

Bewertungsgutachten: Victoria-Jungfrau Collection AG

7. November 2013



Building a better
working world

Louis Siegrist

Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 2131

M +41 58 289 2131

F +41 58 286 3004

E louis.siegrist@ch.ey.com

Matthias Oppermann

Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 4592

M +41 58 289 4592

F +41 58 286 3004

E matthias.oppermann@ch.ey.com

Abkürzungsverzeichnis

ADR	Durchschnittlicher Zimmerpreis (engl. Average daily rate)
AEVIS	AEVIS Holding SA
AG	Aktiengesellschaft
BAK-Basel	BAK Basel Economics AG
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BEHV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel
BfS	Bundesamt für Statistik
BIP	Bruttoinlandprodukt
bspw.	beispielsweise
Capex	Investitionen (engl. Capital expenditures)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cashflow
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern (engl. Earnings before interest and taxes)
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen (engl. Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
EK	Eigenkapital
EY	Ernst & Young AG, Schweiz
FCF	Freier Cashflow (engl. Free cash flow)
FK	Fremdkapital
FYXX	Finanzjahr (engl. Financial year)
FYXXA	Finanzjahr, realisierte Werte (engl. Financial year actual)
FYXXF	Finanzjahr, erwartete Werte (engl. Financial year forecast)
GOI	Bruttobetriebserfolg (engl. Gross operating income)
GOP	Bruttobetriebsgewinn (engl. Gross operating profit)
HYXX	Halbjahr (engl. Half year)

Abkürzungsverzeichnis

KPI	Key Performance Indicator
MCHF	Million Schweizer Franken
MRSI	M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A.
n/a	nicht erhältlich/nicht anwendbar
NAV	Substanzwert (engl. Net asset value)
NOPAT	Operativer Gewinn vor Zinsen nach Steuern (engl. Net operating profit after taxes)
NUV	Nettoumlaufvermögen
RevPar	Umsatz pro verfügbarem Zimmer (engl. Revenue per available room)
SGH	Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit
SIX	Schweizer Börse SIX Swiss Exchange
TCHF	Tausend Schweizer Franken
u.a.	unter anderem
UEK	Übernahmekommission
Victoria Jungfrau	Victoria Jungfrau Grand Hotel & Spa
VJC	Victoria-Jungfrau Collection AG
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittskurs (engl. Volume-weighted average price)
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z.B.	Zum Beispiel

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	5
1. Ausgangslage.....	6
2. Auftrag und grundsätzliches Vorgehen	7
Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse	8
3. Unternehmensbeschreibung	9
4. Marktanalyse	11
Grundlagen der Bewertung	14
5. Bewertungsgrundsätze	15
6. Bewertungsmethoden und -vorgehen	16
Wertüberlegungen	19
7. Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse.....	20
8. Discounted Cashflow Methode	22
9. Marktwertmethoden.....	29
10. Substanzwert.....	31
Gesamtbeurteilung	32
11. Gesamtbeurteilung.....	33
Anhang	34
12. Anhang A: DCF Bewertung.....	35
13. Anhang B: WACC Parameter.....	36
14. Anhang C: Historische KPIs VJC.....	38
15. Anhang D: Vergleichsgruppe zur Herleitung der Trading Multiples.....	40
16. Anhang E: Vergleichsgruppe zur Herleitung der Transaction Multiples	41

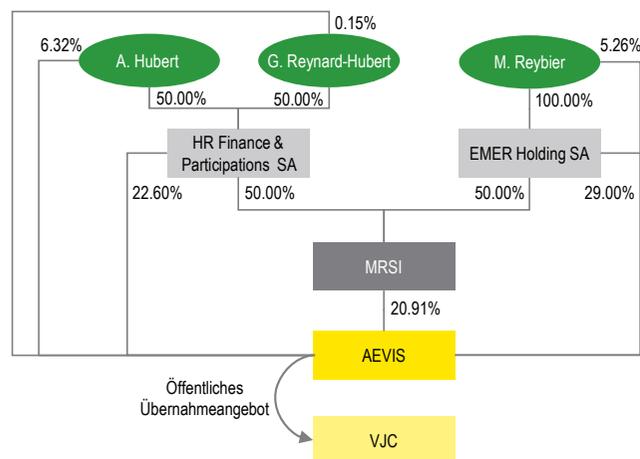
Einleitung

1. Ausgangslage
2. Auftrag und grundsätzliches Vorgehen

Ausgangslage

Ausgangslage

Quelle: MRSI



Ausgangslage

- ▶ M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A. („MRSI“), ist eine von Antoine Hubert und Géraldine Reynard-Hubert (durch HR Finance & Participations SA) und Michel Reybier (durch EMER Holding SA) zu gleichen Teilen gehaltene Gesellschaft. MRSI und die eben genannten Parteien halten zusammen 84.24% an der AEVIS Holding SA („AEVIS“). Die genauen Beteiligungsverhältnisse sind in der Übersicht auf der linken Seite abgebildet.
- ▶ AEVIS hat ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Victoria-Jungfrau Collection AG („VJC“) mit einem Nennwert von CHF 100 (nachfolgend „VJC-Aktie“) unterbreitet.
- ▶ Gemäss Voranmeldung vom 24. Oktober 2013 beträgt der Angebotspreis des öffentlichen Kaufangebots CHF 250.00 netto pro VJC-Aktie. Das Angebot wird am 8. November 2013 unterbreitet.
- ▶ Nach Art. 25 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel („BEHG“) muss ein solches Angebot vor der Veröffentlichung einer von der FINMA zugelassenen Prüfgesellschaft oder einem Effekthändler zur Prüfung unterbreitet werden.
- ▶ Die VJC-Aktien sind an den Schweizer Börsen SIX Swiss Exchange und BX Berne Exchange kotiert. Da die VJC-Aktien aufgrund ihres sehr tiefen Handelsvolumens an den 12 vollständigen Monaten vor der Veröffentlichung der Voranmeldung für das öffentliche Kaufangebot als illiquide gelten, ist für die Prüfung der Einhaltung des Mindestpreises von AEVIS im Sinne von Art. 40 Abs. 4 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel („BEHV-FINMA“) auf eine Bewertung einer Prüfstelle abzustellen.

Auftrag und grundsätzliches Vorgehen

Auftrag an EY

- ▶ MRSI hat die Ernst & Young AG, Schweiz („EY“ oder „uns“) mit der Bewertung der illiquiden Beteiligungspapiere der VJC im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA beauftragt.
- ▶ Die Details sind in der Auftragsbestätigung vom 26. September 2013 enthalten. Bewertungsstichtag ist der 23. Oktober 2013. Dies ist der Tag vor der Veröffentlichung der Voranmeldung vom 24. Oktober 2013.
- ▶ Das Bewertungsgutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Das Bewertungsgutachten enthält keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann und macht auch keine Aussage über den zukünftigen Wert einer VJC Aktie und den Preis, zu welchem im Kaufangebot nicht angediente VJC Aktien zukünftig gehandelt werden können.
- ▶ Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft wurde vorab über das Angebot informiert, aber es wurde kein Zugang zu internen Daten der VJC ermöglicht. Daher beruht unsere Bewertung lediglich auf öffentlich zugänglichen Informationen hinsichtlich VJC und weiteren allgemeinen Industrie- und Marktanalysen. Demnach beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung dieser Informationen.
- ▶ Das Bewertungsgutachten darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

Beurteilungsvorgehen

- ▶ EY stellte für die Bewertung der Beteiligungspapiere der VJC eigene Wertüberlegungen an. Im Wesentlichen sind folgende Arbeitsschritte Bestandteil unserer Arbeiten:
 - Beschaffung relevanter Informationen;
 - Analyse der Informationen;
 - Durchführung relevanter Markt- und Industrieanalysen;
 - Bewertungsüberlegungen zu VJC mittels angemessener Bewertungsmethoden; und
 - Wertkonklusion durch EY.
- ▶ Die vorliegende Bewertung wurde von uns aus der Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt. Individuelle steuerliche und andere Effekte als Folge einer Annahme des Kaufangebots auf Seiten der Aktionäre wurden in dieser Analyse nicht berücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Voraussetzungen der Aktionäre nicht möglich.

Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

1. Unternehmensbeschreibung
2. Marktanalyse

Unternehmensbeschreibung

Unternehmenslogo VJC

Quelle: Unternehmenswebseite



Kurzprofil und Organisationsstruktur

- ▶ VJC ist eine Hotelgruppe mit Hauptsitz in Interlaken, Schweiz und betreibt zurzeit vier Schweizer Luxushotels.
- ▶ Das Unternehmen wurde 1895 unter dem Namen Grand Hotel Victoria-Jungfrau AG mit dem Zweck des Betriebs des Hotels Victoria-Jungfrau in Interlaken gegründet.
- ▶ Seit 1997 verfolgte VJC eine kontrollierte Wachstumsstrategie und akquirierte weitere Hotelbetriebe in Luzern (Palace Luzern, 1997), Zürich (Eden au Lac, 2005) und Bern (Bellevue Palace, 2007). Folglich betreibt VJC insgesamt vier 5-Sternehotels. 2007 wurde die Gesellschaft in Victoria-Jungfrau Collection AG umbenannt.
- ▶ Die Aktien der VJC sind an den Schweizer Börsen BX Berne Exchange, Bern seit Juni 1953 und SIX Swiss Exchange, Zürich seit November 1993 kotiert. Im Dezember 2012 gab VJC bekannt, dass aufgrund des geringen Handelsvolumens beide Kotierungen per 29. November 2013 aufgehoben werden.
- ▶ VJC als Holdinggesellschaft hält jeweils 100% der vier Hotelgesellschaften. Zusätzlich hält sie 100% der Park Résidence AG, welche Hotelpersonalunterkünfte bereitstellt, sowie 100% der VJC-Management AG, welche gruppenübergreifende Management-, Marketing- und IT-Dienstleistungen erbringt.
- ▶ Die Organisationsstruktur ist in nachfolgender Grafik wiedergegeben.

Organisationsstruktur VJC

Quelle: Geschäftsbericht VJC FY12A



Unternehmensbeschreibung

Übersicht Hotels

- ▶ VJC hält zurzeit die Hotelimmobilien des Victoria Jungfrau und des Eden au Lac im Eigenbesitz. Die Hotelimmobilie des Palace Luzern wurde 2011 an den Credit Suisse Real Estate Fund Hospitality verkauft. Die Immobilie des Palace Bellevue gehört dem Bund. Für beide Liegenschaften wurden langfristige Pachtverträge aufgesetzt.
- ▶ Nachfolgend sind weitere Details und KPIs der vier Hotels aufgeführt.

Details und KPI per Hotel (2012)

Hotel	Victoria Jungfrau	Palace Luzern	Eden au Lac	Bellevue Palace
Lage	Interlaken (BE)	Luzern (LU)	Zürich (ZH)	Bern (BE)
Kategorie	5-Sterne	5-Sterne	5-Sterne	5-Sterne
Besitzer	VJC	Credit Suisse Real Estate Fund Hospitality ¹	VJC	Schweizerische Eidgenossenschaft ²
Anzahl Zimmer	224	130	50	126
Zimmerbelegung in %	53.5	47.6	56.5	37.9
Zimmernächte	43'840	22'629	10'337	17'761
Durchschnittliche Aufenthaltsdauer in Tagen	2.15	1.86	1.84	1.63
Average Daily Rate in CHF	366	362	423	352
RevPar in CHF	192	170	239	130
Umsatz in Mio. CHF	31.9	15.1	6.6	17.7

Quelle: Geschäftsbericht VJC FY12A

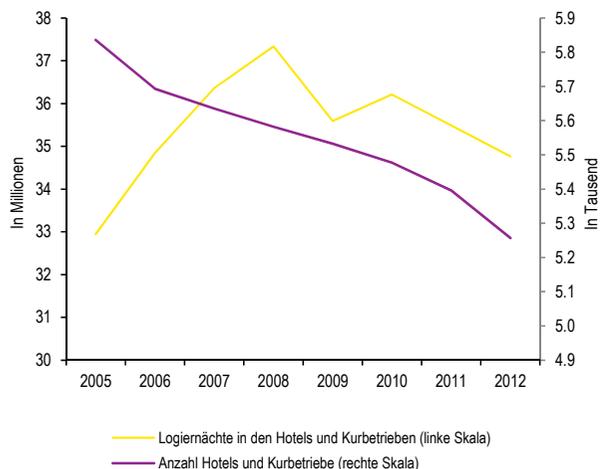
Fussnoten:

1. Pachtvertrag mit VJC abgeschlossen, Vertragsdauer 20 Jahre, Beginn 1. Juni 2011
2. Pachtvertrag mit VJC abgeschlossen, Vertragsdauer 10 Jahre mit zweimaliger Verlängerungsmöglichkeit von je 5 Jahren, Beginn 1. Januar 2007

Marktanalyse

Entwicklung Hotelmarkt Schweiz

Quelle: Bundesamt für Statistik, Beherbergungsstatistik



Hotelmarkt Schweiz

- ▶ 2012 waren in der Schweiz im Jahresdurchschnitt insgesamt 5'257 Hotels und Kurbetriebe mit 129'079 Hotelzimmern beim Bundesamt für Statistik („BfS“) registriert. 93 dieser Hotel- und Kurbetriebe waren als 5-Sterne Hotels mit einer Gesamtkapazität von 10'367 Zimmern registriert.
- ▶ Während im Vergleich zum Jahr 2005 die Anzahl der registrierten Hotels- und Kurbetriebe um 10% zurückging, konnte die Anzahl der Logiernächte seit 2005 um insgesamt 6% gesteigert werden. Allerdings ist die Entwicklung seit 2008 auch bei den Logiernächten rückläufig.
- ▶ Gäste aus der Schweiz machten 2012 mit 45% den grössten Anteil der Logiernächte aus, gefolgt von Gästen aus Deutschland (13%), dem Vereinigten Königreich und den USA (beide 4%).
- ▶ Der Abwärtstrend der Logiernächte in den letzten drei Jahren ist gemäss hotelleriesuisse teilweise auf einen starken Franken zurückzuführen, welcher eine Abwanderung Schweizer Touristen ins Ausland und eine sinkende Wettbewerbsfähigkeit der Touristikdestination Schweiz im europäischen Vergleich verursachte.
- ▶ Das 5-Sterne Segment erzielte gemäss Hotel Benchmark der ERFA-Gruppen der hotelleriesuisse in den Jahren 2009-2011 stabile RevPars im Bereich von CHF 364 (Hotels in Feriengebieten) und CHF 313 (Hotels in der Stadt).

