

# **BVZ Holding AG**

## **Zermatt**

**Bewertungsbericht**

24. Juni 2005

**Inhaltsverzeichnis**

<b>1</b>	<b>Ausgangslage</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Struktur und Tätigkeitsfeld der BVZ Holding AG</b>	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>Zugrundeliegende Informationen, allgemeine Bewertungsannahmen und Einschränkungen</b>	<b>6</b>
<b>4</b>	<b>Bewertung der BVZ</b>	<b>8</b>
4.1	Übersicht und generelles Vorgehen	8
4.2	Matterhorn Gotthard Verkehrs AG	9
4.3	Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard	11
4.4	BVZ Asset Management AG	12
4.5	Matterhorn Terminal Täsch AG	14
4.6	Wert des Eigenkapitals der BVZ Holding AG	16
<b>5</b>	<b>Festlegung des Wertes</b>	<b>18</b>
<b>Anhang A: Unterlagen</b>		<b>19</b>
	Matterhorn Gotthard Bahn Gruppe	19
	Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard Bahn	19
	Matterhorn Gotthard Verkehrs AG	20
	BVZ Holding AG	20
	BVZ Asset Management AG	20
	MG Bahn Tours AG	21
	BVZ Zermatt Tours AG	21
	Matterhorn Terminal Täsch AG	21
	Diverse Unterlagen	21
<b>Anhang B: Herleitung der Diskontierungssätze</b>		<b>23</b>

# 1 Ausgangslage

Im Zuge der geplanten Übernahme der Gornergrat Bahn AG ("GGB") durch die BVZ Holding AG ("BVZ") steht die BVZ gemäss Art. 32 des Börsengesetzes in der Pflicht, ein Angebot für alle sich im Publikum befindlichen Aktien der GGB zu unterbreiten.

Die Namenaktien der BVZ sind an der SWX Swiss Exchange kotiert. Ein Teil des Kaufpreises für die GGB soll in Form von neu zu schaffenden Namenaktien der BVZ entrichtet werden. Da der Handel in BVZ Aktien als illiquide zu bezeichnen ist und daher der Börsenkurs als nicht aussagekräftig eingestuft wird, obliegt es der Prüfstelle - in diesem Fall der KPMG Fides Peat - gemäss Art. 42 Abs. 2. BEHV-EBK eine Bewertung der Aktien des Anbieters vorzunehmen. Dies geschieht vor dem Hintergrund die finanzielle Angemessenheit des Angebotes der BVZ an die GGB zu beurteilen.

Die nachfolgenden Bewertungsüberlegungen erfolgen auf einer Stand-alone Basis, wobei objektive und neutrale Kriterien angewendet werden.

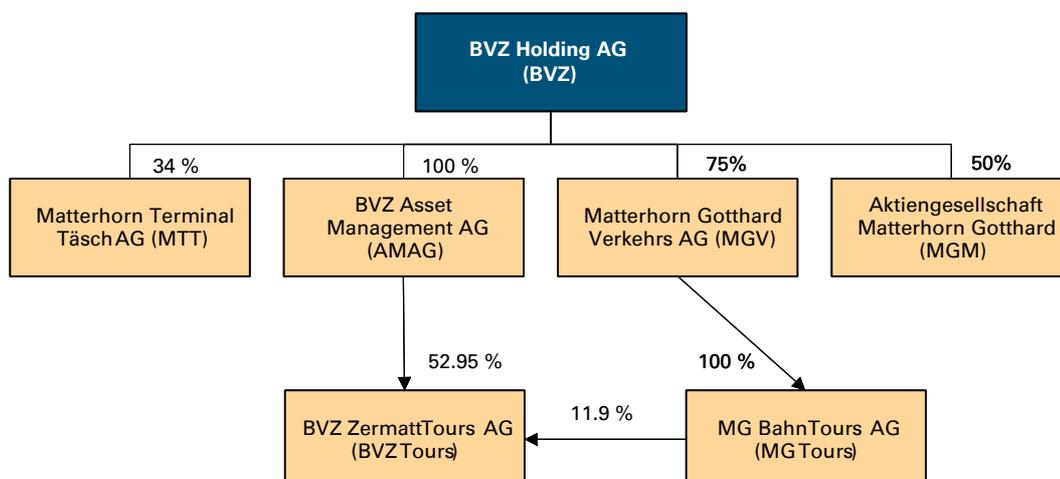
## 2 Struktur und Tätigkeitsfeld der BVZ Holding AG

