

Fairness Opinion PAX Anlage AG

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots der Basler Leben AG für die ausstehenden Aktien der PAX Anlage AG

Zürich, 7. März 2017

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	3
1 Einleitung	4
1.1 Ausgangslage.....	4
1.2 Unser Auftrag	5
1.3 Vorgehen	6
1.4 Quellen.....	7
2 Unternehmensbeschrieb und Marktübersicht.....	8
2.1 Überblick	8
2.2 Liegenschaftsportfolio der PAX Anlage.....	9
2.3 PAX Verwaltungen	12
2.4 Finanzielle Situation der PAX Anlage	13
2.5 Immobilienmarkt	14
3 Bewertungsmethodik	16
3.1 Bewertungsansatz.....	16
3.2 Adjusted Net Asset Value.....	17
3.3 Trading Multiples	18
4 Bewertung	19
4.1 Adjusted Net Asset Value.....	19
4.2 Trading Multiples Analyse	25
4.3 Aktienkursanalyse.....	27
5 Beurteilung.....	29
6 Anhang	31
6.1 Eigenkapitalkostensatz der PAX Verwaltungen	31
6.2 WACC der PAX Anlage.....	32
6.3 Beta Analyse per 31. Dezember 2016.....	33
6.4 Multiple Analyse per 31. Dezember 2016.....	34

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
Adj.	adjustiert
AG	Aktiengesellschaft
Aktie	Namenaktie der PAX Anlage mit Nominalwert von CHF 100.0
ANAV	Adjusted Net Asset Value
Art.	Artikel
Basler Leben	Basler Leben AG
bp	Basispunkte
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EL	Entwicklungsliegenschaften
etc.	et cetera
GV	Generalversammlung
IFBC	IFBC AG
IMF	Internationaler Währungsfonds
Mio.	Millionen

Mrd.	Milliarden
NAV	Net Asset Value
Nürnberger Lebensversicherung	Nürnberger Lebensversicherung AG
PAX Anlage	PAX Anlage AG
PAX Holding	PAX Holding (Genossenschaft)
PAX Versicherung	PAX Schweizerische Lebensversicherungs-Gesellschaft AG
PAX Verwaltungen	PAX Verwaltungen AG
PAX Wohnbauten	PAX Wohnbauten AG
SLI	Swiss Leader Index
Swiss GAAP FER	Fachempfehlungen zur Rechnungslegung, Schweizer Rechnungslegungsstandard
u.a.	unter anderem
UEK	Übernahmekommission
UEV	Übernahmeverordnung
vgl.	vergleiche
VWAP	Volume Weighted Average Price
WP	Wüest Partner
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z.B.	zum Beispiel

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage



PAX Anlage ist eine kotierte Immobiliengesellschaft, welche Bestandes- und Entwicklungsliegenschaften insbesondere im Deutschschweizer Mittelland hält.

Basler Leben beabsichtigt die vollständige Übernahme aller ausstehenden Aktien der PAX Anlage zu einem Preis von CHF 1'600.

Die PAX Anlage AG («PAX Anlage») ist eine 1959 gegründete Immobiliengesellschaft, welche seit 1996 an der SIX Swiss Exchange kotiert ist. Per Ende 2016 besitzt PAX Anlage 16 Bestandes- und 29 Entwicklungsliegenschaften mit einem diversifizierten Nutzungsmix. Die Liegenschaften befinden sich schwerpunktmässig im Deutschschweizer Mittelland und entlang der wichtigsten Verkehrsachsen.

Bis vor kurzem hielt die PAX Holding Genossenschaft („PAX Holding“) direkt und indirekt 57.63% der Namenaktien („Aktie“) der PAX Anlage. Dieses Aktienpaket wurde am 5. Januar 2017 an die Basler Leben AG („Basler Leben“) für einen Preis von CHF 1'600 pro Aktie veräussert. Zeitgleich erwarb die Basler Leben die Beteiligung der Nürnberger Lebensversicherung AG an der PAX Anlage von 13.33% zum gleichen Preis.

Für die restlichen 29.04% des Aktienkapitals der PAX Anlage, welche durch Publikumsaktionäre gehalten werden, kündigte die Basler Leben mit der Voranmeldung vom 6. Januar 2017 ein freiwilliges Übernahmeangebot („Angebot“) zu einem Preis von CHF 1'600 je Aktie an.

Im Fall eines Angebots ist der Verwaltungsrat des Zielunternehmens verpflichtet, das Angebot zu prüfen und den Aktionären eine Empfehlung abzugeben. Bei öffentlichen Übernahmeangeboten wird in der Regel eine Fairness Opinion erstellt, welche die Verwaltungsräte bei ihrer Entscheidung unterstützen soll.

1.2 Unser Auftrag

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

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

Für die Beurteilung des Angebots der Basler Leben hat der Verwaltungsrat der PAX Anlage einen Ausschuss bestehend aus dem unabhängigen Verwaltungsrat Thomas F. Dressendoerfer gebildet. Die IFBC AG („IFBC“) wurde am 2. Dezember 2016 vom unabhängigen Verwaltungsrat der PAX Anlage mit der Erstellung eines Gutachtens zur finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots („Fairness Opinion“) für die PAX Anlage zum Zeitpunkt der Publikation des Angebotsprospekts beauftragt.

Adressat der Fairness Opinion ist ausschliesslich der oben beschriebene Ausschuss des Verwaltungsrats der PAX Anlage, welcher sich im Rahmen seiner Stellungnahme zur Beurteilung des Angebots auf die Fairness Opinion beziehen wird. Sie darf als Ganzes öffentlich publiziert und interessierten Personen zugänglich gemacht werden. Ebenso darf im Bericht des Verwaltungsrates vom 10. März 2017 auf die Fairness Opinion verwiesen werden.

Eine Verwendung zu einem anderen Zweck als der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

IFBC erstellte diese Fairness Opinion als unabhängiger Corporate Finance-Berater und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt und von der Zielgesellschaft sowie den mit dieser in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen der PAX Anlage vorausgesetzt. Das Management der PAX Anlage hat bestätigt, dass es sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, gemäss welchen die zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären. Die Verantwortung von IFBC beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beur-

teilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen (vgl. Abschnitt 1.4) und Berechnungen.

Diese Fairness Opinion wurde am 7. März 2017 dem Verwaltungsrat der PAX Anlage zugestellt. Bewertungszeitpunkt ist der 7. März 2017.

Diese Fairness Opinion liegt zusätzlich in französischer Sprache vor.

1.3 Vorgehen

Die vorliegende Einschätzung zur finanziellen Angemessenheit des Angebots der Basler Leben an die verbleibenden Aktionäre der PAX Anlage basiert auf den Wertüberlegungen von IFBC.

Die folgenden Grundlagen für unsere Wertüberlegungen werden in diesem Bericht genauer beschrieben:

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

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots der Basler Leben an die Aktionäre der PAX Anlage erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen oder juristischen Situation der einzelnen Investoren. Dementsprechend sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen aus Sicht aller Publikumsaktionäre zur finanziellen Angemessenheit des Angebots möglich.

IFBC hat keine eigene Schätzung oder Bewertung des Immobilienportfolios von PAX Anlage vorgenommen oder erstellen lassen. Für Wertüberlegungen hinsichtlich der

Immobilien hat sich die IFBC stattdessen auf die vorliegenden Informationen des Immobilienschätzers von PAX Anlage, die Wüest Partner AG („WP“), abgestützt.

Zudem wird im vorliegenden Bewertungsbericht hinsichtlich des Geschäftsverlaufs und der Kotierung von PAX Anlage von einer Weiterführung des Status Quo ausgegangen (stand alone Bewertung). Dementsprechend enthält der Bericht keine Aussagen über die Wertentwicklung bei einer Dekotierung der Aktie von der SIX Swiss Exchange oder einer Liquidation der PAX Anlage.

1.4 Quellen

Die Beurteilung basiert u.a. auf folgenden Grundlagen:

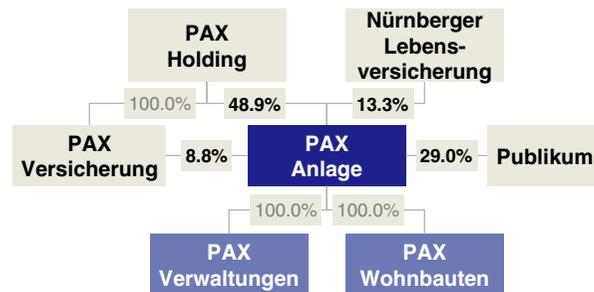
- Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots vom 6. Januar 2017
- Entwurf des Angebotsprospekts vom 28. Februar 2017
- Testierte Jahresberichte 2014, 2015 und 2016 der PAX Anlage nach Swiss GAAP FER
- Bewertungsberichte zu den Immobilien der PAX Anlage von WP per 31. Dezember 2016
- Verwaltungsratsprotokolle der PAX Anlage ab Januar 2014
- Handelsregisterauszug der PAX Anlage per 7. März 2017
- Revisionsberichte zuhanden des Verwaltungsrats für die Geschäftsjahre 2013, 2014 und 2015
- Entwurf des Revisionsberichts zuhanden des Verwaltungsrats für das Geschäftsjahr 2016 vom 23. Februar 2017
- Kaufvertrag für die Aktien der PAX Verwaltungen AG zwischen PAX Anlage und PAX Versicherung vom 7. März 2017
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Bloomberg)
- sonstige öffentlich zugängliche Informationen

Zusätzlich wurden mit dem Management der PAX Anlage, den verantwortlichen Revisoren sowie mit den Immobilienbewertern von WP Gespräche geführt.

2 Unternehmensbeschreibung und Marktübersicht

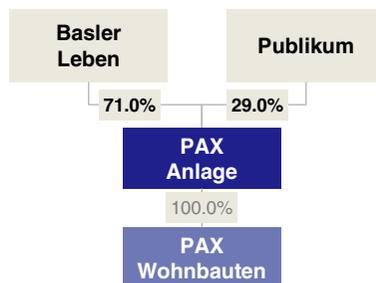
2.1 Überblick

Aktionärsstruktur per 4. Januar 2017



Quelle: PAX Anlage.