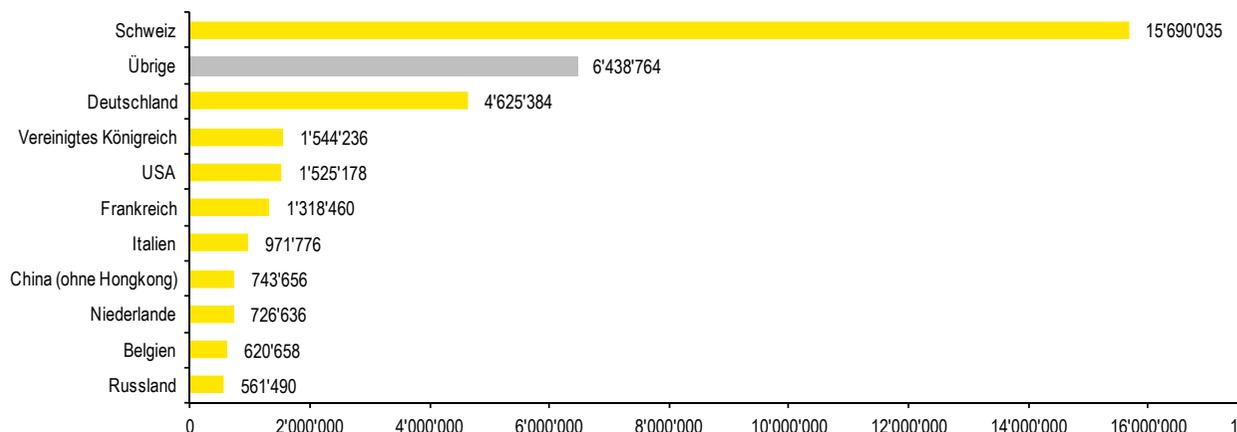
Übersicht Benchmarks 5-Sterne Hotels

Position	5-Sterne Ferien	5-Sterne Stadt
Anzahl Zimmer	134	142
Anzahl Logiernächte	35'125	43'024
Zimmerbelegung in %	62	59
Average Daily Rate in CHF	580	522
RevPar in CHF	364	313
Personalaufwand in % vom Gesamtaufwand	43	46

Quelle: Hotel Benchmark ERFA-Gruppen, Jahrbuch hotelleriesuisse 2013

Anzahl Logiernächte in der Schweiz nach Herkunftsland (alle Kategorien) 2012

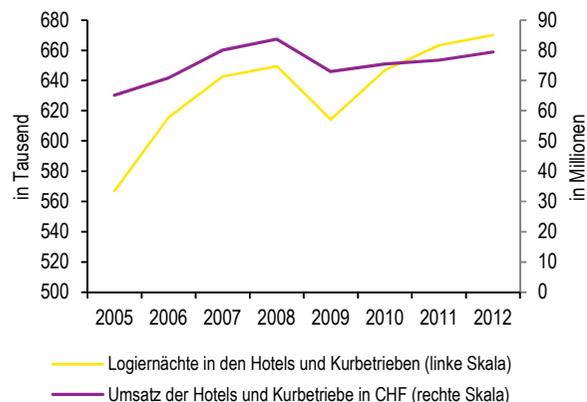
Quelle: Bundesamt für Statistik, Beherbergungsstatistik



Marktanalyse

Entwicklung Hotelmarkt Interlaken

Quelle: Bundesamt für Statistik, Beherbergungsstatistik

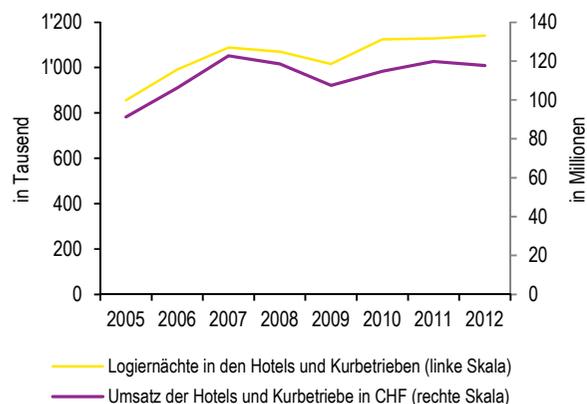


Hotelmarkt Interlaken (Victoria-Jungfrau)

- ▶ In Interlaken waren 2012 30 Hotel- und Kurbetriebe registriert, davon zwei 5-Sterne Betriebe. Diese erwirtschafteten 2012 einen Umsatz von CHF 79 Mio.
- ▶ Die BAK Basel Economics AG („BAK-Basel“) prognostiziert für die Jahre 2014 und 2015 für das Berner Oberland eine Steigerung der Anzahl an Hotelübernachtungen um 2.5% bzw. 3.4%.
- ▶ Die durchschnittliche Zimmerbelegung von 5-Sterne-Betrieben im Berner Oberland war 2012 gemäss BfS 59%, die Average Daily Rate CHF 547 und der RevPar CHF 265.

Entwicklung Hotelmarkt Stadt Luzern

Quelle: Bundesamt für Statistik, Beherbergungsstatistik



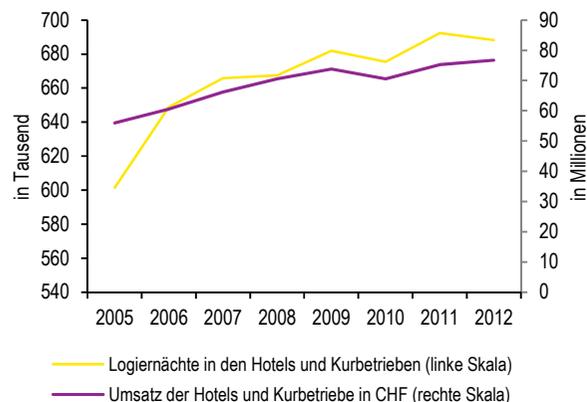
Hotelmarkt Luzern (Palace Luzern)

- ▶ In der Stadt Luzern waren 2012 50 Hotel- und Kurbetriebe registriert, davon drei 5-Sterne Betriebe. Diese erwirtschafteten 2012 einen Umsatz von CHF 118 Mio.
- ▶ BAK-Basel prognostiziert für die Jahre 2014 und 2015 für die Zentralschweiz eine Steigerung der Anzahl an Hotelübernachtungen um 3.2% bzw. 4.0%.
- ▶ Die durchschnittliche Zimmerbelegung von 5-Sterne-Betrieben in der Stadt Luzern war 2012 gemäss BfS 49%, die Average Daily Rate CHF 345 und der RevPar CHF 171.

Marktanalyse

Entwicklung Hotelmarkt Bern

Quelle: Bundesamt für Statistik, Beherbergungsstatistik

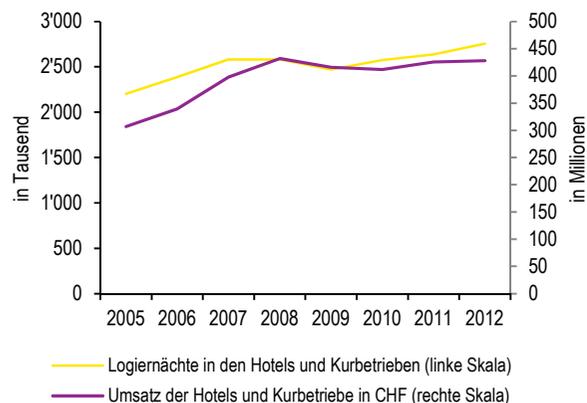


Hotelmarkt Stadt Bern (Bellevue Palace)

- ▶ In der Stadt Bern waren 2012 34 Hotel- und Kurbetriebe registriert, davon zwei 5-Sterne Betriebe. Diese erwirtschafteten 2012 einen Umsatz von CHF 77 Mio.
- ▶ BAK-Basel prognostiziert für die Jahre 2014 und 2015 für grosse Schweizer Städte eine Steigerung der Anzahl an Hotelübernachtungen um 1.6% bzw. 2.5%.
- ▶ Die durchschnittliche Zimmerbelegung von 5-Sterne-Betrieben in der Tourismusregion Bern war 2012 gemäss BfS 59%, die Average Daily Rate CHF 547 und der RevPar CHF 265 (aus Datenschutzgründen dürfen die Zahlen von 5-Sterne Hotels in der Stadt Bern nicht veröffentlicht werden, da weniger als 3 Hotels vorhanden sind).

Entwicklung Hotelmarkt Zürich

Quelle: Bundesamt für Statistik, Beherbergungsstatistik



Hotelmarkt Stadt Zürich (Eden au Lac)

- ▶ In der Stadt Zürich waren 2012 119 Hotel- und Kurbetriebe registriert, davon acht 5-Sterne Betriebe. Diese erwirtschafteten 2012 einen Umsatz von CHF 428 Mio.
- ▶ BAK-Basel prognostiziert für die Jahre 2014 und 2015 für grosse Schweizer Städte eine Steigerung der Anzahl an Hotelübernachtungen um 1.6% bzw. 2.5%
- ▶ Die durchschnittliche Zimmerbelegung von 5-Sterne-Betrieben in der Stadt Zürich war 2012 gemäss BfS 63%, die Average Daily Rate CHF 569 und der RevPar CHF 359.

Zusammenfassung

Während der gesamte Hotelmarkt Schweiz seit 2008 stagniert, verzeichnen Hotels in den vier für VJC relevanten Tourismusregionen im selben Zeitraum ein durchschnittliches Umsatzwachstum. Gemäss Prognosen ist zu vermuten, dass sich dieses Wachstum 2014 und 2015 fortsetzt.

Grundlagen der Bewertung

1. Bewertungsgrundsätze
2. Bewertungsmethoden und -vorgehen

Bewertungsgrundsätze

Anzahl berücksichtigter Aktien

Position		Anzahl
Anzahl kotierte Namenaktien		280'000
Eigene Aktien	./.	3'614
Total zu berücksichtigende Aktien	=	276'386

Quelle: Geschäftsbericht FY12A

Grundsätze

- ▶ Für VJC wird der Mindestpreis pro Aktie ermittelt, für dessen Berechnung die unabhängige Weiterführung von VJC angenommen wurde.
- ▶ Effekte von zukünftigen Übernahmen sowie allfällige Synergiepotentiale mit einem Investor wurden nicht in unsere Bewertung einbezogen. Basis für unsere Arbeiten ist folglich eine "stand-alone" Betrachtung. Ferner gingen wir davon aus, dass die operative Ausrichtung der Gruppe in den öffentlich verfügbaren Finanzinformationen korrekt abgebildet ist und in Zukunft keine wesentlichen Änderungen erfährt.

Anzahl berücksichtigter Aktien

- ▶ Ziel der Bewertung ist es, den Mindestpreis einer Aktie von VJC inklusive der zugehörigen Gesellschaften zum 23. Oktober 2013 zu bestimmen.
- ▶ Zum Bewertungszeitpunkt besteht das Aktienkapital der VJC aus 280'000 kotierten Namenaktien. Zur Berechnung des Werts pro Aktie wurden allerdings nur 276'386 Aktien berücksichtigt. Die Differenz entspricht den durch das Unternehmen selbst gehaltenen 3'614 Aktien. Durch diese kann kein Stimmrecht ausgeübt werden. Das bedeutet, dass sie nicht relevant sind, um die Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen, und sie daher bei unseren Bewertungsüberlegungen nicht berücksichtigt werden.