Die BVZ hält 50 % an der Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard Bahn ("MGM"). Die andere Hälfte ist im Besitz der öffentlichen Hand. Die MGM ist die geschäftsführende Unternehmung der Matterhorn Gotthard Bahngruppe, die Anfang 2003 aus dem Zusammenschluss der BVZ Zermatt-Bahn und der Furka-Oberalp-Bahn entstand. Neben der MGM umfasst die Matterhorn Gotthard Bahngruppe die Matterhorn Gotthard Verkehrs AG ("MGV"), welche zu 75% im Besitz der BVZ ist, und die Matterhorn Gotthard Infrastruktur AG ("MGI"). Die MGI als Eigentümerin der Fahrbahnen und Fahrleitungen ist vollständig im Besitz der öffentlichen Hand und demzufolge nicht Gegenstand der nachfolgenden Bewertungsüberlegungen.

Strategisch zielt die BVZ darauf ab, die Matterhorn Gotthard Bahn als Erlebnisbahn Nr. 1 in den Alpen zu positionieren und daneben in bahnahe Geschäfte/Aktivitäten zu investieren. In den nächsten Jahren steht die Realisierung einiger für die Matterhorn Gotthard Bahn entscheidender Grossprojekte bevor (u.a. Verkehrspolitische Grossprojekte wie NEAT-Knotenbahnhof Visp, Ostausfahrt und Durchgangsbahnhof Brig, Masterplan Zermatt, etc. sowie Beschaffung/Ersatz von Rollmaterial).

Neben der Geschäftsführung für die Matterhorn Gotthard Bahngruppe hat die MGM ebenso die Geschäftsführung mit der BVZ Holding AG und der GGB vertragliche geregelt. Die MGM nimmt ausschliesslich Management-Funktionen wahr und beschäftigt überdies das gesamte Personal der BVZ Gruppe. Die Geschäftstätigkeit erstreckt sich auf die Felder Regionalverkehr, Glacier Express, Autoverlad und Güterverkehr, wobei die einzelnen Sparten mit unterschiedlichen Herausforderungen konfrontiert sind.

**Tabelle: Organisationsstruktur der BVZ Holding AG**



Die MGV beinhaltet den Betrieb, das Depot und die Werkstätten der Bahngruppe. Zudem hält sie eine 100%-Beteiligung an MG Bahn Tours AG ("MG Tours"). Die MG Tours war als Touroperator tätig, hat ihre operative Tätigkeit aber eingestellt.

Für die BVZ Asset Management AG ("AMAG"), die im Besitz zahlreicher Immobilien ist, werden die langfristige Entwicklung des Bahnhofareals in Zermatt, die optimale Nutzung des Gleisfeldes in Visp (sofern die erwartete Umzonung erfolgt) sowie die Nutzung des Verwaltungsgebäudes in Brig von zentraler Bedeutung sein. Die AMAG hält überdies 52.95% an der BVZ Zermatt Tours AG ("BVZ Tours"), welche als Touroperator tätig ist. Da die MG Tours ebenfalls 11.9% an der BVZ Tours hält, beträgt die Beteiligung an der BVZ Tours aus BVZ Sicht insgesamt knapp 62%. Die weitere Zukunft der BVZ Tours ist gegenwärtig unklar. Die BVZ beabsichtigt ihre Beteiligung in absehbarer Zeit auf unter 50% zu reduzieren.