Aktionärsstruktur nach Verkauf der PAX Verwaltungen



Quelle: PAX Anlage.

Die PAX Anlage ist eine Immobiliengesellschaft mit Sitz in Basel und wurde 1959 gegründet. Seit Oktober 1996 ist sie im Segment Immobiliengesellschaften an der SIX Swiss Exchange kotiert.

Bis zum 5. Januar 2017 hielt die PAX Holding direkt und indirekt über die PAX Versicherung 57.63% der Aktien der PAX Anlage. Die Nürnberger Lebensversicherung AG hielt weitere 13.33%. Die restlichen 29.04% des Aktienkapitals der PAX Anlage wurden durch Publikumsaktionäre gehalten. Am 5. Januar 2017 unterzeichneten die PAX Holding und die Nürnberger Lebensversicherung AG (Verkäufer) jeweils einen Kaufvertrag mit der Basler Leben (Käufer) hinsichtlich dem Verkauf aller von den Verkäufern gehaltenen Aktien der PAX Anlage. Das Closing dieser beiden Verkaufstransaktionen ist noch ausstehend.

Das Geschäftsmodell der PAX Anlage basiert auf drei wesentlichen Pfeilern:

- Bestandesliegenschaften
- Entwicklungsliegenschaften
- Immobilienverwaltung

Die PAX Anlage verfügt über ein Portfolio an Mietliegenschaften, welches aus Wohn- und Gewerbeimmobilien besteht (Bestandesliegenschaften). Zusätzlich investiert die PAX Anlage in Entwicklungsprojekte, mit dem Ziel, diese Liegenschaften nach Fertigstellung mit Gewinn zu verkaufen. Sowohl die Bestandes- als auch die Entwicklungsliegenschaften werden durch die PAX Wohnbauten AG („PAX Wohnbauten“) gehalten. Die PAX Verwaltungen ist bis zu deren Verkauf an die PAX Versicherung am 31. März 2017 das dritte Standbein der PAX Anlage. Die PAX Verwaltungen verwaltete eigene Liegenschaften, die Liegenschaften von PAX Versicherung und in einem sehr geringen Umfang solche von externen Auftraggebern.

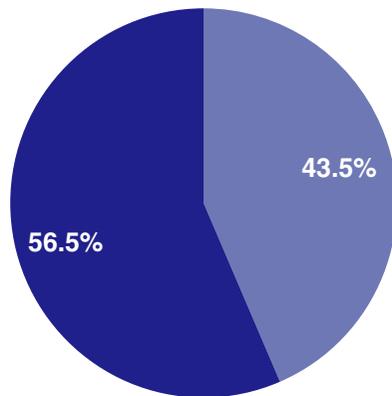
2.2 Liegenschaftsportfolio der PAX Anlage

PAX Anlage besitzt ein Portfolio von Bestandes- und Entwicklungsliegenschaften

Das Liegenschaftsportfolio der Pax Anlage hatte per 31. Dezember 2016 einen bilanzierten Wert von rund CHF 425.0 Mio. Die Bestandesliegenschaften machen mit einem bilanzierten Verkehrswert von CHF 184.9 Mio. 43.5% des Liegenschaftsportfolios aus. Die Entwicklungsliegenschaften sind mit einem Anlagewert von CHF 240.0 Mio. bilanziert, was einem Anteil von 56.5% am Gesamtportfolio entspricht.

Die Liegenschaften der PAX Anlage befinden sich, bis auf drei Entwicklungsprojekte im Tessin, allesamt in der deutschsprachigen Schweiz. Den Schwerpunkt bilden dabei die Liegenschaften im Deutschschweizer Mittelland entlang der wichtigsten Verkehrsachsen.

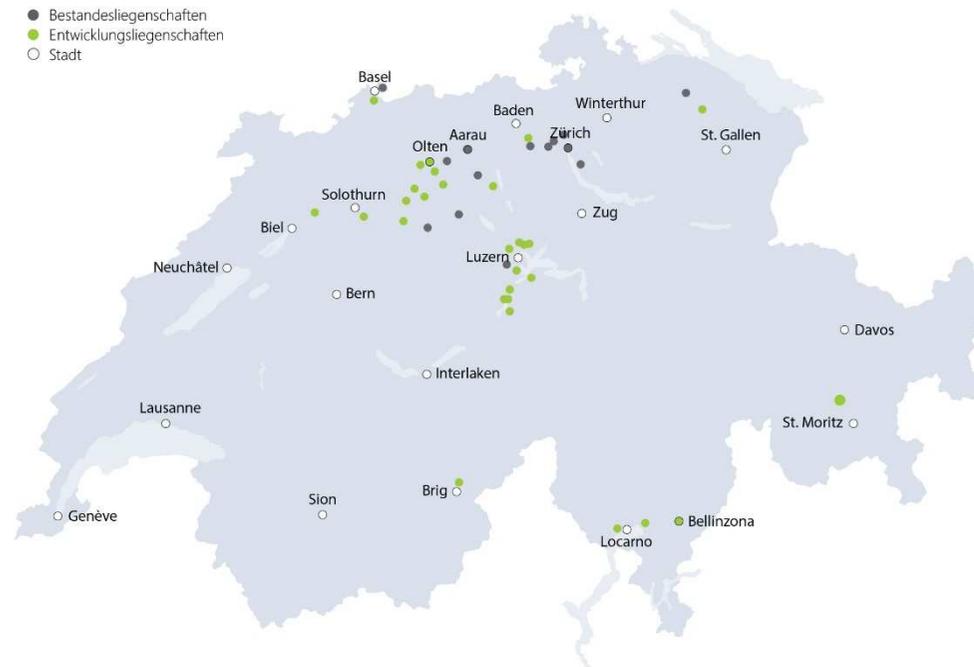
Aufteilung des Liegenschaftsportfolios per 31. Dezember 2016 basierend auf Bilanzwerten



■ Bestandesliegenschaften ■ Entwicklungsliegenschaften

Quelle: PAX Anlage.

Liegenschaftsstandorte der PAX Anlage



Quelle: PAX Anlage.

2.2.1 Übersicht zu den Bestandesliegenschaften und deren Bewertung

Die Bestandesliegenschaften der PAX Anlage haben einen Marktwert von CHF 184.9 Mio.

Überblick zu den Bestandesliegenschaften per 31. Dezember 2016

	Baujahr	Renovationen	Nutzfläche in m ²	Verkehrswerte in CHF Mio.
UNBEBAUTE GRUNDSTÜCKE				
Riehen / Baurechtsgrundstück Nr. 1700/Grendelgasse			5'485	3.9
Total unbebaute Grundstücke			5'485	3.9
WOHNLIEGENSCHAFTEN				
Bürglen / Kreuzackerstr. 4, 7	2008		1'291	4.9
Hinteregg / Neuwiesenweg 1, 3, 5	1961	2006	1'481	7.8
Huttwil / Eriswilstrasse 39-41	2014		1'653	4.5
Niederrohrdorf / Hintermattweg/Hiltiwaldweg	2016		6'122	31.3
Oberkulm / Neudorfstr. 8, 10	2007		1'688	6.2
Schönenwerd / Oltnerstrasse 64a, 64b, 64c, 64d	2015/2016		7'143	28.7
Total Wohnliegenschaften			19'378	83.4
GEWERBELIEGENSCHAFTEN				
Aarau / Herzogstrasse 1	2007		2'194	8.8
Egerkingen / Lindenhagstrasse 1	2012		3'254	12.5
Fahrweid / Querstrasse 17	1987	2008	15'590	15.4
Regensdorf / Althardstrasse 146, 150	2012		6'137	11.7
Rümlang / Hofwisenstrasse 40/42	2012		5'090	12.2
Total Gewerbeliegenschaften			32'265	60.8
MIXLIEGENSCHAFTEN				
Brittnau / Dorfstrasse 24a/24b + EH	1990		1'605	5.5
Kriens / Dattenmattstrasse 16/18	1957/1988		5'423	14.5
Küsnacht / Untere Heslibachstrasse 46	1973	2012	1'903	8.9
Zürich / Schaffhauserstrasse 439	1932	2012	1'167	8.0
Total Mixliegenschaften			10'098	36.9
Total Bestandesliegenschaften			67'226	184.9

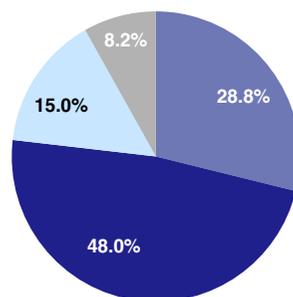
Quelle: PAX Anlage.

PAX Anlage besitzt per 31. Dezember 2016 insgesamt 16 Bestandesliegenschaften mit einer totalen Nutzfläche von 67'226 m². Rund die Hälfte der Nutzfläche stammt von Gewerbeliegenschaften, 29% werden an Private vermietet. Die restliche Nutzfläche betrifft Mixliegenschaften sowie ein unbebautes Grundstück.

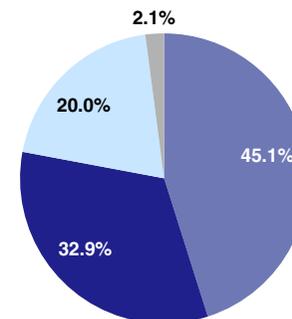
Die Bestandesliegenschaften werden zum Verkehrswert bilanziert. Dieser entspricht dem von WP ermittelten Marktwert der jeweiligen Liegenschaft. Der Marktwert wird dabei auf Basis der Discounted Cash Flow-Methode hergeleitet. Dabei werden die Einnahmen aus der Vermietung der Liegenschaften unter Annahme aktueller und nachhaltiger Leerstandquoten sowie mit der Liegenschaft direkt verbundene Kosten berücksichtigt. Der Verkehrswert der Bestandesliegenschaften beläuft sich so auf insgesamt CHF 184.9 Mio.

