

## Fairness Opinion Victoria-Jungfrau Collection AG



**6. Dezember 2013**

(ergänzt gemäss Verfügung der Übernahmekommission 550/02 vom 3. Dezember 2013)



The Corporate Finance Group  
Mergers & Acquisitions

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>4</b>
1.1	Ausgangslage	5
1.2	Unser Auftrag	6
1.3	Beurteilungsgrundlagen	7
<b>2</b>	<b>VJC im Überblick</b>	<b>8</b>
2.1	Kurzbeschreibung	9
3.2	Historische Ergebnisanalyse	11
3.3	Kurze Marktanalyse	12
<b>3</b>	<b>Bewertungsvorgehen und -methoden</b>	<b>15</b>
3.1	Bewertungsvorgehen	16
3.2	Bewertungsmethoden	17
<b>4</b>	<b>Bewertungsüberlegungen</b>	<b>18</b>
4.1	Discounted Cash Flow Methode	19
4.2	Marktwertmethoden	26
4.3	Substanzwertmethode	28
4.4	Analyse des Aktienkurses und Liquiditätsanalyse	29
<b>5</b>	<b>Zusammenfassung und Gesamtbeurteilung</b>	<b>30</b>
<b>Beilagen</b>		
Beilage 1	Vergleichsgruppe für die Herleitung der WACC-Komponenten	
Beilage 2	WACC-Komponenten	
Beilage 3	Trading Multiples	
Beilage 4	Transaction Multiples	

# Abkürzungsverzeichnis (1/2)

<b>AEVIS</b>	AEVIS Holding SA
<b>AG</b>	Aktiengesellschaft
<b>AK</b>	Aktienkapital
<b>ARR</b>	Durchschnittlicher Zimmerpreis (engl. average room rate)
<b>BEHG</b>	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
<b>BRIC</b>	Brasilien, Russland, Indien, China
<b>BX</b>	Berner Börse – BX Berne eXchange
<b>Capex</b>	Investitionen (engl. capital expenditures)
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model
<b>CEO</b>	Geschäftsführer (engl. chief executive officer)
<b>CFO</b>	Finanzchef (engl. chief financial officer)
<b>CHF</b>	Schweizer Franken
<b>DCF</b>	Discounted Cash Flow
<b>d.h.</b>	das heisst
<b>e</b>	Schätzung (engl. estimate)
<b>EBIT</b>	Gewinn vor Zinsen und Steuern (engl. earnings before interest and taxes)
<b>EBITDA</b>	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisierungen (engl. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
<b>EK</b>	Eigenkapital
<b>EUR</b>	Euro
<b>EV</b>	Gesamtunternehmenswert (engl. enterprise value)
<b>FCF</b>	Freier Cash Flow (engl. free cash flow)
<b>FK</b>	Fremdkapital
<b>GOI</b>	Bruttobetriebserfolg (engl. gross operating income)
<b>GOP</b>	Bruttobetriebsgewinn (engl. gross operating profit)
<b>HNWI</b>	Personen mit hohem Eigenkapital (engl. high net worth individuals)
<b>inkl.</b>	inklusive
<b>KPI</b>	Key Performance Indicator
<b>n.a.</b>	nicht anwendbar / nicht erhältlich
<b>MC</b>	Marktkapitalisierung (engl. market capitalisation oder market cap)
<b>MICE</b>	Meetings, Incentives, Conventions, Events

# Abkürzungsverzeichnis (2/2)

<b>NAV</b>	Substanzwert (engl. net asset value)
<b>NUV</b>	Nettoumlaufvermögen
<b>RevPar</b>	Umsatz pro verfügbarem Zimmer (engl. revenue per available room)
<b>SIX</b>	Schweizer Börse - SIX Swiss Exchange
<b>SLI</b>	Swiss Leader Index
<b>sog.</b>	sogenannt
<b>TCHF</b>	Tausend Schweizer Franken
<b>TCFG</b>	The Corporate Finance Group AG
<b>UEK</b>	Übernahmekommission
<b>VJC</b>	Victoria-Jungfrau Collection AG
<b>VRP</b>	Präsident des Verwaltungsrates
<b>VWAP</b>	Volumengewichteter Durchschnittskurs (engl. volume-weighted average price)
<b>WACC</b>	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (engl. weighted average cost of capital)
<b>z.B.</b>	zum Beispiel

# 1. Einleitung

- 1.1 Ausgangslage
- 1.2 Unser Auftrag
- 1.3 Beurteilungsgrundlagen

## 1.1 Ausgangslage



Quelle: [www.victoria-jungfrau-collection.ch](http://www.victoria-jungfrau-collection.ch)

Victoria-Jungfrau Collection AG (nachfolgend auch «VJC» oder die «Gesellschaft») mit Sitz in Interlaken, Schweiz, betreibt und besitzt Luxushotels in der Schweiz. Das Aktienkapital von VJC in der Höhe von CHF 28.0 Mio. ist eingeteilt in 280'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 100.00.

Die VJC-Aktien sind an den Börsen SIX Swiss Exchange und BX Berne eXchange seit 1993 bzw. 1953 kotiert. Am 19. Dezember 2012 gab VJC bekannt, dass diese Kotierungen per 29. November 2013 aufgrund des geringen Handelsvolumens und zur Effizienzsteigerung aufgehoben werden sollen.<sup>1</sup>

Am 21. Oktober 2013 haben Antoine Hubert, seine Ehefrau Géraldine Hubert-Reynard und Michel Reybier mit der AEVIS Holding SA, einer Aktiengesellschaft mit Sitz in Fribourg und Kotierung an der SIX Swiss Exchange (nachfolgend auch "AEVIS"), eine Vereinbarung betreffend den Erwerb einer wesentlichen Beteiligung an VJC sowie der Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebotes an die Aktionäre der Gesellschaft abgeschlossen. Am gleichen Tag haben die Hubert-Reybier Gruppe und AEVIS ihre konsolidierte Beteiligung von 7.78 Prozent des Aktienkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft bekannt gegeben.<sup>2</sup>

Am 24. Oktober 2013 hat AEVIS ihre Absicht bekannt gegeben, ein öffentliches Kaufangebot für die sich im Publikum befindenden VJC-Aktien zu unterbreiten. Gemäss dieser Voranmeldung bezieht sich dieses öffentliche Kaufangebot auf alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der VJC, und der Angebotspreis beträgt CHF 250.00 netto pro Namenaktie.<sup>3</sup>

Am 8. November 2013 ist der definitive Angebotsprospekt publiziert worden und gleichentags hat AEVIS in einer Medienmitteilung bekannt gegeben, dass die Hubert-Reybier Gruppe und AEVIS konsolidiert 13.14 Prozent am Aktienkapital von VJC halten. Die verlängerbare Angebotsfrist läuft vom 28. November 2013 bis zum 30. Dezember 2013.<sup>4</sup>

Im Zusammenhang mit dem Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft nimmt der Verwaltungsrat VJC unter anderem zum Angebotspreis Stellung. Er stützt sich diesbezüglich auf eine Fairness Opinion ab, welche damit integrierender Bestandteil seines Berichtes ist.

<sup>1</sup> <http://www.victoria-jungfrau-collection.ch/getattachment/b7b8f00d-bba9-4c18-8979-2bcb832f9bf5/Victoria-Jungfrau-Collection-will-kunftig-ihre-Namenaktien-übernehmen.pdf>

<sup>2</sup> Quelle: Angebotsprospekt

<sup>3</sup> <http://www.aevis.com/websites/aevis/German/2111/ad-hoc-mitteilungen.html?newsID=1381078>

<sup>4</sup> Quelle: Angebotsprospekt

VJC beauftragte The Corporate Finance Group AG («TCFG») am 4. November 2013 mit der Erstellung einer Fairness Opinion, um das oben erwähnte öffentliche Kaufangebot auf dessen finanzielle Angemessenheit zu überprüfen. Diese Fairness Opinion soll dem Verwaltungsrat VJC sowie den Aktionären der VJC eine Drittmeinung aus neutraler Perspektive geben, ob der offerierte Preis von CHF 250 pro Namenaktie fair und angemessen ist. Die Bewertungsgrundlagen, die Bewertungsmethode und die angewandten Parameter sind in der Fairness Opinion offenzulegen, wobei das vorliegende Gutachten die Ergebnisse unserer Analysen zusammenfasst. Es darf im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot der AEVIS für die sich im Publikum befindenden Namenaktien der VJC veröffentlicht werden.

Der mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragte Dritte muss besonders befähigt sein und vom Anbieter, von der Zielgesellschaft und von den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig sein. TCFG bestätigt, sowohl die Bedingung bezüglich besonderer Befähigung als auch jene bezüglich Unabhängigkeit zu erfüllen.<sup>1</sup> Die UEK hat die entsprechende Einzelfallprüfung für die vorliegende Fairness Opinion vorgenommen.

Diese Fairness Opinion stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Sie enthält auch keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebotes haben kann. Zudem wird keine Aussage gemacht über den zukünftigen Wert einer VJC-Aktie und den Aktienkurs, zu welchem im Kaufangebot nicht angediente VJC-Aktien zukünftig gehandelt werden können.

Die Fairness Opinion stützt sich auf die Beurteilung von Informationen und Grundlagen, deren Vollständigkeit und Richtigkeit wir annehmen und auf die wir uns verlassen, ohne sie selbst oder von einem Dritten zu bestätigen oder zu prüfen. TCFG hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence-Prüfung durchgeführt. Wir gehen im Weiteren davon aus, dass die Unterlagen ordnungsgemäss erstellt worden und die vom Management gemachten Aussagen nach bestem Wissen und Gewissen erfolgt sind, insbesondere die Informationen zur geplanten Entwicklung von VJC. TCFG hat die entsprechenden Plausibilisierungen vorgenommen, übernimmt aber keine Garantie irgendwelcher Art für das Eintreffen dieser Planzahlen. TCFG hat keine Schätzungen oder Bewertungen von einzelnen Aktiva oder Passiva vorgenommen und hat die Vermögenswerte der VJC nicht besichtigt.

<sup>1</sup> <http://www.takeover.ch/transactions/document/id/2183>

## 1.3 Beurteilungsgrundlagen

Name	Position
Beat R. Sigg	VRP und CEO
Patrick Bachmann	CFO

Als Ansprechpartner stand uns der Ausschuss des Verwaltungsrates zur Verfügung, welcher aus den Herren Beat R. Sigg, VRP und CEO, Peter Stähli, Vizepräsident des Verwaltungsrates, und Urs Berger, Mitglied des Verwaltungsrates, besteht. Die beiden nebenstehend aufgeführten Mitglieder der Geschäftsleitung VJC standen uns im Weiteren für die Beantwortung von Fragen, insbesondere im Zusammenhang mit dem Finanzplan, zur Verfügung.

Für die Erarbeitung unserer Fairness Opinion haben wir uns im Wesentlichen auf folgende Grundlagen und Informationen abgestützt:

- Öffentliche zugängliche Informationen über VJC, insbesondere die Geschäftsberichte 2009-2012, die Halbjahresberichte per 30.06.2012 und per 30.06.2013 sowie Pressemitteilungen und Zeitungsberichte,
- Interne Finanzplanung VJC, insbesondere der Forecast 2013, das Budget 2014 sowie die Mittelfristplanung 2015-2019 inklusive den zugrunde liegenden KPI und Rohdaten sowie die Investitionsplanung (jeweils pro Gesellschaft und konsolidiert),
- Interner und ungeprüfter Quartalsabschluss per 30.09.2013,
- Strategiepapier VJC vom Oktober 2013 und Risikobericht des Verwaltungsrates vom Mai 2012,
- Expertise über den Verkehrswert der nicht betrieblichen Landreserve in Interlaken vom November 2013,
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter kotierten Vergleichsunternehmen in der Luxushotellerie («Peer Group»),
- Multiplikatoren von vergleichbaren Unternehmenstransaktionen in der Luxushotellerie,
- Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung relevanter Bewertungsparameter.

### Hinweise:

Unsere Beurteilung basiert auf aktuellen markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Bedingungen.

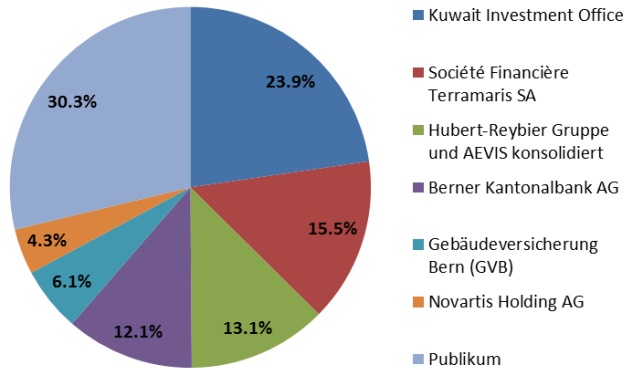
Im Weiteren hat sich TCFG auf Zusicherungen ihrer Ansprechpartner abgestützt, dass sich diese keiner Tatsachen oder Umstände bewusst sind, wonach die verwendeten Informationen zur Erstellung der vorliegenden Fairness Opinion ungenau, irreführend oder unvollständig wären.