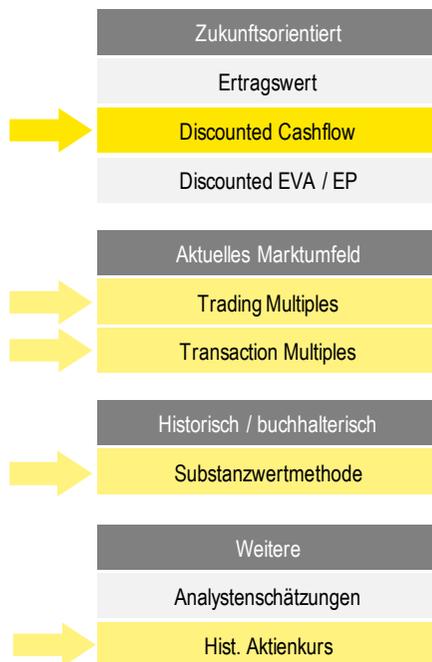
Informationsquellen

- ▶ Die Grundlage für die Wertermittlung bilden historische Finanzdaten, welche aus den Geschäftsberichten der VJC für die Jahre FY07A bis HY13A entnommen worden sind.
- ▶ Unsere Bewertungsüberlegungen basieren einzig auf öffentlich verfügbaren Informationen über die Zielgesellschaft, da kein Zugang zu VJC internen Daten bestanden hat. Ferner stützen wir uns auf Informationen zu den für VJC relevanten Märkten. Die verwendeten Informationen umfassen somit im Wesentlichen:
 - geprüfte konsolidierte Jahresabschlüsse der Victoria-Jungfrau Collection AG für die Jahre FY07A bis HY13A, sowie weitere Veröffentlichungen der Zielgesellschaft;
 - Industrie- und Marktprognosen; und
 - Finanzmarktdaten (Bloomberg, Capital IQ, Thomson One, SIX, IHS Global Insight).

Bewertungsmethoden und -vorgehen

Gängige Bewertungsmethoden und unsere Auswahl

Quelle: EY



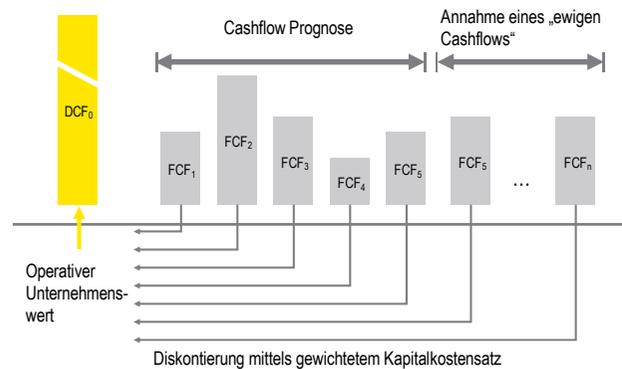
Wahl der Bewertungsmethoden und Vorgehen

- ▶ Generell ist der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft die verlässlichste Indikation, um den Unternehmenswert zu bestimmen. Dies setzt jedoch voraus, dass der Handel hinreichend liquide ist. Wie im folgenden Kapitel gezeigt wird, ist dies jedoch für VJC nicht der Fall. Der Handel in VJC-Aktien ist illiquide und der Börsenkurs der VJC-Aktie eignet sich daher nur eingeschränkt, um einen fairen Wert zu ermitteln.
- ▶ Um den Wert einer Aktie der VJC zu ermitteln, wurde daher die Discounted Cashflow ("DCF") Methode als primäre Bewertungsmethode verwendet. Die DCF Methode basiert auf der Annahme der Unternehmensfortführung und erlaubt es, unternehmensspezifische Faktoren zu berücksichtigen, da die Finanzwerte des Unternehmens im Detail modelliert werden.
- ▶ Da wir uns zum Zwecke unserer Bewertung nur auf öffentlich verfügbare Informationen abstützen konnten, haben wir weitere Methoden in unsere Bewertung mit einbezogen, um die einzelnen Resultate zu plausibilisieren und dadurch ein möglichst belastbares Endergebnis zu erzielen.
- ▶ Eine Übersicht über die zur Verfügung stehenden Verfahren sowie unsere Auswahl liefert die nebenstehende Darstellung. Eine Beschreibung der verwendeten Methoden erfolgt im nächsten Abschnitt.
- ▶ Als Grundlage unseres Bewertungsprozesses haben wir die erwarteten Erträge für VJC für FY13F-FY17F anhand von Marktprognosen hergeleitet und auf dieser Grundlage die bewertungsrelevanten Grössen bestimmt. Die Werte in unserer Analyse haben wir dabei jeweils mit den historischen Daten von VJC verglichen.

Bewertungsmethoden und -vorgehen

Grafische Darstellung der DCF Methode

Quelle: EY



Discounted Cashflow („DCF“) Methode

- ▶ Um den Wert einer VJC Aktie zu berechnen, wurde die DCF Methode als primäre Bewertungsmethode berücksichtigt.
- ▶ Der Unternehmenswert wird mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cashflows („FCF“) mit dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz bestimmt. Die FCF's beschreiben dabei die Finanzströme, welche der Firma vor Finanzierungsaktivitäten zur Verfügung stehen. Dies sind somit jene Cashflows, die Fremd- und Eigenkapitalgebern zusammen zur Verfügung stehen.
- ▶ Die freien Cashflows werden über einen Zeitraum von fünf Jahren detailliert prognostiziert. Für die weitere Entwicklung der freien Cashflows wird eine Annahme über das nachhaltige Ausgangsniveau des FCF's am Ende des fünften Jahres getroffen sowie über das entsprechende ewige Wachstum. Aus dieser ewigen Serie von Zahlungsströmen errechnet sich der Residualwert der Gesellschaft, welcher in die Bewertung einfließt.
- ▶ Zur Bewertung des Eigenkapitals wird der Marktwert des Fremdkapitals vom Brutto-Unternehmenswert in Abzug gebracht und das nicht betriebsnotwendige Vermögen addiert.
- ▶ Um daraus den Wert einer Aktie zu ermitteln, wird der Wert pro Namenaktie durch Division des Eigenkapitalwertes der VJC durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien (exkl. die von der VJC gehaltenen Aktien) berechnet.

Weitere Bewertungsüberlegungen

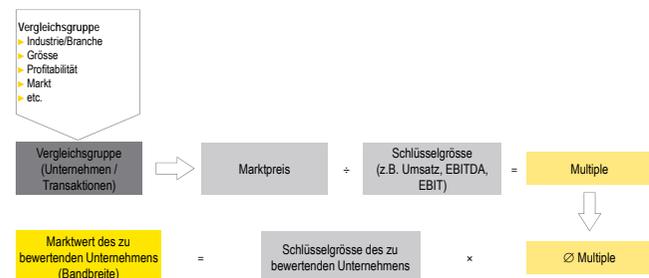
Aktienpreis

- ▶ Der Preis einer VJC Aktie wurde basierend auf dem VWAP-60 berechnet. Dieser stellt für liquide Aktien die massgebliche Referenzgrösse dar. Aufgrund der eingeschränkten Liquidität der Beteiligungspapiere der VJC ist dieser jedoch in der vorliegenden Bewertung nur zur Einordnung des Ergebnisses in den Kontext des aktuellen Börsenhandels gedacht.

Bewertungsmethoden und -vorgehen

Grafische Darstellung der Multiple Methode

Quelle: EY

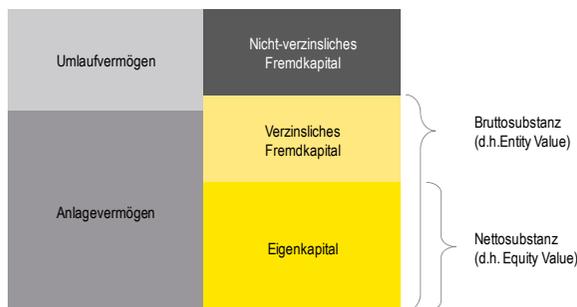


Trading- und Transaction Multiples

- ▶ Der Marktwertansatz beinhaltet grundsätzlich die Trading- sowie die Transaction Multiple Methode.
- ▶ Der *Trading Multiple Ansatz* betrachtet Finanzkennzahlen (Umsatz/EBITDA/EBIT) vergleichbarer börsennotierter Unternehmen, deren Kennzahlen in ein Verhältnis zum Unternehmenswert dieser Gesellschaft gestellt werden. So ergibt sich ein Multiple, welches mit den entsprechenden Finanzkennzahlen des Zielunternehmens multipliziert wird, um so den Unternehmenswert der Zielgesellschaft zu errechnen.
- ▶ Der *Transaction Multiple Ansatz* bezieht sich auf Preise für effektiv abgewickelte Unternehmenstransaktionen. Anhand öffentlicher Daten aus vergleichbaren Transaktionen werden die impliziten Unternehmenswerte der betreffenden Gesellschaften ermittelt und auf dieser Basis die Multiplikatoren der wichtigsten Bezugsgrößen berechnet.

Grafische Darstellung der Substanzwertmethode

Quelle: EY



Substanzwert

- ▶ Der Substanzwert („NAV“) stellt den Wert der Aktiven eines Unternehmens abzüglich der Schulden dar. Er zeigt somit die Summe aller Werte, welche eine Gesellschaft in der Bilanz aufweist, nach Abzug des Fremdkapitals. Somit ergibt sich der Eigenkapitalwert als Residuum.

Wertüberlegungen

1. Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse
2. Discounted Cashflow Methode
3. Marktwertmethoden
4. Substanzwert

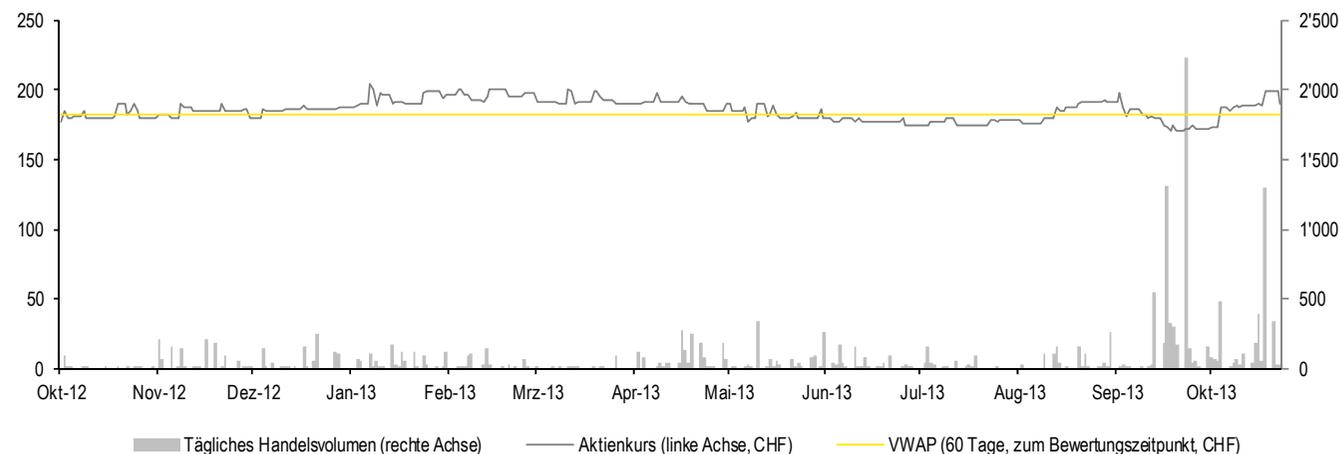
Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse

Analyse des Aktienpreises

- ▶ Der Schlusskurs der VJC-Aktie an der Schweizer Börse (SIX Swiss Exchange) lag zum Bewertungszeitpunkt (23. Oktober 2013) bei CHF 189.50 pro Namenaktie. Der höchste im Jahr vor dem Bewertungszeitpunkt erreichte Schlusskurs betrug CHF 204.90 je Aktie, der tiefste lag bei CHF 171.10 je Aktie.
- ▶ Der 60-Tages-„VWAP“ (der volumengewichtete Durchschnittskurs aller während der letzten 60 Handelstage ausgeführten On-Orderbook-Transaktionen) beträgt zum Bewertungszeitpunkt CHF 182.38 je Aktie.
- ▶ Jedoch werden die Aktien der VJC nur in unregelmässigen Abständen an der SIX Swiss Exchange gehandelt. Die Analyse des Handelsvolumens ergibt, dass an den 12 vollständigen Monaten vor der Veröffentlichung der Voranmeldung (30. September 2012 – 30. September 2013) insgesamt 62 Handelstage ohne abgeschlossene Börsentransaktionen und 187 Tage mit Transaktionsvolumen zu verzeichnen waren.

Aktienpreis, Handelsvolumen und VWAP zum Bewertungszeitpunkt der VJC

Quelle: Bloomberg, SIX Swiss Exchange und EY Analyse



- ▶ Auch an der BX Berne Exchange gilt die VJC Aktie als illiquide: Im Betrachtungszeitpunkt vom 30. September 2012 bis zum 30. September 2013 gab es lediglich 2 Tage mit abgeschlossenen Börsentransaktionen.

Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse

- ▶ Gemäss Definition der Übernahmekommission gilt die Aktie der VJC nach unseren Berechnungen zum Bewertungszeitpunkt als illiquide.¹ Dabei ist zu beachten, dass obenstehende Analyse auf Daten von Bloomberg beruht. Ausschlaggebend für die Feststellung der Illiquidität sind die von der SIX Swiss Exchange ermittelten Daten. Auf Basis der SIX Swiss Exchange Daten resultiert ebenfalls die Feststellung der Illiquidität der VJC Aktie gemäss Definition der Schweizerischen Übernahmekommission.
- ▶ Aufgrund des geringen Handelsvolumens der VJC-Aktie haben wir dem aktuellen Börsenkurs bzw. dem VWAP der VJC-Aktie bei unseren Bewertungsarbeiten lediglich eine eingeschränkte Bedeutung beigemessen. Das geringe Handelsvolumen bedeutet, dass der Aktienkurs verzerrt sein kann, da sich bspw. nicht alle aktuellen und kursrelevanten Informationen direkt im Aktienkurs widerspiegeln können.

Fazit

Wir haben dem aktuellen Börsenkurs der VJC Aktien bei unseren Bewertungsarbeiten lediglich eine eingeschränkte Bedeutung beigemessen.

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

DCF-Methode: Schlüsselannahmen

Historische Kennzahlen VJC

Währung: TCHF	FY07A	FY08A	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A
Total Umsatz	94'499	93'561	77'030	74'193	75'163	72'072
Wachstum	40.6%	(1.0%)	(17.7%)	(3.7%)	1.3%	(4.1%)
GOI-Marge	46.6%	46.7%	43.7%	42.6%	42.8%	39.7%
GOP-Marge	23.2%	22.9%	19.9%	17.5%	17.8%	13.8%
EBITDA-Marge	17.1%	16.7%	12.3%	11.0%	8.6%	3.9%
EBIT-Marge	8.5%	7.6%	1.5%	(0.0%)	0.0%	(2.0%)

Quelle: Geschäftsberichte VJC

Allgemeine Annahmen für die DCF Methode

Parameter	Annahme	Quelle
Explizite Planungsperiode	FY13F-FY17F	n/a
Restwert	FY18N	n/a
Ewige Wachstumsrate	1.4%	Langfristige Inflationserwartung Schweiz (IHS Global Insight)
WACC	7.3%	EY
Steuersatz	18.0%	Durchschnittlicher Steuersatz für Unternehmen in der Schweiz

Erwartete finanzielle Entwicklung VJC

- ▶ Wie bereits beschrieben, haben wir uns bei unserer Bewertung ausschliesslich auf öffentlich verfügbare Informationen abgestützt. Unternehmensinterne Dokumente wie z.B. Businesspläne waren uns nicht zugänglich.
- ▶ Folglich haben wir unter Berücksichtigung der bereits beschriebenen Marktanalysen und den historischen Finanzkennzahlen einen Business Plan für VJC erstellt.
- ▶ Die Tabelle auf der linken Seite zeigt historische KPIs der VJC im Zeitraum FY07A-FY12A. Aus dieser Übersicht wird deutlich, dass seit FY09A bei allen Erfolgskennzahlen ein klarer Abwärtstrend zu erkennen ist.
- ▶ Diese Entwicklung ist aus unserer Sicht auf das schwierige Marktumfeld der Schweizer Hotellerie, aber auch zusätzlich auf VJC spezifische interne Problemstellungen, wie bspw. unüblich häufige Wechsel im Management zurückzuführen. Wir gehen davon aus, dass diese beiden Problemfelder temporärer Natur sind und das Unternehmensergebnis von VJC nicht dauerhaft belasten.
- ▶ Daher haben wir für die Planungsperiode eine Erholung der Ertragslage in Richtung der historisch bereits erreichten Finanzkennzahlen unterstellt. Diese Entwicklung wird auch durch die im Kapitel „Marktanalyse“ aufgezeigten Prognosen gestützt. Dabei beinhaltet die geplante Erholung auch Kosteneinsparungen aufgrund der Dekotierung der VJC Aktien.
- ▶ Zur Verdeutlichung der finanziellen Entwicklung, insbesondere des beschriebenen Abwärtstrends ist im Anhang C die jährliche Übersicht der historischen KPIs von FY07A-FY12A sowohl auf konsolidierter Stufe als auch pro Hotel ersichtlich.
- ▶ Um die spezifischen Eigenschaften der verschiedenen Hotelbetriebe adäquat abzubilden und den regionalen Entwicklungen Rechnung zu tragen, haben wir unsere Planung bis zum Bruttobetriebsgewinn („GOP“) individuell pro Hotel vorgenommen.
- ▶ Die Wachstumsraten für die explizite Planungsperiode wurden basierend auf Tourismusprognosen des Forschungsinstitutes BAK-Basel geschätzt (siehe Abschnitt Marktanalyse). Als ewige Wachstumsrate wurde die langfristige Inflationserwartung der Schweiz gemäss IHS Global Insight angesetzt (1.4%).

Bewertungsannahmen auf Einzelhotelstufe

- ▶ Der Umsatz wurde mittels der KPIs Zimmerbelegung, Average Daily Rate, Anteil Beherbergungsumsatz am Gesamtumsatz sowie GOP in % des Gesamtumsatzes ermittelt.
- ▶ Die KPIs für FY13F wurden mittels HY13A der VJC bestimmt. Hierbei ist zu erwähnen, dass historisch gesehen die zweite Jahreshälfte gegenüber der ersten einen grösseren Umsatzanteil verzeichnet. So betrug

DCF-Methode: Schlüsselannahmen

bspw. der Umsatzanteil der zweiten Jahreshälfte für FY11A-FY12A im Durchschnitt 53.7%. Auf Stufe EBITDA zeigt sich der Effekt einer ertragsstärkeren zweiten Jahreshälfte noch deutlicher. Der EBITDA Beitrag der zweiten Jahreshälfte für FY11A-FY12A betrug im Durchschnitt 93.3%.

- ▶ Für die Vorhersage der KPIs für die Folgejahre haben wir uns v.a. auf folgende Informationen gestützt:
 - Historische KPIs der vier Hotels der VJC;
 - Historische KPIs der Hotels in den entsprechenden Hotelregionen anhand der vom BfS publizierten Beherbergungsstatistik (siehe Kapitel „Marktanalyse“);
 - Tourismusprognosen des Forschungsinstitutes BAK-Basel für die Jahre 2014 und 2015 (siehe Kapitel „Marktanalyse“);
 - Hotel Benchmark 2013 für 5-Sterne Hotels der ERFA-Gruppe von hotelleriesuisse (Jahrbuch der Hotellerie 2013); und
 - Einschätzung durch unsere Marktexperten.
- ▶ In der nachfolgenden Tabelle sind die historischen und von uns prognostizierten KPIs des jeweiligen Betriebes dargestellt.

Details und KPIs der einzelnen Hotels

Währung: TCHF	Victoria Jungfrau				Palace Luzern				Eden au Lac				Bellevue Palace			
	Ø FY07A-FY12A	Ø FY11A-FY12A	Ø FY13F-FY17F	Ø FY18N	Ø FY07A-FY12A	Ø FY11A-FY12A	Ø FY13F-FY17F	Ø FY18N	Ø FY07A-FY12A	Ø FY11A-FY12A	Ø FY13F-FY17F	Ø FY18N	Ø FY07A-FY12A	Ø FY11A-FY12A	Ø FY13F-FY17F	Ø FY18N
Umsatz	35'733	31'939	35'622	39'353	17'138	15'246	17'028	19'189	7'512	6'614	7'104	7'725	20'103	19'170	18'668	19'637
Personalkosten in % des Umsatzes	43.6%	47.7%	46.0%	43.0%	52.1%	56.5%	52.6%	51.0%	52.7%	57.3%	55.2%	52.0%	44.0%	45.5%	47.0%	45.0%
Bruttobetriebserfolg (GOI)	16'731	13'791	16'672	18'889	6'566	5'127	6'783	7'867	3'191	2'628	2'971	3'245	8'557	8'164	7'755	8'444
Bruttobetriebserfolg (GOI) in % des Umsatzes	46.4%	43.2%	46.7%	48.0%	37.8%	33.6%	39.7%	41.0%	42.2%	39.7%	41.8%	42.0%	42.4%	42.4%	41.5%	43.0%
Bruttobetriebsgewinn (GOP)	8'240	5'924	7'214	8'854	1'925	278	2'128	2'782	1'180	741	959	1'159	4'840	4'706	4'244	4'713
Bruttobetriebsgewinn (GOP) in % des Umsatzes	22.5%	18.5%	20.1%	22.5%	10.4%	1.8%	12.3%	14.5%	15.2%	11.2%	13.4%	15.0%	24.0%	24.3%	22.7%	24.0%
Zimmerbelegung	51.7%	49.8%	57.3%	58.4%	48.4%	45.9%	51.2%	53.0%	58.4%	56.2%	60.2%	62.2%	48.9%	42.2%	44.5%	46.1%
Average Daily Rate (ADR) in CHF	415	379	373	405	388	376	379	412	458	425	433	456	341	357	344	352
RevPar (Zimmerbelegung x ADR) in CHF	215	186	214	236	186	171	194	218	268	239	261	284	165	150	153	162

Quelle: Geschäftsberichte VJC

DCF-Methode: Schlüsselannahmen

Details und KPIs auf konsolidierter Basis

Position	Ø FY07A- FY12A	Ø FY11A- FY12A	Ø FY13F- FY17F	FY18N
Umsatzwachstum	2.6%	(1.4%)	3.8%	0.0%
GOI-Marge	43.7%	41.2%	44.0%	45.2%
GOP-Marge	19.2%	15.8%	18.4%	20.3%
EBITDA-Marge	11.6%	6.2%	8.9%	10.8%
Capex (TCHF)	3'172	3'485	3'570	3'570
NUV (% zu Umsatz)	1.0%	2.0%	3.0%	3.0%

Quelle: Geschäftsberichte VJC, EY Analyse

Weitere Bewertungsannahmen

- ▶ Die Entwicklung der weiteren Positionen ab GOP zur Herleitung des FCF wurde auf konsolidierter Stufe vorgenommen. Die Tabelle auf der linken Seite fasst die wesentlichen konsolidierten KPIs für den Prognosezeitraum sowie für den Residualwert der Positionen zusammen, welche auf konsolidierter Stufe fortgeschrieben wurden und zeigt ebenso historische Kennzahlen.

Liegenschaftsabgaben, Kapitalsteuern, Mietaufwand

- ▶ Es lagen uns zum Bewertungszeitpunkt keine detaillierten Informationen über die genaue Zusammensetzung der Position Liegenschaftsabgaben, Kapitalsteuern und Mietaufwand vor. Daher haben wir diese Position basierend auf dem durchschnittlichen Verhältnis zum Umsatz von FY11A und FY12A fortgeschrieben. Da im FY11A die Liegenschaft in Luzern verkauft und wieder angemietet wurde, erachten wir die Jahre vor FY11A als nicht repräsentativ für die zukünftige Entwicklung dieser Position.

Investitionen („Capex“) / Abschreibungen

- ▶ Es lagen uns zum Bewertungszeitpunkt keine Zustandsberichte der Immobilien sowie keine detaillierten Prognosen über künftige Investitionsprojekte vor. Um den Investitionsbedarf der VJC zu bemessen, haben wir uns daher auf marktübliche Grössen abgestützt, welche im Folgenden erläutert werden.
- ▶ Basierend auf einer Analyse des Anlagespiegels gemäss Geschäftsbericht FY12A haben wir einen Neuwert von TCHF 547 pro Zimmer im Eigenbesitz hergeleitet. Der SGH Benchmark für die Erstellungskosten eines Zimmers in einem 5-Sterne Hotel liegt bei mindestens TCHF 360. Die SGH veranschlagt einen Wert von 2.38% auf Basis des Neuwertes für Instandsetzungskosten eines 5-Sterne Hotels. Dies ergibt eine Annuität in Höhe von TCHF 3'570. Die resultierende Annuität liegt leicht über dem Durchschnitt der Periode FY07A-FY12A und erscheint uns daher plausibel.
- ▶ Diesen Wert haben wir als konstante Grösse für alle Prognosejahre sowie für den Residualwert angenommen. Die Abschreibungen haben wir für sämtliche Jahre in Höhe der jeweiligen Investitionen festgesetzt, woraus sich ein Verhältnis Investitionen/Abschreibungen von konstant 100% ergibt.

Nettoumlaufvermögen („NUV“)

- ▶ Das NUV stellt die notwendigen Positionen des Umlaufvermögens nach Abzug der dazugehörigen kurzfristigen Verbindlichkeiten dar. Für gewöhnlich gilt, dass eine Steigerung des Umsatzniveaus einer

DCF-Methode: Schlüsselannahmen

Investition in das NUV bedarf. Deshalb gehen wir in unserer Analyse davon aus, dass das NUV langfristig eine konstante Grösse in Bezug zum Umsatz darstellt.

