAKBasel



Marktausblick

- ▶ BAK Basel Economics AG („BAKBasel“) geht in ihren Hochbauprognosen bis 2018 von einer leichten Wachstumsabschwächung aus. Das reale Wachstum der Hochbauaufwendungen wird im laufenden Jahr mit 0.2% (2012: 0.9%) prognostiziert. Nach einer leichten Abschwächung in den Jahren 2014 und 2015, primär ausgelöst durch die Auswirkungen im Zusammenhang mit der Einführung der Zweitwohnungsinitiative, durch welche Fortimo allerdings nicht beeinflusst ist, da Sie in den betroffenen Regionen nicht entwickelt, geht BAK Basel ab 2016 wieder von einem jährlichen Wachstum von 1.0% aus.
- ▶ Über den gesamten Prognosehorizont geht BAKBasel von einer ungebremsten Dynamik im Wohnungsneubau aus. Die vorgängig beschriebenen Abschwächungen betreffen primär die Bereiche Umbau und Sanierungen sowie den gewerblichen Hochbau.
- ▶ Auf Grund der unveränderten Attraktivität der Schweiz als Wohn- und Arbeitsort für Ausländer geht BAKBasel nicht von einem Nachfrage- und Produktionsrückgang aus.

Risiken

- ▶ Trotz der positiven Aussichten ist darauf hinzuweisen, dass eine Vielzahl von Risiken diese Prognose nachteilig beeinflussen könnte. Ein konjunktureller Abschwung könnte einen negativen Einfluss auf die Attraktivität der Schweiz als Arbeitsort haben. Aber auch stark steigende Zinsen hätten eine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage nach Eigentumswohnungen. Die vorgängig beschriebenen Risiken spiegeln sich auch in der vorhandenen Volatilität bei der Gewinnmarge wider. Bei den laufenden Projekten der Fortimo liegt diese in einer Bandbreite zwischen 1.5% und 50%.
- ▶ Veränderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen stellen ebenfalls ein Risiko dar. Stellvertretend können Auswirkungen durch die Annahme des Raumplanungsgesetzes oder eine politisch motivierte Zuwanderungsbremse genannt werden.
- ▶ Das Geschäft als Immobilienentwickler ist kapitalintensiv und die Entwicklung einer Immobilie erstreckt sich dabei über einen längeren Zeitraum. Daher bilden Veränderungen auf der Nachfrageseite wie auch bei den Produktionsfaktoren (Preisveränderungen bei den mit dem Bau beauftragten Unternehmen) ein beträchtliches Risiko für den Entwickler. Ebenso können Verzögerungen bei der Entwicklung von Immobilien (z.B. Einsprachen bei Baubewilligungen) beträchtliche Kostenfolgen und Verzögerungen bei der Realisation der geplanten Gewinne nach sich ziehen.

Grundlagen der Bewertung

- 5. Bewertungsgrundlagen
- 6. Bewertungsmethoden und -vorgehen

Bewertungsgrundlagen

Grundsätze

- ▶ Ziel der Bewertung ist es, eine Bandbreite für den Wert einer Aktie der Fortimo zum 20. März 2013 zu bestimmen.
- ▶ Zum Bewertungszeitpunkt besteht das Aktienkapital der Fortimo aus 1'538'514 kotierten Namenaktien. Zur Berechnung des Werts pro Aktie wurden 1'467'279 Aktien berücksichtigt. Die Differenz entspricht den durch das Unternehmen selbst gehaltenen 71'235 Aktien. Durch diese kann kein Stimmrecht ausgeübt werden. Das bedeutet, dass sie nicht relevant sind, um die Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen, und sie daher bei unseren Bewertungsüberlegungen nicht berücksichtigt werden.

Informationsquellen

- ▶ Die Grundlage für die Wertermittlung bilden historische Finanzdaten sowie zukunftsgerichtete Finanzplandaten, welche das Management der Fortimo erstellt hat. Unsere Bewertungsüberlegungen basieren vorwiegend auf:
 - einem konsolidierten Businessplan (Planungsperiode 2013 – 2017) für die Fortimo, erstellt vom Management, und genehmigt vom Verwaltungsrat;
 - Auflistung der derzeitigen Entwicklungsprojekte mit entsprechenden Umsatz- und Gewinnprognosen, erstellt vom Management;
 - Detailbeschreibung zu den laufenden Projekten;
 - geprüfte konsolidierte Jahresabschlüsse nach Swiss GAAP FER für die Jahre 2008 bis 2012 der Fortimo Group AG;
 - Finanzmarktdaten (Bloomberg, Capital IQ, Thomson One, IHS Global Insight) und
 - öffentlich zugängliche Informationen.
- ▶ Zusätzlich wurde uns Gelegenheit gegeben, Fragen an die Geschäftsleitungen sowie an Mitglieder des Verwaltungsrates der Fortimo zu richten und Annahmen des Businessplans kritisch zu diskutieren.
- ▶ Anhand obiger Informationen wurde der Businessplan plausibilisiert sowie Bewertungsparameter für die langfristige Prognose hergeleitet.
- ▶ Der geprüfte konsolidierte Jahresabschluss 2012 entspricht den aktuellsten vorliegenden Finanzinformationen. Gemäss Aussage des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung der Fortimo sind zwischen dem Abschluss per 31. Dezember 2012 und dem Bewertungszeitpunkt keine wesentlichen

Bewertungsgrundlagen

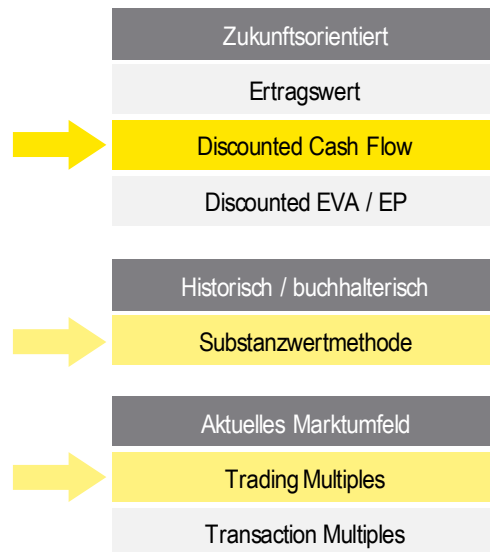
Veränderung der Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage oder der Geschäftsaussichten der Fortimo eingetreten.

- Ernst & Young setzt generell die Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen voraus und verlässt sich auf die plausibilisierten Aussagen des Managements und des Verwaltungsrates der Fortimo.