## **2. VJC im Überblick**

- 2.1 Kurzbeschreibung**
- 2.2 Historische Ergebnisanalyse**
- 2.3 Kurze Marktanalyse**

### Aktionärsstruktur per 8. November 2013



Quellen: SIX Swiss Exchange, Geschäftsbericht VJC 2012 und Medienmitteilung AEVIS vom 08.11.2013

### Standorte



### Finanzielle Kennzahlen (in CHF Mio.)

Umsatz 2012	72.1
EBITDA 2012	2.8
EBIT 2012	-1.5
Konzernergebnis 2012	-2.2
Eigenkapital per 30.06.2013	64.2

Quelle: Geschäftsbericht VJC 2012

VJC mit Sitz in Interlaken betreibt und besitzt Luxushotels in der Schweiz.

Die Gesellschaft wurde 1895 unter dem Namen Grand Hotel Victoria-Jungfrau AG mit dem Zweck des Betriebs der sich zusammenschliessenden Hotels Victoria und Jungfrau gegründet. Durch die Akquisition folgender Hotels betreibt die Gesellschaft heute vier 5-Sterne-Hotels:

1997: Palace Luzern, Luzern (Immobilie und Betrieb)

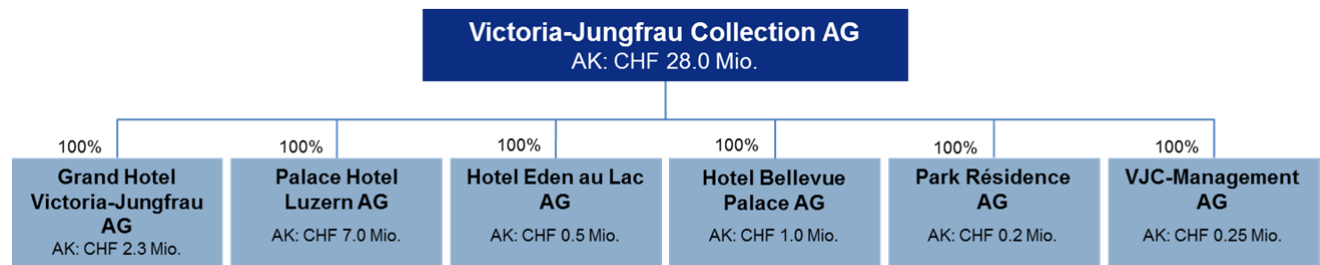
2005: Eden au Lac, Zürich (Immobilie und Betrieb)

2007: Bellevue Palace, Bern (Betrieb)

2007 wurde die Gesellschaft in VJC umbenannt. Im Geschäftsjahr 2011 wurde die Hotelimmobilie in Luzern an den Credit Suisse Real Estate Fund Hospitality verkauft.

VJC als Holdinggesellschaft hält jeweils 100% der Hotelgesellschaften. Zusätzlich hält sie 100% der Park Résidence AG, welche Hotelpersonalunterkünfte bereitstellt und betreibt, sowie 100% der VJC-Management AG, welche Managementleistungen für die Hotelbetriebe erbringt. Im Weiteren hält VJC eine kleine Beteiligung von 8.3% an der Parkhaus Casino-Palace AG in Luzern.

Nachfolgend wird die Gruppenstruktur mit den konsolidierten Gesellschaften aufgezeigt.



Quelle: Geschäftsbericht VJC 2012

### Strategie VJC

VJC gehörte mit ihren vier 5-Sterne-Hotels seit Jahren zu den profitablen und führenden Hotelgruppen im Luxussegment in der Schweiz. Durch die Finanz- und Währungskrise haben sich wichtige Rahmenbedingungen wesentlich verändert und zu einem bedeutenden Rückgang der Gäste aus dem EU-Raum und einem kontinuierlichen Rückgang des MICE-Geschäftes geführt.

VJC positioniert sich heute als die führende Gruppe von 5-Sterne-Häusern mit Heritage-Charakter in der Schweiz. Sie differenziert sich beim Kunden durch individuelle und bedürfnisgerechte Gesamtangebote und Lösungen aus einer Hand über die gesamte Wertschöpfungskette des Individual- und Business-tourismus sowie der MICE-Branche. Dementsprechend erachtet VJC auch das Angebot ausserhalb des Hotels als entscheidend (Ausstellungen, Konzerte etc.) und deshalb wird eine Verlängerung der Wertschöpfungskette angestrebt.

VJC betreibt eine aktive Steuerung der Erträge, erzielt Kosteneinsparungen, steigert die Qualität, ist innovativ und verfolgt eine längerfristig ausgerichtete Investitionspolitik. Die Verantwortlichen der vier Hotels und ihre Teams legen den Fokus ihres Engagements auf die Festigung der Gästezufriedenheit, auf die Gewinnung neuer Gäste, auf die kontinuierliche Optimierung des Produkts und der Prozesse sowie auf die Entwicklung der Mitarbeitenden.

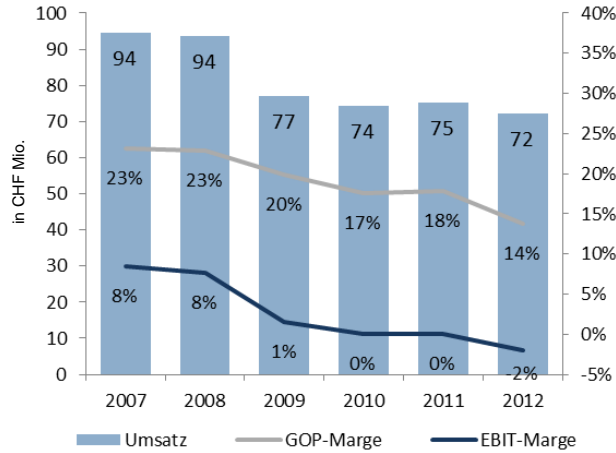
Nachstehend sind die wichtigsten **Kennzahlen 2012** der vier VJC-Hotels aufgeführt:

Hotel	Victoria-Jungfrau	Palace Luzern	Eden au Lac	Bellevue Palace
Standort	Interlaken	Luzern	Zürich	Bern
Besitzerin der Hotelimmobilie	VJC	CS Real Estate Fund Hospitality	VJC	Schweiz. Eidgenossenschaft
Umsatz in CHF Mio.	31.9	15.1	6.6	17.7
Bruttobetriebserfolg (GOI) in % des Umsatzes	40.5%	34.8%	41.4%	39.4%
Bruttobetriebsgewinn (GOP) in % des Umsatzes	15.5%	2.0%	12.4%	21.2%
Average Room Rate in CHF	366	362	423	352
RevPar in CHF	192	170	239	130
Anzahl Zimmer	224	130	50	126
Anzahl Betten	426	256	79	225
Zimmerbelegung in %	53.5%	47.6%	56.5%	37.9%
Bettenbelegung in %	47.1%	34.5%	41.5%	27.7%

Quelle: Geschäftsbericht VJC 2012

## 2.2 Historische Ergebnisanalyse

### Entwicklung Umsätze und Profitmargen



Quelle: Geschäftsberichte VJC 2007 bis 2012

### Geschäftsjahr 2012

VJC erzielte im Geschäftsjahr 2012 einen Umsatz von CHF 72 Mio., was einer Abnahme von rund 4% oder CHF 3 Mio. gegenüber dem Vorjahr entspricht. Hauptgründe für den tieferen Umsatz sind der um CHF 1 Mio. tiefere Restaurationsertrag und der Wegfall von Sondererträgen von CHF 2 Mio. im Zusammenhang mit dem Brandfall im Spa des Hotels Victoria-Jungfrau. Bei gleichzeitiger Erhöhung der Personalkosten um 3%, bedingt durch den neuen Gesamtarbeitsvertrag im Gastgewerbe, fällt der Bruttobetriebsgewinn GOP von CHF 13 Mio. in 2011 auf CHF 10 Mio. in 2012. Es gilt zu erwähnen, dass Hotels in der Schweiz im Vergleich zum Ausland mit hohen Personalkosten konfrontiert sind, was in dieser personalintensiven Branche stark ins Gewicht fällt.

### Entwicklung 2007 bis 2012

Die Umsatzentwicklung über die letzten 6 Jahre ist geprägt durch zwei exogene Einflüsse: (1) die globale Wirtschaftskrise und (2) die damit verbundene Stärke des Schweizer Frankens. Der daraus resultierende Umsatzeinbruch in 2009 betrug CHF 17 Mio. Mit einer Reduktion von 21% war der Beherbergungsertrag am stärksten betroffen. Der Restaurations- bzw. der Spa-Ertrag sank im Krisenjahr 2009 um je 14%. Die tieferen Erträge konnten nicht vollständig durch tiefere Betriebsaufwendungen kompensiert werden, so dass der GOP in 2009 von CHF 21 Mio. auf CHF 15 Mio. fiel.

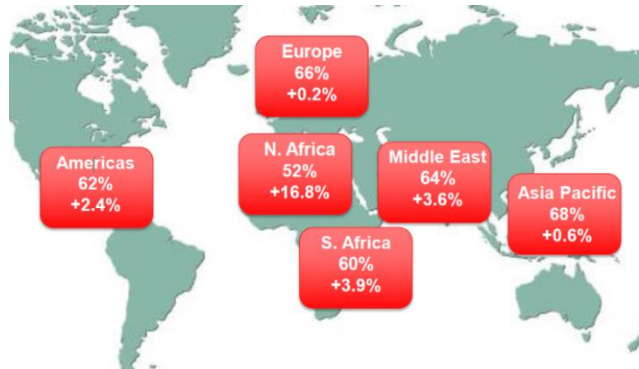
Seit 2009 reduzierte sich der Gesamtumsatz bis 2012 um durchschnittlich 2% pro Jahr. Der Beherbergungsertrag fiel in dieser Periode im Schnitt um 2%, der Restaurationsertrag um 3% und der Spa-Ertrag entwickelte sich relativ stabil. Zwischen 2009 und 2012 fiel der GOP von CHF 15 Mio. auf CHF 10 Mio., was in etwa der Umsatzeinbusse in der gleichen Periode entspricht.

Durch den Verkauf der Hotelliegenschaft in Luzern steigt ab 2011 der Mietaufwand, was den EBITDA negativ beeinträchtigt. Andererseits beeinflussen die wegfallenden Abschreibungen den EBIT positiv.

## 2.3 Kurze Marktanalyse – International

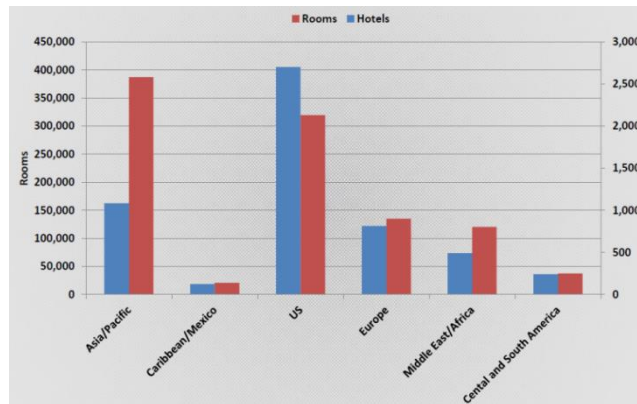
### Zimmerauslastungen 2012 weltweit

(inkl. Veränderung gegenüber dem Vorjahr)



Quelle: Rezidor Investor Day Presentation, 05.06.2013

### Geplante Kapazitätsvergrößerungen



Quelle: Rezidor Investor Day Presentation, 05.06.2013

Im Jahr 2012 haben die weltweiten Zimmerauslastungen unterschiedliche Wachstumsraten erzielt. Während in Europa die Zimmerauslastung nur um 0.2% gestiegen ist, haben Nordafrika und der mittlere Osten deutlich stärkere Wachstumsraten verzeichnet. Die durchschnittliche Zimmerrate (Average Room Rate oder ARR) ist 2012 in Europa ebenfalls angestiegen und zwar um 4.7% auf durchschnittlich EUR 104. Im bisherigen Verlauf von 2013 zeichnet sich allerdings eine leicht sinkende durchschnittliche Zimmerrate ab.