Aufteilung der Bestandesliegenschaften per 31. Dezember 2016 nach:

Nutzfläche



Verkehrswert



■ Wohnliegenschaften ■ Gewerbeliegenschaften ■ Mixliegenschaften ■ Unbebaute Grundstücke

Quelle: PAX Anlage.

2.2.2 Übersicht zu den Entwicklungsliegenschaften und deren Bewertung

Basierend auf der Bewertung von WP hat der Verwaltungsrat der PAX Anlage den totalen Marktwert für die 29 Entwicklungsprojekte auf insgesamt CHF 251.1 Mio. festgelegt.

Überblick zu den Entwicklungsliegenschaften per 31. Dezember 2016

	Projektstand	Nettowohnfläche in m ²	Anlagewert in CHF Mio.
Aarwangen / Residenz Alpenblick	fertiggestellt	4'558	20.2
Alpnach / Pilatuspark (Haus D)	baubewilligt	1'314	1.2
Bellinzona / Via Zorzi	fertiggestellt	4'920	0.0
Bischofszell / Rietwiesstrasse	fertiggestellt	2'296	8.1
Bottmingen / Kreuzackerweg	fertiggestellt	1'592	5.7
Bützberg / Brunnigasse	fertiggestellt	1'202	0.0
Ebikon / Löwen	in Planung	in Planung	3.0
Ebikon / Nu	fertiggestellt	4'277	6.4
Ebikon / Nu Terrassenhaus	fertiggestellt	2'755	12.4
Emmenbrücke / Sonnengarten	im Bau	10'350	36.5
Gerlafingen / Sackzelgli	in Planung	in Planung	2.0
Grenchen / Hinzihöfli	in Planung	in Planung	0.8
Hergiswil / Bahnhofstrasse	fertiggestellt	931	1.4
Losone / Residenza Ai Faggi	fertiggestellt	6'828	3.9
Naters / Vista Sempione	fertiggestellt	3'527	4.4
Niederrohrdorf / Wohnpark Ypsilon	fertiggestellt	7'083	23.6
Oftringen / Viva Carmen	fertiggestellt	6'380	29.5
Olten / Hasenweid	fertiggestellt	3'318	11.5
Reinach / Riverpark Altbau	in Planung	in Planung	1.4
Reinach / Riverpark Neubau	in Planung	in Planung	4.4
Roggwil / Hofacher	fertiggestellt	1'375	5.4
Sachseln / Spis	fertiggestellt	2'319	11.0
Samedan / Pro Vivaint	fertiggestellt	7'193	19.8
Sarnen / Terrassenstrasse 2	in Planung	in Planung	0.2
Sarnen / Verde	fertiggestellt	1'526	6.5
Stansstad / Boathouse	fertiggestellt	2'094	9.5
Tenero / Residenza le Terrazze	fertiggestellt	1'958	5.2
Wolfwil / Dorf	in Planung	in Planung	0.4
Zofingen / Residence am Rebberg	in Planung	in Planung	5.8
Total Wohnliegenschaften		77'796	240.0

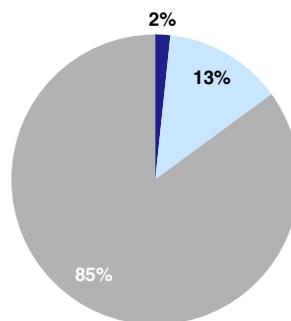
Quelle: PAX Anlage.

Per Ende 2016 ist PAX Anlage in insgesamt 29 Entwicklungsprojekte investiert. Es handelt sich dabei überwiegend um Wohnbauprojekte. 8 der 29 Projekte befinden sich noch in der Planungsphase. Für die restlichen Projekte liegt eine Baubewilligung vor oder die Projekte sind bereits fertiggestellt. Die im Bau befindlichen bzw. fertiggestellten Liegenschaften weisen eine Nettowohnfläche von 77'796m² auf.

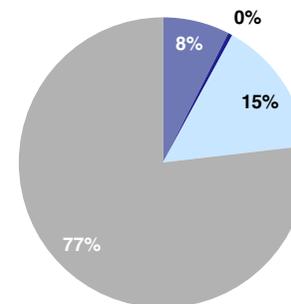
Die Entwicklungsliegenschaften werden in der Bilanz mit einem Wert von CHF 240.0 Mio. berücksichtigt. Im Unterschied zu den Bestandesliegenschaften werden die Entwicklungsliegenschaften jedoch nicht zum Verkehrswert bzw. Marktwert sondern zum Anlagewert bilanziert. Dieser entspricht gemäss Niederstwertprinzip dem tieferen Wert aus Anschaffungskosten und Marktwert der Liegenschaften. Bei denjenigen Liegenschaften, bei denen die Anschaffungskosten unter dem Marktwert liegen, bestehen dementsprechend stille Reserven. Unter Berücksichtigung der stillen Reserven von CHF 11.1 Mio. beträgt der Marktwert der Entwicklungsliegenschaften CHF 251.1 Mio.

Aufteilung der Entwicklungsliegenschaften per 31. Dezember 2016 nach:

Nutzfläche



Anlagewert



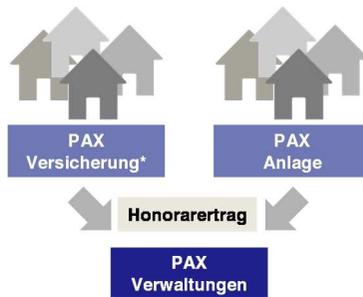
■ in Planung ■ baubewilligt ■ im Bau ■ fertiggestellt

Quelle: PAX Anlage.

2.3 PAX Verwaltungen

Die PAX Verwaltungen betreut überwiegend eigene Immobilien und Immobilien der PAX Versicherung.

Honorarbasis vor Akquisition der PAX Anlage durch die Basler Leben



Honorarbasis nach Akquisition der PAX Anlage durch die Basler Leben



Quelle: IFBC.

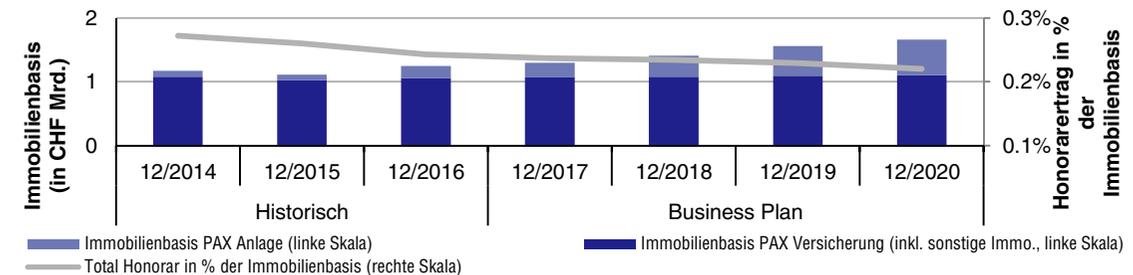
*) inkl. Drittimmobilen.

Neben den Anlagen in Bestandes- und Entwicklungsliegenschaften hielt die PAX Anlage per 31. Dezember 2016 eine 100%-Beteiligung an der PAX Verwaltungen. Diese betreibt die kaufmännische Verwaltung eines Liegenschaftsportfolios von rund CHF 1.2 Mrd., welches überwiegend aus Liegenschaften der PAX Anlage und den Liegenschaften der PAX Versicherung besteht.¹

Nach der Akquisition der PAX Anlage durch die Basler Leben ist es vorgesehen, dass die Basler Leben alle erworbenen Immobilien selber verwaltet. Die Immobilien der PAX Versicherung sollen jedoch weiterhin durch die PAX Verwaltungen betreut werden. Zu diesem Zweck erwirbt die PAX Versicherung per 31. März 2017 die PAX Verwaltungen. Zur Ermittlung des Marktwerts der PAX Verwaltungen wurden nur Honorarerträge und Aufwendungen berücksichtigt, welche einen direkten Bezug zur Verwaltungstätigkeit für die Immobilienbasis der PAX Versicherung aufweisen.

In der untenstehenden Grafik ist die historische und geplante Entwicklung der Immobilienbasis der PAX Anlage und der PAX Versicherung sowie der Honorarertrag für die Verwaltung in % der Immobilienbasis dargestellt.

Immobilienbasis und Honorarertrag vor Verkauf der PAX Anlage an die Basler Leben



Quelle: PAX Anlage.

¹ Daneben betreut die PAX Verwaltungen einzelne wenige Immobilien von externen Auftraggebern.

2.4 Finanzielle Situation der PAX Anlage

Kennzahlen der Erfolgsrechnung und Bilanz der PAX ANLAGE

Erfolgsrechnung (in CHF Mio.)	12/2014 (restated)	12/2015	12/2016
Ertrag aus Vermietung Liegenschaften	9.5	6.6	6.4
Ertrag aus Verkauf Entwicklungsliegenschaften	70.0	90.9	95.2
Honorare aus Liegenschaftsverwaltungen	2.7	2.7	2.5
Sonstige Erträge	0.8	0.2	0.1
Umsatzerlöse	82.9	100.4	104.2
Ergebnis aus Neubewertung	0.1	4.1	1.9
Gewinn aus Veräusserung von Bestandeslieg.	17.7	10.9	-
Direkter betrieblicher Aufwand	(68.2)	(90.1)	(77.9)
Sonstige Gesellschaftskosten	(5.9)	(7.2)	(12.1)
Betriebliches Ergebnis	26.6	18.1	16.2

Bilanz (in CHF Mio.)	12/2014 (restated)	12/2015	12/2016
Entwicklungsliegenschaften	269.5	314.0	240.0
Bestandesliegenschaften	97.9	89.5	184.9
Total Liegenschaftsportfolio	367.4	403.5	425.0
Total Fremdkapital	228.7	173.1	196.9
Eigenkapital exkl. Minderheitsanteile	290.5	297.3	306.9
Minderheitsanteile	0.0	0.0	-
Total Eigenkapital	290.6	297.3	306.9
Bilanzsumme	519.3	470.4	503.8
NAV pro Aktie (in CHF)	1'614	1'652	1'705

Quelle: PAX Anlage.