- ▶ Das Verhältnis des NUV zum Umsatz lag in der Vergangenheit in einem Bereich von (2)% - 4% (FY07A-FY12A) und im HY13A bei 3% (hochgerechnet). Basierend auf eigenen Analysen und Erfahrungswerten gehen wir davon aus, dass VJC langfristig ein NUV aufweisen wird, welches 3% der jährlichen Umsätze entspricht.

Weitere bewertungsrelevante Positionen

Verzinsliches Fremdkapital

Verzinsliches Fremdkapital der VJC	
<i>Währung: TCHF</i>	HY13A
Finanzverbindlichkeiten	6'165
Hypotheken	30'960
Total verzinsliches Fremdkapital	37'125

Quelle: Halbjahresbericht HY13A

- ▶ In der DCF Bewertung wird das verzinsliche FK vom Brutto-Unternehmenswert abgezogen, um zum Eigenkapitalwert zu gelangen. Das verzinsliche FK beträgt per HY13A TCHF 37'125. Die Zusammensetzung ist in nebenstehender Tabelle ausgewiesen.

Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen der VJC

Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen der VJC	
<i>Währung: TCHF</i>	HY13A
Nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte	
Nicht betriebsnotwendige flüssige Mittel	27'000
Wertschriften	590
Beteiligungen, Guthaben	3'566
Nicht betriebsnotwendige Verbindlichkeiten	
Rückstellungen	(5'106)
Nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte (netto)	26'050

Quelle: Halbjahresbericht HY13A

Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte / Verbindlichkeiten

- ▶ Auf Basis der öffentlich verfügbaren Informationen qualifizieren wir den Teil der flüssigen Mittel, welcher auf die Veräusserung der Immobilie in Luzern zurückzuführen ist, als nicht betriebsnotwendig. Der Verkaufspreis lag im Jahr 2011 bei TCHF 38'000 und ein Grossteil davon ist immer noch als flüssige Mittel vorhanden. Dieser Betrag erscheint uns für die operative Tätigkeit nicht notwendig zu sein und wurde daher auch nicht für die Berechnung des NUV berücksichtigt. Die Differenz der gesamten flüssigen Mittel in Höhe von TCHF 31'140 zu den nicht betriebsnotwendigen flüssigen Mitteln stellen die operativ notwendigen flüssigen Mittel dar, welche im NUV berücksichtigt sind.
- ▶ Weiter werden die Positionen Wertschriften, Beteiligungen und Guthaben in der Höhe von TCHF 4'156 per HY13A als nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte angesehen.
- ▶ Auf Seite der Verbindlichkeiten wurden die Rückstellungen in der Höhe von TCHF 5'106 per HY13A separat berücksichtigt. Diese Position beinhaltet gemäss Geschäftsbericht begründete wahrscheinliche und abschätzbare zukünftige Verpflichtungen.
- ▶ Dies ergibt ein nicht betriebsnotwendiges Vermögen (netto) in der Höhe von TCHF 26'050. Die Herleitung ist in der Tabelle links abgebildet. Die Nettoposition wird im Rahmen unserer Bewertung zum DCF Wert addiert.

DCF-Methode: Schlüsselannahmen

Herleitung Diskontsatz

Position	Wert	Gewicht
Diskontsatz (Eigentum)	5.3%	56.8%
Diskontsatz (Mietverhältnis)	10.0%	43.2%
Gesamt	7.3%	

Quelle: EY Analyse

Berechnungsschema für den Diskontsatz (Eigentum)

Position	Wert	Quelle
Basiszinssatz / "risikoloser" Zinssatz	1.38%	Implizite Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe der Schweiz in lokaler Währung, 5-jähriger historischer Durchschnitt (Capital IQ)
Kreditrisikoprämie	1.76%	Kreditrisikoprämie gemäss Barclays Global Aggregate Index - BBB
Fremdkapitalkosten	3.1%	
Basiszinssatz / "risikoloser" Zinssatz	1.38%	Implizite Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe der Schweiz in lokaler Währung, 5-jähriger historischer Durchschnitt (Capital IQ)
Zins für Branchenrisiko	4.00%	Martin Eltschinger, Finanzmanagement Hotellerie (3. Auflage 2009)
Zins für Unternehmerrisiko	4.00%	Martin Eltschinger, Finanzmanagement Hotellerie (3. Auflage 2009)
Eigenkapitalkosten	9.4%	
Eigenkapitalquote	40.0%	Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (SGH)
Fremdkapitalquote	60.0%	Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (SGH)
Unternehmenssteuersatz	18.0%	Unternehmenssteuersatz der Schweiz (EY Worldwide Corporate Tax Guide 2013)
WACC Alleineigentum	5.3%	

Quelle: Siehe Tabelle

Kapitalkosten

- ▶ Im Bereich der Hotellerie sehen wir einen wesentlichen Unterschied im Risiko-/Renditeprofil zwischen reinen Hotelbetreibern im Mietverhältnis und Hotelbetreibern mit der Liegenschaft im Eigentum. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, haben wir einen Diskontsatz für den Hotelbetrieb im Eigentum und einen für den Hotelbetrieb im Mietverhältnis hergeleitet. Diese Diskontsätze wurden mit den korrespondierenden Cashflows (GOP's auf Einzelhotelstufe) gewichtet, um einen adäquaten Gesamtkapitalkostensatz für VJC herzuleiten. Die Herleitung ist in der Tabelle auf der linken Seite ersichtlich.
- ▶ Die Berechnung der einzelnen Diskontsätze wird im Folgenden dargestellt.

Diskontsatz Hotelbetrieb im Eigentum

- ▶ Für die Berechnung der Eigenkapitalkosten haben wir basierend auf hotelspezifischen Quellen einen Zinssatz für das Branchen- sowie für das Unternehmerrisiko von 4.00% angenommen.
- ▶ Für die Eigen- bzw. Fremdkapitalquote von Hotelbetrieben haben wir uns auf marktübliche Verhältnisse bei Banken und der SGH abgestützt, welche von einem Richtwert von 60.0% als Belehnungsgrenze bei Hotelbetrieben ausgehen.
- ▶ Die Herleitung des Diskontsatzes für Hotelbetriebe im Eigentum ist in der Tabelle auf der linken Seite ersichtlich.

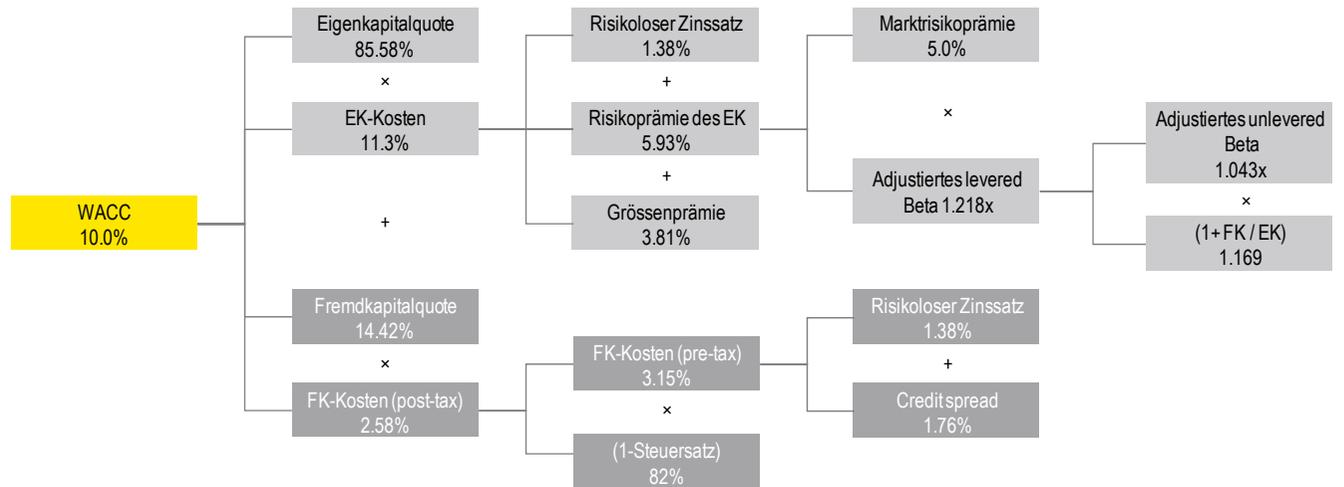
DCF-Methode: Schlüsselannahmen

Diskontsatz Hotelbetrieb im Mietverhältnis

- ▶ In der Bewertungspraxis gibt es verschiedene Methoden, den Kapitalkostensatz einer Firma herzuleiten. Wir betrachten den gewichteten Gesamtkapitalkostensatz (englisch: Weighted Average Cost of Capital, "WACC") als den geeigneten Ansatz zur Bewertung eines Hotelbetriebs im Mietverhältnis anhand der DCF Methode.
- ▶ Der WACC beschreibt die gewichtete Renditeforderung von Fremd- und Eigenkapitalgebern und wird entsprechend nachfolgend illustrierter Formel berechnet. Für die Herleitung des Betas und der Kapitalstruktur und eine Beschreibung der einzelnen Parameter verweisen wir auf Anhang B.

Berechnungsschema für den steueradjustierten WACC der VJC (Mietverhältnis)

Quelle: EY Analyse



DCF Methode: Bewertungsergebnis

DCF Bewertungsübersicht VJC

Währung: TCHF	Wert
Barwert der Cashflows in FY13F-FY17F	10'701
Barwert der Cashflows im Residualwert	61'069
Operativer Unternehmenswert	71'770
+ Nichtbetriebsnotwendige Vermögenswerte (netto)	26'050
Unternehmenswert	97'820
- Verzinsliches Fremdkapital	(37'125)
Eigenkapitalwert (100%)	60'695
Anzahl Aktien	280'000
Anzahl Eigene Aktien	3'614
Anzahl Aktien (ohne eigene Aktien)	276'386
Wert pro Aktie (in CHF)	219.60

Quelle: Halbjahresbericht HY13A, EY Analyse

Bewertungsergebnis DCF Methode

- ▶ Die Tabelle auf der linken Seite zeigt die Ergebnisse der DCF Analyse.
- ▶ Basierend auf den zur Verfügung stehenden Informationen und eigenen Analysen ergibt sich per 23. Oktober 2013 ein Eigenkapitalwert von TCHF 60'695.
- ▶ Ausgehend von 276'386 ausstehenden Aktien zum Bewertungsdatum resultiert ein Wert von CHF 219.60 pro VJC Namenaktie.
- ▶ Die vollständige DCF Bewertung ist in Anhang A abgebildet.

Sensitivitätsanalyse

- ▶ Die Sensitivität des Aktienwertes auf Veränderungen der Kapitalkosten sowie der ewigen Wachstumsrate im Residualwert ist in untenstehender Tabelle dargestellt.

Sensitivitätsanalyse: WACC und ewige Wachstumsrate

Währung CHF		WACC				
		7.1 %	7.2 %	7.3 %	7.4 %	7.5 %
Ewige Wachstumsrate (ab FY18N)	1.2 %	221.56	217.03	212.64	208.40	204.29
	1.3 %	225.25	220.58	216.06	211.70	207.47
	1.4 %	229.06	224.25	219.60	215.11	210.76
	1.5 %	233.01	228.05	223.26	218.63	214.15
	1.6 %	237.11	231.99	227.05	222.27	217.66

Quelle: EY Analyse

- ▶ Es ist zu sehen, dass der Aktienwert eine relativ hohe Sensitivität gegenüber marginalen Änderungen der entsprechenden Inputparameter aufweist.

Fazit

Bei Anwendung der DCF Methode ergibt sich ein Wert von CHF 219.60 je VJC Aktie. Das Ergebnis der DCF Methode als Hauptbewertungsmethode ist zentral für die Festlegung des Mindestpreises.