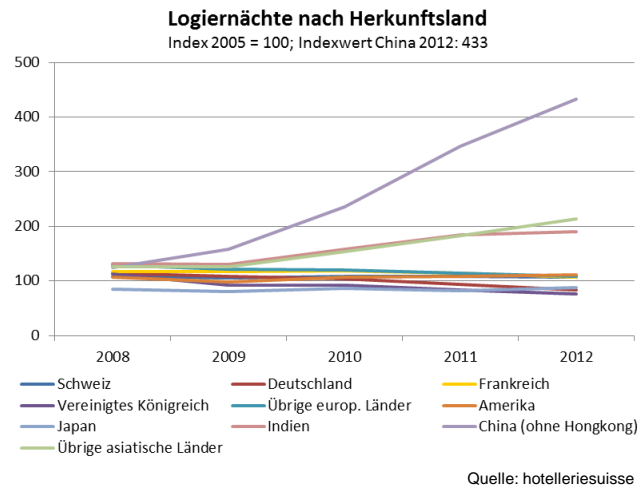
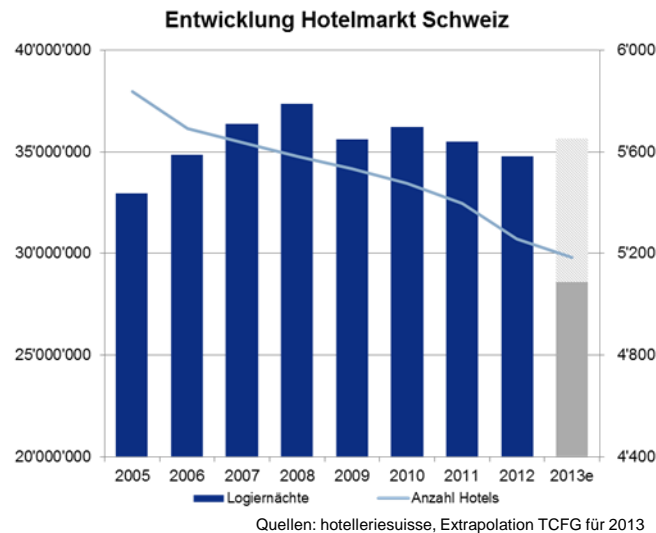
Angeichts der steigenden Auslastung planen die grossen Hotelketten den Aufbau weiterer Kapazitäten, wobei sich die Schwerpunkte der geplanten Expansion in Asien und Nordamerika finden. In Europa befinden sich momentan rund 800 Hotels mit insgesamt rund 135'000 Hotelzimmern in Konstruktion oder in konkreter Planung.

Der globale Luxusreisemarkt hat 2011 und 2012 ein starkes Wachstum verzeichnet, nach sehr schwierigen Jahren 2009 und 2010. Einer der wesentlichen Wachstumstreiber war der Anstieg von HNWI's, primär in den BRIC-Staaten. Es wird erwartet, dass sich das Wachstum des globalen Luxusreisemarktes in den nächsten Jahren fortsetzen wird.<sup>1</sup> Luxushotels werden sich auf betriebliche Effizienzsteigerungen, auf die Reduktion von Kundendienstleistungen ohne Mehrwert, auf wertsteigernde mobile Applikationen und auf die zusätzliche Gewinnung von HNWI's ausrichten. Auch im Luxussegment ist das Internet als Buchungskanal nicht mehr wegzudenken, und auch der Trend zu kürzeren Aufenthalten ist feststellbar.

Ein weiterer wichtiger Trend in der weltweiten Hotellerie ist «Asset light». Um Expansionen voranzutreiben und gleichzeitig das eigene Risiko zu minimieren, setzen internationale Hotelketten auf Betreiberverträge, anstatt Immobilien zu erwerben. Die Verantwortung für den Kauf und das Eigentum von Hotelimmobilien wird dabei Drittinvestoren überlassen. Dabei kommen Pacht-, Management- oder Franchiseverträge zur Anwendung, welche dem Eigentümer der Hotelimmobilie Zugriff auf die Managementteams und die Erfahrung des Betreibers geben, einen zentralisierten Einkauf zulassen und es erlauben, von den durch die Hotelketten erbrachten Skaleneffekten zu profitieren. Ausserdem können der Bekanntheitsgrad der Marke, die Qualitätssicherung durch operative und bauliche Standards sowie zentralisierte Distributions- und Buchungssysteme zu erhöhten Auslastungen und Mehrumsätzen führen. Zusätzlich ziehen weltweit präsente Hotelketten überdurchschnittlich viele Gäste aus Wachstumsmärkten an, welche international bekannten Marken vertrauen.

<sup>1</sup> The Global Luxury Hotels Market – Key Trends and Opportunities to 2017

## 2.3 Kurze Marktanalyse – Schweiz (1/2)



- Durch die Finanz- und Wirtschaftskrise wurde seit 2008 eine deutliche Einbusse in Bezug auf die Anzahl Logiernächte verzeichnet. Die Hotel- und Restaurantbetriebe in der Schweiz hatten mit starkem Margendruck und ausbleibenden Gästen zu kämpfen.
- Betrachtet man die Entwicklung bis Ende September 2013 und das bisherige Wachstum von rund 2.5% (zu Vorjahr), dürfte das Jahr 2013 mit geschätzten 35.6 Mio. Logiernächten leicht über dem Vorjahr liegen.
- Die Anzahl der Hotel- und Kurbetriebe in der Schweiz sank in den letzten 20 Jahren um rund 19% auf 5'200 Betriebe. Dieser Rückgang ging vorwiegend zu Lasten der tieferen Sternekategorien. In den 5-Sterne-Betrieben hingegen wurde eine Zunahme von rund 13% verzeichnet. In dieser Kategorie spielen in der Schweiz auch Mäzene, welche nicht nur renditeorientiert denken, teilweise eine bedeutende Rolle.
- Die Tendenz einer sinkenden Aufenthaltsdauer von 2.5 Tage (2000) auf 2.1 Tage (2012) ist auf vermehrte Kurzreisen sowie auf eine strukturelle Umschichtung der Gästezusammensetzung zurückzuführen.
- Aufstrebende Schwellenländer wie China (ohne Hongkong), Indien und andere asiatische Länder bieten grosses Potenzial für den Schweizer Hotelmarkt. In absoluten Zahlen betrachtet, sind deren Anteile an Logiernächten zur Zeit noch relativ klein.
- In der Schweiz werden rund 45.1% der Logiernächte von Inländern generiert. Betrachtet man die ausländischen Gäste in der Schweiz, logieren die deutschen Gäste am häufigsten in der Schweiz (13.3%), gefolgt von Grossbritannien (4.4%) und den USA (4.4%).
- Ausserdem ist ein Einbruch der Nachfrage an Logiernächten bei Ländern mit im Vergleich zum Schweizer Franken schwächeren Währungen festzustellen.

## 2.3 Kurze Marktanalyse – Schweiz (2/2)



- Die führenden vier Touristenregionen Zürich Region, Graubünden, Wallis und Berner Oberland verzeichnen zusammen mehr als die Hälfte aller Logiernächte.
- Drei der vier Standorte von VJC befinden sich in den attraktivsten Touristenregionen der Schweiz (Zürich Region, Berner Oberland, Luzern).
- Die meisten Gäste in der Schweiz logieren in den Bergregionen (44.9%), wobei 2012 ein Rückgang der Anzahl Logiernächte zu verzeichnen war. Die grossen Städte verzeichnen 27.4% aller Logiernächte und konnten in den vergangenen Jahren die Anzahl Logiernächte stets erhöhen. Kleine Städte können 17.8% der Logiernächte verbuchen, während die Landregionen mit 9.9% den kleinsten Anteil halten. Im Hinblick auf die Bettenauslastung zeigt sich, dass Hotels in den grossen Städten mit 51.4% eine höhere Auslastung aufweisen können als jene in Bergregionen (30.3%), in kleinen Städten (39.5%) oder in Landregionen (25.6%).
- Bei den insgesamt 93 5-Sterne Hotel- und Kurbetrieben wurde 2012 in den Stadtbetrieben eine Abnahme der Anzahl Logiernächte von 2.1% verzeichnet, während die Ferienbetriebe eine Einbusse von 7.4% hinzunehmen hatten.

Benchmarking 2012 Schweiz	Schweiz (5*) Ferien	Schweiz (5*) Stadt	Victoria- Jungfrau	Palace Luzern	Eden au Lac	Bellevue Palace
Zimmerauslastung	59.6%	47.2%	53.5%	47.6%	56.5%	37.9%
Durchschnittlicher Zimmerpreis (CHF)	580	522	366	362	423	352
RevPar	364	313	192	170	239	130
Logiernächte	35'125	43'024	43'840	22'629	10'337	17'761
Aufenthaltsdauer (in Tagen)	2.28	2.28	2.15	1.86	1.84	1.63
Gesamtertrag (TCHF)	19'601	31'787	31'946	15'089	6'622	17'743
Direkter Personalaufwand - in % Gesamtertrag	36.6%	38.5%	50.3%	57.3%	56.0%	48.5%
Bruttobetriebserfolg (GOI) - in % Gesamtertrag	45.1%	40.4%	40.5%	34.8%	41.4%	39.4%
Bruttobetriebsgewinn (GOP) - in % Gesamtertrag	19.5%	16.6%	15.5%	2.0%	12.4%	21.2%

Quellen: hotelleriesuisse Jahrbuch 2013, VJC Geschäftsbericht 2012

- Das Hotel Victoria-Jungfrau verzeichnet als Hotel in einer Schweizer Ferienregion eine unterdurchschnittliche Zimmerauslastung, wobei zu beachten ist, dass es sich bei diesem Haus um ein Ganzjahreshotel handelt. Bei den Stadthotels liegt das Eden au Lac über Durchschnitt, das Palace Luzern auf dem Durchschnitt und das Bellevue Palace deutlich unter Durchschnitt.
- Die durchschnittlichen Zimmerpreise als auch die Umsätze pro verfügbarem Zimmer liegen bei sämtlichen VJC-Hotels deutlich unter dem Schweizer Durchschnitt. hotelleriesuisse weist allerdings darauf hin, dass die Daten statistisch keinen Anspruch auf Repräsentativität und Vollständigkeit erheben.

### **3. Bewertungs- vorgehen und -methoden**

- 3.1 Bewertungsvorgehen**
- 3.2 Bewertungsmethoden**



### Grundsätze

Ziel der vorliegenden Fairness Opinion ist es, den objektiven Wert einer VJC-Aktie per 28. November 2013 zu bestimmen. Dabei ermitteln wir eine entsprechende Wertbandbreite. Um von uns als fair beurteilt zu werden, muss der Angebotspreis von CHF 250.0 pro Namenaktie innerhalb dieser Bandbreite oder darüber liegen.

Es wird von der unveränderten Fortführung von VJC ausgegangen («going concern»). Dies gilt insbesondere auch für das Hotel Eden au Lac in Zürich, welches gemäss Angaben unserer Ansprechpartner auch einer alternativen Nutzung zugeführt und damit voraussichtlich ein Mehrwert erzielt werden könnte. Ebenfalls sind keine Sale and Lease back – Transaktionen berücksichtigt worden, da dies nicht der aktuellen Strategie VJC für die beiden Hotelimmobilien in Interlaken und Zürich entspricht.

Wir bewerten die einzelnen Hotels bzw. operativen Gesellschaften separat nach den auf der folgenden Seite aufgeführten Bewertungsmethoden, d.h. nach der Methode der sog. Sum of the Parts: Grand-Hotel Victoria-Jungfrau AG, Palace Hotel Luzern AG, Hotel Eden au Lac AG, Hotel Bellevue Palace AG und Park Résidence AG. Die in der Holding- und der Management-Gesellschaft anfallenden Kosten werden gemäss verwendetem Schlüssel auf diese fünf operativen Gesellschaften alloziert. Unseres Erachtens ist diese Bewertung der einzelnen Teile zielführend, da VJC sowohl über Hotels mit einer eigenen Immobilie verfügt (Interlaken, Zürich) als auch nur den Hotelbetrieb wahrnimmt (Luzern, Bern). Diese beiden Bereiche weisen unterschiedliche Rendite-/Risikoprofile auf, weshalb sie bewertungstechnisch auseinander zu halten sind. Im Übrigen ziehen diese beiden Bereiche auch unterschiedliche Investorengruppen an.

Die Bewertungsüberlegungen erfolgen auf einer sogenannten stand alone – Basis und beschränken sich somit auf VJC. Wir stützen uns dabei vor allem auf Planrechnungen ab, die von einer selbständigen Geschäftsentwicklung von VJC ausgehen. Eine Übernahme der VJC würde es einem Käufer, der in derselben Branche tätig ist, ermöglichen, Synergiepotentiale auf der Ertrags- und Kostenseite zu realisieren. Er wäre deshalb wohl bereit, eine Synergie-Prämie zu bezahlen, da er bei Ausschöpfung des Synergiepotentials eine zusätzliche Wertsteigerung erzielen kann. Unsere Fairness Opinion berücksichtigt diese Synergiepotentiale nicht, da diese bei einer stand alone – Betrachtung nicht realisiert werden können.