Der Anstieg des Umsatzerlöses von CHF 82.9 Mio. auf CHF 104.2 Mio. zwischen 2014 und 2016 ist fast ausschliesslich auf den erhöhten Ertrag aus dem Verkauf von Entwicklungsliegenschaften zurückzuführen. Im gleichen Zeitraum entwickelte sich der Ertrag aus der Vermietung von Liegenschaften rückläufig. Für 2017 wird allerdings mit einem Anstieg gerechnet, da der Bestand an Bestandesliegenschaften insbesondere im 2. Semester 2016 stark anstieg. Aus dem Verwaltungsgeschäft konnten in den letzten Jahren Honorare zwischen CHF 2.5 Mio. und CHF 2.7 Mio. erwirtschaftet werden. In den Jahren 2014 und 2015 wurden zudem wesentliche Gewinne aus der Veräusserung von Bestandesliegenschaften realisiert. Aufgrund der strategischen Neuausrichtung auf die Weiterentwicklung des Immobilienportfolios wurden im Jahr 2016 keine weiteren Bestandesliegenschaften veräussert.

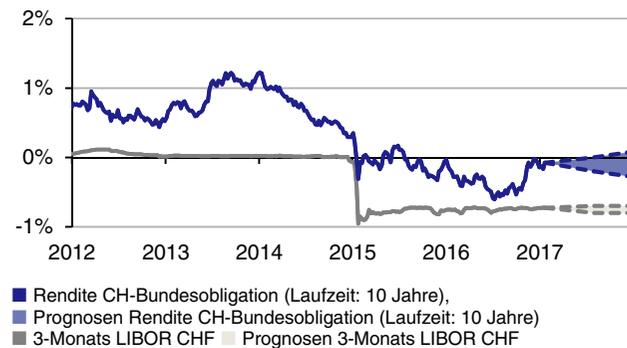
Aufwandseitig sind die direkten betrieblichen Aufwendungen sowie die sonstigen Gesellschaftskosten zu unterscheiden. Die direkten betrieblichen Aufwendungen umfassen insbesondere Ausgaben für den Unterhalt der Bestandesliegenschaften, die Investitionskosten für die verkauften Entwicklungsliegenschaften sowie den Aufwand für die Liegenschaftsverwaltung. Die sonstigen Gesellschaftskosten umfassen Personalkosten sowie Aufwendungen bspw. für Revision, Generalversammlung, Kapitalsteuer sowie Transaktionskosten. Insgesamt konnte 2016 ein betriebliches Ergebnis von CHF 16.2 Mio. erwirtschaftet werden.

Vor dem Hintergrund der neuen Strategie wurden im Jahr 2016 die verkauften Entwicklungsliegenschaften nicht durch neue Entwicklungsprojekte ersetzt. Stattdessen wurden einzelne fertiggestellte Entwicklungsliegenschaften als Bestandesliegenschaften übernommen, und zusätzliche Renditeliegenschaften erworben. Daraus resultierte ein Rückgang der Entwicklungsliegenschaften auf CHF 240.0 Mio. und in einer Erhöhung der Bestandesliegenschaften auf CHF 184.9 Mio.

Per 31. Dezember 2016 betrug das Eigenkapital rund CHF 306.9 Mio. und der ausgewiesene Net Asset Value pro Aktie lag bei CHF 1'705.

2.5 Immobilienmarkt

3-Monats LIBOR CHF und Rendite 10-Jahres CH-Bundesobligation (in %)



Quelle: IFBC Update, Februar 2017.

Der anhaltende Anlagedruck, getrieben durch die Tiefst- bzw. Negativzinsen und die mittelfristigen Zinserwartungen für Schweizer Bundesobligationen (vgl. Grafik links), werden auch 2017 dafür sorgen, dass Investitionen in **Immobilienfonds** begehrt bleiben.² Während somit Schweizer Immobilienfonds im Vergleich zu anderen Anlageklassen zumindest aus Renditeperspektive attraktiv sind, müssen direkte Anlagen in Liegenschaften differenzierter beurteilt werden.

Aufgrund der grossen Bautätigkeit der letzten Monate und des Rückgangs des Bevölkerungswachstums wurde gemäss WP der vorläufige Höchststand der Mietpreise 2015 erreicht. Es ist davon auszugehen, dass sich der Markt für **Mietwohnungen** zugunsten der Mieter entwickelt und sich die Medianmieten dementsprechend reduzieren werden. Dabei ist zu beachten, dass insbesondere günstige Wohnungen weiterhin sehr begehrt sind während die Nachfrage nach teureren Objekte eher zurückgeht.³

Der seit rund 17 Jahren anhaltende Wertanstieg bei **Eigentumswohnungen** scheint sich zwar abzuflachen, von einem substantiellen Preisrückgang ist jedoch nicht auszugehen. So erwartet die UBS für das Jahr 2017 bei den Preisen von Eigentumswohnungen ein Nullwachstum und für Einfamilienhäuser gar einen wenn auch geringfügigen Preisanstieg. Bezüglich der längerfristigen Entwicklung herrscht jedoch Unsicherheit. Zwar ist mittelfristig nicht von einer deutlichen Korrektur auszugehen, doch sind kaum positive Impulse erkennbar.⁴

Die Bautätigkeit im Bereich von **Gewerbeliegenschaften** hat sich zwar gelegt, doch besteht immer noch ein Angebotsüberhang. Der Grund liegt im tiefen Zinsumfeld, aufgrund dessen Investoren bereit sind, höhere Leerstände und tiefere Renditen in Kauf zu

² CS: Immobilienmonitor Schweiz, 4. Quartal 2016, 23. November 2016, S. 5.

³ WP: Immobilienmarkt Schweiz 2017/1, 9. Februar 2017, S. 2.

⁴ UBS: UBS Real Estate Focus 2017, 12. Januar 2017, S.14f.

nehmen.⁵ Während man jedoch für den Markt von Büroflächen von einer stabilen Entwicklung ausgeht, bleibt die Lage auf dem Verkaufsflächenmarkt angespannt. Vor allem wegen des immer bedeutenderen Onlinehandels, aber auch des Einkaufstourismus, sind Verkaufsflächen äusserst schwierig zu vermieten. Dementsprechend ist mit einer Reduktion der Mieten in diesem Segment auszugehen.⁶

Schliesslich gilt es zu beachten, dass sich die regionalen Märkte sowohl bei den Mietwohnungen als auch bei Wohneigentum sowie Gewerbeimmobilien stark unterschiedlich entwickeln können.

⁵ CS: Immobilienmonitor Schweiz, 4. Quartal 2016, 23. November 2016, S. 13.

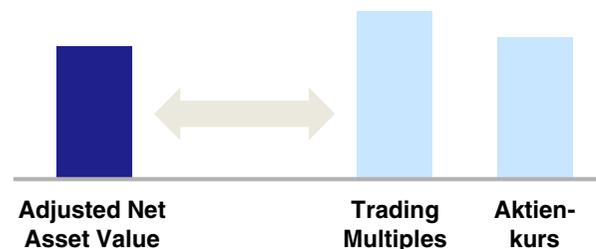
⁶ WP: Immobilienmarkt Schweiz 2017/1, 9. Februar 2017, S. 2.

3 Bewertungsmethodik

3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung der PAX Anlage stützen wir uns in erster Linie auf die Berechnung des Adjusted Net Asset Value ab. Der resultierende Wert pro Aktie wird mit den Resultaten der Analyse von Trading Multiples sowie des Aktienkurses plausibilisiert.

Um die finanzielle Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der Basler Leben zu beurteilen, ermitteln wir den Wert je Aktie der PAX Anlage. Dazu wird in einem ersten Schritt der Adjusted Net Asset Value („ANAV“) per 7. März 2017 berechnet. Der resultierende Wert des Eigenkapitals wird anschliessend durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie der PAX Anlage zu erhalten. Danach wird der resultierende Wert pro Aktie mit den Bewertungen auf Basis von Trading Multiples plausibilisiert. Schliesslich wird die Liquidität der Aktie der PAX Anlage analysiert und der Aktienkurs mit dem Wert pro Aktie gemäss ANAV sowie gemäss Multiples-Bewertung verglichen. Alle Analysen basieren auf einer Stand-Alone-Bewertung der PAX Anlage.



3.2 Adjusted Net Asset Value

Die Berechnung des ANAV ist ein substanzwertbasierter Ansatz.

Die Bewertung der PAX Anlage basiert primär auf der Berechnung des ANAV („Adjusted Net Asset Value“). Der ANAV ist ein substanzwertbasierter Ansatz. Der Substanzwert oder Net Asset Value („NAV“) entspricht dem Wert des Eigenkapitals, welcher sich aus der Summe der Aktiven eines Unternehmens abzüglich des Fremdkapitals ergibt. Für die Ermittlung des ANAV werden sämtliche Bilanzwerte auf deren Auf- oder Abwertungspotential überprüft und wo notwendig entsprechend adjustiert. Im Fall der PAX Anlage handelt es sich namentlich um:

- die Anpassung der in der Bilanz berücksichtigten Anlagewerte für die Entwicklungsliegenschaften an deren Marktwerte
- die Adjustierung des Werts für die PAX Verwaltungen
- die Anpassung der latenten Steuerverpflichtungen
- die Ermittlung des Marktwerts für die Finanzverbindlichkeiten.

Der Substanzwert der PAX Anlage wird im Wesentlichen durch den Wert des Liegenschaftsportfolios definiert. Bei der Bewertung der Immobilien werden dabei einzig Erträge und Aufwendungen, welche direkt den einzelnen Liegenschaften zugerechnet werden können, berücksichtigt und wertwirksam. Sonstige Gesellschaftskosten der PAX Anlage sind daher nicht im Liegenschaftswert der PAX Anlage widerspiegelt. Aus diesem Grund ist zusätzlich zu den oben beschriebenen Anpassungen der Barwert der in Zukunft zu erwartenden sonstigen Gesellschaftskosten (diskontierte zukünftige Ausgaben) bei der Ermittlung des ANAV zu berücksichtigen.