Bewertungsmethoden und -vorgehen

Gängige Bewertungsmethoden und unsere Auswahl

Quelle: EY



Wahl der Bewertungsmethoden und Bewertungsvorgehen

- Generell ist der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft die beste Indikation für den Wert eines Unternehmens. Dies setzt voraus, dass der Handel hinreichend liquide ist. Wie im folgenden Kapitel gezeigt wird, ist dies jedoch für Fortimo nicht der Fall. Der Handel in Fortimo-Aktien ist illiquide und der Börsenkurs der Fortimo-Aktie eignet sich daher nur eingeschränkt, um die Fairness des Kaufangebots zu beurteilen.
- Um den Wert einer Aktie der Fortimo zu ermitteln, wurde daher die Discounted Cash Flow ("DCF")-Methode als primäre Bewertungsmethode verwendet. Die DCF-Methode erlaubt es, unternehmensspezifische Faktoren zu berücksichtigen, da die Finanzwerte des Unternehmens im Detail modelliert werden.
- Die DCF-Bewertung basiert auf dem konsolidierten Businessplan der Fortimo für die Jahre 2013 bis 2017, auf Grund welchem die entsprechenden Zahlungsströme (Cashflows) berechnet werden.
- Grundsätzlich führt Ernst & Young eine DCF-Bewertung unter Anwendung des Bruttoansatzes („Entity“-Ansatz) durch. Der Bruttoansatz bestimmt den Unternehmenswert mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cashflows mit dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz („WACC“). Die freien Cashflows beschreiben dabei die Finanzströme der Firma vor Finanzierungsaktivitäten und damit diejenigen Cashflows, die Fremd- und Eigenkapitalgebern zusammen zur Verfügung stehen. Zur Bewertung des Eigenkapitals wird der Marktwert des Fremdkapitals vom Bruttounternehmenswert in Abzug gebracht und das nicht betriebsnotwendige Vermögen addiert.
- Das Entwicklungsgeschäft erlaubt es jedoch, gewisse Finanzierungskosten bei den entsprechenden Entwicklungsprojekten in der Bilanz zu aktivieren bzw. als Betriebsaufwand zu klassifizieren. Dies u.a. aufgrund der Tatsache, dass die Finanzierung oft auf Basis der einzelnen Projekte erfolgt. Somit ist im Entwicklungsgeschäft keine strikte Trennung zwischen dem operativen Fremdkapital und der Finanzierungstätigkeit möglich.
- Daher haben wir in vorliegender Bewertung den Wert des Eigenkapitals direkt auf Basis der den Eigenkapitalgebern zustehenden Cashflows hergeleitet („Equity“-Ansatz). In der Bewertungspraxis kommt der Equity-Ansatz u.a. bei Finanzdienstleistern (Banken und Versicherungen) zur Anwendung, da bei diesen Unternehmen das Fremdkapital einen integralen Bestandteil der operativen Geschäftstätigkeit darstellt.
- Um daraus den Wert einer Aktie zu ermitteln, werden zu diesem Gesamtwert allfällige nicht operative flüssige Mittel sowie das nicht betriebsnotwendige Anlagevermögen addiert und mögliche nicht operative Verbindlichkeiten in Abzug gebracht. In einem letzten Schritt wird der Wert pro Namenaktie durch Division des Eigenkapitalwertes der Fortimo durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien (exkl. die von der Fortimo gehaltenen Aktien) berechnet.

Bewertungsmethoden und -vorgehen

- ▶ Aus der Unternehmensbewertung basierend auf den Zahlungsströmen zugunsten der Eigenkapitalgeber („Equity“-Ansatz) resultiert grundsätzlich derselbe Eigenkapitalwert wie aus der Wertermittlung auf Basis der Zahlungsströme zugunsten aller Kapitalgeber („Entity“-Ansatz). Weiter gilt es zu beachten, dass aufgrund der bei Immobilienentwicklern typischen Verschmelzung der operativen Geschäftstätigkeit mit der Finanzierungstätigkeit erhebliche Schwierigkeiten bei der Ermittlung des Gesamtkapitalkostensatzes (WACC) bestehen. Die Herleitung eines adäquaten Kapitalkostensatzes wäre jedoch für die Wertermittlung auf Basis des Entity-Ansatzes zwingend nötig. Diese Problemstellung konnte durch die Anwendung des Equity Ansatzes vermieden werden.

Zusätzliche Bewertungsüberlegungen

- ▶ Als alternative Betrachtung wurde der Aktienwert basierend auf dem Buchwert des Eigenkapitals zum Bewertungszeitpunkt sowie auf dem derzeitigen Entwicklungsportfolio berechnet. Auf Basis der Projektübersicht wurde der prognostizierte, bisher noch nicht realisierte Gewinn ermittelt und zum in der Bilanz ausgewiesenen Eigenkapital addiert. Die daraus resultierende Wertbandbreite ist dabei als eine Art Substanzwert zu verstehen.
- ▶ Die Anwendung der Substanzwertmethode (NAV) zur Bewertung von Unternehmen im Immobiliensektor ist durchaus üblich. Allerdings ist sie eher geeignet für Immobiliengesellschaften, welche Bestandsliegenschaften halten. Für Immobilienentwickler, wie die Fortimo, welche Immobilien erstellen und diese dann veräussern, spiegelt die Substanzwertmethode das Geschäftsmodell nicht adäquat wider und berücksichtigt das zukünftige Einkommenspotential nicht. Daher dienen die Wertüberlegungen anhand der Substanzwertmethode lediglich zur Plausibilisierung der über die DCF-Methode berechneten Wertbandbreite.
- ▶ Des Weiteren wurde der Wert einer Aktie der Fortimo durch Multiplikatoren-Analysen anhand vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen (Trading Multiples) ermittelt. Allerdings besitzen Marktwertansätze in der Regel nur eine begrenzte Belastbarkeit und werden daher nur zu Plausibilitätsüberlegungen verwendet.
- ▶ Die mangelnde Verfügbarkeit vergleichbarer Transaktionen verhindert eine aussagekräftige Wertermittlung über Transaction Multiples. So sind im Schweizer Markt sowie in vergleichbaren Immobilienmärkten kaum Daten über abgeschlossene Transaktionen von Vergleichsunternehmen in den letzten Jahren verfügbar.
- ▶ Weitere Informationen zu den ausgewählten Bewertungsmethoden sind dem Anhang zu entnehmen.

Fazit

Basierend auf den Ergebnissen der verschiedenen Bewertungsmethoden haben wir eine Bandbreite für den fairen Marktwert einer Fortimo-Aktie ermittelt.

Um von uns als finanziell fair beurteilt zu werden, muss das öffentliche Kaufangebot innerhalb dieser Bandbreite oder darüber liegen.

Wertüberlegungen

7. Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse
8. Diskontierte Cashflow Methode
9. Substanzwert: Wert des Projektportfolios
10. Trading Multiples Methode

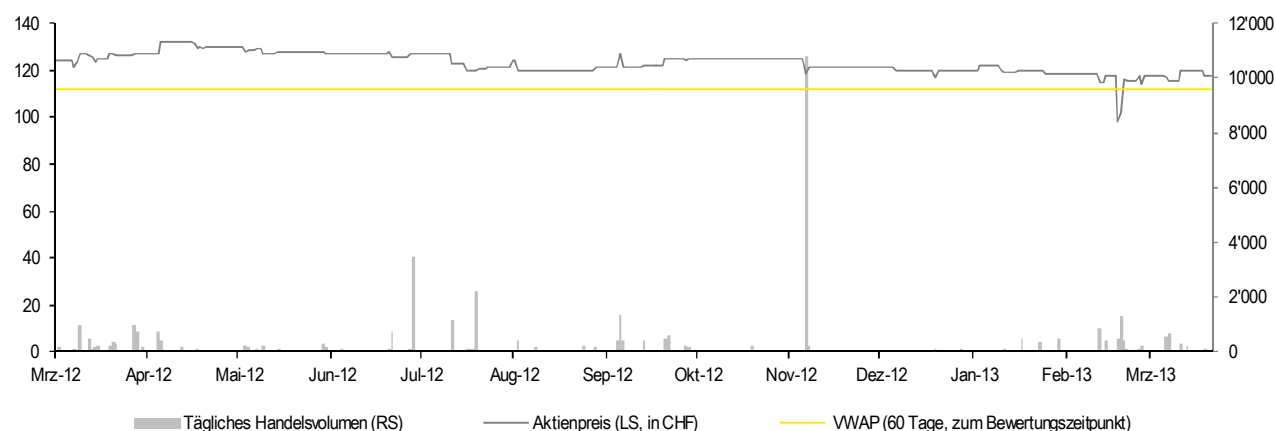
Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse

Analyse des Aktienpreises

- Der Schlusskurs der Fortimo-Aktie an der Berner Börse (BX Berne eXchange) lag zum Bewertungszeitpunkt (20. März 2013) bei CHF 117.5 pro Namenaktie. Der höchste im Jahr vor dem Bewertungszeitpunkt erreichte Schlusskurs betrug CHF 132.0 je Aktie, der tiefste lag bei CHF 98.0 je Aktie.
- Der 60-Tages-„VWAP“ (der volumengewichtete Durchschnittskurs aller während der letzten 60 Handelstage ausgeführten On-Orderbook-Transaktionen) beträgt zum Bewertungszeitpunkt CHF 111.9 je Aktie.
- Jedoch werden die Aktien der Fortimo nur in unregelmässigen Abständen an der Börse gehandelt. Die Analyse des Handelsvolumens ergibt, dass im Betrachtungszeitraum vom 20. März 2012 bis 20. März 2013 insgesamt 164 Handelstage ohne abgeschlossene Börsentransaktionen und 85 Tage mit Transaktionsvolumen zu verzeichnen waren.
- Gemäss Definition der Übernahmekommission gilt die Aktie der Fortimo nach unseren Berechnungen zum Bewertungszeitpunkt als illiquide.¹

Aktienpreis, Handelsvolumen und VWAP zum Bewertungszeitpunkt der Fortimo

Quelle: Bloomberg, BX Berne eXchange und EY Analyse



¹ Rundschreiben Nummer 2 der Schweizerischen Übernahmekommission „Liquidität im Sinne des Übernahmerechts“, <http://www.takeover.ch/legaltexts/overview/lang/en>

Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse

- Aufgrund des geringen Handelsvolumens der Fortimo-Aktie haben wir dem aktuellen Börsenkurs bzw. dem VWAP der Fortimo-Aktie bei der Beurteilung der finanziellen Fairness des öffentlichen Kaufangebots lediglich eine eingeschränkte Bedeutung beigemessen.

Fazit

Wir haben dem aktuellen Börsenkurs der Fortimo Aktien bei der Beurteilung der Fairness des öffentlichen Kaufangebots lediglich eine eingeschränkte Bedeutung beigemessen.

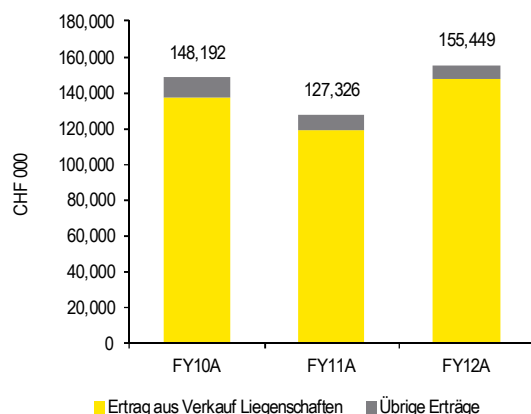
DCF-Methode: Schlüsselannahmen

Hauptannahmen des Businessplans

Parameter	Historisch (FY10-FY12)	Businessplan (FY13-FY17)	Residualwert (ab FY18)
Umsatzwachstum (CAGR)	0.2% p.a.	3.3% p.a.	1.4% p.a.
EBT-Margen (Ø)	15.3%	11.3%	12.7%
NUV / Umsatz ohne Miete (Ø)	55.6%	66.1%	62.2%

Umsatzentwicklung der Fortimo

Quelle: Jahresberichte, Fortimo Management



Finanzielle Entwicklung der Fortimo und Hauptannahmen des Businessplans

- Der vom Management der Fortimo erstellte konsolidierte Businessplan bildet die Basis zur Ermittlung des Aktienwertes anhand der DCF-Methode.
- Die explizite Planungsperiode erstreckt sich über fünf Jahre, d.h. den Zeitraum FY13 bis FY17 und umfasst die konsolidierte Planerfolgsrechnung und Planbilanz der Fortimo.
- Die Tabelle auf der linken Seite zeigt die wesentlichen Annahmen für den expliziten Prognosezeitraum sowie für den Residualwert.

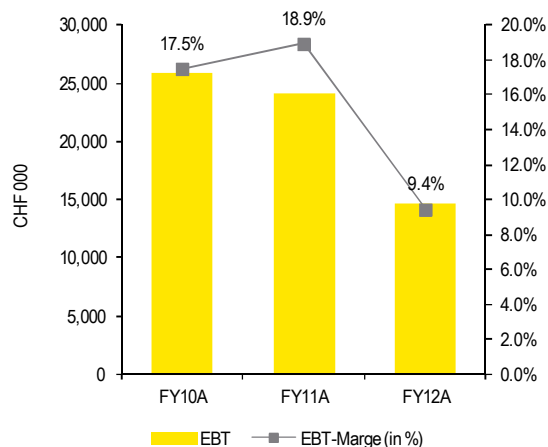
Umsatz

- Im FY12 erzielte die Fortimo einen Ertrag von CHF 155.4m, was einem Wachstum von 22.1% im Vergleich zum Vorjahr entspricht.
- Im Businessplan wird angenommen, dass der Gesamtumsatz der Fortimo über den expliziten Planungshorizont um durchschnittlich 3.3% p.a. wächst (CAGR). Damit wird mit einem Wachstum über dem erwarteten Marktwachstum (vgl. Abschnitt „Marktanalyse“) und über dem erwarteten Wachstum der Schweizer Gesamtwirtschaft in dieser Periode geplant.
- Aufgrund der aktuell sehr positiven Marktbedingungen, welche in dieser Form nicht zwingend langfristig Bestand haben werden und den beschriebenen Markterwartungen, erachten wir die geplante Umsatzentwicklung von Fortimo als ambitioniert. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass Fortimo noch ein sehr junges Unternehmen ist und daher über einen mittelfristigen Zeitraum höhere Wachstumsraten erwartet werden können, erachten wir die getroffene Annahme jedoch als erreichbar.
- Den nachhaltig erzielbaren Umsatz ab FY18 schätzen wir auf Basis der durchschnittlichen Erträge in FY10 bis FY17. Diese Durchschnittsbildung erachten wir als angemessene Basis für eine Schätzung über den langfristigen Geschäftsverlauf der Fortimo, da gerade bei jungen Unternehmen die zukünftige Entwicklung mit Unsicherheit behaftet ist. Daher beziehen wir zusätzlich zu den geplanten Umsätzen (FY13 bis FY17) auch die historischen Ergebnisse der Geschäftstätigkeit ein, da diese ein Umsatzniveau widerspiegeln, welches die Fortimo effektiv bereits erzielt hat. Zusätzlich resultiert aus dieser Vorgehensweise ein aus unserer Sicht adäquates nachhaltiges Umsatzniveau für die Restwertbestimmung. Dies insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Umsatzplanung auf dem aktuell sehr positiven Marktumfeld basiert, welches in dieser Form langfristig gesehen wohl nicht anhalten dürfte.
- Da im Businessplan in FY16 und FY17 von einer signifikanten Zunahme bei den Anlageliegenschaften ausgegangen wird und der Einstieg ins Renditeliegenschaftsgeschäft langfristig geplant wird, schätzen

DCF-Methode: Schlüsselannahmen

EBT und Margen der Fortimo

Quelle: Jahresberichte, Fortimo Management



wir die entsprechenden langfristig erzielbaren Mieterträge ab FY18 auf Basis des Bestandes an Anlageliegenschaften im FY17.