Bei der Unternehmensbewertung werden die nicht betrieblichen Aktiven und Passiven separat bewertet.

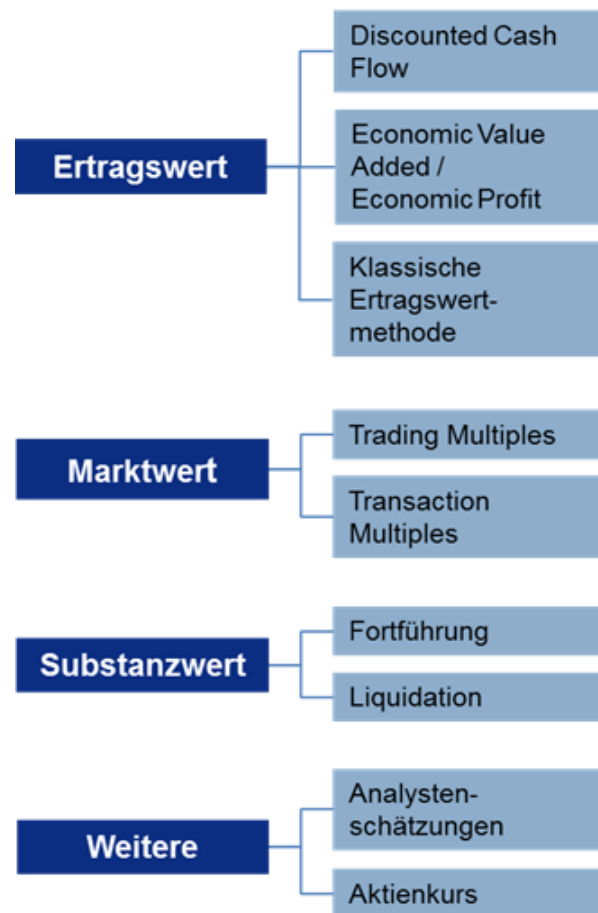
### Anzahl Aktien

Das ordentliche Aktienkapital von VJC beträgt CHF 28.0 Mio. und ist eingeteilt in 280'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 100.0. Es besteht kein genehmigtes oder bedingtes Kapital. Es sind weder Wandelanleihen noch Optionen ausstehend. Die Gesellschaft hält 3'614 eigene Aktien. Diese sind nicht relevant für die Bewertung von VJC, da ein Erwerber diese eigenen Aktien nicht kaufen muss, um die Kontrolle über die Gesellschaft zu erlangen.

Zu berücksichtigende Aktien	Anzahl
Anzahl kotierte Namenaktien	280'000
Eigene Aktien	-3'614
Anzahl zu berücksichtigender Aktien	276'386

Quelle: Geschäftsbericht VJC 2012, Dispo-Bestand per 05.11.2013 gemäss VJC

## Überblick Bewertungsmethoden



Bei den Bewertungsmethoden wird grundsätzlich zwischen Ertragswert-, Marktwert-, Substanzwert- und weiteren Methoden unterschieden (siehe nebenstehende Grafik).

Die Bewertungslehre und -praxis geht davon aus, dass die **Discounted Cash Flow (DCF)-Bewertung** grundsätzlich die richtige Methode ist. Die zukünftigen Geldflüsse, welche ein Investor erwarten kann und welche auf den Bewertungszeitpunkt abdiskontiert werden, bilden dabei als Standardmethode den Unternehmenswert ab. Basis bilden die zukünftigen freien Cash Flows des Bewertungsobjektes. Die DCF-Methode erlaubt es, unternehmensspezifische Faktoren zu berücksichtigen, da die Finanzzahlen des Unternehmens im Detail modelliert werden. Der DCF-Wert ist von der geplanten zukünftigen Entwicklung der Unternehmung abhängig und basiert deshalb auf den vorhandenen Planzahlen. Wir verwenden die DCF-Bewertung als primäre Bewertungsmethode und wenden diese auf jede der fünf operativen Gesellschaften separat an.

Die Marktwert-Methode mittels **Trading Multiples** basiert auf den aktuellen und absehbaren Ergebnissen von VJC. Dabei muss die tatsächliche Vergleichbarkeit mit der gewählten Vergleichsgruppe («Peer Group») immer kritisch hinterfragt werden. Wir bevorzugen grundsätzlich EV/EBITDA-Multiples, da Umsatz-Multiples der Rentabilität nicht Rechnung tragen sowie EV/EBIT- und P/E-Multiples durch unterschiedliche Abschreibungen, Finanzierungsstrukturen und Steuern beeinflusst werden. Auch bei der Ermittlung der Marktwerte mittels **Transaction Multiples** ist ein grosses Augenmerk auf die Vergleichbarkeit mit den betrachteten Transaktionen zu legen. Diese Marktwertansätze werden für Plausibilitätschecks verwendet und haben im Verhältnis zur DCF-Methode eine untergeordnete Bedeutung für die Bewertung von VJC. Wir wenden deshalb die Trading und Transaction Multiples auf Stufe des Gesamtunternehmens an.

Da der **Substanzwert** vergangenheitsorientiert ist und der Rentabilität, d.h. der Verzinsung des investierten Kapitals, keine Beachtung geschenkt wird, handelt es sich lediglich um einen Teilwert, weshalb ihm in der Bewertungslehre und -praxis sowie für die Bewertung von VJC eine untergeordnete Bedeutung zukommt. Der Substanzwert zu Liquidationswerten gilt als Wertuntergrenze eines Unternehmens, sofern das Unternehmen nach streng ökonomischen Grundsätzen geführt wird.

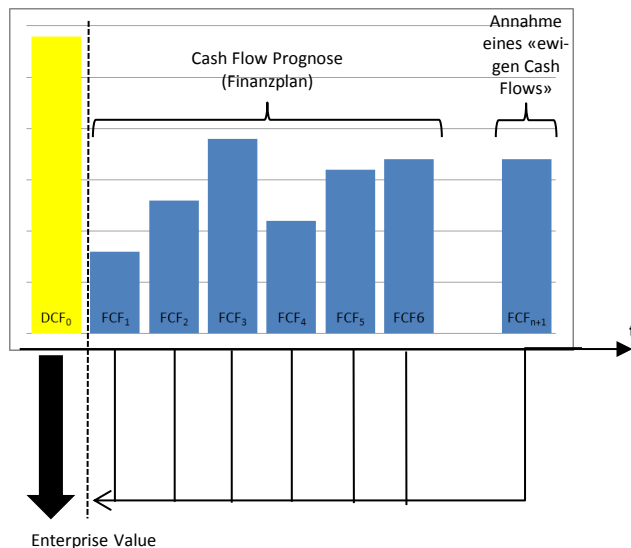
Grundsätzlich ist der **Aktienkurs** einer börsenkotierten Gesellschaft ein Indikator für den Unternehmenswert. Voraussetzung dafür ist jedoch ein hinreichend liquider Handel, damit sich ein Marktpreis bilden kann. Für VJC ist dies nicht der Fall (siehe Ziffer 4.4), so dass die Aussagekraft des Aktienkurses für die Bestimmung des fairen Wertes von VJC limitiert ist. Analystenschätzungen bzw. Kursziele von Finanzanalysten sind für die VJC-Aktie nicht verfügbar, da diese nicht von Finanzanalysten abgedeckt wird.

## **4. Bewertungs- überlegungen**

- 4.1 Discounted Cash Flow Methode**
- 4.2 Marktwertmethode**
- 4.3 Substanzwertmethode**
- 4.4 Aktienkurs- und Liquiditätsanalyse**

## 4.1 Discounted Cash Flow Methode – Grundlagen

### DCF Methode



Die Discounted Cash Flow Methode bestimmt den Unternehmenswert mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cash Flows («FCF») mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz («Weighted Average Cost of Capital» oder «WACC»). Unter dem FCF wird der operative Brutto Cash Flow abzüglich der Investitionen in das Anlage- und Nettoumlaufvermögen verstanden. Dies sind somit jene Cash Flows, welche den Fremd- und Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen (Bruttoansatz). Die freien Cash Flows werden über einen Zeitraum von 6 Jahren detailliert modelliert basierend auf den vorhandenen Finanzplänen der fünf zu bewertenden operativen Gesellschaften.

Für die weiteren Planjahre wird ein «ewiger Cash Flow» und eine ewige Wachstumsrate angenommen und daraus der Residualwert berechnet. Erfahrungsgemäss hat der Residualwert bei DCF-Bewertungen ein hohes Gewicht. Die diskontierten FCF's der ersten 6 Planjahre sowie der diskontierte Residualwert ergeben den Gesamtunternehmenswert («Enterprise Value»). Davon ausgehend wird die Nettoverschuldung bzw. die Nettoliquidität sowie das nicht betriebliche Nettovermögen berücksichtigt, um zum Eigenkapitalwert («Equity Value») zu gelangen.

Die freien Cash Flows werden nach Steuerbelastung dargestellt, weshalb die Diskontierung mit dem WACC nach Steuern erfolgt (sog. Nachsteuer-WACC, siehe hinten).

Um den unterschiedlichen Rendite-/Risiko-Profilen der einzelnen operativen Gesellschaften Rechnung zu tragen, wird zwischen einem WACC Asset light (für Palace Hotel Luzern AG und Hotel Bellevue Palace AG; beide Gesellschaften halten keine Hotelimmobilien) und einem WACC Asset heavy (für Grand Hotel Victoria-Jungfrau AG, Hotel Eden au Lac AG und Park Résidence AG) differenziert. Wie in Ziffer 3.1 erwähnt, berücksichtigen wir damit, dass VJC über Hotels mit und ohne Immobilie verfügt. Die ermittelte Vergleichsgruppe für VJC wird anhand der beiden Kennzahlen Sachanlagen in % der Bilanzsumme und Umsatz in % Bilanzsumme in diese beiden Kategorien unterteilt (siehe Beilage 1).

Wie VJC gehen wir von einer Steuerbelastung von durchschnittlich 20% für Interlaken, Zürich und Bern sowie von 12% für Luzern aus.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Quelle: Geschäftsbericht VJC 2012, Seite 48

## 4.1 Discounted Cash Flow Methode – Annahmen (1/3)

KPIs VJC	Ø 2007-2008	Ø 2009-2012	Ø 2013-2019	2019+
Umsatzveränderung	-1.0%	-6.3%	4.1%	0.0%
GOI in % Umsatz	46.7%	42.2%	43.4%	45.8%
GOP in % Umsatz	23.0%	17.2%	19.9%	23.8%
EBITDA in % Umsatz	16.9%	9.0%	10.9%	15.2%
Capex in % Umsatz	1.7%	5.3%	7.9%	7.6%
NUV in % Umsatz	1.1%		1.1%	1.1%

Quellen: Geschäftsberichte VJC, Finanzplanung VJC, Analyse TCFG

Die vorliegenden Finanzpläne pro Gesellschaft wurden mit CEO und CFO von VJC detailliert besprochen. Dabei wurden die Planzahlen kritisch hinterfragt. Insbesondere die branchenüblichen Profitabilitätskennzahlen (z.B. GOI Beherbergung und GOI Restauration, GOI total, GOP total) und das Benchmarking gemäss hotellerieuisse sowie der Vergleich mit der historischen Entwicklung VJC haben dabei eine wesentliche Rolle gespielt. Der Residualwert 2019+ basiert auf nachhaltigen Annahmen bezüglich Umsatz, Margen, Abschreibungen und Investitionen. Für die Berechnung des Residualwertes wird eine nachhaltige Wachstumsrate von 1.0% angenommen, die der langfristig erwarteten Inflation in der Schweiz entspricht.<sup>1</sup> Der Einfachheit halber wird angenommen, dass die freien Cash Flows von VJC gleichmässig verteilt über ein Geschäftsjahr anfallen.

Die wichtigsten konsolidierten KPIs von VJC sind nebenstehend für die Zukunft und die Vergangenheit dargestellt und werden nachfolgend kommentiert.

Historische KPIs	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Umsatz in TCHF	94'499	93'561	77'030	74'193	75'163	72'072
Umsatzveränderung	40.6%	-1.0%	-17.7%	-3.7%	1.3%	-4.1%
GOI in TCHF	44'041	43'720	33'687	31'635	32'162	28'595
GOI in % Umsatz	46.6%	46.7%	43.7%	42.6%	42.8%	39.7%
GOP in TCHF	21'892	21'426	15'331	12'982	13'360	9'929
GOP in % Umsatz	23.2%	22.9%	19.9%	17.5%	17.8%	13.8%
EBITDA in TCHF	16'205	15'659	9'498	8'151	6'437	2'825
EBITDA in % Umsatz	17.1%	16.7%	12.3%	11.0%	8.6%	3.9%
Capex in TCHF	1'652	1'579	1'487	7'342	3'954	3'015
Capex in % Umsatz	1.7%	1.7%	1.9%	9.9%	5.3%	4.2%
NUV in % Umsatz	3.6%	2.1%	-0.8%	2.5%	2.6%	-4.3%

Quelle: Geschäftsberichte VJC, Analyse TCFG

### Umsatz

Wie in Ziffer 2.2 erläutert, hat VJC in den vergangenen Jahren stark unter den Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise und der damit verbundenen Stärke des Schweizer Franken gelitten. Vor Ausbruch der Krise hatte VJC Umsätze in der Grössenordnung von CHF 94 Mio. erwirtschaftet. Es gilt zu beachten, dass das Umsatzwachstum von 40.6% im Geschäftsjahr 2007 auf die erstmalige Konsolidierung der Hotel Bellevue Palace AG zurückzuführen ist; das entsprechende organische Wachstum betrug 9.9%.