Der resultierende ANAV per 31. Dezember 2016 wird danach mit dem gewichteten Kapitalkostensatz („Weighted Average Cost of Capital“, „WACC“) auf den Bewertungsstichtag 7. März 2017 aufgezinst und durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert.

3.3 Trading Multiples

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

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

Bei der Bewertung auf Basis von Trading Multiples wird der Wert pro Aktie über Marktdaten vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen hergeleitet. Als Vergleichsunternehmen wurden börsenkotierte Schweizer Immobiliengesellschaften ausgewählt und in einer Peer Group zusammengefasst. Dabei sind lediglich Unternehmen berücksichtigt, deren Aktien ausreichend liquide und deren Marktdaten damit aussagekräftig sind.⁷

Zur Ermittlung der Multiples per 31. Dezember 2016 werden die Net Asset Values vor und nach latenten Steuern erfasst. Diese Werte werden dann dem jeweiligen Aktienkurs per 31. Dezember 2016 gegenübergestellt.⁸ Der Mittelwert der so berechneten Multiples der Peer Group Unternehmen wird zur Ermittlung des Eigenkapitalwerts der PAX Anlage verwendet. Dabei wird der Mittelwert mit dem NAV vor und nach latenten Steuern per 31. Dezember 2016 multipliziert. Danach wird der so hergeleitete Wert des Eigenkapitals auf den 7. März 2017 aufgezinnt. Die Division des resultierenden Eigenkapitalwerts per 7. März 2017 durch die Anzahl ausstehender Aktien ergibt den Wert einer Aktie.

⁷ Eine detaillierte Aufstellung der Peer Group für die Trading Multiples-Analyse ist im Anhang aufgeführt.

⁸ Zug Estate publiziert ihren Jahresabschluss 2016 am 10. März 2017 nach der Fertigstellung dieser Fairness Opinion, weshalb für die Berechnung der verwendeten Multiples von Zug Estate die NAV-Werte sowie der Aktienkurs per 30. Juni 2016 herangezogen wurden.

4 Bewertung

4.1 Adjusted Net Asset Value

Zur Berechnung des ANAV wird das Eigenkapital der PAX Anlage per 31. Dezember 2016 um folgende Elemente adjustiert:

- (1) Differenz zwischen Buch- und Marktwert der Entwicklungsliegenschaften
- (2) Anpassung bezüglich Rückstellung latenter Steuern auf Bestandesliegenschaften
- (3) Differenz zwischen Markt- und Buchwert der PAX Verwaltungen
- (4) Differenz zwischen Markt- und Buchwert der Finanzverbindlichkeiten
- (5) Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten der PAX Anlage

Für die Berechnung des ANAV wird auf dem von der PAX Anlage ausgewiesenen NAV per 31. Dezember 2016 abgestützt und dieser um die nachfolgend beschriebenen 5 Elemente adjustiert:

- (1) Differenz zwischen Buch- und Marktwert der Entwicklungsliegenschaften

Die Entwicklungsliegenschaften („EL“) werden bei der PAX Anlage zu Anschaffungskosten oder zum tieferen Marktwert bilanziert. Der Marktwert jeder einzelnen EL wird dabei halbjährlich durch WP mittels der Discounted Cash Flow-Methode („DCF-Methode“)⁹ berechnet. Der Verwaltungsrat der PAX Anlage legt basierend auf dieser DCF-Analyse den Marktwert der Entwicklungsliegenschaften final fest.

Bei denjenigen Liegenschaften, bei welchen die Anschaffungskosten unter dem Marktwert liegen, fliessen somit nicht die Marktwerte sondern die Anschaffungskosten in die Bilanz mit ein. Die Summe der Marktwerte der Entwicklungsliegenschaften von CHF 251.1 Mio. liegt deshalb über dem Buchwert der Entwicklungsliegenschaften von CHF 240.0 Mio. Zur Ermittlung des Fair Values des Eigenkapitals ist deshalb die Differenz von CHF 11.1 Mio. zum NAV per 31. Dezember 2016 zu addieren, und sich daraus ergebenden latenten Steuern von CHF 2.4 Mio.¹⁰ sind zu subtrahieren. Es resultiert aus der Markt-/Buchwertanpassung der Entwicklungsliegenschaften eine Nettoerhöhung des NAV per 31. Dezember 2016 von CHF 8.6 Mio.

⁹ Der DCF-Ansatz basiert auf dem finanztheoretischen Grundsatz, wonach sich der Wert eines Vermögensteiles bzw. Unternehmens aus den diskontierten, zukünftig erwarteten, frei verfügbaren Mittelüberschüssen (sogenannte Free Cash Flows) ergibt. Beim DCF-Ansatz handelt es sich daher um einen zukunftsorientierten Bewertungsansatz. Er gilt in der Immobilienbewertung als Best Practice.

¹⁰ Für die Berechnung der latenten Steuern wird ein Steuersatz von 22.0% berücksichtigt, was dem Durchschnittssteuersatz in den einzelnen Standortkantonen entspricht (Quelle: PAX Anlage).

Ermittlung des ANAV pro Aktie

	in CHF Mio.
Total Eigenkapital per 31.12.2016	306.9
Marktwert Entwicklungsliegenschaften ("EL")	251.1
Buchwert EL	(240.0)
Latente Steuern	(2.4)
1) Δ Markt-/Buchwert EL (inkl. latente Steuern)	8.6
2) Anpassung latente Steuern auf Bestandesliegenschaften	3.2
Kaufpreis PAX Verwaltungen (Immobilienbasis PAX Versicherung)	3.2
Marktwert Verwaltung Immobilienbasis PAX Anlage	2.3
Buchwert PAX Verwaltungen (nach Dividenden)	(2.3)
3) Δ Markt-/Buchwert PAX Verwaltungen	3.2
4) Anpassung Markt-/Buchwert FK nach Steuern	(2.7)
5) Barwert sonstige Kosten PAX Anlage	(49.7)
ANAV per 31.12.2016	269.5
ANAV per 7.3.2017	271.3
Anzahl Aktien	180'000
ANAV pro Aktie per 7.3.2017 in CHF	1'507

Quelle: IFBC.

(2) Anpassung latenter Steuerverpflichtungen der Bestandesliegenschaften

Die zu Marktwerten bilanzierten Bestandesliegenschaften weisen latente Steuerverpflichtungen von CHF 6.4 Mio. auf. Für die Berechnung des Eigenkapitalwerts der PAX Anlage wird der vollständige Buchwert dieser latenten Steuerverpflichtungen in Abzug gebracht. Aus heutiger Sicht ist es jedoch ungewiss, ob bzw. wann die Bestandesliegenschaften verkauft und die damit verbundenen Grundstückgewinnsteuern anfallen. Deshalb sind bei der Berechnung des ANAV nur 50% des Buchwerts der Bestandesliegenschaften anrechenbaren latenten Steuern zu berücksichtigen. Dementsprechend werden CHF 3.2 Mio. zum Eigenkapital dazu addiert.

(3) Delta Marktwert/Buchwert PAX Verwaltungen

PAX Verwaltungen betreut einerseits die Immobilien der PAX Anlage sowie das Immobilienportfolio der PAX Versicherung.¹¹ Deshalb besteht der Marktwert der PAX Verwaltungen grundsätzlich aus dem Wert der Verwaltungen der Immobilienbasis der PAX Versicherung sowie der Verwaltung der Immobilienbasis der PAX Anlage. Der Wert der Verwaltung der Immobilienbasis der PAX Versicherung reflektiert sich im Kaufpreis von CHF 3.2 Mio., den die PAX Versicherung für die PAX Verwaltungen zu bezahlen bereit war.

Zur Berechnung des Marktwerts, welcher der Verwaltung der Immobilienbasis der PAX Anlage zuzurechnen ist, wurde eine DCF-Bewertung durchgeführt. Dabei wurde ein Business Plan erstellt, der nur die Free Cash Flows aus der Immobilienbasis der PAX Anlage berücksichtigt. Unter Anwendung eines nominalen Eigenkapitalkostensatzes von 7.50%¹² resultiert ein Marktwert von CHF 2.3 Mio.

Nach Abzug des Buchwerts der PAX Verwaltungen per 31. Dezember 2016 und unter Berücksichtigung der Dividendenausschüttung resultiert eine Erhöhung von CHF 3.2 Mio. aus der Markt-/Buchwert-Anpassung für PAX Verwaltungen.

¹¹ Vgl. Abschnitt 2.3.

¹² Vgl. Abschnitt 6.1.

Aufgrund der Anpassung des Buchwerts der Finanzverbindlichkeiten auf deren Marktwert reduziert sich das Eigenkapital um CHF 2.7 Mio.

Der Barwert der zukünftigen sonstigen Gesellschaftskosten beträgt CHF 49.7 Mio. und reduziert dementsprechend das Eigenkapital der PAX Anlage im selben Umfang.

(4) Differenz zwischen Marktwert und Buchwert der Finanzverbindlichkeiten

Die vereinbarten fixen Zinsmodalitäten der Finanzverbindlichkeiten der PAX Anlage sind zurzeit höher als die aktuellen Marktzinssätze. Dementsprechend liegt der Marktwert der Finanzverbindlichkeiten über deren Buchwert. Der Wertunterschied wurde auf Basis einer partiellen Vorfälligkeitsentschädigung berechnet. Gemäss Bankusanz in der aktuellen Niedrigzinsphase wurde dabei für den laufzeitenspezifischen Referenzzinssatz eine Untergrenze von 0.0% angenommen. Zusätzlich wurde eine Marge basierend auf den Kreditkonditionen zur Zeit der Aufnahme der jeweiligen Finanzverbindlichkeiten berücksichtigt. Bei den Finanzverbindlichkeiten mit variablen Zinskonditionen wurde keine Vorfälligkeitsentschädigung berechnet. Es resultiert eine Anpassung des Buchwerts der Finanzverbindlichkeiten nach Steuern von CHF 2.7 Mio. und dementsprechend eine Reduktion des Eigenkapitals im selben Umfang.