- Im Residualwert, basierend auf dem normalisierten FY18, gehen wir von einem nachhaltigen Umsatzwachstum von 1.4% p.a. aus, was den langfristigen Inflationserwartungen für die Schweiz entspricht (IHS Global Insight). Da langfristig von einem stagnierenden bzw. negativen Bevölkerungswachstum für die Schweiz ausgegangen wird (IHS Global Insight), erachten wir ein reales Nullwachstum im Residualwert als angemessen.

EBT-Margen

- Die Fortimo erzielte im FY12 einen Vorsteuergewinn („EBT“) von CHF 14.7m, was einem Rückgang von 39.0% im Vergleich zum Vorjahr (CHF 24.1m) entspricht. Die resultierende EBT-Marge lag im FY12 bei 9.4% (Vorjahr 18.9%). Die Volatilität der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse widerspiegelt u.a. die portfolio- und marktbedingten Schwankungen, welchen das Entwicklungsgeschäft unterworfen ist.
- Im Businessplan wird angenommen, dass der erzielte EBT in den nächsten fünf Jahren um durchschnittlich 6.7% p.a. wächst, wobei die durchschnittliche EBT-Marge über den Planungshorizont 11.3% beträgt. Die prognostizierten EBT-Margen liegen somit unter den historisch erzielten Margen in FY10 bis FY12, welche durchschnittlich 15.3% betrugen. Die Abschwächung der Margen resultiert aus dem derzeitigen Entwicklungsportfolio und basiert auf der Annahme, dass sich der Anstieg der Immobilienpreise mittelfristig abschwächen dürfte, was zu einer Reduktion des Veräusserungsgewinns beim derzeitigen Projektportfolio führt.
- Die nachhaltig erzielbare Marge schätzen wir wie bereits bei der Ableitung des nachhaltig erzielbaren Umsatzes als Durchschnitt der realisierten und prognostizierten EBT-Margen in FY10 bis FY17. Diese beträgt 12.7%. Damit werden bei der Herleitung des nachhaltig erzielbaren EBT neben den prognostizierten Margen auch die in der Vergangenheit realisierten Margen berücksichtigt.
- Den Einbezug der historisch bereits erzielten Margen erachten wir als sinnvoll, da Fortimo gezeigt hat, dass Sie in der Lage ist, ein solches Margenniveau zu erreichen. Allerdings ist zu beachten, dass aufgrund der aktuell positiven Marktbedingungen relativ hohe Margen erzielt werden konnten, welche bei Veränderung der Marktbedingungen in dieser Form wohl keinen Bestand mehr haben würden. Daher wurden auch die geplanten tieferen Margen für die Herleitung der nachhaltig erzielbaren Marge einbezogen. Durch diese Vorgehensweise werden portfolio- und marktbedingte Schwankungen im Geschäftsverlauf nivelliert.

DCF-Methode: Schlüsselannahmen

Investitionen („Capex“)

- ▶ Im Businessplan wird angenommen, dass in FY16 und FY17 voraussichtlich je CHF 25.0m in Anlageliegenschaften investiert werden. Diese Investitionen werden im Zuge des geplanten Ausbaus des Anlagegeschäfts (d.h. der Vermietung von Liegenschaften) notwendig. Es wird davon ausgegangen, dass diese Investitionen grösstenteils mittels Fremdkapital finanziert werden.
- ▶ Des Weiteren wird angenommen, dass über den Planungszeitraum lediglich Ersatzinvestitionen anfallen. Dies erachten wir als plausibel, da wir für den Residualwert den im FY17 geplanten Bestand an Anlageliegenschaften konstant halten und die relevanten Cashflows im Bereich der Projektentwicklung im Nettoumlaufvermögen abgebildet sind.

Nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte / Verbindlichkeiten

- ▶ Gemäss Management besitzt die Fortimo zum Bewertungszeitpunkt keine nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte und es sind ebenfalls keine nicht betriebsnotwendigen Verpflichtungen ausstehend.

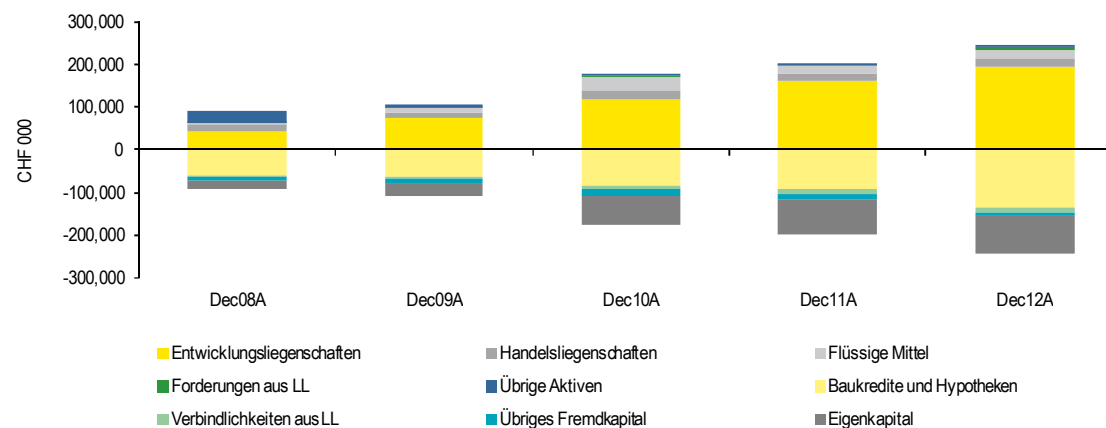
Nettoumlaufvermögen („NUV“)

- ▶ Der Ertrag der Fortimo resultiert hauptsächlich aus dem Verkauf von Liegenschaften, welche entwickelt und realisiert werden. Die Bilanzposition „Entwicklungsliegenschaften“ reflektiert die laufenden Projekte, welche zu den Erstellungskosten bzw. nach der Methode der anteiligen Gewinnrealisierung („POCM“) bewertet werden.
- ▶ Dabei werden die Entwicklungsliegenschaften u.a. mit kurzfristigen Hypotheken und Baukrediten finanziert. Das resultierende NUV der Fortimo-Gruppe beträgt zum Bewertungszeitpunkt CHF 87.0m.

DCF-Methode: Schlüsselannahmen

Bilanz der Fortimo

Quelle: Jahresberichte, EY Analyse



- Im Businessplan wird davon ausgegangen, dass das NUV, welches grösstenteils aus den flüssigen Mitteln und den Entwicklungsliegenschaften abzüglich den entsprechenden Baukrediten und Hypotheken besteht, über die nächsten fünf Jahre durchschnittlich 66.1% des Umsatzes (exkl. Mieteinnahmen) entspricht. Dieser Wert liegt über dem in der Vergangenheit benötigten NUV, was hauptsächlich durch längere Realisierungsphasen bei grösseren Bauprojekten sowie durch eine Verringerung der Fremdfinanzierung der Projekte erklärt werden kann.
- Das nachhaltig benötigte Umlaufvermögen ab FY18 schätzen wir analog zur Herleitung des nachhaltigen Umsatzes und der EBT-Marge, auf Basis von FY10 bis FY17, wobei wir davon ausgehen, dass das Umlaufvermögen proportional zum Umsatzwachstum ansteigen dürfte. Die resultierenden Mittelflüsse ins NUV werden bei der Herleitung des Cashflows im Residualwert berücksichtigt.