Aufgrund des erwarteten Wachstums des globalen Luxusreisemarktes und dem grossen Potenzial in den BRIC-Staaten (siehe Ziffer 2.3) geht VJC von einer Erholung des Umsatzes in den nächsten Jahren aus. Insbesondere das Renovationsprojekt für das Hotel Eden au Lac soll es VJC ermöglichen, dieses 5-Sterne-Haus auf dem Platz Zürich besser zu positionieren und ab 2016 einen höheren ARR zu erzielen. Ohne diese geplante Umsatzsteigerung beim Eden au Lac würde das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum 2013-2019 3.4% betragen (anstatt 4.1%), was wir als ambitioniert, aber erreichbar erachten.

### GOI und GOP

In den Jahren 2007 und 2008 vor der Finanz- und Wirtschaftskrise erzielte VJC einen GOI von rund CHF 44 Mio. und einen GOP von rund CHF 21 bis 22 Mio. Da der Hotelbetrieb mit relativ hohen Fixkosten verbunden ist, führte der Umsatzrückgang in den vergangenen Geschäftsjahren zu sinkenden GOI- und GOP-Margen. Der seit anfangs 2012 geltende Gesamtarbeitsvertrag im Gastgewerbe beeinflusste diese Margen zusätzlich negativ.

<sup>1</sup> basierend auf International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2013

Auf der anderen Seite erwartet VJC, dass mit der erwarteten Umsatzsteigerung insbesondere der bedeutende Kostenblock Personalaufwand unterproportional steigen wird, so dass sich diese Margen wieder erholen werden. Es ist ersichtlich, dass im (nachhaltigen) Residualjahr 2019+ die GOI- und GOP-Margen von 45.8% bzw. 23.8% innerhalb der hotelleriesuisse-Richtwerte von 42% bis 50% bzw. 20% bis 25% liegen.<sup>1</sup>

### EBITDA

In den Geschäftsjahren 2007 und 2008 erzielte VJC einen EBITDA von rund CHF 16 Mio. welcher dann nach Ausbruch der Krise durch die rückläufigen Umsätze stark unter Druck kam. Der Verkauf der Hotelimmobilie in Luzern wirkte sich ab dem Geschäftsjahr 2011 negativ auf den EBITDA aus, da der entsprechende Mietaufwand nun in dieser Kennzahl enthalten ist, die Abschreibungen und Finanzierungskosten, welche mit dem Liegenschaftsbesitz verbunden waren, aber unterhalb dieser Position in der Erfolgsrechnung anfielen.

EBITDA und EBITDA-Margen werden gemäss VJC von der erwarteten Umsatzerholung aufgrund besserer Zimmerbelegung und höheren durchschnittlichen Zimmerpreisen profitieren. Die nachhaltig erwartete EBITDA-Marge von 15.2% wird nicht an die Geschäftsjahre 2007 und 2008 anknüpfen können und ist auch im Zusammenhang mit den nachhaltig hohen Investitionen (siehe unten) zu betrachten.

### Investitionen

VJC verfolgt eine längerfristig ausgerichtete Investitionspolitik und hat in den letzten drei Geschäftsjahren sowohl im Gästebereich (Neugestaltungen Terrasse, Bar und Restaurant sowie Modernisierung des Spas in Interlaken; Erneuerung von über 40 Zimmern inkl. Air-Conditioning in Luzern; Sanierung Terrasse und Renovation von 24 Suiten und Deluxe-Zimmern in Bern) als auch in die generelle Infrastruktur (neue Trafostation und Brandschutzmassnahmen in Interlaken; Gebäudetechnik inkl. Heizung in Luzern; neue Küche in Bern) investiert.

In der expliziten Planungsperiode wird von der Investitionsplanung VJC 2013-2019 ausgegangen. Es fällt vor allem das Renovationsprojekt beim Hotel Eden au Lac ins Gewicht, welches zu hohen Investitionen im Planjahr 2015 führt und damit den Durchschnittswert 2013-2019 deutlich erhöht. Um die nachhaltig geplanten Umsätze und Ergebnisse zu halten, werden relativ hohe Investitionen notwendig bleiben, um die

<sup>1</sup> Jahrbuch der Schweizer Hotellerie 2013 von hotelleriesuisse, Seiten 75 und 76

## 4.1 Discounted Cash Flow Methode – Annahmen (3/3)

Attraktivität der Häuser im Luxussegment sowie die historische und vergleichsweise komplexe Bau-Substanz zu erhalten. Im Residualjahr 2019+ werden die Investitionen den nachhaltig erwarteten (und höheren) Abschreibungen gleichgesetzt. Aufgrund einer detaillierten Analyse des Anlagevermögens der Hotels Victoria-Jungfrau und Eden au Lac wird von Abschreibungen und Investitionen in der Höhe von 7.6% des konsolidierten Umsatzes 2019+ ausgegangen.

### Nettoumlaufvermögen

Aufgrund der Geschäftstätigkeit von VJC wird nicht viel Nettoumlaufvermögen benötigt, insbesondere weil die Hotelgäste ihre Rechnungen meist spätestens mit der Abreise bezahlen und die Debitoren entsprechend tief bleiben. Aufgrund der jeweiligen Bestände der einzelnen Positionen des NUV per Jahresende 2007-2012 haben sich Schwankungen zwischen -4.3% und +3.6% des Umsatzes ergeben.

Die Entwicklung des Nettoumlaufvermögens wird in Prozent des Umsatzes geplant. Aufgrund der Schwankungen in der Vergangenheit wird vom langfristigen Durchschnittswert 2007-2012 von 1.1% des Umsatzes ausgegangen.

### Nettoverschuldung

Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten
+ Hypotheken
./. Flüssige Mittel
+ Betriebsnotwendiger Teil der flüssigen Mittel
./. Wertschriften
./. Vorauszahlung Erneuerungsfonds Hotel Palace Luzern
Total Nettoverschuldung

Quellen: Geschäftsbericht VJC 2012, VJC

### Nettoverschuldung und nicht betriebliches Nettovermögen

Die Berechnungen der Nettoverschuldung und des nicht betrieblichen Nettovermögens, welche auf dem internen Quartalsabschluss per 30.09.2013 basieren, sind nebenstehend schematisch dargestellt.

Bei der Herleitung der Nettoverschuldung werden die betriebsnotwendigen flüssigen Mittel nicht berücksichtigt, da diese Teil des Nettoumlaufvermögens sind. Diese werden aufgrund einer monatlichen Analyse der Zahlungsströme durch VJC geschätzt. Die Vorauszahlung in den Erneuerungsfonds ist in der Nettoverschuldung enthalten, da diese die zukünftigen Cash-Abflüsse für den Unterhaltsaufwand von VJC in Luzern reduziert.

Beim nicht betrieblichen Nettovermögen ist insbesondere die Landreserve in Interlaken zu beachten (unter Berücksichtigung der latenten Steuerbelastung). Weitere nicht betriebliche Aktiven sind die Beteiligung an der Parkhaus Casino-Palace AG in Luzern (Bewertung zum Nominalwert, dito VJC), die Aktiven aus Arbeitgeberbeitragsreserven sowie die latenten Steuerguthaben aus Verlustvorträgen.

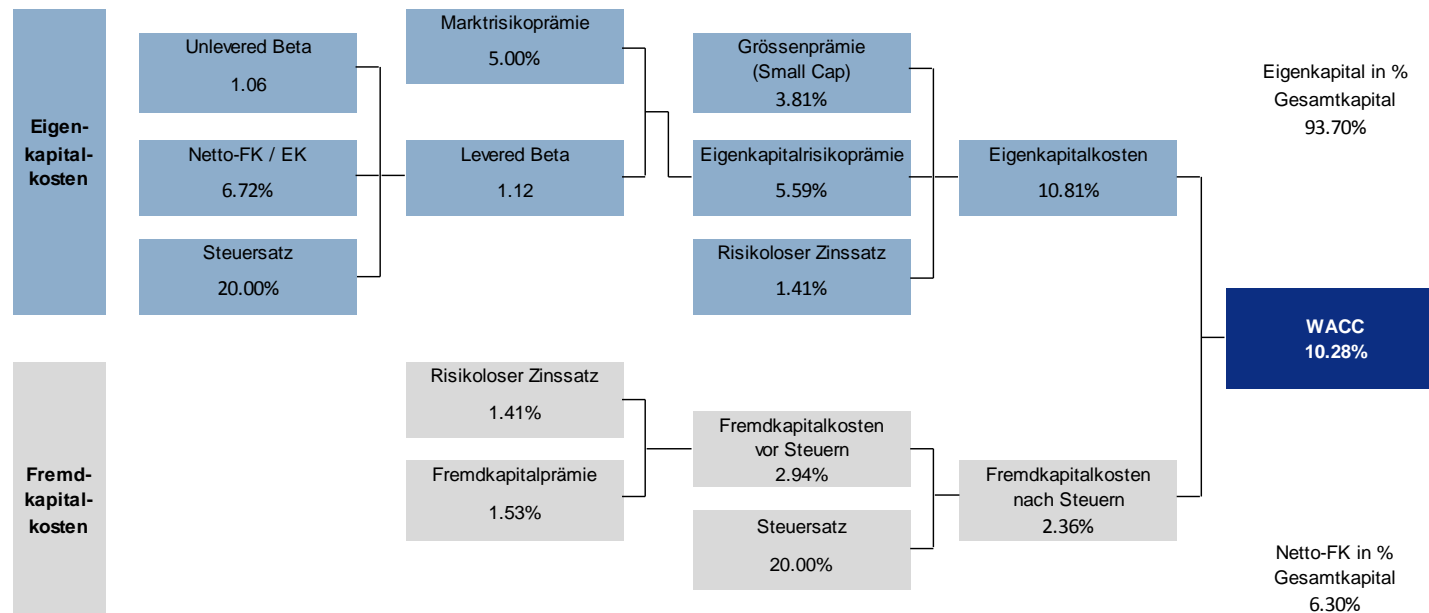
### Nicht betriebliches Nettovermögen

Landreserve in Interlaken
+ Beteiligung Parkhaus Casino-Palace AG, Luzern (8.33%)
+ Aktiven aus Arbeitgeberbeitragsreserven
+ Latente Steuerguthaben aus Verlustvorträgen
Total nicht betriebliches Nettovermögen

Quellen: Geschäftsbericht VJC 2012, VJC

## 4.1 Discounted Cash Flow Methode – WACC Asset light

### Herleitung Nachsteuer-WACC



Der WACC berücksichtigt die gewichteten Rendite-Forderungen von Fremd- und Eigenkapitalgebern. Die Eigenkapitalkosten werden dabei gemäss Capital Asset Pricing Model (CAPM) hergeleitet. Die Fremdkapitalkosten wurden um den Steuersatz von 20% bzw. 12% adjustiert, da in der Bewertung die Steuern auf EBIT im Free Cash Flow berücksichtigt werden.

Das Finanzierungsverhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital leitet sich aus der aktuellen Finanzierungsstruktur der Vergleichsgruppe her (bewertet zu Marktwerten).

Der WACC für VJC wird entsprechend der nebenstehenden Darstellung berechnet. Die Details zu den einzelnen Komponenten des WACC finden sich in Beilage 2.