(5) Barwert sonstige Gesellschaftskosten der PAX Anlage

Der Buchwert des Eigenkapitals der PAX Anlage entspricht im Wesentlichen dem Wert des Liegenschaftsportfolios abzüglich des Fremdkapitals. Für die Bestimmung des Liegenschaftswerts werden dabei einzig Erträge und Aufwendungen aus den Bestandes- und Entwicklungsliegenschaften berücksichtigt. Um die künftig zusätzlich anfallenden Gesellschaftskosten (u.a. Unternehmensführung, Portfoliosteuerung, Finanz- und Rechnungswesen) im ANAV ebenfalls zu berücksichtigen, wurde ein Barwert der in den Folgejahren anfallenden sonstigen Gesellschaftskosten - unter Berücksichtigung der Steuerwirkung - ermittelt. Unter Berücksichtigung eines realen WACC von 2.80%¹³ resultiert ein Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten von CHF -49.7 Mio.

Nach Berücksichtigung aller Anpassungen beträgt der ANAV per 31. Dezember 2016 CHF 269.5 Mio. Zur Ermittlung des Werts pro Aktie per 7. März 2017 wird der Eigenkapitalwert per 31. Dezember 2016 mit dem nominalen WACC von 3.80%¹⁴ für zwei

¹³ Der reale WACC (nach Steuern) von 2.8% wird vom durch WP angewendeten durchschnittlichen Vor-Steuer-WACC von 3.8% gestützt. Für die Herleitung des WACC vgl. Abschnitt 6.2.

¹⁴ Vgl. Abschnitt 6.2.

Monate aufgezinnt. Der ermittelte Wert des Eigenkapitals per 7. März 2017 beläuft sich auf CHF 271.3 Mio.

Ermittlung des Werts je Aktie

Nach Berücksichtigung der Anpassungen resultiert ein ANAV per 7. März 2017 von CHF 271.3 Mio. bzw. einen Wert pro Aktie von CHF 1'507.

Per 7. März 2017 sind 180'000 Aktien à CHF 100.0 ausstehend.¹⁵ Zurzeit hält PAX Anlage keine eigenen Aktien. Zudem sind keine Mitarbeiter-Optionen oder ähnliche Instrumente ausstehend. Entsprechend ist der Wert des Eigenkapitals per 7. März 2017 durch die Anzahl Aktien zu dividieren. Es resultiert ein ANAV je Aktie von CHF 1'507.

¹⁵ Quelle: Handelsregisteramt des Kantons Basel-Stadt, 7. März 2017.

Sensitivitätsanalysen des ANAV je Aktie per 7. März 2017

(in CHF)		Delta sonstige Gesellschaftskosten				
		5.0%	2.5%	0.0%	-2.5%	-5.0%
Delta Marktwert Entwicklungs- liegenschaften	10.0%	1'603	1'610	1'617	1'624	1'631
	5.0%	1'548	1'555	1'562	1'569	1'576
	0.0%	1'494	1'501	1'507	1'514	1'521
	-5.0%	1'439	1'446	1'453	1'460	1'467
	-10.0%	1'384	1'391	1'398	1'405	1'412

(in CHF)		Delta sonstige Gesellschaftskosten				
		5.0%	2.5%	0.0%	-2.5%	-5.0%
Delta nach- haltige Leer- standsquote (in %-Punkten)	-5.0%	1'534	1'541	1'548	1'555	1'562
	-2.5%	1'517	1'524	1'531	1'538	1'545
	0.0%	1'494	1'501	1'507	1'514	1'521
	2.5%	1'469	1'476	1'483	1'490	1'497
	5.0%	1'445	1'452	1'459	1'466	1'473

Quelle: IFBC.

Sensitivitätsanalyse

Die Abbildungen zur Linken zeigen eine Sensitivitätsanalyse zum ANAV je Aktie. Dabei werden die folgenden wichtigen Inputparameter für die Wertermittlung variiert:

- Veränderung (Delta) der sonstigen Gesellschaftskosten der PAX Anlage
- Veränderung der bestehenden Marktwerte der Entwicklungsliegenschaften
- Anpassung der Annahmen von WP bezüglich Leerstand bei der Bewertung von Bestandesliegenschaften

Die sonstigen Gesellschaftskosten, welche zusätzlich zu den direkten Aufwendungen für den Unterhalt und die Verwaltung der Liegenschaften anfallen, sind ein wesentlicher Grund für den Discount zwischen dem NAV und dem Aktienkurs. Tiefer angenommene sonstige Gesellschaftskosten bei der PAX Anlage würden den Wert der Aktie entsprechend erhöhen.

Ein wesentlicher Unsicherheitsfaktor bei der Wertermittlung des Immobilienportfolios der PAX Anlage ergibt sich insbesondere aus der Bewertung der Entwicklungsliegenschaften, da die Bewertung nicht auf bestehenden Mietverträgen, sondern auf der Einschätzung des Bewerter zur Marktverfassung im Zeitpunkt des Immobilienverkaufs basiert. Insbesondere unterschiedliche Annahmen zu Marktpreisen oder zur Zeitdauer, bis ein Objekt verkauft werden kann (Absorptionsdauer), können unterschiedliche Werte für die Entwicklungsliegenschaften ergeben. Vor diesem Hintergrund wird der Einfluss auf den ANAV pro Aktie aufgrund einer unterschiedlichen Marktbewertung für das Entwicklungsportfolio ($\pm 10\%$) analysiert.

WP wendet bei der Bewertung der Bestandesliegenschaften eine durchschnittliche nachhaltige Leerstandsquote nach Auslaufen der aktuellen Mietverträge von 5.2% an. Eine Änderung dieser Annahmen bei der Bewertung der Bestandesliegenschaften beeinflusst den ANAV pro Aktie der PAX Anlage ebenfalls. Der ANAV pro Aktie reagiert dabei

sensitiver auf eine Variation der Annahmen bezüglich nachhaltiger Leerstandsquote¹⁶ als auf die Schwankung der sonstigen Gesellschaftskosten.

Für die Definition der Wertbandbreite wurden die sonstigen Gesellschaftskosten der PAX Anlage um $\pm 5.0\%$, die Leerstandsquote für die Bewertung der Bestandesliegenschaften um $\pm 500\text{bp}$ und der totale Marktwert der Entwicklungliegenschaften um $\pm 10.0\%$ variiert. Daraus ergibt sich eine Bandbreite für den ANAV pro Aktie der PAX Anlage von CHF 1'384 bis CHF 1'631 resp. CHF 1'445 bis CHF 1'562.



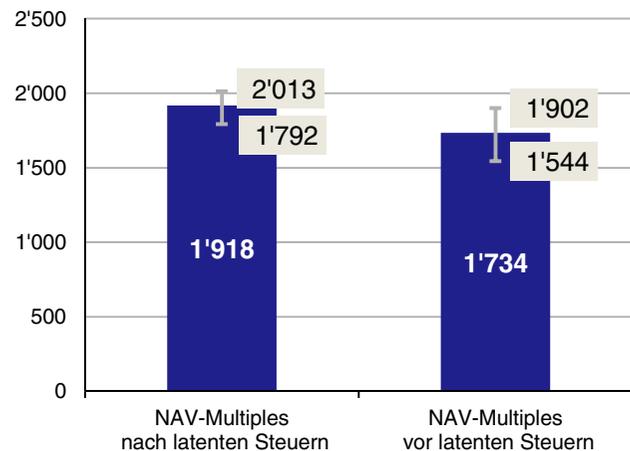
Folgerungen

- Für die Berechnung des ANAV wurden ausgehend vom Eigenkapitalwert per 31. Dezember 2016 gemäss Jahresabschluss der PAX Anlage verschiedene Anpassungen vorgenommen.
- Die grösste Anpassung ergibt sich aus der Berücksichtigung der sonstigen Gesellschaftskosten der PAX Anlage, welche sich aus den notwendigen Aufgaben der Gesellschaftsführung ergeben.
- Insgesamt resultiert ein ANAV pro Aktie von CHF 1'507.
- Durch die Variation der sonstigen Gesellschaftskosten und des Marktwerts der Entwicklungliegenschaften resultiert eine Wertbandbreite für den ANAV je Aktie von CHF 1'384 bis CHF 1'631.
- Die Sensitivitätsanalyse bezogen auf die sonstigen Gesellschaftskosten und der Annahme zur Leerstandsquote bei der Bewertung der Bestandesliegenschaften ergibt eine Wertbandbreite für den ANAV je Aktie von CHF 1'445 bis CHF 1'562.

¹⁶ Innerhalb der Sensitivitätsanalyse wird eine Mindestquote bezüglich Leerstand von 0.0% berücksichtigt.

4.2 Trading Multiples Analyse

Wert je Aktie basierend auf Multiples Bewertung (in CHF)



Quelle: Analysen IFBC, Bloomberg.

Die Bewertung über Multiples wird hier lediglich zur Plausibilisierung des ANAV vorgenommen. Vorbehalte gegenüber dieser Bewertungsmethodik sind angebracht, da die ermittelten Multiples stark von den spezifischen Gegebenheiten der Vergleichsunternehmen und der allgemeinen Marktlage abhängen.

Bewertung mittels Trading Multiples

Zur Bewertung der PAX Anlage mittels Trading Multiples wurde der NAV vor bzw. nach latenten Steuern gemäss Abschluss per 31. Dezember 2016 mit dem jeweiligen Mittelwert der Peer Group-Multiples¹⁷ multipliziert. Der resultierende Eigenkapitalwert per 31. Dezember 2016 wird danach auf den 7. März 2017 aufgezinnt.