Trading- und Transaction Multiples Analyse

EBITDA Multiple FY12A

Währung: TCHF	Wert
EBITDA FY12A	2'825
Trading Multiple	14.9
Multiple Wert (EBITDA x Multiple)	42'093
+ Liquide Mittel	31'140
+ Weiteres nichtbetriebsnotwendiges Vermögen (Netto)	(950)
Unternehmenswert (Enterprise Value)	72'283
-Verzinsliches Fremdkapital	(37'125)
Eigenkapitalwert (100%)	35'158
Anzahl ausstehender Aktien (ohne eigene Aktien)	276'386
Wert pro Aktie (in CHF)	127.20

Quelle: Geschäftsbericht FY12A, Halbjahresbericht HY13A, EY Analyse, Capital IQ

EBITDA Multiple FY13F

Währung: TCHF	Wert
EBITDA FY13F	4'209
Trading Multiple	12.0
Multiple Wert (EBITDA x Multiple)	50'512
+ Liquide Mittel	31'140
+ Weiteres nichtbetriebsnotwendiges Vermögen (Netto)	(950)
Unternehmenswert (Enterprise Value)	80'702
-Verzinsliches Fremdkapital	(37'125)
Eigenkapitalwert (100%)	43'577
Anzahl ausstehender Aktien (ohne eigene Aktien)	276'386
Wert pro Aktie (in CHF)	157.67

Quelle: Halbjahresbericht HY13A, EY Analyse, Capital IQ

Allgemeine Anmerkungen zur Bewertung einer VJC-Aktie mittels Trading- und Transaction Multiples

- ▶ Zur Plausibilisierung des anhand der DCF Methode errechneten Wertes pro Aktie der VJC wurde die Zielgesellschaft zusätzlich mittels der Marktwertmethode (Trading- und Transaction Multiples) bewertet. Weitere Informationen zu dieser Bewertungsmethode finden sich im entsprechenden Abschnitt „Grundlagen der Bewertung“.
- ▶ In vorliegender Bewertung haben wir uns für die Anwendung des EBITDA Multiples entschieden. Ein Umsatz-Multiple lässt keine Aussage über die Ertragskraft eines Unternehmens zu und wird aus diesem Grund ebenso wie der EBIT-Multiple, welcher durch Abschreibungen verzerrt werden kann, nicht in der Bewertung berücksichtigt. Um die operative Ertragskraft zu bewerten gilt in vielen Fällen der EBITDA Multiple als geeignete Grösse. Diese Erfolgsgrösse ist frei von Effekten wie Abschreibungen, Finanzierungskosten oder steuerlichen Aspekten und spiegelt die operative Ertragskraft eines Unternehmens am besten wider.
- ▶ In FY12A resultierte für VJC auf Stufe EBIT ein Verlust. Der EBITDA ist im Vergleich zu den in der Vergangenheit bereits erzielten Ergebnissen materiell tiefer. Dies liegt basierend auf den uns zur Verfügung stehenden Informationen einerseits am aktuell schwierigen Marktumfeld der Schweizer Hotellerie, ist aber andererseits auch auf VJC spezifische interne Problemstellungen, wie bspw. unüblich häufige Wechsel im Management, zurückzuführen. Daher ist aus unserer Sicht das FY12A, aber auch das FY13F, obwohl dieses bereits eine leichte Erholung der Ertragslage berücksichtigt, nicht als repräsentativ und nachhaltig zu betrachten und entsprechend haben die Resultate der Marktwertmethode basierend auf den Finanzkennzahlen FY12A und FY13F der VJC nur eine begrenzte Aussagekraft.

Berechnung des Eigenkapitalwerts mittels Trading Multiples

- ▶ Die zur Herleitung der Multiples verwendeten Vergleichsunternehmen wurden mit Hilfe von Capital IQ ermittelt. Da es in der Schweiz im 5-Sterne Segment keine kotierten Vergleichsunternehmen gibt, wurde die Vergleichsgruppe auf Europa, Amerika und Asien ausgeweitet.
- ▶ Die zur Herleitung der Trading Multiples verwendeten Vergleichsunternehmen finden sich in Anhang D. Die Berechnung des Aktienwertes mit Hilfe von Trading Multiples ist in nebenstehenden Tabellen dargestellt.
- ▶ Anhand der Trading Multiples Analyse basierend auf dem EBITDA für FY12A berechnen wir einen Eigenkapitalwert für VJC von TCHF 35'158 zum Bewertungszeitpunkt. Dies entspricht einem Wert von CHF 127.20 je VJC Aktie.
- ▶ Basierend auf dem EBITDA von FY13F berechnen wir anhand der Trading Multiples Analyse einen Eigenkapitalwert für VJC von TCHF 43'577 zum Bewertungszeitpunkt. Dies entspricht einem Wert von CHF 157.67 je VJC Aktie.

Trading- und Transaction Multiples Analyse

Transaction Multiples Analyse für VJC

Währung: TCHF	Wert
EBITDA FY12A	2'825
Transaction Multiple	14.3
Multiple Wert (EBITDA x Multiple)	40'524
+ Liquide Mittel	31'140
+ Weiteres nichtbetriebsnotwendiges Vermögen (Netto)	(950)
Unternehmenswert (Enterprise Value)	70'714
- Verzinsliches Fremdkapital	(37'125)
Eigenkapitalwert (100%)	33'589
Anzahl ausstehender Aktien (ohne eigene Aktien)	276'386
Wert pro Aktie (in CHF)	121.53

Quelle: Geschäftsbericht FY12A, Halbjahresbericht HY13A, EY Analyse, Capital IQ

Berechnung des Eigenkapitalwerts mittels Transaction Multiples

- ▶ Grundsätzlich sind Transaction Multiples mit Vorbehalten hinsichtlich ihrer Belastbarkeit behaftet, da sie stark durch die jeweilige konjunkturelle Lage, Branchentrends, strategische Überlegungen des Käufers oder andere externe Effekte am Markt beeinflusst sind, die zum Bewertungszeitpunkt nicht mehr notwendigerweise vorherrschen. Daher dienen Transaction Multiples lediglich der Einordnung der errechneten Werte in den Kontext des Marktes.
- ▶ Der Zeitraum, in welchem für vorliegende Bewertung vergleichbare Transaktionen zur Herleitung der Multiples analysiert worden sind, ist auf die vergangenen drei Jahre beschränkt (2010, 2011 und 2012). Die zur Herleitung der Transaction Multiples verwendeten Transaktionen sind in Anhang E abgebildet.
- ▶ Es wurden mittels Capital IQ Transaktionen in der Hotelindustrie analysiert, dabei wurde das gehobene Segment von VJC berücksichtigt, wobei keine geografische Einschränkung vorgenommen wurde.
- ▶ Anhand der Transaction Multiples-Analyse auf Stufe EBITDA berechnen wir einen Eigenkapitalwert für VJC von TCHF 33'589 zum Bewertungszeitpunkt. Dies entspricht einem Wert von CHF 121.53 je VJC Aktie.
- ▶ Die Bewertungsübersicht kann der Tabelle auf der linken Seite entnommen werden.

Fazit

Die Anwendung der Marktwertmethode führt zu einer Wertbandbreite für eine VJC Aktie von CHF 121.53-157.67. Da FY12A und FY13F auf Grund von externen und internen Faktoren nicht als nachhaltig zu betrachten sind, haben die Ergebnisse lediglich eine begrenzte Aussagekraft.

Substanzwert

Herleitung NAV

Total Aktiven	120'255
Fremdkapital (nicht verzinslich)	(18'894)
NAV (brutto)	101'361
Verzinsliches Fremdkapital	(37'125)
NAV	64'235
Anzahl Aktien	276'386
Wert pro Aktie (in CHF)	232.41

Quelle: Halbjahresbericht HY13A, EY Analyse

Bilanzierte Aktiven und Fremdkapital VJC HY13A

Währung: CHF 000	Buchwert per 30.6.2013
Flüssige Mittel	31'140
Wertschriften	590
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7'060
Sonstige Forderungen	1'540
Betriebsvorräte	1'593
Aktive Rechnungsabgrenzung	1'313
Umlaufvermögen	43'236
Grundstücke	14'042
Immobilien	46'594
Installationen	7'952
Baukonti	736
Sonstige Sachanlagen	3'885
Beteiligungen, Guthaben	3'566
Immaterielle Anlagen	244
Anlagevermögen	77'019
AKTIVEN	120'255
Finanzverbindlichkeiten	6'165
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	4'852
Sonstige Verbindlichkeiten	6'314
Passive Rechnungsabgrenzung	2'622
Kurzfristiges Fremdkapital	19'953
Hypotheken	30'960
Sonstige Finanzverbindlichkeiten	-
Rückstellungen	5'106
Langfristiges Fremdkapital	36'066
Total Fremdkapital	56'019

Quelle: Halbjahresbericht HY13A, EY Analyse

Berechnung NAV

- ▶ Zur Plausibilisierung des ermittelten DCF Werts haben wir den Wert pro VJC Aktie basierend auf dem Eigenkapitalwert zu Buchwerten gemäss Halbjahresbericht 2013 ermittelt. Dieser beträgt CHF 232.41. Die Herleitung ist in der Tabelle auf der linken Seite ersichtlich.
- ▶ Die Herleitung des hier gezeigten NAV erfolgte wie beschrieben basierend auf den Buchwerten der einzelnen Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten. Buchwerte und Marktwerte können sich unterscheiden.
- ▶ Grundsätzlich hat der NAV eines Unternehmens von dessen Fortführung ausgegangen werden kann, nur eine geringe Aussagekraft, da die künftige Wertzunahme oder Wertabnahme aus den vorhandenen Aktiven nicht abgebildet wird. Für die Einschätzung des Marktwertes der Aktiven wurde deshalb die DCF Analyse als primäre Bewertungsmethode unterstellt, da diese die Fortführung des Unternehmens sowie unternehmensspezifische Faktoren explizit berücksichtigt.
- ▶ Daher ist der ermittelte NAV lediglich als ein zusätzlicher Plausibilisierungswert zu verstehen.

Fazit

Der NAV liegt bei CHF 232.41 pro VJC Aktie. Aufgrund der Bewertungsprämisse der Unternehmensfortführung haben wir dem NAV lediglich eine eingeschränkte Bedeutung beigemessen.

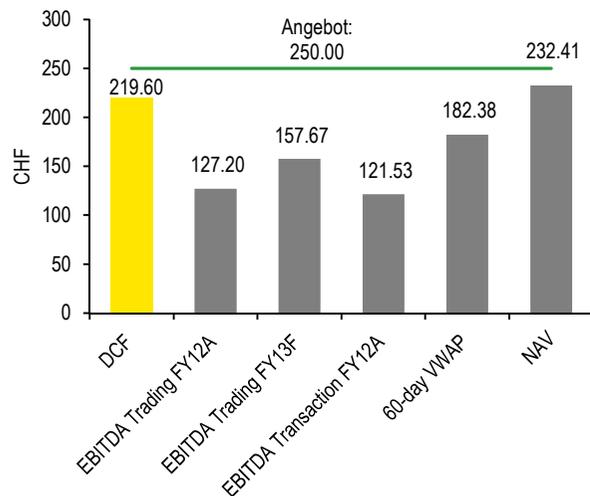
Gesamtbeurteilung

1. Gesamtbeurteilung

Festlegung des Mindestpreises

Wert pro VJC Aktie

Quelle: EY Analyse



Schlussfolgerung

- ▶ Bei Anwendung der DCF Methode als primäre Bewertungsmethode ergibt sich ein Wert von CHF 219.60 pro VJC Aktie. Die DCF Methode basiert auf der Annahme der Unternehmensfortführung und erlaubt es, unternehmensspezifische Faktoren zu berücksichtigen, da die Finanzwerte des Unternehmens im Detail modelliert werden.
- ▶ Nebenstehende Grafik zeigt zusätzlich zu unseren Bewertungsergebnissen und dem Angebotspreis den volumengewichteten Durchschnittskurs (VWAP 60 Tage), welcher per 23. Oktober 2013 bei CHF 182.38 liegt. Aufgrund der nicht ausreichenden Liquidität des Titels besitzt dieser Wert nur eine eingeschränkte Aussagekraft über den Marktwert einer VJC Aktie.
- ▶ Die Anwendung der Marktwertmethode führt zu einer Wertbandbreite für eine VJC Aktie von CHF 121.53-157.67. Wie im Kapitel "Wertüberlegungen" dargestellt, basiert die Marktwertmethode auf dem in FY12A erzielten EBITDA, welcher aus den beschriebenen Gründen ausserordentlich tief ist und daher keine nachhaltige Erfolgsgrösse darstellt. Auch der für FY13F geplante EBITDA stellt für uns keine nachhaltige Erfolgsgrösse dar, auch wenn bereits eine gewisse Verbesserung der Ertragslage angenommen wurde.
- ▶ Entsprechend haben die Resultate der Marktwertmethode basierend auf den Finanzkennzahlen FY12A und FY13F der VJC nur eine begrenzte Aussagekraft. Wir sind der Meinung, dass diese Resultate den Wert von VJC unterschätzen und sich daher in vorliegender Bewertung nicht als Plausibilisierungsgrösse eignen.
- ▶ Die Berechnung des NAV basierend auf dem Halbjahresbericht HY13A resultiert in einem Wert von CHF 232.41 pro VJC Aktie. Der NAV ist vor allem dann relevant, wenn spezifische Faktoren vorliegen, auf Grund derer nicht von einer Unternehmensfortführung ausgegangen werden kann. Dies ist in vorliegender Bewertung nicht der Fall. Daher ist der ermittelte NAV lediglich als Referenzwert zum Ergebnis der DCF-Methode zu betrachten.
- ▶ Basierend auf den angewendeten Bewertungsmethoden und den oben angestellten Überlegungen gehen wir wie im Kapitel „Grundlagen der Bewertung“ beschrieben vom Ergebnis der DCF Bewertung als wertbestimmende Basis aus und haben daher CHF 219.60 als Mindestpreis für eine Aktie von VJC ermittelt.