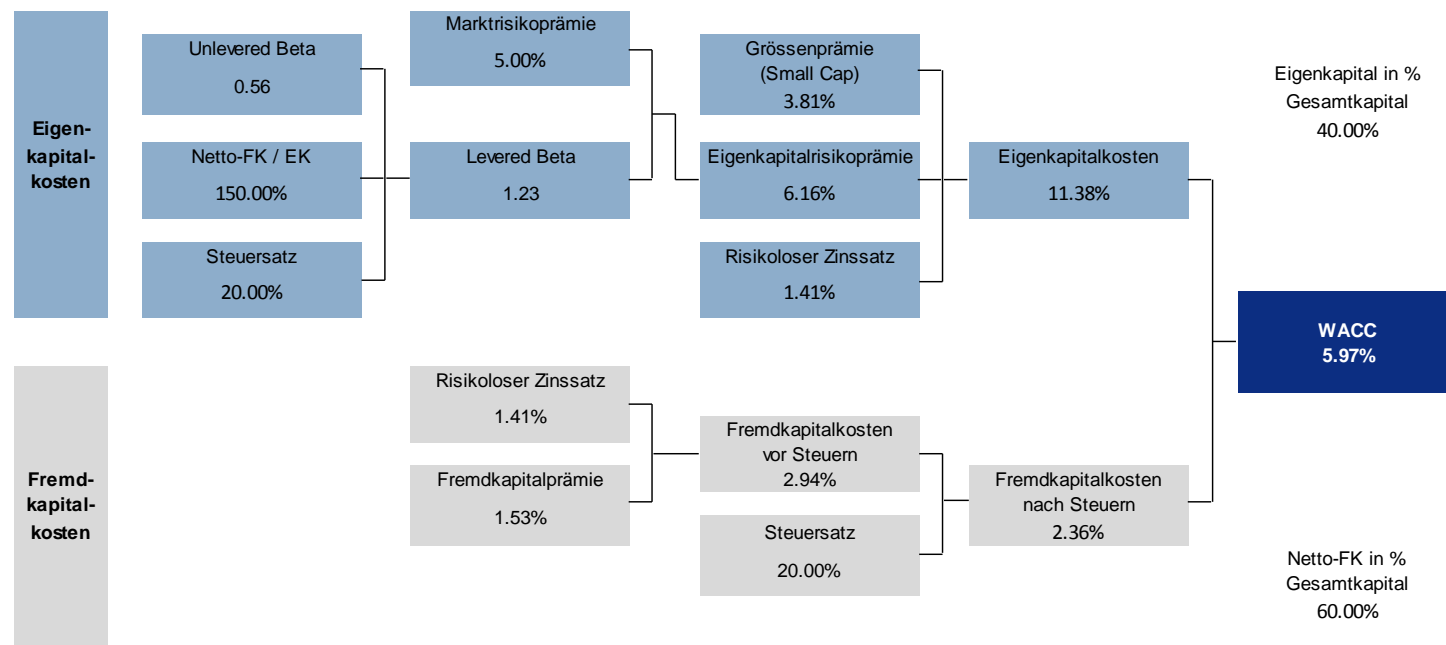
Für **Hotel Bellevue Palace AG** mit einem Steuersatz von 20% beträgt der WACC **10.28%**.

Für **Palace Hotel Luzern AG** beträgt der Steuersatz 12% und der WACC dementsprechend **10.32%**.



## 4.1 Discounted Cash Flow Methode – WACC Asset heavy

### Herleitung Nachsteuer-WACC



Gemäss Analyse der Vergleichsgruppe Asset heavy beträgt das Unlevered Beta 0.56 (siehe Beilage 1), was das tiefere Rendite-/Risiko-Profil im Vergleich zu den Unternehmen der Gruppe Asset light widerspiegelt. Zudem kann sich ein Hotel, welches Eigentümer der Hotelimmobilie ist, deutlich stärker mit Fremdkapital finanzieren. Für den Schweizer Markt gehen wir von einem Finanzierungsverhältnis von 40% Eigenkapital und 60% Fremdkapital aus, welches sich auf das Finanzierungsmodell der Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit und die aktuellen Verhältnisse in der Schweiz abstützt.

Der WACC für VJC wird entsprechend der nebenstehenden Darstellung berechnet. Die Details zu den einzelnen Komponenten des WACC finden sich im Beilage 2.

Für **Grand Hotel Victoria-Jungfrau AG**, **Hotel Eden au Lac AG** und **Park Résidence AG** beträgt der WACC **5.97%**. Aufgrund des tieferen Unlevered Betas sowie des höheren Fremdkapitalanteils beim Finanzierungsverhältnis liegt dieser WACC Asset heavy deutlich unter den Kapitalkosten für Hotels ohne Immobile (WACC Asset light).

## 4.1 Discounted Cash Flow Methode – Ergebnisse

### Unternehmenswert VJC

Eigenkapitalwert (in TCHF)	86'143
Anzahl zu berücksichtigende Aktien	276'386
<b>Wert pro Namenaktie (in CHF)</b>	<b>311.7</b>

Aufgrund der freien Cash Flows der fünf operativen Gesellschaften und der zugrunde gelegten Kapitalkosten resultiert ein totaler Eigenkapitalwert von CHF 86.143 Mio. für VJC oder ein Wert von CHF 311.7 pro Namenaktie VJC.

Es wird kein Minderheitsabschlag für die Bewertung einer Aktie angewendet, da sich das Angebot von AEVIS auf sämtliche sich im Publikum befindenden Namenaktien VJC bezieht.

### Sensitivitätsanalyse

Die untenstehenden Sensitivitätsanalysen berücksichtigten unterschiedliche WACC's, unterschiedliche nachhaltige EBITDA-Margen sowie unterschiedliche ewige Wachstumsraten. Basierend auf diesen Sensitivitätsanalysen und unseren Einschätzungen ergibt sich eine Wertbandbreite zwischen CHF 300 und CHF 325 pro Namenaktie VJC.

#### Sensitivitätsanalyse: WACC und ewige Wachstumsrate

(Aktienwert in CHF)		Ewige Wachstumsrate 2019+				
WACC		-0.2%	-0.1%	+/-0%	+0.1%	+0.2%
	+0.2%	289.4	293.9	298.5	303.3	308.3
	+0.1%	295.5	300.1	305.0	310.0	315.2
	+/-0%	301.8	306.6	<b>311.7</b>	316.9	322.4
	-0.1%	308.3	313.4	318.7	324.2	329.9
	-0.2%	315.1	320.4	325.9	331.7	337.7

#### Sensitivitätsanalyse: WACC und EBITDA-Marge

(Aktienwert in CHF)		EBITDA-Marge 2019+				
WACC		-0.2%	-0.1%	+/-0%	+0.1%	+0.2%
	+0.2%	292.7	295.6	298.5	301.4	304.3
	+0.1%	299.1	302.0	305.0	307.9	310.9
	+/-0%	305.6	308.7	<b>311.7</b>	314.7	317.7
	-0.1%	312.5	315.6	318.7	321.7	324.8
	-0.2%	319.6	322.8	325.9	329.1	332.2

## 4.2 Marktwerte – Trading Multiples

### Einleitende Bemerkungen zu Marktwerten

Wie in Ziffer 3.2 erwähnt, werden die Marktwerte zur Plausibilisierung der DCF-Werte aufgezeigt. Für die Ermittlung der Marktwerte stehen die EV / EBITDA – Multiples im Vordergrund, welche auch international in der Hotelbranche am häufigsten angewendet werden. Dieses Multiple widerspiegelt die operative Leistung eines Unternehmens am besten, da Verzerrungen durch unterschiedliche Abschreibungen, Finanzierungskosten und Steuern ausgeschlossen werden können.

Da sich VJC in einem Turnaround befindet und sowohl im Geschäftsjahr 2012 als auch im 1. Halbjahr 2013 negative Konzernergebnisse ausgewiesen werden mussten, halten wir eine Multiples-Bewertung basierend auf den EBITDA's dieser Geschäftsjahre als nicht sinnvoll. Für die Ermittlung der Marktwerte verwenden wir daher den EBITDA 2014, welcher auf dem konsolidierten Budget 2014 von VJC beruht. Im Planjahr 2015 soll das Renovationsprojekt Eden au Lac zur Ausführung gelangen, weshalb das geplante operative Ergebnis in diesem Jahr nicht als nachhaltig betrachtet werden kann. Ebenfalls gilt es darauf hinzuweisen, dass sich die Ergebnisse gemäss interner Finanzplanung von VJC nach Abschluss des Renovationsprojektes für das Hotel Eden au Lac im Planjahr 2016 deutlich verbessern sollten. Dieser Effekt kann jedoch durch die Marktwerte nicht abgedeckt werden, weil für das Planjahr 2016 (noch) keine entsprechenden Schätzungen von Finanzanalysten für die Vergleichsgruppe und damit auch keine Multiples vorliegen.

### Unternehmenswert VJC

Eigenkapitalwert (in TCHF)	70'547
Anzahl zu berücksichtigende Aktien	276'386
<b>Wert pro Namenaktie (in CHF)</b>	<b>255.2</b>

### Trading Multiples

Es liegt in der Natur der Sache, dass es keine mit VJC direkt vergleichbaren börsenkotierten Gesellschaften gibt. In der Schweiz gibt es gar keine anderen kotierten Hotelgesellschaften. Bei der Ermittlung der Vergleichsgruppe («Peer Group») haben wir uns deshalb auf international tätige Hotelgruppen abgestützt, welche im Luxussegment und in entwickelten Märkten tätig sind.

Für die Bewertung anhand von Trading Multiples gehen wir vom Median der EV / EBITDA – Multiples 2014 der Vergleichsgruppe aus (siehe Beilage 3). Basierend auf diesem Multiple von 11.6 und dem konsolidierten budgetierten EBITDA 2014 ergibt sich ein Eigenkapitalwert von CHF 255.2 pro Namenaktie VJC.

## 4.2 Marktwerte – Transaction Multiples

### Unternehmenswert VJC

Eigenkapitalwert (in TCHF)	86'203
Anzahl zu berücksichtigende Aktien	276'386
<b>Wert pro Namenaktie (in CHF)</b>	<b>311.9</b>

### Transaction Multiples

Im Rahmen dieses Plausibilitätschecks wird das Bewertungsobjekt mit einer sinnvollen Auswahl von Unternehmenstransaktionen verglichen, bei welchen die Zielgesellschaft möglichst grosse Ähnlichkeiten mit dem Bewertungsobjekt aufweist.

In der Regel ist ein Branchen-Käufer bereit, aufgrund des erwarteten Synergiepotentials eine Prämie zu bezahlen, indem er einen Teil des zukünftigen Potentials in seine Preisüberlegungen miteinbezieht.

Auch bei dieser Methode besteht die Schwierigkeit, direkt vergleichbare Zielgesellschaften bzw. entsprechende Transaktionen zu finden. Wir haben uns auf weltweite Transaktionen in entwickelten Märkten fokussiert, da in den letzten Jahren in Europa nur wenige Transaktionen stattfanden, bei welchen das entsprechende Multiple verfügbar ist. Wir haben Transaktionen aus den Jahren 2011, 2012 und 2013 betrachtet mit Fokus auf das gehobene und das Luxussegment.

Für die Bewertung anhand von Transaction Multiples gehen wir von wiederum vom Median der EV / EBITDA – Multiples aus (siehe Beilage 4). Basierend auf diesem Multiple von 14.2 und dem konsolidierten budgetierten EBITDA 2014 ergibt sich ein Eigenkapitalwert von CHF 311.9 pro Namenaktie VJC.

## 4.3 Substanzwertmethode

### Substanzwertmethode

Umlaufvermögen	Nicht verzinsliches Fremdkapital
Anlagevermögen	Verzinsliches Fremdkapital
	Eigenkapital

Der Substanzwert stellt die Differenz zwischen Aktiven (Umlauf- und Anlagevermögen) und Fremdkapital (nicht verzinsliches und verzinsliches Fremdkapital) dar.

Die Rechnungslegung von VJC erfolgt nach Swiss GAAP FER. Gemäss Geschäftsbericht VJC 2012 werden die Sachanlagen wie folgt bewertet: «Die Sachanlagen und immateriellen Anlagen sind zu Anschaffungswerten abzüglich der betriebswirtschaftlich notwendigen Abschreibungen sowie der Verluste aus Wertbeeinträchtigungen bilanziert. Die Abschreibungen erfolgen linear über die geschätzte Nutzungsdauer.»<sup>1</sup>

Ausgehend vom konsolidierten Eigenkapital nach Swiss GAAP FER per 30.09.2013 wird die Differenz zwischen Verkehrswert und Buchwert der nicht betrieblichen Landreserve (unter Berücksichtigung der latenten Steuerbelastung) addiert. Für die betrieblichen Hotelliegenschaften liegen keine aktuellen Liegenschaftenschätzungen vor, so dass deren Substanz- bzw. Realwert nicht in die Berechnung des Substanzwertes VJC einfließt.

Der Substanzwert VJC beträgt CHF 244.2 pro Namenaktie. Aufgrund der Entwicklung im dritten Quartal 2013 und der Berücksichtigung der nicht betrieblichen Landreserve in Interlaken liegt dieser über dem ausgewiesenen Substanzwert von CHF 232.4 pro Namenaktie per 30.06.2013.