Das Gemeinschaftsprojekt Matterhorn Terminal Täsch AG ("MTT"), der Matterhorn Gotthard Bahn, der Parking Genossenschaft Täsch und der Gemeinde Täsch zielt darauf ab, eine moderne und leistungsfähige Parkierungs- und Umsteigeplattform zu erstellen. Zu diesem Zweck wird in Täsch gegenwärtig ein Parkhaus mit 2000 gedeckten Plätzen errichtet, welches im Dezember 2006 eröffnet werden soll. Das gesamte Projekt besteht aus den Teilobjekten Bahnstation, Parkhaus, Aufnahmegebäude, Dienstleistungszentrum, Umschlagplatz sowie dem Ausbau der Galerie Schafgraben Zermatt. Falls die Gemeinde Täsch die Ausübung einer bereits genehmigten Kapitalerhöhung beschliesst, wird die Beteiligung der BVZ an der MTT von heute 35.35 % auf 34 % sinken.

### 3 Zugrundeliegende Informationen, allgemeine Bewertungsannahmen und Einschränkungen

Unsere Bewertungsüberlegungen basieren einerseits auf den geprüften Jahresabschlüssen der BVZ und zahlreichen ungeprüften Finanzinformationen, welche uns vom Management der BVZ zugänglich gemacht wurden (siehe Anhang A). Andererseits hatten wir Gelegenheit, Fragen zu diesen Dokumenten beziehungsweise andere aus bewertungstechnischer Sicht angebrachte Fragen an nahestehende Berater der BVZ und/oder das Management der Gesellschaft zu stellen. Es wird davon ausgegangen, dass die operative Ausrichtung der Gruppe keine wesentlichen Veränderungen erfährt und sich das für die BVZ relevante Umfeld in absehbarer Zeit nicht massgeblich ändert.

Bewertungsstichtag ist der 31. Dezember 2004. Die Bewertung erfolgt unter Stand-alone Gesichtspunkten, d.h. die angestrebte Übernahme der GGB und somit allfälliges Synergiepotential bleibt unberücksichtigt. Um den Wert des Eigenkapitals der BVZ Holding AG zu ermitteln, werden die Gruppengesellschaften mit den jeweils geeignetsten Bewertungsansätzen einzeln bewertet. Die Werte der Beteiligungen werden in einem zweiten Schritt in die Holding Bilanz eingesetzt, um so unter Berücksichtigung der latenten Steuern den korrigierten Eigenkapitalwert der BVZ Holding AG herzuleiten.

In Zermatt ist die Ausarbeitung eines Masterplanes gestartet worden, welcher die Entwicklungsmöglichkeiten des Bahnhofareals in Zermatt aufzeigen soll. Zum heutigen Zeitpunkt ist noch nicht klar, welche finanziellen Konsequenzen sich daraus für die BVZ ergeben. In den angestellten Bewertungsüberlegungen betreffend der BVZ sind deshalb allfällige Auswirkungen des Masterplanes nicht berücksichtigt.

Für die wesentlichsten Immobilien in der AMAG standen uns Schätzungsgutachten von lokalen Immobilienexperten zur Verfügung. Aufgrund der Geheimhaltungspflicht im Vorfeld der geplanten Transaktion konnten wir keine Rücksprache mit den Erstellern dieser Gutachten nehmen. Die Immobilienspezialisten von KPMG haben die vorhandenen Gutachten basierend auf den vorhandenen Informationen und ohne Besichtigung der Liegenschaften vor Ort einer Plausibilisierung unterzogen. Im Rahmen der sich abzeichnenden Umzonung und Abtretung gewisser Landparzellen in Visp und den damit verbundenen möglichen Nutzungs- und Überbauungskonzepten wurden nur die entsprechenden Landwerte berücksichtigt. Mögliche Nutzungs- und Überbauungspläne sind erst in der Konzeptphase.

Im Rahmen des geplanten Übernahmeangebotes an die GGB Aktionäre ist eine Kapitalerhöhung bei der BVZ beabsichtigt. Die vorliegenden Bewertungsüberle-

gungen berücksichtigen die Auswirkungen einer solchen Kapitalerhöhung (insbesondere einer allfälligen Gewinnverwässerung) nicht.