Zürich, 7. November 2013
Ernst & Young AG

Louis Siegrist
Partner

Matthias Oppermann
Manager

Schlussfolgerung

EY hat einen Mindestpreis für eine Aktie von VJC von CHF 219.60 ermittelt.

Anhang

1. Anhang A: DCF Bewertung
2. Anhang B: WACC Parameter
3. Anhang C: Historische KPIs VJC
4. Anhang D: Vergleichsgruppe zur Herleitung der Trading Multiples
5. Anhang E: Vergleichsgruppe zur Herleitung der Transaction Multiples

DCF Bewertung

DCF Bewertung VJC

Währung: TCHF		FY13F	FY14F	FY15F	FY16F	FY17F	FY18N
Total Umsatz		72'196	75'057	78'992	82'749	86'625	86'635
Umsatzwachstum		0.2%	4.0%	5.2%	4.8%	4.7%	0.0%
Operative Kosten		(41'912)	(42'625)	(44'161)	(45'058)	(47'460)	(47'460)
Bruttobetriebserfolg (GOI)		30'284	32'432	34'831	37'691	39'165	39'175
GOI-Marge		41.9%	43.2%	44.1%	45.5%	45.2%	45.2%
SG&A Kosten		(19'192)	(19'458)	(19'690)	(21'257)	(21'547)	(21'555)
Bruttobetriebsgewinn (GOP)		11'092	12'974	15'141	16'434	17'618	17'619
GOP-Marge		15.4%	17.3%	19.2%	19.9%	20.3%	20.3%
Liegenschaftsabgaben, Kapitalsteuern, Mietaufwand		(6'883)	(7'156)	(7'531)	(7'889)	(8'259)	(8'260)
EBITDA		4'209	5'818	7'610	8'545	9'359	9'360
EBITDA-Marge		5.8%	7.8%	9.6%	10.3%	10.8%	10.8%
Abschreibungen		(3'570)	(3'570)	(3'570)	(3'570)	(3'570)	(3'570)
EBIT		639	2'248	4'040	4'975	5'789	5'790
EBIT-Marge		0.9%	3.0%	5.1%	6.0%	6.7%	6.7%
Steuern	18.0%	(115)	(405)	(727)	(895)	(1'042)	(1'042)
NOPAT		524	1'844	3'313	4'079	4'747	4'748
Abschreibungen		3'570	3'570	3'570	3'570	3'570	3'570
Investitionen in Sachanlagen		(3'570)	(3'570)	(3'570)	(3'570)	(3'570)	(3'570)
Investitionen in NWC		(1'843)	(86)	(118)	(113)	(116)	(36)
Free Cash Flow to Entity (FCF)		(1'319)	1'758	3'195	3'967	4'631	4'711
Partial year (Cash Flow)		0.5	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Timing		0.09	0.69	1.69	2.69	3.69	3.69
WACC	7.3 %	0.993	0.953	0.887	0.827	0.770	0.770
Ewige Wachstumsrate	1.4 %						
Barwert der Cashflows in FY13-FY17	10'701	(655)	1'675	2'835	3'279	3'567	61'069
Barwert der Cashflows im Residualwert	61'069						
Operativer Unternehmenswert	71'770						
+ Nichtbetriebsnotwendige Vermögenswerte (netto)	26'050						
Unternehmenswert	97'820						
- Verzinsliches Fremdkapital	(37'125)						
Eigenkapitalwert (100%)	60'695						
Anzahl Aktien	280'000						
Anzahl Eigene Aktien	3'614						
Anzahl Aktien (ohne eigene Aktien)	276'386						
Wert pro Aktie (in CHF)	219.60						

Quelle: Halbjahresbericht HY13A, EY Analyse

Beschreibung der Parameter zur Herleitung des WACC

Vergleichsgruppe zur Herleitung des Beta und der Kapitalstruktur

Unternehmen	Land	Währung	Abschlussdatum	Marktkapitalisierung	Fremdkapital	FK / GK	Adjustiertes Beta	Unternehmenssteuersatz	Unlevered Beta
NH Hoteles S.A.	Spain	EUR	06/2013	1'254	849	37.62%	1.477	30.0%	1.038
Mandarin Oriental International Ltd.	Hong Kong	USD	06/2013	1'684	780	31.58%	1.088	16.5%	0.785
Intercontinental Hotels Group plc	United Kingdom	USD	06/2013	7'763	1'222	13.59%	1.199	23.0%	1.069
Les Hôtels Baverez S.A.	France	EUR	06/2013	107	5	4.31%	0.781	34.4%	0.759
The Rezidor Hotel Group	Belgium	EUR	09/2013	638	32	4.78%	1.237	34.0%	1.198
Hyatt Hotels Corporation	United States	USD	06/2013	7'095	1'279	15.26%	1.169	35.0%	1.047
Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.	United States	USD	09/2013	13'734	1'664	10.80%	1.694	35.0%	1.570
Marriott International, Inc.	United States	USD	06/2013	13'216	3'087	18.94%	1.320	35.0%	1.146
Imperial Hotel, Ltd.	Japan	JPY	06/2013	144'455	-	0.00%	0.781	40.7%	0.781
Victoria-Jungfrau Collection AG	Switzerland	CHF	06/2013	52	37	41.48%	0.552	18.0%	0.349
Tiefst						0.00%	0.552		0.349
Höchst						41.48%	1.694		1.570
Durchschnitt						17.84%	1.130		0.974
Median						14.43%	1.184		1.043

Quelle: Capital IQ

Beschreibung der Parameter zur Herleitung des WACC

Eigenkapitalkosten (gerundete Werte)

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quelle / Kommentare
Risikoloser Zinssatz	1.38%	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.	Umsatzgewichtete implizite Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen in lokaler Währung, 5-jähriger historischer Durchschnitt
Adjustiertes „unlevered“ Beta	1.043x	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. Formel: Beta (unlevered) = adjustiertes Beta / (1+ FK/EK).	Median der Vergleichsgruppe Adjustiert gem. Practitioners Methode
Marktrisikoprämie	5.0%	Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des zugrundeliegenden Aktienmarktes und der risikolosen Rendite der korrespondierenden Staatsanleihe über einen aussagekräftigen Zeitraum hinweg.	Durchschnittliche Marktrisikoprämie gemäss Marktstudien
Grössenprämie	3.81%	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.	Grössenprämie für Micro-Cap (Quelle: Ibbotson SBB Valuation Yearbook 2013 – Morningstar)
Eigenkapitalkosten VJC	11.3%		

Fremdkapitalkosten (gerundete Werte)

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quelle /Kommentare
Risikoloser Zinssatz	1.38%	Siehe oben	Siehe oben
Risikozuschlag für FK	1.76%	Entsprechend der Kreditwürdigkeit von VJC verlangen die FK-Geber einen Risikozuschlag auf den risikolosen Zinssatz. Der Risikozuschlag wurde über den Spread von Fremdkapital, welches mit einem BBB Rating eingestuft ist, hergeleitet.	Barclay's Europe Aggregate Index
Fremdkapitalkosten VJC	3.1%		

Quelle: Siehe Kommentare

Historische Erfolgsrechnung VJC

Historische Erfolgsrechnung VJC

Währung: TCHF	FY07A	FY08A	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A
Beherbergung	47'198	47'279	37'187	35'902	35'659	35'256
Restauration	37'026	36'146	31'162	28'882	29'318	28'387
Spa-Ertrag	4'212	4'289	3'674	3'431	3'304	3'611
Mietertrag	1'987	1'747	1'622	1'627	1'648	1'675
Nebenbetriebe Hotel	4'076	4'100	3'385	3'170	2'952	2'677
Übriger Ertrag	-	-	-	1'180	2'282	466
Total Umsatz	94'499	93'561	77'030	74'193	75'163	72'072
Warenaufwand	(10'947)	(11'007)	(9'296)	(8'512)	(8'750)	(7'943)
Direkter Personalaufwand	(32'666)	(32'360)	(28'612)	(28'513)	(28'910)	(29'855)
Direkter Betriebsaufwand	(6'845)	(6'474)	(5'435)	(5'533)	(5'342)	(5'679)
Bruttobetriebserfolg (GOI)	44'041	43'720	33'687	31'635	32'162	28'595
Verwaltungsaufwand	(7'923)	(7'978)	(6'993)	(7'282)	(6'977)	(6'474)
Marketingaufwand	(6'566)	(6'644)	(5'224)	(4'761)	(4'765)	(5'020)
Unterhalt und Ersatz	(5'125)	(5'010)	(3'780)	(4'179)	(4'380)	(4'693)
Energie	(2'367)	(2'491)	(2'245)	(2'253)	(2'313)	(2'388)
Übriger Aufwand	(168)	(171)	(114)	(178)	(367)	(91)
Bruttobetriebsgewinn (GOP)	21'892	21'426	15'331	12'982	13'360	9'929
Liegenschaftsabgaben, Kapitalsteuern, Mietaufwand	(5'687)	(5'767)	(5'833)	(4'830)	(6'922)	(7'105)
EBITDA	16'205	15'659	9'498	8'151	6'437	2'825
Abschreibungen Sachanlagen	(8'092)	(8'416)	(8'299)	(8'139)	(6'718)	(4'234)
Abschreibungen immaterielle Anlagen	(126)	(102)	(71)	(35)	(17)	(43)
Nettoerfolg Verkauf Sachanlagen	-	-	-	-	333	-
EBIT	7'987	7'141	1'128	(23)	35	(1'452)

Quelle: Geschäftsberichte VJC

Historische KPIs der Hotels

Historische KPIs der Hotels

in TCHF / %	Victoria Jungfrau						Palace Luzern					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Umsatz	42'843	42'943	32'996	31'740	31'931	31'946	21'306	19'819	15'064	16'150	15'402	15'089
Personalkosten in % des Umsatzes	38.7%	38.5%	43.1%	46.0%	45.1%	50.3%	45.5%	48.4%	53.9%	52.0%	55.7%	57.3%
Bruttobetriebserfolg (GOI)	21'348	21'798	15'213	14'444	14'650	12'932	9'517	8'162	5'406	6'055	5'000	5'253
Bruttobetriebserfolg (GOI) in % des Umsatzes	50%	51%	46%	46%	46%	40%	45%	41%	36%	37%	32%	35%
Bruttobetriebsgewinn (GOP)	12'407	11'921	7'277	5'987	6'908	4'939	4'275	3'062	1'504	2'151	258	297
Bruttobetriebsgewinn (GOP) in % des Umsatzes	29.0%	27.8%	22.1%	18.9%	21.6%	15.5%	20.1%	15.4%	10.0%	13.3%	1.7%	2.0%
Zimmerbelegung	60.2%	58.3%	46.6%	45.8%	46.0%	53.5%	63.2%	53.8%	38.1%	43.5%	44.1%	47.6%
Average Daily Rate (ADR) in CHF	440	464	422	404	392	366	357	401	416	404	389	362
RevPar (Zimmerbelegung x ADR) in CHF	265	271	197	185	180	192	226	216	159	176	172	172

in TCHF / %	Eden au Lac						Bellevue Palace					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Umsatz	9'112	8'327	7'041	7'363	6'605	6'622	20'624	21'844	21'454	18'354	20'596	17'743
Personalkosten in % des Umsatzes	45.1%	49.5%	53.6%	53.3%	58.6%	56.0%	43.3%	41.8%	41.4%	46.4%	42.6%	48.5%
Bruttobetriebserfolg (GOI)	4'227	3'635	2'899	3'131	2'513	2'743	8'336	9'533	9'729	7'419	9'331	6'996
Bruttobetriebserfolg (GOI) in % des Umsatzes	46%	44%	41%	43%	38%	41%	40%	44%	45%	40%	45%	39%
Bruttobetriebsgewinn (GOP)	2'191	1'400	951	1'057	658	824	4'471	5'353	5'719	4'083	5'645	3'767
Bruttobetriebsgewinn (GOP) in % des Umsatzes	24.0%	16.8%	13.5%	14.4%	10.0%	12.4%	21.7%	24.5%	26.7%	22.2%	27.4%	21.2%
Zimmerbelegung	66.8%	60.2%	52.8%	58.5%	55.8%	56.5%	60.0%	53.3%	49.3%	46.4%	46.4%	37.9%
Average Daily Rate (ADR) in CHF	465	500	473	460	427	423	292	337	358	345	362	352
RevPar (Zimmerbelegung x ADR) in CHF	311	301	250	269	238	239	175	179	177	160	170	130