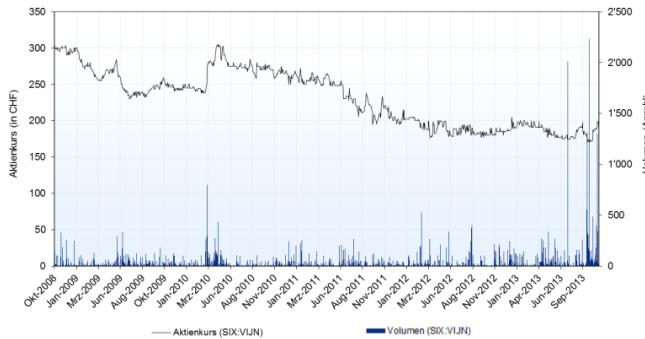
### Unternehmenswert VJC

Eigenkapitalwert (in TCHF)	67'504
Anzahl zu berücksichtigende Aktien	276'386
<b>Wert pro Namenaktie (in CHF)</b>	<b>244.2</b>

<sup>1</sup> Geschäftsbericht VJC 2012, Seite 43

## 4.4 Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse

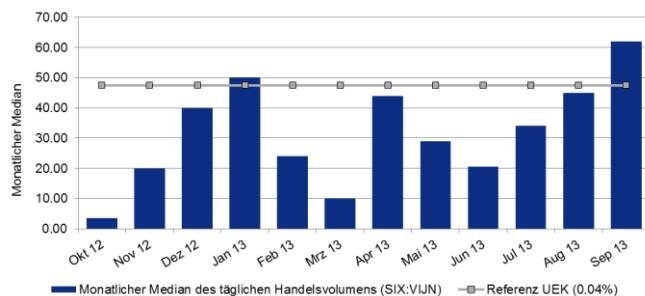
### Entwicklung des Aktienkurses VJC



### Aktienpreisanalyse

- Die nebenstehende Abbildung zeigt die Entwicklung des Kurses und des Handelsvolumens der Namenaktie VJC während der letzten 5 Jahre vor der Voranmeldung des Angebotes. Während der betrachteten 5-Jahresperiode wurde ein höchster Schlusskurs von CHF 305.00 verzeichnet, während der entsprechende Tiefpreis bei CHF 171.00 lag. In den letzten 52 Wochen vor der Voranmeldung des Angebotes betrug das Höchst CHF 204.90 und der tiefste Kurs CHF 171.00.
- Der 60-Tage-VWAP versteht sich als der volumengewichtete Durchschnittskurs der ausgeführten börslichen Abschlüsse (on order book) während den letzten 60 Handelstagen vor der Ankündigung des Übernahmeangebotes. Der 60-Tage-VWAP beträgt gemäss SIX Swiss Exchange CHF 182.42 per 23. Oktober 2013, dem letzten Handelstag, der dem Datum der Voranmeldung des Angebotes vorangegangen ist.

### Entwicklung des Handelsvolumens VJC



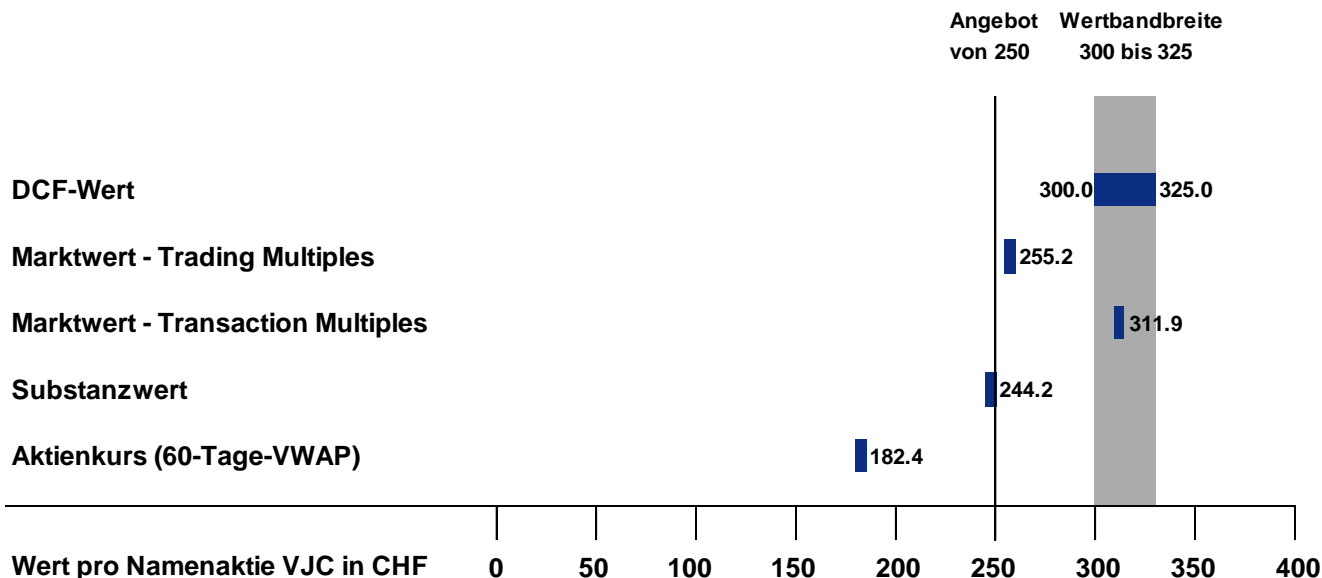
### Liquiditätsanalyse

- Bis zur Vorankündigung des Angebotes wurden die VJC-Namenaktien an der SIX Swiss Exchange nur sehr sporadisch gehandelt. Ein Beteiligungspapier, das nicht dem SLI angehört, gilt als liquid im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist. Ist das Beteiligungspapier an mehreren Börsen kotiert, so werden die Volumen aller börslichen Transaktionen gesamthaft berücksichtigt.<sup>1</sup>
- Betrachtet wurde das Handelsvolumen für die Zwölf-Monate-Periode zwischen Oktober 2012 und September 2013. Neben dem Handelsvolumen an der SIX Swiss Exchange wurde auch das Handelsvolumen an der BX Berne eXchange berücksichtigt. Das Handelsvolumen der Namenaktie VJC überschreitet den Liquiditätsschwellenwert von 0.04% lediglich während zwei Monaten (Januar 2013 und September 2013). **Die Namenaktie VJC gilt demnach als nicht liquide.** Für die Bestimmung des fairen Wertes einer Namenaktie VJC hat deshalb der Börsenkurs eine limitierte Aussagekraft.

<sup>1</sup> UEK-Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010

## 5. Zusammenfassung und Gesamtbeurteilung

## Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse für eine VJC-Namenaktie



Bei Anwendung der DCF-Methode als primäre Bewertungsmethode beträgt der Wert pro Namenaktie VJC zwischen CHF 300 und CHF 325. Diese Wertbandbreite wird mittels unterschiedlicher Sensitivitäten bezüglich Kapitalisierungssatz (WACC), nachhaltiger EBITDA-Marge und ewiger Wachstumsrate ermittelt. Die DCF-Methode gilt in der heutigen Bewertungspraxis als Standardmethode, da sie sowohl die zukünftige Rentabilität als auch die zukünftigen Investitionen berücksichtigt.

Zur Plausibilisierung der DCF-Werte werden die Marktwerte mittels Trading Multiples und Transaction Multiples verwendet. Die entsprechenden Werte pro Namenaktie betragen CHF 255.2 bzw. CHF 311.9 und sind unter den erwähnten Vorbehalten der direkten Vergleichbarkeit mit der ermittelten Peer Group zu beachten. Zudem widerspiegeln diese Marktwerte die erwartete höhere Profitabilität nach dem Umbau des Hotels Eden au Lac ab 2016 nur ungenügend.

Der Substanzwert beläuft sich auf CHF 244.2 pro Aktie. Dieser Wert ist vergangenheitsorientiert und trägt der Rentabilität nicht Rechnung. Wir erachten den Substanzwert als nicht repräsentativ.

Die VJC-Namenaktie gilt als illiquide im Sinne des schweizerischen Übernahmerechtes. Der 60-Tage-VWAP von CHF 182.4 hat deshalb für die Bestimmung des fairen Wertes eine limitierte Aussagekraft.



**Aufgrund der vorstehenden Überlegungen und dargestellten Annahmen ergibt sich eine Wertbandbreite für eine Namenaktie VJC von CHF 300 bis CHF 325. Für die Ermittlung dieser Bandbreite stützen wir uns auf die Bewertung nach der DCF-Methode.**

**Dementsprechend beurteilen wir das unterbreitete Angebot von CHF 250 pro Namenaktie VJC aus finanzieller Sicht als nicht fair und nicht angemessen.**

Wie im Bewertungsvorgehen erläutert, basiert diese Wertbandbreite auf der «going concern» - Strategie des Verwaltungsrates VJC. Ein allfälliger Mehrwert aus einer möglichen Umnutzung des Hotels Eden au Lac ist in der oben stehenden Wertbandbreite nicht berücksichtigt.

Wir erstatten den vorliegenden Bericht nach bestem Wissen aufgrund der uns erteilten Auskünfte und der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen. Wir weisen darauf hin, dass diese Fairness Opinion nur unter Beachtung der vorstehend dargelegten Erläuterungen und Bemerkungen verwendet werden darf.

Für alle Fairness Opinions und Bewertungen gilt, dass der Unternehmenswert auf der Annahme beruht, dass sich die wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen im Vergleich mit der Vergangenheit und den Annahmen in der Planung nicht wesentlich ändern werden.

## The Corporate Finance Group AG



Christoph Nüssli  
Partner



Dr. Marc Möckli  
Partner

Bern, 6. Dezember 2013

The Corporate Finance Group AG  
Thunstrasse 23  
Postfach 164  
CH-3000 Bern 6

The Corporate Finance Group AG  
Beethovenstrasse 11  
CH-8002 Zürich

The Corporate Finance Group S.A.  
Bd des Philosophes 7  
Postfach 728  
CH-1211 Genève 4

TCFG Lugano SA  
Via G. Calgari 2  
Postfach 6522  
CH-6900 Lugano

[www.tcfg.ch](http://www.tcfg.ch)  
[www.cdiglobal.com](http://www.cdiglobal.com)  
[info@tcfg.ch](mailto:info@tcfg.ch)

## Beilagen

**Beilage 1: Vergleichsgruppe für die Herleitung  
der WACC-Komponenten**

**Beilage 2: WACC-Komponenten**

**Beilage 3: Trading Multiples**

**Beilage 4: Transaction Multiples**

# Beilage 1: Vergleichsgruppe für die Herleitung der WACC-Komponenten

## Kategorie Asset light

Company	Country	Date	Market Cap (MC)	Net Debt	Minorities	Enterprise Value (EV)	MC / (MC + Net debt)	Fixed Assets / Total Assets (excl. Cash)	Net Sales / Total Assets (excl. Cash)	Unlevered Beta
<i>in USD Mio.</i>										
Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc	US	30.09.2013	14'172	970	5	15'147	93.6%	38.1%	77.7%	1.68
Marriott International Inc	US	30.09.2013	14'054	3'012	0	17'066	82.4%	23.5%	186.5%	1.09
InterContinental Hotels Group plc	UK	30.06.2013	7'833	821	9	8'663	90.5%	36.8%	62.5%	1.02
Hyatt Hotels Corp	US	30.09.2013	7'654	494	10	8'158	93.9%	57.8%	59.6%	1.36
Rezidor Hotel Group AB	SE	30.09.2013	824	28	0	852	96.7%	31.7%	235.0%	0.85
Imperial Hotel Ltd	JP	30.06.2013	670	-262	0	408	100.0%	54.2%	144.2%	0.80
Maximum			14'172	3'012	10	17'066	100.0%	57.8%	235.0%	1.68
Minimum			670	-262	0	408	82.4%	23.5%	59.6%	0.80
Average			7'535	844	4	8'382	92.8%	40.3%	127.6%	1.13
<b>Median</b>			<b>7'744</b>	<b>658</b>	<b>3</b>	<b>8'411</b>	<b>93.7%</b>	<b>37.4%</b>	<b>111.0%</b>	<b>1.06</b>

## Kategorie Asset heavy

Company	Country	Date	Market Cap (MC)	Net Debt	Minorities	Enterprise Value (EV)	MC / (MC + Net debt)	Fixed Assets / Total Assets (excl. Cash)	Net Sales / Total Assets (excl. Cash)	Unlevered Beta
<i>in USD Mio.</i>										
Shangri La Asia Ltd	HK	30.06.2013	5'826	3'600	503	9'929	61.8%	66.8%	18.3%	0.44
Millennium & Copthorne Hotels plc	UK	30.09.2013	3'083	-89	304	3'298	100.0%	74.1%	25.5%	0.87
Mandarin Oriental International Limited	HK	30.06.2013	1'750	508	0	2'258	77.5%	84.8%	39.1%	0.88
Dan Hotels Ltd	IE	30.06.2013	652	139	0	791	82.5%	90.0%	63.6%	0.24
Regal Hotels International Holdings Ltd	HK	30.06.2013	555	616	182	1'353	47.4%	77.0%	12.2%	0.56
Maximum			5'826	3'600	503	9'929	100.0%	90.0%	63.6%	0.88
Minimum			555	-89	0	791	47.4%	66.8%	12.2%	0.24
Average			2'373	955	198	3'526	73.8%	78.6%	31.8%	0.60
<b>Median</b>			<b>1'750</b>	<b>508</b>	<b>182</b>	<b>2'258</b>	<b>77.5%</b>	<b>77.0%</b>	<b>25.5%</b>	<b>0.56</b>