Unsere Arbeiten wurden im Mai und Juni 2005 durchgeführt. Abgeschlossen wurde die Bewertung am 3. Juni 2005. Unseres Erachtens sind alle bis zum Abschluss unserer Arbeiten bekannt gewordenen und bewertungsrelevanten Ereignisse im vorliegenden Bericht angemessen berücksichtigt worden. Wir haben die unseren Bewertungsüberlegungen zugrunde liegenden Informationen nicht weiter verifiziert. In Übereinstimmung mit unserem Auftrag stützen wir uns ausschliesslich auf die uns zur Verfügung gestellten Informationen. Es wurden jedoch keine eigentlichen Prüfungshandlungen auf Vollständigkeit und Richtigkeit im Sinne einer Revision durchgeführt. KPMG übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit der ihr zur Verfügung gestellten Informationen.

## 4 Bewertung der BVZ

### 4.1 Übersicht und generelles Vorgehen

Die unter dem Dach der BVZ Holding AG gehaltenen Tochtergesellschaften (siehe Übersicht Seite 4) wurden einzeln bewertet. Dabei werden die Beteiligungen wie folgt behandelt:

- Die Beteiligung an der MGV wird aufgrund der bestehenden Beschränkung bezüglich der an die Aktionäre ausschüttbaren Dividende anhand von Dividenden-Rendite Überlegungen bewertet. Des Weiteren werden auch Discounted Cash Flow ("DCF") - und Substanzwertüberlegungen angestellt.
- Die von der MGV zu 100 % gehaltene MGB Tours ist nicht mehr operativ tätig und soll in den nächsten Monaten liquidiert werden. Das Eigenkapital betrug Ende 2004 CHF 6'000. Unter Berücksichtigung der anfallenden Liquidationskosten wird der Wert der MGB Tours mit einem Wert von Null berücksichtigt.
- Die Beteiligung an der MGM, welche als reine Managementgesellschaft tätig ist, wird zum anteiligen Buchwert des per Ende 2004 ausgewiesenen Eigenkapitals bewertet.
- Die Bewertungsüberlegungen bei der AMAG zielen darauf ab, einen bereinigten Eigenkapitalwert zu ermitteln. Die für den Wert der Gesellschaft massgeblichen Immobilienwerte basieren teilweise auf Schätzungsgutachten lokaler Spezialisten. Bei den Immobilienwerten wurden vorwiegend Ertragswertüberlegungen angestellt.
- Die knapp 53 %-Beteiligung der AMAG bzw. die insgesamt knapp 62 %-Beteiligung der BVZ Holding AG an der BVZ Tours soll in absehbarer Zeit aus Gruppensicht auf unter 50 % reduziert werden. Per Ende 2004 betrug das Eigenkapital TCHF 341. Unter Berücksichtigung allfälliger weiterer Restrukturierungsaufwendungen wird die Beteiligung an der BVZ Tours mit Null bewertet.
- Die Beteiligung an der MTT wird einerseits anhand der DCF-Methode und andererseits mittels der Kapitalisierung der Mietzinserträge bewertet.

Die ermittelten Beteiligungswerte werden in einem nächsten Schritt in die Holding Bilanz eingesetzt, um so den Wert des Eigenkapitals der BVZ herzuleiten.

## 4.2 Matterhorn Gotthard Verkehrs AG

Die an die Aktionäre der MGV ausschüttbaren Dividenden leiten sich gemäss gültiger Vereinbarung mit dem Bundesamt für Verkehr ("BAV") aus einem festgeschriebenen Mechanismus ab. Bemessungsgrundlage ist dabei das massgebliche verzinsliche Eigenkapital, welches sich wie folgt berechnet:

- Betriebliches Anlagevermögen minus verzinsliche Finanzschulden, maximal jedoch das buchmässig ausgewiesene Eigenkapital.

Das gemäss dieser Definition ermittelte Eigenkapital wird mit der durchschnittlichen Rendite langläufiger Bundesobligationen verzinst, um die den Aktionären zustehende Dividende zu bestimmen.