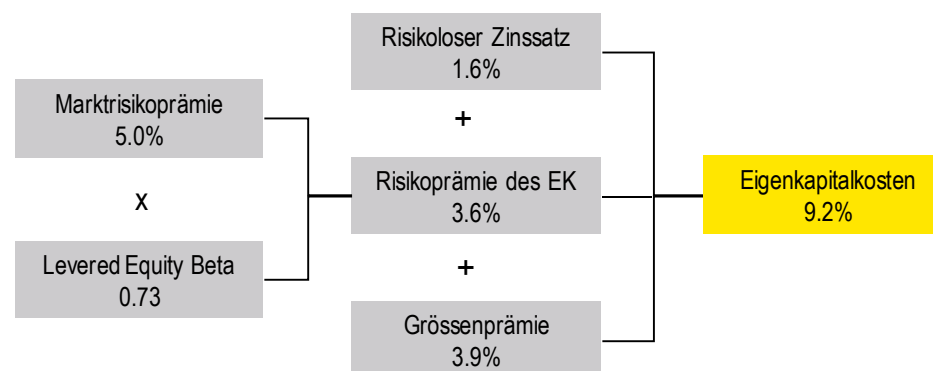
DCF-Methode: Diskontierungssatz

Kapitalkosten

- Die Kapitalkosten entsprechen den Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber, welche wir gemäss Capital Asset Pricing Model („CAPM“) hergeleitet haben. Die Eigenkapitalkosten der Fortimo werden entsprechend nachfolgend illustrierter Formel berechnet. Für eine Beschreibung der einzelnen Parameter verweisen wir auf den Anhang B.

Berechnung der Eigenkapitalkosten der Fortimo

Quelle: EY Analyse



Steuersatz

- Gemäss Management beträgt der derzeitige Unternehmenssteuersatz 18.0% (auf Basis EBT).

DCF-Methode: Bewertungsresultate

DCF-Analyse der Fortimo

Währung: CHF 000	Wert
Barwert der Cashflows in FY13-FY18	48,993
Barwert der Cashflows im Residualwert	128,777
Operativer Eigenkapitalwert	177,770
+ Nichtbetriebsnotwendige Vermögenswerte	-
Eigenkapitalwert	177,770
Anzahl Aktien	1,538,514
Anzahl Aktien im Besitz der Fortimo	71,235
Anzahl Aktien (ohne eigene Aktien)	1,467,279
Wert pro Aktie (in CHF)	121.2

Quelle: EY Analyse

Bewertungsresultate mittels DCF-Methode

- Die Tabelle auf der linken Seite zeigt die Ergebnisse der DCF-Analyse.
- Basierend auf den beschriebenen Informationsgrundlagen, Gesprächen mit dem Management und dem Verwaltungsrat der Fortimo sowie eigenen Überlegungen haben wir mittels der DCF-Methode einen Eigenkapitalwert per 20. März 2013 von CHF 177.8m ermittelt.
- Ausgehend von 1'538'514 ausstehenden Aktien und den 71'235 Aktien im Besitz der Fortimo, resultiert ein Wert von CHF 121.2 je Aktie.
- Die Sensitivität des Aktienwertes auf Veränderungen der Kapitalkosten sowie des ewigen Wachstums im Residualwert ist in untenstehender Tabelle dargestellt.

Sensitivitätsanalyse: Eigenkapital und ewige Wachstumsrate

Währung: CHF		Eigenkapitalkosten				
		8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%
ewiges Wachstum (ab FY18)	0.4%	131.6	122.9	115.2	108.4	102.2
	0.9%	135.7	126.3	118.0	110.7	104.1
	1.4%	140.4	130.1	121.2	113.3	106.3
	1.9%	145.9	134.5	124.7	116.2	108.7
	2.4%	152.3	139.6	128.8	119.5	111.4

Quelle: EY Analyse

- Dabei zeigt der Aktienwert eine relativ hohe Sensitivität gegenüber marginalen Änderungen der entsprechenden Inputparameter.
- Basierend auf den Sensitivitätsanalysen und unseren Einschätzungen ergibt sich für den DCF-Wert einer Aktie der Fortimo eine Wertbandbreite von CHF 110.7 bis CHF 134.5.

Fazit

Bei Anwendung der DCF-Methode ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 110.7 bis CHF 134.5 je Fortimo-Aktie.

Substanzwert: Wert des Projektportfolios

Wertüberlegungen Projektportfolio

- ▶ Die nachfolgenden Überlegungen zum Wert des Projektportfolios dienen zur Plausibilisierung des mittels DCF-Methode ermittelten Aktienwertes. Dabei wird neben dem Eigenkapital der Fortimo auch das Portfolio der zum Bewertungszeitpunkt laufenden Entwicklungsprojekte berücksichtigt.
- ▶ Auf Basis der vom Management erstellten Einzelprojektplanung wurde der mutmassliche, bisher noch nicht realisierte Gewinn ermittelt und zum in der Bilanz per 31. Dezember 2012 nach Swiss GAAP FER ausgewiesenen Eigenkapital der Fortimo addiert.
- ▶ Diese Bewertungsüberlegungen reflektieren somit den (theoretischen) Wert, welcher den Aktionären der Fortimo infolge der Abwicklung der zum Bewertungszeitpunkt ausstehenden Projekte sowie der Ausschüttung des resultierenden Eigenkapitals zusteht.
- ▶ Die in der Einzelprojektplanung von Fortimo ausgewiesenen Gewinne wurden von uns hinsichtlich ihrer Bemessung plausibilisiert. Anhand der Detailbeschreibungen zu den Projekten wurden die budgetierten Erstellungskosten sowie die Verkaufserlöse resp. Mieterträge einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Diese erfolgte anhand von Vergleichsobjekten aus dem Datenpool von Ernst & Young. Die Überprüfung dieser Annahmen ergab ein plausibles Resultat. Die Erstellungskosten wie auch die Erträge aus Vermietung und Verkauf liegen innerhalb einer durchschnittlichen Bandbreite am Ort des jeweiligen Objekts. Die Projektbewertung basiert auf der Annahme, dass sich die Grundstücke im Eigentum der Fortimo befinden resp. mittels Kaufoptionen angebunden sind. Die zeitliche Entwicklung der Projekte entspricht dabei den Angaben des Managements.
- ▶ Es gilt zu beachten, dass es sich bei diesen Wertüberlegungen um eine statische Betrachtung handelt und die in der Zukunft anfallenden Gewinne nicht auf den Bewertungsstichtag diskontiert wurden. Somit stellt diese Berechnung nur eine Annäherung dar. Eine Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls der erwarteten Gewinne aus dem bestehenden Projektportfolio über die Diskontierung mit einem adäquaten Kapitalisierungssatzes würde diesen Wert noch deutlich verringern.
- ▶ Des Weiteren gilt es zu beachten, dass bei der Berechnung der aus dem Entwicklungsportfolio resultierenden Gewinne gewisse zentral erbrachte Leistungen (z.B. Verwaltungs- und Betriebsaufwand) nicht mit einbezogen werden. Die vollständige Berücksichtigung dieser in der Einzelprojektplanung nicht aufgeführten Aufwendungen würde den resultierenden Aktienwert ebenfalls deutlich verringern.