Quelle: Infinitals

## Beilage 2: WACC-Komponenten

### Eigenkapitalkosten

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quelle / Kommentare
Risikoloser Zinssatz ( $r_f$ )	1.41%	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. Es wird die durchschnittliche Rendite von Schweizer Bundesobligationen mit einer Laufzeit von 10 Jahren verwendet.	5-Jahresdurchschnitt von 10-jährigen Bundesobligationen (Quelle: SNB November 2013, monatliche Erfassung, ungewichteter Durchschnitt)
Unlevered Beta ( $\beta_U$ ) adjustiert	1.06 bzw. 0.56	Der Beta Wert reflektiert das nach dem CAPM hergeleitete systematische Risiko einer Aktie. Die Betas wurden am Kapitalmarkt beobachtet und entsprechend ihrer Kapitalstruktur "unlevered". Der Prozess des "unlevering" bereinigt die Betas und neutralisiert Effekte, die durch die unterschiedliche Fremdkapitalstruktur entstehen. Es wird zwischen den beiden Vergleichsgruppen Asset light und Asset heavy unterschieden. Formel: $\beta_U = \text{adjustiertes Beta} / (1 + FK/EK \cdot (1 - \text{Steuersatz } t))$	Median der Unlevered Betas der beiden Peer Groups
Levered Beta ( $\beta_L$ ) adjustiert	1.12 bzw. 1.23	Um das systematische Risiko zu errechnen, wird das adjustierte "unlevered" Beta entsprechend der Zielkapitalstruktur "relevered". Formel: $\beta_L = \beta_U \cdot (1 + FK/EK) \cdot (1 - \text{Steuersatz } t)$	
Marktrisikoprämie (MRP)	5.00%	Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des zugrunde liegenden Aktienmarktes Schweiz und der risikolosen Rendite der entsprechenden Staatsanleihe über einen aussagekräftigen Zeitraum hinweg.	Pictet-Studien Langfriststudie 1926-2012 und Unternehmensbewertungspraxis Schweiz
Grössenprämie ( $s_p$ )	3.81%	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 VJC zu kompensieren, nehmen wir einen entsprechenden Aufschlag auf die Eigenkapitalkosten vor.	Zuschlag Micro-cap gemäss Ibbotson 2013
<b>Eigenkapitalkosten (<math>k_e</math>)</b>		<b>Formel: <math>k_e = r_f + \beta_L \times \text{MRP} + s_p</math></b>	

### Fremdkapitalkosten

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quelle / Kommentare
Risikoloser Zinssatz ( $r_f$ )	1.41%	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. Es wird die durchschnittliche Rendite von Schweizer Bundesobligationen mit einer Laufzeit von 10 Jahren verwendet.	5-Jahresdurchschnitt von 10-jährigen Bundesobligationen (Quelle: SNB November 2013, monatliche Erfassung, ungewichteter Durchschnitt)
Fremdkapitalprämie ( $c_s$ )	1.53%	Die Fremdkapitalprämie oder der sog. Credit Spread wurde basierend auf dem aktuellen Kreditrating VJC von BBB hergeleitet. Dabei wurde der aktuelle Credit Spread zwischen börsenkotierten Schweizer Anleihen mit einem BBB-Rating und der aktuellen risikofreien Rendite von Schweizer Bundesobligationen betrachtet.	Swiss Bond Index / SNB
Steuersatz ( $t$ )	20% bzw. 12%	Dito VJC wird von einer Steuerbelastung von 20% für Interlaken, Zürich und Bern sowie von 12% für Luzern ausgegangen. Die Fremdkapitalkosten werden nach Steuern berücksichtigt, da bei der Free Cash Flow-Berechnung die Steuerbelastung bereits enthalten ist (berechnet auf EBIT).	Geschäftsbericht VJC 2012, Seite 48
<b>Fremdkapitalkosten (<math>k_d</math>) nach Steuern</b>		<b>Formel: <math>k_d (\text{nach Steuern}) = (r_s + c_s) \times (1 - t)</math></b>	

# Beilage 3: Trading Multiples

## Trading Multiples in the Luxury Hotels Industry

Company	Country	Market Cap	Enterprise Value	Enterprise Value / EBITDA		
				2013e	2014e	2015e

in USD Mio.

Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc	US	14'172	15'147	12.1	12.2	11.0
Marriott International Inc	US	14'054	17'066	14.5	12.8	11.6
InterContinental Hotels Group plc	UK	7'833	8'663	11.5	11.0	10.1
Hyatt Hotels Corp	US	7'654	8'158	12.3	10.8	9.8
Shangri La Asia Ltd	HK	5'826	9'929	17.3	15.7	13.7
Millennium & Copthorne Hotels plc	UK	3'083	3'298	11.6	11.0	10.2
Mandarin Oriental International Limited	HK	1'750	2'258	12.7	12.1	11.3
Rezidor Hotel Group AB	SE	824	852	8.6	7.0	6.2
Imperial Hotel Ltd	JP	670	408	n.a.	n.a.	n.a.
Dan Hotels Ltd	IE	652	791	n.a.	n.a.	n.a.
Regal Hotels International Holdings Ltd	HK	555	1'353	n.a.	n.a.	n.a.

Maximum	14'172	17'066	17.3	15.7	13.7
Minimum	555	408	8.6	7.0	6.2
Average	5'188	6'175	12.6	11.6	10.5
<b>Median</b>	<b>3'083</b>	<b>3'298</b>	<b>12.2</b>	<b>11.6</b>	<b>10.6</b>

Quelle: Infonics, Earnings Estimates Data provided by FactSet

# Beilage 4: Transaction Multiples

Transaction Multiples in the Luxury Hotels Industry

Date	Target	Buyer	Seller	Transaction Value (CHFmm)	EV/EBITDA (x)
12.01.2011	Citrus Suites, LLC	Lightstone Value Plus Real Estate Investment Trust II	-	18.1	14.6
03.02.2011	5280 Lodging, LLC	Apple REIT Ten, Inc	-	78.9	18.3
17.02.2011	JW Marriott Hotel New Orleans	Sunstone Hotel Investors Inc. (NYSE:SHO)	Starr International Company, Inc.; Clearview Hotel Capital	89.2	12.8
28.03.2011	The Westin Gaslamp Quarter, San Diego Hotel	Pebblebrook Hotel Trust (NYSE:PEB)	Starwood CMBS I LLC	100.9	11.8
29.03.2011	One Park Boulevard, LLC	Sunstone Hotel Partnership, LLC	Hilton Worldwide Holdings Inc.	388.8	13.8
04.05.2011	W Chicago City Center	Chesapeake Lodging Trust (NYSE:CHSP)	Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. (NYSE:HOT)	110.4	13.5
10.05.2011	NH Hoteles, SA (20% Stake)	Hainan Airlines Co Ltd	-	417.0	18.5
16.05.2011	Radisson Lexington Hotel	Diamondrock Hospitality Co. (NYSE:DRH)	Goldman Sachs Group, Merchant Banking Division; Blackstone Real Estate Advisors; Highgate Holdings; The Chartres Lodging Group, LLC; Oxford Capital Group, LLC	385.1	25.4
28.06.2011	ORH S.r.l.	Clear Leisure plc (AIM:CLP)	-	5.8	20.9
01.08.2011	Pulai Springs Berhad	Swift Redeem Sdn. Bhd.	PSC Resort Pte Ltd.	17.0	54.3
16.09.2011	The Royal Hotel, Limited. (TSE:9713)	Osaka Gas Co., Ltd. (TSE:9532); Suntory Holdings Limited; Kanden Fudosan Co.,Ltd.; Takenaka Corporation; Ginsen Co., Ltd.; Investment Arm; Asahi Breweries, Ltd.	Mori Trust Co. Ltd.	33.2	23.4
05.10.2011	Vinpearl Joint Stock Company	Vingroup Joint Stock Company (HOSE:VIC)	Sinh Thai Investment and Development JSC	868.7	47.8
03.11.2011	HPT SN Holding, Inc.	Hospitality Properties Trust (NYSE:HPT)	GAMCO Investors, Inc. (NYSE:GBL); AllianceBernstein L.P.	136.4	21.9
07.11.2011	Karakami Kankoh Co.,Ltd.	KKT Co., Ltd.	-	315.1	17.6
06.12.2011	Kumho Resort Co., Ltd.	Kumho Buslines Co. Ltd.	Kumho Industrial Co., Ltd. (KOSE:A002990)	223.4	30.5
19.12.2011	Great Union Properties Sdn. Bhd.	IGB Corp. Bhd (KLSE:IGB)	New World Development Company Limited (SEHK:17)	81.6	15.8
11.01.2012	Kamat Hotels (India) Limited (BSE:526668)	Clearwater Capital Partners, LLC; Clearwater Capital Partners (Cyprus) Limited	-	3.9	20.0
19.02.2012	El Pueblo Hotel & Convention Center	-	Thunderbird Resorts Inc. (OTCPK:THRS.F)	12.5	22.7
05.04.2012	Sigiriya Village Hotels PLC (COSE:SIGV-N-0000)	Colombo Fort Hotels Ltd.	Lankem Ceylon PLC (COSE:LCEY-N-0000)	1.4	11.5
26.05.2012	The Hoxton Hotel	Ennismore Capital	Bridges Ventures LLP; Quest Hotels Limited	106.0	12.9
06.06.2012	San Diego Marriott Del Mar Hotel	Thayer Lodging Group	Sunstone Hotel Investors Inc. (NYSE:SHO)	63.3	19.4
08.06.2012	Westate Development Co.,Ltd.	-	-	1.2	8.4
11.06.2012	Hilton Garden Inn San Francisco Oakland/Bay Bridge	RLJ Lodging Trust (NYSE:RLJ)	APF Emeryville Owncor, LLC	34.8	23.2
02.07.2012	PT Plaza Indonesia Realty Tbk (JKSE:PLIN)	PT Paraga Artamida	-	49.5	13.1
09.07.2012	Hilton Boston and Westin Washington, D.C. City Center and Westin San Diego and Hilton Burlington	Diamondrock Hospitality Co. (NYSE:DRH)	Blackstone Real Estate Advisors	483.3	15.2
29.01.2013	Embassy Suites San Diego Bay - Downtown	Pebblebrook Hotel Trust (NYSE:PEB)	-	103.8	12.8
05.02.2013	Fair Oaks Hotel, LLC	Apple Ten Hospitality Ownership, Inc.	-	59.7	27.0
06.02.2013	Savaji Hotels Limited (BSE:523710)	-	Trans Agro India Pvt Ltd	10.1	8.2
27.02.2013	NH Hoteles, SA (20% Stake)	HNA Group Limited	-	286.0	9.9
25.03.2013	Shangri-La Hotels Malaysia Bhd (KLSE:SHANG)	Kuok Brothers Sdn. Bhd.	Standard Chartered Private Equity Limited	100.4	10.1
28.03.2013	Intercontinental London Park Lane	Constellation Hotels Holding Ltd.	Intercontinental Hotels Group plc (LSE:IHG)	424.8	11.5
06.05.2013	Hilton New Orleans St. Charles	Sunstone Hotel Investors Inc. (NYSE:SHO)	St. Charles Hotel Investors, LLC	55.7	12.0
10.05.2013	Pan Pacific Hotels Group Limited	UOL Group, Ltd. (SGX:U14)	UOB Asset Management Ltd.	218.6	16.9
31.05.2013	Millennium & Copthorne Hotels plc	City Developments Limited (SGX:C09)	-	13.7	10.7
02.08.2013	PT Plaza Indonesia Realty Tbk (JKSE:PLIN)	PT Bumi Serpong Damai Tbk (JKSE:BSDE)	-	25.6	9.5
28.08.2013	Hotel Modera	Pebblebrook Hotel Trust (NYSE:PEB)	Posh Ventures LLC	43.8	12.5
30.08.2013	PT Plaza Indonesia Realty Tbk (JKSE:PLIN)	PT Bumi Serpong Damai Tbk (JKSE:BSDE)	-	23.1	8.6
13.09.2013	Millennium & Copthorne Hotels plc	City Developments Limited (SGX:C09)	-	17.1	11.5
Maximum				868.7	54.3
Minimum				1.2	8.2
Average				142.3	17.6
Median				71.1	14.2

Quellen: Capital IQ, Mergermarket, Company homepages