### **Business Plan der MGV**

Es liegt ein vom Management der MGV entworfener und vom Verwaltungsrat bewilligter Business Plan für die Jahre 2005 bis 2009 vor. Ertragsseitig ist ein Wachstum von rund 3.7 % über die fünf Planjahre vorgesehen, währenddem die Betriebsaufwendungen ohne die Abschreibungen in etwa gleich bleiben. Dies hat insgesamt eine Verbesserung der Betriebsmarge zur Folge. In den nächsten Jahren stehen u.a. umfangreiche Investitionen ins Anlagevermögen (Rollmaterial) bevor, welche sich in höheren Abschreibungen bemerkbar machen werden. Zur Finanzierung der anstehenden Investitionen ist eine Aufstockung der Kreditfazilitäten vorgesehen, was entsprechend den Finanzaufwand erhöht.

Da den Aktionären der MGV nur im Rahmen der oben erwähnten Eigenkapitalverzinsung Dividenden ausgeschüttet werden können, stellen im vorliegenden Fall die prognostizierten Dividendenströme die bewertungstechnisch relevante Grösse dar und nicht wie sonst üblich die entsprechenden Free Cash Flows.

### **Barwert der künftigen Dividendenzahlungen**

Ausgehend vom vorliegenden Business Plan der MGV und unter Berücksichtigung des erwähnten Eigenkapitalverzinsungsmechanismus werden die in Zukunft ausschüttbaren Dividenden mit dem Eigenkapitalkostensatz abdiskontiert.

Bewertungstechnisch wird unterstellt das die MGV nach 2009 nicht mehr weiter wachsen wird, weshalb die nach dem Jahr 2009 anfallenden Dividenden denjenigen des Jahres 2009 entsprechen. Basierend auf einer langfristig erwarteten Rendite von Bundesobligationen von 3 % und einem Illiquiditätszuschlag<sup>1</sup> von 1 % kommt ein Eigenkapitalkostensatz von 4 % zur Anwendung. Zu dem dermassen hergeleiteten Eigenkapitalwert der MGV müssen noch der Barwert der über die nächsten 15 Jahre anfallenden Sanierungsbeiträge für die Ascop-Pensionskasse

---

<sup>1</sup> vgl. Carl Helbling, Unternehmensbewertung und Steuern, 7. nachgef. Aufl., Düsseldorf 1993; Bajaj et al., Firm Value and Marketability Discounts

im Sinne einer Finanzverbindlichkeit und ein ausserordentlicher Tauschertrag für eine Gleisparzelle in Visp hinzugerechnet werden.

Die Ascoop-Sanierungsbeiträge belaufen sich auf jährlich 1.5 % der Lohnsumme der MGV-Mitarbeiter. Der Barwert dieser Zahlungen beläuft sich auf rund CHF 2.8 Mio. Der voraussichtlich stattfindende Abtausch der Gleisfeld-Parzelle in Visp (4'059m<sup>2</sup>) ist im Rahmen der Neugestaltung des Bahnhofplatzes Visp geplant. Dabei soll die Parzelle Nr. 3751 an die Gemeinde Visp abgetreten werden. Im Gegenzug soll eine von der AMAG gehaltene Parzelle (Nr. 176) umgezont werden.

Unter Berücksichtigung der Sanierungsbeiträge und dem Tauschertrag resultiert ein Wert von CHF 32.9 Mio. für 100 % des Eigenkapitals der MGV. Die BVZ Holding AG hält 75 % an der MGV, weshalb sich ihr Anteil auf rund CHF 24.7 Mio. beläuft.

#### **DCF-Überlegungen**

Werden anstatt der ausschüttbaren Dividenden, welche identisch mit den geplanten Reingewinnen sind, die Free Cash Flows abdiskontiert, resultiert ein Wert von rund CHF 27.9 Mio. für 75 % des Eigenkapitals des MGV. Das operative Betriebsergebnis im Normalisierten Jahr entspricht dabei demjenigen im Jahr 2009. Die Investitionen entsprechen im Normalisierten Jahr den Abschreibungen und das Umlaufvermögen bleibt gegenüber dem Jahr 2009 unverändert. Es wird kein Wachstum bei der Berechnung des Endwertes unterstellt.