Substanzwert: Wert des Projektportfolios

Buchwert des Eigenkapitals

Währung: CHF 000	Wert
Buchwert des Eigenkapitals der Fortimo (per 31. Dezember 2012 gemäss Swiss GAAP FER)	87,480
Anzahl Aktien	1,538,514
Anzahl Aktien im Besitz der Fortimo	71,235
Anzahl Aktien (ohne eigene Aktien)	1,467,279
Wert pro Aktie (in CHF)	59.6

Quelle: Fortimo

Bewertung des Projektportfolios

Währung: CHF 000	Wert
Buchwert des Eigenkapitals der Fortimo (per 31. Dezember 2012 gemäss Swiss GAAP FER)	87,480
Ausstehender Gewinn gemäss Projekt-Pipeline	167,287
Latente Steuern auf Gewinn (18%)	(30,112)
Eigenkapitalwert (NAV inkl. Gewinn)	224,656
Anzahl Aktien	1,538,514
Anzahl Aktien im Besitz der Fortimo	71,235
Anzahl Aktien (ohne eigene Aktien)	1,467,279
Wert pro Aktie (in CHF)	153.1

Quelle: Fortimo

- Die Fortimo prognostiziert für das Jahr 2013 einen Gewinn (EBT Projekte) in der Höhe von CHF 25.7m und für die Jahre ab 2014, welche die laufenden Projekte sowie die in der Akquisition befindlichen Grundstücke berücksichtigt, einen Gewinn von insgesamt CHF 141.6m. Der genaue zeitliche Anfall der Gewinne wurde nicht explizit auf Jahresbasis ausgewiesen, da dieser speziell bei Projekten ohne Baubewilligung schwierig zu prognostizieren ist. Unter Berücksichtigung dieser Tatsache gehen wir davon aus, dass die Fortimo tendenziell von einem optimalen Projektverlauf ausgeht.
- Zum in der Bilanz ausgewiesenen Eigenkapital wurde der noch nicht realisierte Gewinn der Projekte gemäss Projektübersicht addiert. Die latenten Steuern auf den Gewinnen wurden mit 18% berücksichtigt und in Abzug gebracht. Der so ausgewiesene Eigenkapitalwert inkl. Berücksichtigung der zukünftigen Gewinne beläuft sich auf CHF 224.7m oder CHF 153.1 pro ausgegebener Aktie.

Fazit

Der Substanzwert ermittelt durch den Buchwert des Eigenkapitals sowie des bestehenden Projektportfolios der Fortimo ergibt eine Wertbandbreite von CHF 59.6 (NAV) bis CHF 153.1 (NAV inkl. zukünftiger Gewinne).

Trading Multiples Methode

Multiples Analyse auf Basis von FY11 und FY12

Währung: CHF 000	Wert
EBT Fortimo (Ø FY11A und FY12A)	19,380
EBT Multiple der Vergleichsgruppe	10.22
Operativer Eigenkapitalwert	198,009
+ Nichtbetriebsnotwendige Vermögenswerte	-
Eigenkapitalwert	198,009
Anzahl Aktien	1,538,514
Anzahl Aktien im Besitz der Fortimo	71,235
Anzahl Aktien (ohne eigene Aktien)	1,467,279
Wert pro Aktie (in CHF)	134.9

Quelle: EY Analyse

Multiples Analyse auf Basis von FY12

Währung: CHF 000	Wert
EBT Fortimo	14,684
EBT Multiple der Vergleichsgruppe	11.03
Operativer Eigenkapitalwert	161,968
+ Nichtbetriebsnotwendige Vermögenswerte	-
Eigenkapitalwert	161,968
Anzahl Aktien	1,538,514
Anzahl Aktien im Besitz der Fortimo	71,235
Anzahl Aktien (ohne eigene Aktien)	1,467,279
Wert pro Aktie (in CHF)	110.4

Quelle: EY Analyse

Berechnung des Eigenkapitalwertes mittels Marktwertansatz

- Um den aus der DCF-Bewertung resultierenden Aktienwert zu plausibilisieren, wurde die Fortimo zusätzlich mittels des Marktwertansatzes bewertet, wobei in erster Linie der Trading Multiple Ansatz zur Anwendung kam. Weitere Informationen zum Marktwertansatz finden sich im Anhang A.
- Die zur Bewertung verwendeten Vergleichsunternehmen wurden mit Hilfe von Capital IQ ermittelt. Dabei wurden Unternehmen aus dem Bereich „Real Estate Management and Development“ verwendet, welche vorwiegend in der Entwicklung von Immobilien und in einem mit der Schweiz vergleichbaren Marktumfeld tätig sind.²
- Ergänzt wurde die Vergleichsgruppe mit den von Fortimo direkt genannten Mitbewerbern.
- Da im Entwicklungsgeschäft die operative Geschäftstätigkeit nicht vollständig von der Finanzierungstätigkeit getrennt betrachtet werden kann, ermitteln wir die Trading Multiples direkt auf den entsprechenden Eigenkapitalwert. Unsere Bewertungsüberlegungen stützen wir dabei auf dem EBT sowie der Marktkapitalisierung der Vergleichsunternehmen ab.
- Um allfällige durch das Entwicklungsportfolio bedingte Schwankungen im EBT zu nivellieren, wurde das EBT-Multiple anhand des durchschnittlichen EBT von FY11 und FY12 hergeleitet. Als alternative Berechnung wurden die entsprechenden EBT-Multiples nur auf Basis von FY12 berechnet.
- Die für den Marktwertansatz verwendeten Vergleichsunternehmen sowie die entsprechenden Trading Multiples finden sich im Anhang C. Die Berechnung des Aktienwertes mit Hilfe von Trading Multiples ist in nebenstehenden Tabellen dargestellt.
- Anhand der Trading Multiples Analyse basierend auf dem EBT berechnen wir einen Wertspanne von CHF 110.4 bis CHF 134.9 je Fortimo-Aktie.

Fazit

Bei Anwendung der Marktwertmethode ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 110.4 bis CHF 134.9 je Fortimo-Aktie.

² Es wurden Unternehmen mit Domizil in der Schweiz, Deutschland, Österreich, Belgien, Niederlande, Luxemburg, Frankreich, Norwegen, Schweden, Finnland und Grossbritannien berücksichtigt.

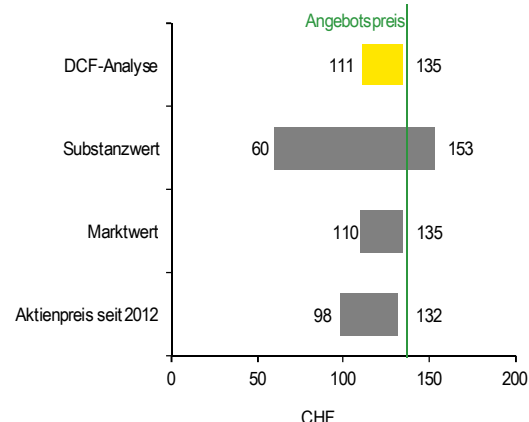
Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion

11. Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion

Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion

Bandbreite der ermittelten Werte für eine Fortimo-Aktie

Quelle: EY Analyse



Fairness Opinion

- ▶ Bei Anwendung der DCF-Methode, als primäre Bewertungsmethode, ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 110.7 bis CHF 134.5 pro Fortimo Aktie.
- ▶ Nebenstehende Grafik zeigt zusätzlich zu unseren Bewertungsergebnissen und dem Angebotspreis die Bandbreite des Fortimo Aktienkurses im Jahr vor dem Bewertungszeitpunkt. Der volumengewichtete Durchschnittskurs (VWAP 60 Tage) liegt per 20. März 2013 bei CHF 111.9. Aufgrund der nicht ausreichenden Liquidität des Titels besitzt dieser Wert nur eine eingeschränkte Aussagekraft über den Marktwert einer Fortimo Aktie.
- ▶ Der resultierende Substanzwert basierend auf dem Buchwert des Eigenkapitals zum Bewertungszeitpunkt von CHF 59.6 pro Fortimo Aktie stellt aus unserer Sicht wie beschrieben eine Wertuntergrenze dar, da dieser die zukünftige Geschäftsentwicklung von Fortimo nicht einbezieht. Der Aktienwert von CHF 153.1 basierend auf dem bestehenden Projektportfolio fällt im Vergleich zu den Ergebnissen unter Anwendung der DCF-Methode deutlich höher aus, da er den Zeitwert der noch anfallenden Gewinne und die zentral erbrachten Leistungen nicht beachtet. Somit stellt dieser Wert in unseren Augen keinen ökonomisch sinnvollen Aktienwert dar und besitzt lediglich einen gewissen informativen Gehalt. Daher können diese Aktienwerte keine Basis für unsere Fairness Opinion darstellen.
- ▶ Die Marktwertmethode besitzt im Falle der Fortimo, auch wenn ihre Anwendung in vorliegender Bewertung zu ähnlichen Resultaten führt wie die DCF-Methode, aus folgenden Gründen ebenfalls nur eine beschränkte Aussagekraft:
 - Trading Multiples, welche auf Basis von Finanzdaten liquider Vergleichsunternehmen hergeleitet werden, sind nur beschränkt für die konkrete Wertermittlung von illiquiden Unternehmen geeignet, da eine geringere Liquidität in der Regel zu tieferen Unternehmenswerten führt.
 - Aus Konsistenzgründen und aufgrund der Schwierigkeit der klaren Trennung zwischen operativem Fremdkapital und der Finanzierungstätigkeit haben wir die Marktwertmethode auf einen EBT-Multiple abgestützt. Diese Erfolgsgrösse kann im Allgemeinen durch ausserordentliche oder nicht-operative Einflüsse oder Effekte wie Abschreibungen, Finanzierungskosten oder steuerliche Aspekte verzerrt sein und spiegelt die operative Ertragskraft eines Unternehmens nur eingeschränkt wider.
 - Der Wert an der unteren Bandbreite von CHF 110.4 basiert auf dem EBT im FY12 der Fortimo, welcher ausserordentlich tief ist und daher keine nachhaltige Erfolgsgrösse darstellt. Dies ist auf die Volatilität der Ergebnisse zurückzuführen, welcher das Entwicklungsgeschäft unterworfen ist. Dieser Effekt wurde durch die Anwendung eines durchschnittlichen Multiples (FY11 und FY12) bereinigt.

Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion

- Der Immobilienmarkt ist sehr spezifisch und kann länderübergreifend deutliche Unterschiede aufweisen, was die Vergleichbarkeit von Unternehmen und der über diese Unternehmen hergeleiteten Multiples erheblich einschränken kann.
- ▶ Aufgrund dieser angestellten Überlegungen gehen wir wie im Kapitel „Bewertungsgrundlagen“ beschrieben von den Ergebnissen der DCF-Bewertung als wertbestimmende Basis aus. Daher legen wir eine Wertbandbreite der Fortimo Aktien von CHF 110.7 bis CHF 134.5 fest.
- ▶ Dies bedeutet, dass das öffentliche Kaufangebot von CHF [136] von Forty an die Aktionäre der Fortimo über der von uns bestimmten Bandbreite liegt und damit aus finanzieller Sicht als fair anzusehen ist.
- ▶ Die Fairness Opinion wurde am 2. April 2013 fertiggestellt.

Fazit

Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot von CHF [136] an die Aktionäre von Fortimo als fair anzusehen.



Louis Siegrist
Partner



André Mathis
Senior Manager

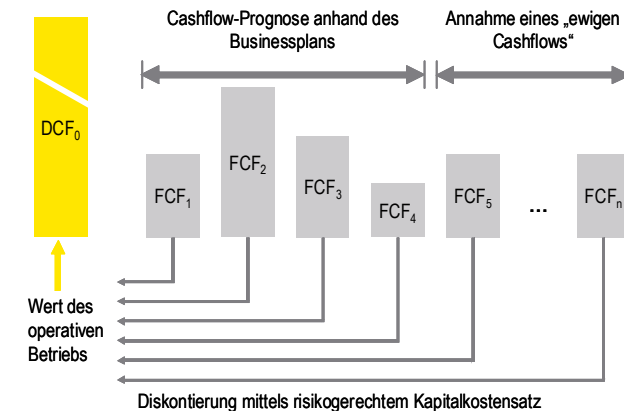
Anhang

- 12. Anhang A - Beschreibung der angewendeten Bewertungsmethoden
- 13. Anhang B - Herleitung der Parameter zur Berechnung der Kapitalkosten
- 14. Anhang C - Vergleichsunternehmen

Anhang A - Beschreibung der angewendeten Bewertungsmethoden

Graphische Darstellung der DCF Methode

Quelle: EY

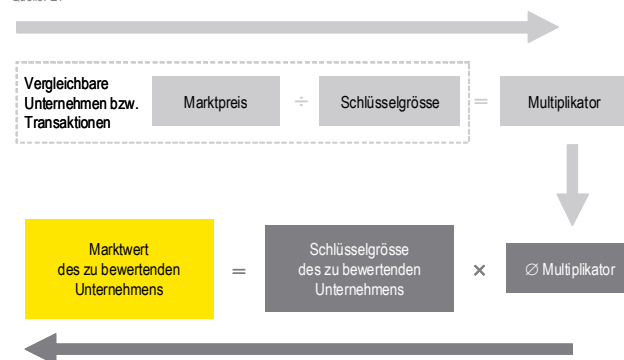


DCF-Methode

- ▶ Die DCF-Methode bestimmt den operativen Wert eines Unternehmens mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cashflows mit dem adäquaten Kapitalkostensatz.
- ▶ Die hergeleiteten freien Cashflows beschreiben dabei die Finanzströme vor Finanzierungsaktivitäten und damit diejenigen Cashflows, die Fremd- und Eigenkapitalgebern zusammen zur Verfügung stehen. Zur Bewertung des Eigenkapitals muss deshalb der Marktwert des Fremdkapitals vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht werden.
- ▶ Alternativ kann der Eigenkapitalwert auch direkt durch die Diskontierung der freien Cashflows zugunsten der Eigenkapitalgeber mit den entsprechenden Eigenkapitalkosten hergeleitet werden.
- ▶ Im Rahmen der DCF-Methode wird nach der expliziten Planungsperiode, wenn von einer Fortführung der Geschäftstätigkeit ausgegangen werden kann, eine Annahme über einen nachhaltigen freien Cashflow getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwertes herangezogen wird. Dieser Residualwert beinhaltet den Wert aller zukünftigen Cashflows, die auf die explizite Planungsperiode folgen.

Graphische Darstellung der Marktwertmethode

Quelle: EY



Marktwertansatz

- ▶ Der Marktwertansatz beinhaltet grundsätzlich zwei Methoden: den "Trading Multiple Ansatz" (basierend auf vergleichbaren börsennotierter Unternehmen) und den "Transaction Multiple Ansatz" (basierend auf Transaktionen von vergleichbaren Unternehmen).
- ▶ Der Trading Multiple Ansatz betrachtet Finanzkennzahlen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen, deren Kennzahlen mit denjenigen des Zielunternehmens verglichen werden. Die Auswahl geeigneter Unternehmen erfolgt aufgrund diverser Kriterien wie u.a. Branche, Markt, Unternehmensgröße, Kapitalstruktur und Eigentümerschaft. Die erhaltenen Daten werden dann um auffällige statistische Ausreisser (beispielsweise nur marginaler Umsatzanteil in der gleichen Branche) korrigiert.
- ▶ Häufig verwendete Multiples sind Umsatzkennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert / Umsatz) und ertragsorientierte Kennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert / Gewinngröße oder Cashflow).
- ▶ Trading Multiples sind nur beschränkt für die konkrete Wertermittlung von nicht börsennotierten resp. illiquiden Unternehmen geeignet. Es besteht zwischen kotierten und nicht kotierten resp. illiquiden Unternehmen eine Wertdiskrepanz aufgrund deren geringeren Liquidität. Dem entgegen steht das Faktum, dass bei börsennotierten Unternehmen grundsätzlich Minderheitsanteile gehandelt werden.