Quelle: Geschäftsberichte VJC

Vergleichsgruppe zur Herleitung der Trading Multiples

EBITDA Multiples der Vergleichsunternehmen

Unternehmen	Land	Währung	Abschlussdatum	Marktkapitalisierung	Unternehmenswert (UW)	EBITDA LFY	UW / EBITDA LFY	EBITDA CFY	UW / EBITDA CFY
NH Hoteles S.A.	Spain	EUR	06/2013	1'254	2'093	9	n/m	131	15.9x
Mandarin Oriental International Ltd.	Hong Kong	USD	06/2013	1'684	2'203	135	16.3x	174	12.7x
Intercontinental Hotels Group plc	United Kingdom	USD	06/2013	7'763	8'597	686	12.5x	753	11.4x
Les Hôtels Baverez S.A.	France	EUR	06/2013	107	96	5	21.2x	n/a	n/a
The Rezidor Hotel Group	Belgium	EUR	09/2013	638	662	48	13.7x	75	8.8x
Hyatt Hotels Corporation	United States	USD	06/2013	7'095	7'579	512	14.8x	660	11.5x
Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.	United States	USD	09/2013	13'734	14'709	1'127	13.1x	1'226	12.0x
Marriott International, Inc.	United States	USD	06/2013	13'216	16'195	1'082	15.0x	1'190	13.6x
Imperial Hotel, Ltd.	Japan	JPY	06/2013	144'455	118'737	5'938	20.0x	n/a	n/a
Tiefst							12.5x		8.8x
Höchst							21.2x		15.9x
Durchschnitt							15.8x		12.3x
Median							14.9x		12.0x

Quelle: Capital IQ

Unternehmensprofil der Vergleichsunternehmen

NH Hoteles S.A. NH Hoteles, S.A. operates hotels primarily in Europe, the Americas, and Africa.	Mandarin Oriental International Ltd. Mandarin Oriental International Limited engages in the ownership and management of hotels, resorts, and residences.	Intercontinental Hotels Group plc InterContinental Hotels Group PLC owns, manages, franchises, and leases hotels and resorts worldwide.
Les Hôtels Baverez S.A. Les Hôtels Baverez S.A. owns and operates hotels in Paris.	The Rezidor Hotel Group Rezidor Hotel Group AB (publ), a hospitality company, operates, manages, leases, and franchises hotels.	Hyatt Hotels Corporation Hyatt Hotels Corporation, a hospitality company, manages, franchises, owns, and develops Hyatt-branded hotels, resorts, and residential and vacation ownership properties worldwide.
Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc. operates as a hotel and leisure company worldwide.	Marriott International, Inc. Marriott International, Inc. operates, franchises, and licenses hotels and timeshare properties worldwide.	Imperial Hotel, Ltd. Imperial Hotel, Ltd. engages in the operation of hotels primarily in Osaka, Tokyo, and Kamikochi in Japan.
Victoria-Jungfrau Collection AG Victoria-Jungfrau Collection AG engages in the operation of hotels in Switzerland.		

Quelle: Capital IQ

Vergleichsgruppe zur Herleitung der Transaction Multiples

Transaction Multiples der Vergleichsgruppe

Unternehmen	Veröffentlichungsdatum	Transaktionsvolumen (MCHF)	Käufer/Investor	Verkäufer	Implizierter UW/EBITDA
Le Meridien San Francisco	12/10/2010	230.56	Chesapeake Lodging Trust (NYSE:CHSP)	HEI Hospitality, LLC	35.4x
Fair Oaks Hotel, LLC	02/05/2013	59.68	Apple Ten Hospitality Ownership, Inc.	-	27.0x
Radisson Lexington Hotel	05/16/2011	385.08	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	25.4x
The Royal Hotel, Limited.	09/16/2011	33.19	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.	23.4x
Hilton Garden Inn San Francisco Oakland/Bay Bridge	06/11/2012	34.79	RLJ Lodging Trust (NYSE:RLJ)	APF Emeryville Ownco, LLC	23.2x
San Diego Marriott Del Mar Hotel	06/06/2012	63.3	Thayer Lodging Group	Sunstone Hotel Investors Inc. (NYSE:SHO)	19.4x
Pan Pacific Hotels Group Limited	05/10/2013	218.64	UOL Group, Ltd. (SGX:U14)	UOB Asset Management Ltd.	16.9x
Argonaut Hotel	11/30/2010	83.66	Pebblebrook Hotel Trust (NYSE:PEB)	Maritime Hotel Associates, L.P.	16.2x
Hilton Boston and Westin Washington, D.C. City Center and Westin San Diego and Hilton Burlington	07/09/2012	483.26	Diamondrock Hospitality Co. (NYSE:DRH)	Blackstone Real Estate Advisors	15.2x
W Chicago City Center	05/04/2011	110.43	Chesapeake Lodging Trust (NYSE:CHSP)	Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. (NYSE:HOT)	13.5x
JW Marriott Hotel New Orleans	02/17/2011	89.2	Sunstone Hotel Investors Inc. (NYSE:SHO)	Starr International Company, Inc.; Clearview Hotel Capital, LLC	12.8x
Embassy Suites San Diego Bay - Downtown	01/29/2013	103.75	Pebblebrook Hotel Trust (NYSE:PEB)	-	12.8x
Marriott Residence Inn, New Rochelle	08/07/2010	21.75	Chatham Lodging Trust (NYSE:CLDT)	Cappelli Enterprises, Inc.	12.7x
Intercontinental London Park Lane	03/28/2013	424.82	Constellation Hotels Holding Ltd.	Intercontinental Hotels Group plc (LSE:IHG)	11.5x
Millennium & Copthorne Hotels plc	09/13/2013	17.1	City Developments Limited (SGX:C09)	-	11.5x
Millennium & Copthorne Hotels plc	05/31/2013	13.69	City Developments Limited (SGX:C09)	-	10.7x
Eden Hotel Lanka PLC	06/29/2012	2.73	Palm Garden Hotels PLC (COSE:PALM-N-0000)	Riverina Hotels PLC	6.5x
The Light Group, LLC	11/17/2011	42.65	Morgans Hotel Group Co. (NasdaqGM:MHGC)	Zabeel Investments	6.5x
Tiefst					6.5x
Höchst					35.4x
Durchschnitt					16.7x
Median					14.3x

Quelle Capital IQ

Beschreibung der Vergleichstransaktionen

Beschreibung der Vergleichsgruppe 1/2

<p>Le Meridien San Francisco</p> <p>Le Meridien San Francisco operates a hotel in California. Its amenities include rooms, entertainment facilities, and conference facilities. The company is based in San Francisco, California. Le Meridien San Francisco operates as a subsidiary of Chesapeake Lodging Trust.</p>	<p>Fair Oaks Hotel, LLC</p> <p>Fair Oaks Hotel, LLC owns and operates a hotel under the name Fairfax Marriott at Fair Oaks. The company was incorporated in 2004 and is based in Fairfax, Virginia. As of March 15, 2013, Fair Oaks Hotel, LLC operates as a subsidiary of Apple Ten Hospitality Ownership, Inc.</p>	<p>Radisson Lexington Hotel</p> <p>Radisson Lexington Hotel is a 705-room property with 82 suites, 101 deluxe, and 522 standard rooms. The hotels amenities include marble bathrooms, work desks and bureaus, color cable TV with pay per view movies, safes, Internet access, and phone with voice-mail and data port. Its dining facilities include RAFFLES coffee shop, J. Sung Dynasty Chinese restaurant, Vuli's Italian restaurant, and a cocktail lounge. Radisson Lexington was built in 1929 and is located in New York City. Radisson Lexington Hotel operates as a subsidiary of Diamondrock Hospitality Limited Partnership.</p>
<p>The Royal Hotel, Limited. (TSE:9713)</p> <p>The Royal Hotel, Limited operates hotels in Japan. Its hotels offer various facilities and amenities, including accommodation, restaurants and bar, banquet rooms, indoor pools and sauna, fitness center, business center, 24-hour room service, and shopping mall, as well as provides other facilities and amenities, such as parking, medical clinic, beauty parlor, daycare facilities, hair salons, flower shops, tennis courts, skiing, laundry, massage, hot stone spa, concierge, and chapel for weddings and other religious events. It operates 11 hotels in Osaka, Tokyo, Kyoto, Hiroshima, Kagawa, Nagano, Ehime, Fukuoka, and Okinawa. The company is based in Osaka, Japan.</p>	<p>Hilton Garden Inn San Francisco Oakland/Bay Bridge</p> <p>Hilton Garden Inn San Francisco Oakland/Bay Bridge operates as a 278 rooms' hotel. It provides complimentary Wi-Fi, 24 hours business center, complimentary fitness center, and a full-service restaurant. The company was founded in 1970 and is based in Emeryville, California.</p>	<p>San Diego Marriott Del Mar Hotel</p> <p>San Diego Marriott Del Mar Hotel operates as a hotel in California. Its accommodations feature meeting space, business center, swimming pool, Jacuzzi, and the restaurant. The hotel also provides complimentary services, which include coffee/tea in-room, guest services, babysitting, concierge desk, daily housekeeping service, laundry onsite, local restaurant dinner delivery, room service, and safe deposit boxes. San Diego Marriott Del Mar Hotel was founded in 2002 and is based in San Diego, California.</p>
<p>Pan Pacific Hotels Group Limited (SGX:H49)</p> <p>Pan Pacific Hotels Group Limited operates as an hotelier and property owner in Singapore, Australia, Vietnam, Malaysia, China, and Myanmar. It engages in the management of serviced suites; management and operation of health and beauty retreats and facilities; manages and operates a hotel; and provision of marketing and technical services to hotels and serviced suites, as well as management and licensing of trademarks. The company operates hotels under the Pan Pacific and PARKROYAL brands. It also owns and operates St. Gregory spas and Si Chuan Dou Hua restaurants. As of August 7, 2013, Pan Pacific Hotels Group Limited was taken private.</p>	<p>Argonaut Hotel</p> <p>Argonaut Hotel operates as a hotel that provides boarding and lodging services. Its amenities include rooms, a restaurant, and a bar. It also provides facilities for meetings, events, and weddings. Argonaut Hotel was founded in 2003 and is based in San Francisco, California.</p>	<p>Hilton Boston and Westin Washington, D.C. City Center and Westin San Diego and Hilton Burlington</p> <p>Hilton Boston and Westin Washington, D.C. City Center and Westin San Diego and Hilton Burlington comprises 4 hotels which include Hilton Boston, The Westin Washington, D.C., The Westin San Diego, and Hilton Burlington. The Hilton Boston offers 362 rooms and is spread over an area of 10,000 square feet of meeting space. The Westin Washington, D.C. offers 406-rooms and is spread over an area of approximately 12,000 square feet of meeting space. The Westin San Diego offers 436 rooms and is spread over an area of approximately 19,000 square feet of meeting space. The Hilton Burlington offers 258 rooms and is spread over an area of approximately 16,000 square feet of meeting space. Hilton Boston, The Westin Washington, D.C., The Westin San Diego, and Hilton Burlington are located in Boston, Massachusetts, Washington, District of Columbia, San Diego, California, and Burlington, Vermont.</p>

Quelle: Capital IQ

Beschreibung der Vergleichstransaktionen

Beschreibung der Vergleichsgruppe 2/2

<p>W Chicago City Center W Chicago City Center operates luxury and full service hotels. It was formerly known as Midland Hotel. The company was founded in 2001 and is based in Chicago, Illinois.</p>	<p>JW Marriott Hotel New Orleans JW Marriott Hotel New Orleans operates as a hotel. Its amenities include meeting and event space, fitness facility, swimming pool, business center, health club, health spa/massage, and outdoor pool. The hotel was founded in 1984 and is based in New Orleans, Louisiana.</p>	<p>Embassy Suites San Diego Bay - Downtown Embassy Suites San Diego Bay - Downtown operates as a hotel with 337 rooms. The company is based in San Diego, California.</p>
<p>Marriott Residence Inn, New Rochelle Marriott Residence Inn, New Rochelle is a 10 storey hotel. The hotel has 124 suites, Internet access, and fully equipped kitchens. Marriott Residence Inn, New Rochelle is based in New Rochelle, New York.</p>	<p>Intercontinental London Park Lane Intercontinental London Park Lane owns and operates a 447 room hotel. The company was founded in 1974 and is based in London, United Kingdom.</p>	<p>Millennium & Copthorne Hotels plc (LSE:MLC) Millennium & Copthorne Hotels plc, a hospitality management and real estate group, owns, operates, manages, and franchises hotels. It operates hotels under Grand Millennium, Millennium, Grand Copthorne, Kingsgate, M Hotels, Biltmore, and Studio M names. The company operates approximately 110 hotels in Asia, Australasia, Europe, the Middle East, and North America. It also manages a portfolio of property assets. The company is headquartered in London, the United Kingdom. Millennium & Copthorne Hotels plc is a subsidiary of City Developments Limited.</p>
<p>Eden Hotel Lanka PLC (COSE:EDEN-N-0000) Eden Hotel Lanka PLC operates a five star hotel in Sri Lanka. The company is incorporated in 1992 and is based in Aluthgama, Sri Lanka.</p>	<p>The Light Group, LLC The Light Group, LLC owns and operates hotels, restaurants, lounges, nightclubs, pools, casinos, resorts, and venues in the United States. The company was founded in 2002 and is based in Las Vegas, Nevada. As of November 30, 2011, The Light Group, LLC operates as a subsidiary of Morgans Hotel Group Co.</p>	

Quelle: Capital IQ