Dabei werden ebenfalls die Ascoop-Sanierungsbeiträge und der Abtretungsertrag der Gleis-Parzelle berücksichtigt. Der verwendete Gesamtkapitalkostensatz zur Herleitung der Barwerte beläuft sich auf 3.18 %. Dabei wird analog den Dividenden-Überlegungen ein Eigenkapitalkostensatz von 4.0 % verwendet sowie die gegenwärtig anfallenden Fremdkapitalkosten. Des Weiteren wird eine Zielkapitalstruktur von 50 % Eigenkapital unterstellt und dem im Wallis aktuell geltenden Grenzsteuersatz Rechnung getragen (Herleitung siehe Anhang B).

Insgesamt sind die DCF-Überlegungen im vorliegenden Fall aber von untergeordneter Bedeutung, da sich ein Aktionär aufgrund der limitierten Ausschüttungsmöglichkeit primär an den Dividenden orientieren wird.

#### **Substanzwertüberlegungen**

Aufgrund der signifikanten Bereinigungen im Anlagevermögen der MGV per 31.12.2004 und der Bedeutung des buchhalterischen Eigenkapitals bei der Festlegung des maximal ausschüttbaren Dividendenbetrags wird der Substanzwert des Eigenkapitals vollständigshalber ebenfalls aufgeführt. In der Herleitung des definitiv zu veranschlagenden Eigenkapitalwertes der MGV spielt der Substanzwert aber keine Rolle, da sich unter Going-concern Gesichtspunkten der Wert aus den künftigen Dividendenströme ableitet.

Nach Berücksichtigung zahlreicher Aufwertungen bei den Liegenschaften und dem Rollmaterial, resultiert ein bereinigter Eigenkapitalwert von CHF 101.7 Mio. für die MGV.

Erfolgt die Herleitung des massgeblichen verzinslichen Eigenkapitals gemäss den BAV-Richtlinien ergibt sich per 31.12.2004 ein Wert von CHF 45.8 Mio.

#### **MGB Bahn Tours AG**

Die MGV hält eine 100 %-Beteiligung an der MG Tours. Gemäss den uns vorliegenden Informationen ist diese Gesellschaft nicht mehr operativ tätig und soll in den nächsten Monaten liquidiert werden. Das Eigenkapital betrug per Ende 2004 noch TCHF 6. Unter Berücksichtigung der Liquidationskosten wird der Beteiligungswert der MG Tours bei der MGV mit Null veranschlagt.

#### **Wert der MGV**

Aufgrund der geltenden Ausschüttungsbeschränkung betreffend der Dividenden ist die Kapitalisierung der Dividendenströme zur Herleitung des Eigenkapitals der geeignetste Bewertungsansatz für die MGV.

Unter Anrechnung der Ascoop-Sanierungsbeiträge und dem ausserordentlichen Ertrag aus dem Tausch der Gleisparzelle in Visp resultiert ein massgeblicher Wert von rund CHF 24.7 Mio. für 75 % des Eigenkapitals der MGV.

**Tabelle: Wertübersicht MGV per 31.12.2004**

Bewertungsansatz	100% EK TCHF	75% EK
Substanzwert nach Bereinigung des Anlagevermögens	101,723	76,292
Verzinsliches Eigenkapital gemäss Richtlinien BAV	45,887	34,415
Discounted Cash Flow <sup>1)</sup>	37,247	27,935
<b>Dividenden-Rendite<sup>1)</sup></b>	<b>32,887</b>	<b>24,665</b>

1) unter Berücksichtigung der Ascoop-Sanierungsbeiträge und dem Tauschertrag des Gleisfeldes in Visp

### **4.3 Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard**

Die zu 50 % der BVZ Holding AG gehörende MGM nimmt ausschliesslich Führungsfunktionen innerhalb der Matterhorn Gotthard Bahn Gruppe wahr. Der ausgewiesene Jahresgewinn beträgt in der Regel Null. Es drängt sich deshalb keine Neubewertung des buchmässigen Eigenkapitals der MGM auf.