Anhang B - Herleitung der Parameter zur Berechnung der Kapitalkosten

Eigenkapitalkosten

Parameter	Wert	Erklärung	Quelle / Kommentare
Risikoloser Zinssatz	1.6%	Der risikolose Zinssatz beschreibt die nominelle Renditeerwartung für risikolose Anlagen. Als nominelle Grösse enthält der risikolose Zinssatz eine Erwartung über die Realverzinsung und die Inflation.	Implizite Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe der Schweiz in lokaler Währung, 5-jähriger historischer Durchschnitt (Quelle: Capital IQ)
Levered Equity Beta (adjustiert)	0.73	Der Beta Wert reflektiert das nach dem CAPM hergeleitete systematische Risiko einer Aktie. Die Betas werden mit Hilfe von Kapitalmarktdaten direkt auf Basis des Eigenkapitals berechnet. Somit reflektieren die resultierenden Betas auch das Risiko aus der Finanzierungstätigkeit.	Median der Vergleichsgruppe (siehe Anhang C). Adjustiert gemäss Blume
Marktrisikoprämie	5.0%	Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des zugrundeliegenden Aktienmarktes und der risikolosen Rendite der korrespondierenden Staatsanleihe über einen aussagekräftigen Zeitraum hinweg.	Durchschnittliche Marktrisikoprämie gemäss Marktstudien
Grössenprämie	3.9%	Empirische Studien haben gezeigt, dass kleinere Unternehmen (in Bezug auf die Kapitalisierung) im Vergleich zu grösseren Unternehmen langfristig Überrenditen erzielen, die nicht durch das CAPM, also das systematische Risiko, erklärt werden können. Generell sind höhere Renditen langfristig nur durch höhere Risiken zu realisieren. Für das höhere Risiko verlangen die Kapitalgeber eine höhere Entschädigung. Um die erhöhte Renditeforderung bei einer Firma wie der Fortimo zu kompensieren, nehmen wir einen entsprechenden Aufschlag auf die Eigenkapitalkosten vor.	Grössenprämie für Micro-Cap (Quelle: Ibbotson SBBi Valuation Yearbook 2012 - Morningstar)
Eigenkapitalkosten	9.2%		

Anhang C - Vergleichsunternehmen

Vergleichsunternehmen – Beta und Trading Multiples

Unternehmen	Ticker	Land	Marktkapitalisierung (in CHF m)	Levered Beta (adjustiert)	EBT-Multiple FY11-FY12	EBT-Multiple FY12
Allreal Holding AG	SWX:ALLN	Switzerland	2'193	0.55	14	17
ALM equity AB	OM:ALM	Sweden	54	n/m	6	8
Atenor Group	ENXTBR:ATEB	Belgium	199	0.73	22	32
AVW Immobilien AG	DB:AV7	Germany	42	0.44	n/m	n/m
Compagnie Immobiliere de Belgique	ENXTBR:IMMO	Belgium	160	1.09	9	10
Conwert Immobilien Invest SE	WBAG:CWI	Austria	885	1.20	22	17
Development Securities plc	LSE:DSC	United Kingdom	267	1.07	n/m	n/a
Groupe Capelli	ENXTPA:CAPLI	France	24	1.17	5	5
InCity Immobilien AG	DB:IC8	Germany	22	0.59	n/m	n/a
Implenla AG	SWX:IMPEN	Switzerland	966	0.80	11	10
JK Wohnbau AG	DB:JWB	Germany	77	0.16	n/m	n/m
Les Nouveaux Constructeurs, SA	ENXTPA:LNC	France	121	1.65	4	n/a
Mobimo Holding AG	SWX:MOBN	Switzerland	1'324	0.70	14	14
Orascom Development Holding AG	SWX:ODHN	Switzerland	353	1.57	n/m	n/m
Peach Property Group AG	SWX:PEAN	Switzerland	63	0.48	n/m	n/a
Selvaag Bolig ASA	OB:SBO	Norway	317	n/m	9	4
St. Modwen Properties PLC	LSE:SMP	United Kingdom	789	1.42	11	12
UBM Realitätsentwicklung AG	WBAG:UBS	Austria	105	0.66	6	n/a
Youniq AG	DB:YOU	Germany	69	0.29	n/m	n/m
Median				0.73	10.22	11.03
Min				0.16	4.31	4.38
Max				1.65	22.17	31.95
Anzahl				17	12	10

Quelle: Capital IQ, EY Analyse

Anhang C - Vergleichsunternehmen

Vergleichsunternehmen – Unternehmensprofil

Allreal Holding AG Allreal Holding AG engages in the development and management of real estate properties; and development and realization of construction projects in Switzerland.	ALM equity AB ALM Equity AB (publ) acquires, structures, develops, and sells primarily residential projects in Sweden.	Atenor Group Atenor Group, a real estate property promotion company, engages in the development of real estate properties.
AVW Immobilien AG AVW Immobilien AG engages in the development, implementation, and management of real estate projects in Germany.	Compagnie Immobilière de Belgique Compagnie Immobilière de Belgique SA engages in real estate property development activities in Belgium and internationally.	Conwert Immobilien Invest SE conwert Immobilien Invest SE engages in the acquisition, development, sale, and rental of residential and commercial properties in Austria, Germany, the Czech Republic, Hungary, Slovakia, Luxembourg, and Ukraine.
Development Securities plc Development Securities PLC, through its subsidiaries, engages in the development, investment, and trading of real estate properties in the United Kingdom.	Groupe Capelli Groupe Capelli engages in the acquisition, division, and development of lots for home construction.	InCity Immobilien AG InCity Immobilien AG, together with its subsidiaries, engages in the purchase and management of residential properties in Germany.
JK Wohnbau AG JK Wohnbau AG engages in the development and sale of residential real estate in the greater Munich area.	Les Nouveaux Constructeurs, SA Les Nouveaux Constructeurs SA engages in building and selling new homes primarily in France, Germany, and Spain.	Mobimo Holding AG Mobimo Holding AG operates as a real estate company in Switzerland.
Peach Property Group AG Peach Property Group AG operates as a developer in the field of residential property in the German-speaking region of Europe.	Selvaag Bolig ASA Selvaag Bolig ASA, together with its subsidiaries, engages in the development and sale of residential properties primarily in Norway and Sweden.	St. Modwen Properties PLC St. Modwen Properties PLC, through its subsidiaries, engages in the investment and development of commercial and residential land properties in the United Kingdom.
UBM Realitätsentwicklung AG UBM Realitätsentwicklung Aktiengesellschaft and its subsidiaries engage in the development, leasing, and sale of properties in Europe.	Youniq AG Youniq AG, together with its subsidiaries, owns, develops, operates, manages, and sells student and listed housing projects in Germany.	
Implenia AG Implenia AG operates as a construction and construction services company in Switzerland and internationally.	Orascom Development Holding AG Orascom Development Holding AG engages in the development of integrated towns in Egypt, Jordan, the United Arab Emirates, Oman, Switzerland, Morocco, Montenegro, the United Kingdom, and Romania.	

Quelle: Capital IQ