Unter Anwendung der NAV-Multiples nach bzw. vor latenten Steuern liegt der Wert je Aktie bei CHF 1'918 bzw. CHF 1'734. Werden jeweils die tiefsten und höchsten Multiples der Peer Group berücksichtigt, ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 1'792 bis CHF 2'013 bzw. CHF 1'544 und CHF 1'902.

Da die NAV-Werte der PAX Anlage und der Peer Group Unternehmen nach latenten Steuern aufgrund unterschiedlicher Berechnungsarten der latenten Steuern nicht vollumfänglich vergleichbar sind, sind die Bewertungsergebnisse basierend auf den NAV vor latenten Steuern denjenigen basierend auf den NAV nach latenten Steuern vorzuziehen.

Die basierend auf der Multiples-Analyse ermittelten Werte liegen teilweise deutlich über den Bewertungsergebnissen gemäss ANAV-Bewertung. Dies ist insbesondere auf die Unterschiede zwischen den Peer Group Unternehmen und der PAX Anlage zurückzuführen. Die Peer Group Unternehmen halten jeweils ein wesentlich grösseres

¹⁷ Für Details zu den ermittelten Trading Multiples vgl. Anhang.

Immobilienportfolio als PAX Anlage. Damit kann PAX Anlage nicht im gleichen Umfang von Diversifikationseffekten profitieren, wie sie für die Peer Group Unternehmen bestehen. Zudem kommen die Peer Group Unternehmen aufgrund ihrer Grösse in den Genuss von Skaleneffekten, was insbesondere dazu führt, dass der negative Einfluss der sonstigen Gesellschaftskosten hier wesentlich geringer ausfällt. Zusätzlich verfügen einzelne Vergleichsunternehmen über weitere Dienstleistungen (z.B. Facility Management, Generalunternehmer), welche die Höhe der NAV-Multiples ebenfalls beeinflussen. Die aktuelle spezifische Situation der PAX Anlage kann deshalb nicht ohne weiteres mit derjenigen der Peer Group Unternehmen verglichen werden. Und dies, obschon die Vergleichsunternehmen sorgfältig ausgesucht wurden. Aus diesen Gründen ist die Aussagekraft der Multiples Bewertung eingeschränkt.

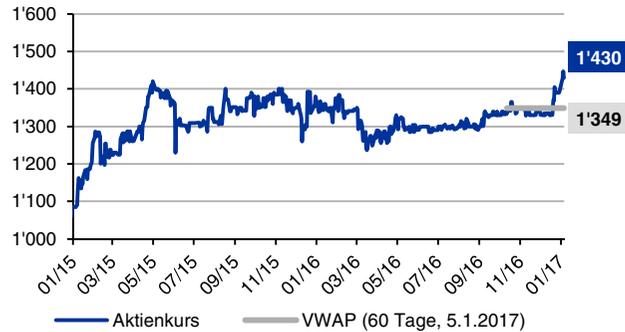


Folgerungen

- Zur Plausibilisierung des ANAV werden Bewertungen basierend auf Trading Multiples vorgenommen.
- Die Aussagekraft der Multiples Bewertungen ist eingeschränkt, da die spezifische Situation der PAX Anlage nicht ohne weiteres mit derjenigen der Peer Group Unternehmen verglichen werden kann.
- Die Bewertung mittels NAV-Multiples vor latenten Steuern gibt einen Wert je Aktie von CHF 1'544 bis CHF 1'902. Die Wertbandbreite basierend auf der NAV-Analyse nach latenten Steuern beträgt CHF 1'792 bis CHF 2'013. Dabei sind die Resultate der NAV-Analyse vor latenten Steuern höher zu gewichten, da diese nicht durch unterschiedliche Berechnungsarten der latenten Steuern beeinflusst sind.

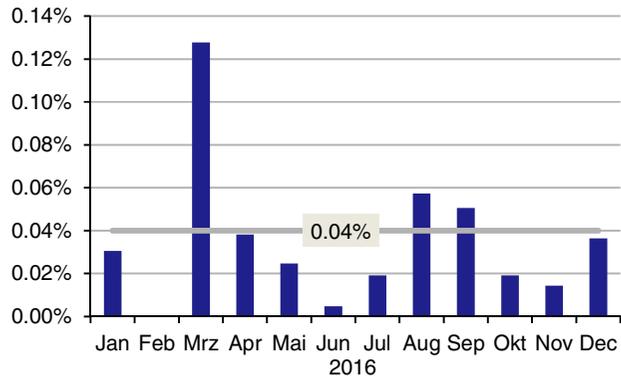
4.3 Aktienkursanalyse

Aktienkurs der PAX Anlage seit Januar 2015 (in CHF)



Quelle: Bloomberg.

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



Quelle: Bloomberg.

Entwicklung des Aktienkurses

Die Aktien der PAX Anlage sind seit August 1996 im Segment Immobiliengesellschaften an der SIX Swiss Exchange kotiert.

Nachdem die Aktie der PAX Anlage am 2. August 1996 bei CHF 255 schloss, stieg der Kurs in den letzten 20 Jahren fast kontinuierlich an. Am 30. April 2015 erreichte der Aktienkurs einen Wert von CHF 1'420. Danach schwankte der Aktienkurs innerhalb einer Bandbreite von CHF 1'230 und CHF 1'400. Am 22. Dezember 2016 publizierte PAX Anlage eine Pressemitteilung zur erfreulichen Geschäftsentwicklung. Daraufhin erreicht der Aktienkurs am 4. Januar 2017 mit CHF 1'447 den Höchststand.

Per 5. Januar 2017, dem letzten Handelstag vor der Voranmeldung, notierte die Aktie bei CHF 1'430. Das Barangebot von CHF 1'600 liegt somit um 11.9% über dem letzten Kurs vor der Voranmeldung. Verglichen mit dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage vor der Voranmeldung („VWAP“) von CHF 1'349 entspricht das Barangebot einer Prämie von 18.6%.

Liquiditätsanalyse

Gemäss geltendem Übernahmerecht sind Aktien von nicht im Swiss Leader Index („SLI“) geführten Unternehmen liquide, „wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.“¹⁸

Bei der PAX Anlage war der relevante Median nur in 3 der vorangegangenen 12 Monate grösser als 0.04%. Dementsprechend sind die Aktien der PAX Anlage im Sinne des

¹⁸ Vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 26. Februar 2010 zur Liquidität im Sinne des Übernahmerechts.

Übernahmerechts als nicht liquide zu beurteilen. Entsprechend wäre bei einem Pflichtangebot in Bezug auf die Mindestpreisregel der Börsenkurs von PAX Anlage nicht massgebend. Für den vorliegenden Fall eines freiwilligen Angebots gilt lediglich die Feststellung, dass aufgrund der sehr geringen Liquidität der Aktie dem Aktienkurs bei der Beurteilung des Angebotes nur eine untergeordnete Bedeutung beizumessen ist.

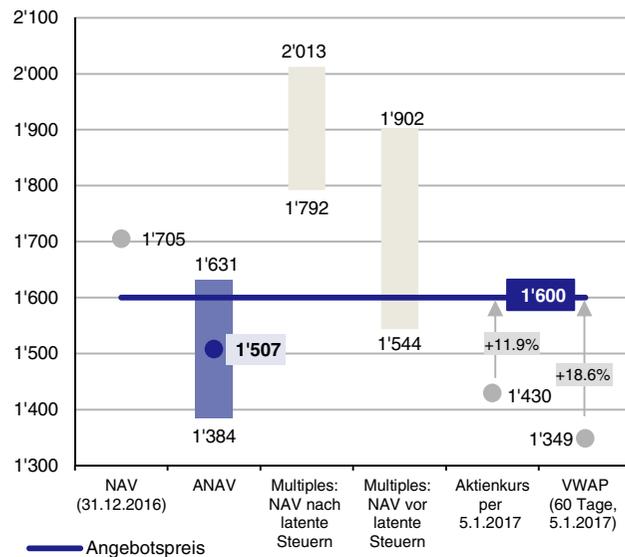


Folgerungen

- Die Aktie der PAX Anlage ist im Sinne des geltenden Übernahmerechts als nicht liquide zu beurteilen. Deshalb spielt der Aktienkurs im Rahmen dieser Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots nur eine untergeordnete Rolle.
- Per 5. Januar 2017, dem letzten Tag, vor der Voranmeldung des Übernahmeangebots der Basler Leben, betrug der Schlusskurs CHF 1'430. Der durchschnittliche volumengewichtete Aktienkurs der letzten 60 Handelstage per 5. Januar 2017 lag mit CHF 1'349 unter dem Schlusskurs.
- Das Barangebot von CHF 1'600 liegt um 11.9% über dem Schlusskurs vom 5. Januar 2017 und 18.6% über dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage vor der Voranmeldung.

5 Beurteilung

Gegenüberstellung von Bewertungsergebnissen und Angebot der Basler Leben (Wert je Aktie, in CHF)



Quelle: IFBC.

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

- Die Ermittlung des Adjustierten Net Assets Value (ANAV) ergibt per 7. März 2017 einen Wert je Aktie von CHF 1'507. Dieser liegt unter dem von dem PAX Anlage in der Jahresrechnung ausgewiesenen NAV, da u.a. auch der Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten der PAX Anlage berücksichtigt werden müssen. Diese umfassen alle Kosten, welche nicht in die Bewertung des Liegenschaftsportfolios einfließen, aber mit der Führung der Gesellschaft anfallen.
- Basierend auf der Sensitivitätsanalyse wichtiger Bewertungsparameter kann für den ermittelten ANAV pro Aktie eine Wertbandbreite zwischen CHF 1'384 und CHF 1'631 ermittelt werden. Das Kaufangebot von CHF 1'600 pro Aktie liegt somit innerhalb dieser Bewertungsbandbreite des ANAV.
- Für die Beurteilung des Angebotspreises wird dem ANAV grosses Gewicht beigegeben, da dieser Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten der PAX Anlage am besten Rechnung trägt.
- Die Bewertung mittels NAV-Multiples vor latenten Steuern ergibt einen Wert je Aktie von CHF 1'544 bis CHF 1'902. Die Wertbandbreite basierend auf der NAV-Analyse nach latenten Steuern beträgt CHF 1'792 bis CHF 2'013. Obwohl die Vergleichsunternehmen sorgfältig ausgewählt wurden, beurteilen wir die Aussagekraft der Multiples Analyse als sehr begrenzt, weil Geschäftsmodell und Strategie der Vergleichsunternehmen der spezifische Unternehmenssituation der PAX Anlage nur unzureichend entsprechen.
- Das Kaufangebot von CHF 1'600 pro Aktie liegt 11.9% über dem Schlusskurs vor der Voranmeldung vom 6. Januar 2017 (CHF 1'430) bzw. 18.6% über dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Tage vor Voranmeldung (CHF 1'349). Die Aktie der PAX Anlage gilt jedoch gemäss geltendem Übernahmerecht als nicht

liquide, weshalb dem Aktienkurs zur Beurteilung des Angebots eine untergeordnete Bedeutung zukommt.

IFBC beurteilt das Angebot von CHF 1'600 aus finanzieller Sicht als angemessen und fair.

Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der daraus gewonnenen Ergebnisse beurteilt IFBC das Angebot von CHF 1'600 an die Aktionäre von PAX Anlage aus finanzieller Sicht als angemessen und fair.

Zürich, 7. März 2017



Prof. Dr. Rudolf Volkart
Senior Partner



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner

6 Anhang

6.1 Eigenkapitalkostensatz der PAX Verwaltungen

Parameter	Wert	Kommentar
Risikoloser Zinssatz (EK)	2.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ In der aktuellen Tiefzinsphase wird der nachhaltige risikolose Zinssatz basierend auf einem realen Zinsniveau von 1.0% und der erwarteten langfristigen Inflationserwartung in der Schweiz von 1.0% ermittelt. ■ Quelle: IMF World Economic Outlook, Oktober 2016
Marktrisikoprämie	5.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Die Marktrisikoprämie reflektiert die Renditedifferenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios, substituiert durch einen Aktienmarktindex, und der Rendite einer risikofreien Anlage. ■ Quelle: IFBC
Unlevered Beta	0.40	<ul style="list-style-type: none"> ■ Das unlevered Beta widerspiegelt das systematische Risiko eines vergleichbaren, unverschuldeten Unternehmens. ■ Für die Herleitung siehe Anhang. ■ Quelle: Bloomberg
Leverage Faktor	1.00	<ul style="list-style-type: none"> ■ Berechnung des Leverage Faktors unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur für PAX Verwaltungen von 100%.
Levered Beta	0.40	<ul style="list-style-type: none"> ■ Das levered Beta widerspiegelt das systematische Risiko und beinhaltet sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko des Unternehmens.
Small cap premium	3.60%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Das Small cap premium ist ein Risikozuschlag, welcher bei gering kapitalisierten Unternehmen angewendet wird.¹⁹ ■ Anwendung eines gerundeten Size Premium (Micro Cap). ■ Quelle: Duff & Phelps 2016.
Eigenkapitalkostensatz (gerundet)	7.50%	

¹⁹ Das Small cap premium ergibt sich aus der empirisch nachgewiesenen Tatsache, dass Unternehmen mit einer geringen Marktkapitalisierung historisch eine Überrendite im Vergleich zu der gemäss CAPM-Modell berechneten Rendite erwirtschaften. Aus diesem Grund ist es üblich, für gering kapitalisierte Unternehmen einen Risikozuschlag anzuwenden. Vgl. auch Fama/French: “The Cross-Section of Expected Stock Returns“, The Journal of Finance, 47, S. 427-465.

6.2 WACC der PAX Anlage

Parameter	Wert	Kommentar
Risikoloser Zinssatz (EK)	2.00%	<ul style="list-style-type: none"> In der aktuellen Tiefzinsphase wird der nachhaltige risikolose Zinssatz basierend auf einem realen Zinsniveau von 1.0% und der erwarteten langfristigen Inflationserwartung in der Schweiz von 1.0% ermittelt. Quelle: IMF World Economic Outlook, Oktober 2016
Marktrisikoprämie	5.00%	<ul style="list-style-type: none"> Die Marktrisikoprämie reflektiert die Renditedifferenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios, substituiert durch einen Aktienmarktindex, und der Rendite einer risikofreien Anlage. Quelle: IFBC
Unlevered Beta	0.40	<ul style="list-style-type: none"> Das unlevered Beta widerspiegelt das systematische Risiko eines vergleichbaren, unverschuldeten Unternehmens. Für die Herleitung siehe Anhang. Quelle: Bloomberg
Leverage Faktor	1.33	<ul style="list-style-type: none"> Berechnung des Leverage Faktors unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur und einem relevanten Steuersatz von 22.2%.
Levered Beta	0.53	<ul style="list-style-type: none"> Das levered Beta widerspiegelt das systematische Risiko und beinhaltet sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko des Unternehmens.
Small cap premium	0.00%	<ul style="list-style-type: none"> Bei der Ermittlung der Kapitalkosten für Liegenschaften im Allgemeinen und bei Immobiliengesellschaften im Speziellen wird in der Praxis kein Size Premium berücksichtigt,²⁰ weshalb wir ebenfalls auf die Anwendung eines Size Premium verzichten.
Eigenkapitalkostensatz	4.67%	
Fremdkapitalkostensatz	2.20%	<ul style="list-style-type: none"> Berechnung Fremdkapitalkosten von PAX Anlage unter Berücksichtigung von <ul style="list-style-type: none"> Risikolosen Zinssatz (FK) von 1.50%²¹ Kreditmarge von 70bps basierend auf den aktuellen Kreditkonditionen der PAX Anlage
Steuersatz	22.2%	<ul style="list-style-type: none"> Steuersatz im Kanton Basel-Stadt gemäss KPMG: Swiss Tax Report 2016
Steueradj. FK-Kostensatz	1.71%	
EK-Ratio	70.0%	<ul style="list-style-type: none"> Zielkapitalstruktur basierend auf aktueller Kapitalstruktur von PAX Anlage und der Peer Group Unternehmen zu Marktwerten
FK-Ratio	30.0%	
WACC (nominal, gerundet)	3.80%	
Inflation	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> Quelle: IMF World Economic Outlook, Oktober 2016
WACC (real, gerundet)	2.80%	

²⁰ Duff & Phelps schreibt dazu: „Valuation analysts should not use Risk Premium’s Size Study results to estimate cost of equity for a financial services company. Financial services companies include companies in finance, insurance, or real estate.“, Duff & Phelps: 2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, John Wiley & Sons, Hoboken New Jersey 2016, S. 7-4.

²¹ Risikoloser Zinssatz (EK) > risikoloser Zinssatz (FK) aufgrund unterschiedlicher Annahmen zur unterliegenden Laufzeit (Laufzeit EK > Laufzeit FK).

6.3 Beta Analyse per 31. Dezember 2016

Unternehmen	Steuer- satz ¹	Market cap ² in CHF Mio.	Verzinsliche Verbindlich- keiten ³ in CHF Mio.	Liquide Mittel ³ in CHF Mio.	Net Debt ⁴ in CHF Mio.	Leverage ⁵	Levered adj. Betas ⁶	Unlevered adj. Betas
Allreal Holding AG	17.9%	2'339	1'601	21	1'579	0.64	0.57	0.35
Mobimo Holding AG	17.9%	1'507	1'349	174	1'176	0.69	0.61	0.36
PSP Swiss Property AG	17.9%	4'013	2'248	73	2'176	0.41	0.71	0.50
Swiss Prime Site AG	17.9%	5'841	4'480	161	4'319	0.68	0.68	0.41
Zug Estates Holding AG ⁷⁾	17.9%	817	350	38	312	0.36	0.46	0.34
Mittelwert						0.57	0.61	0.39

Bemerkungen:

- 1) Quelle: KPMG's corporate tax rate table, 7.3.2017.
- 2) basierend auf durchschnittlichem Aktienkurs Q4 2016; inkl. Preferred Equity und Minority Interests; in Mio.
- 3) per 31.12.2016.
- 4) Minimum: 0.-.
- 5) Leverage = 2-Jahres-Durchschnitt [Net Debt (1-Steuersatz) / Equity].
- 6) Quelle Bloomberg, adj. Beta (wöchentliche Renditen, 2 Jahre), 7.3.2017.
- 7) Net Debt per 30.6.2016 (Jahresabschluss 2016 bei Fertigstellung der Fairness Opinion noch nicht publiziert).

6.4 Multiple Analyse per 31. Dezember 2016

Unternehmen	Eigenkapital z.H. der Aktionäre	Latente Steuerassets	Latente Steuerverbind- lichkeiten	NAV vor Steuern	Anzahl Aktien	NAV pro Aktie nach Steuern	NAV pro Aktie vor Steuern	Aktienkurs	NAV Multiples nach Steuern	NAV Multiples vor Steuern
	in CHF Mio.	in CHF Mio.	in CHF Mio.	in CHF Mio.	in Mio.	in CHF	in CHF	in CHF		
Allreal Holding AG	2'087	-35	193	2'245	15.9	131.0	140.9	151.3	1.2x	1.1x
Mobimo Holding AG	1'351	-2	158	1'507	6.2	217.3	242.4	254.8	1.2x	1.1x
PSP Swiss Property AG	3'867	-8	772	4'630	45.9	84.3	101.0	88.0	1.0x	0.9x
Swiss Prime Site AG	5'177	-25	1'072	6'224	71.5	72.4	87.1	83.4	1.2x	1.0x
Zug Estates Holding AG ¹⁾	738	0	96	834	0.5	1'498.9	1'693.8	1'595.0	1.1x	0.9x
Maximum									1.2x	1.1x
Mittelwert									1.1x	1.0x
Minimum									1.0x	0.9x

Quelle: Jahresbericht 2016, Bloomberg.

1) NAV und Aktienkurs per 30. Juni 2016 (Jahresabschluss 2016 bei Fertigstellung der Fairness Opinion noch nicht publiziert).