Der Buchwert von TCHF 125 für 50 % des Eigenkapitals der MGM wird übernommen.

#### 4.4 BVZ Asset Management AG

Das Kerngeschäft der BVZ ist die Matterhorn Gotthard Bahn. Die BVZ besitzt jedoch zahlreiche Liegenschaften, die möglichst ertragsreich genutzt und erhalten werden sollen. Ein grosser Teil dieser Liegenschaften werden von der AMAG bewirtschaftet und gehalten.

**Tabelle: Liegenschaftenübersicht**

Liegenschaftenübersicht BVZ Asset Management AG		
Ort	Bezeichnung	Parzellen Nr.
Zermatt	Cheminots A - C	1196
	Bahnhofbuffet	1196
	Bahnhofplatz	1196
Täsch	Grundstück	1087
Brig	Verwaltungsgebäude	255
	Grundstück	256
Visp	Gleisfeld AMAG	176
	<i>Gleisfeld Abtausch MGV</i>	3751
	Grundstück	177
	Grundstück	178
	Grundstück	308

Eine Änderung in der Nutzung oder Veräusserung der Liegenschaften in Zermatt ist bis auf weiteres nicht vorgesehen. Allfällige Auswirkungen des Masterplanes in Zermatt wurden bei den Bewertungsüberlegungen nicht mit einbezogen.

Die Gemeinde Visp und die BVZ denken über gemeinsame Projekte nach, welche darauf abzielen, den Bahnhofplatz und die angrenzenden Parzellen der BVZ künftig besser zu nutzen. Ein zentraler Punkt dieser Projekte ist die bereits im Abschnitt zur MGV erwähnte Abtretung der Parzelle Nr. 3751 und die damit einhergehende Umzonung der Parzelle Nr. 176. Bei den angestellten Bewertungsüberlegungen wurden allerdings nur die entsprechenden Landwerte berücksichtigt, da noch keine konkreten Nutzungskonzepte beschlossen wurden.

Die Bewertung der Liegenschaften Cheminots A, B, C, des Bahnhofbuffets Zermatt und des Verwaltungsgebäudes in Brig basiert auf Gutachten lokaler Immobilienschätzer. Aus Vertraulichkeitsgründen konnte keine Rücksprache mit den Verfassern genommen werden. Die Immobilienspezialisten von KPMG haben diese Unterlagen gesichtet und plausibilisiert. Es gilt zu erwähnen, dass die einzelnen Bewertungsansätze untereinander teilweise grosse Wertdifferenzen aufweisen. Dies lässt sich grösstenteils mit der angespannten Immobiliensituation in Zermatt erklären, wo sowohl die Mieten als auch die Kaufpreise für Wohneigentum absolute Spitzenwerte in der Schweiz erzielen. Da entsprechend der vom Verwaltungsrat der BVZ festgelegten Strategie für die AMAG keine Verkäufe der Liegenschaften vorgesehen sind, basieren die nachfolgenden Wertaussagen auf Ertrags-

wertüberlegungen der lokalen Immobilienschätzer. Dabei wird davon ausgegangen, dass bei den Renditeliegenschaften Cheminots und dem Bahnhofbuffet der zugewiesene Wert langfristig gleich dem kapitalisierten Nettoertrag entsprechen muss.

Für die anderen Liegenschaften und Grundstücke in der AMAG ergeben sich je nach unterstellter Nutzung und/oder Verhandlungsergebnis mit allfälligen Pächtern unterschiedliche Immobilien- resp. Landwerte. Diesem Umstand wurde mittels zwei Szenarien Rechnung getragen. Szenario 1 geht von tieferen Werten aus, währenddem im Szenario 2 eine für die AMAG vorteilhaftere Entwicklung bei den von ihr gehaltenen Immobilien unterstellt wird.

Auf der Differenz zwischen den per Ende 2004 geprüften Buchwerten und den angestellten Bewertungsüberlegungen der Immobilien gilt es die latenten Steuern zu berücksichtigen. Entsprechend der geltenden Bewertungspraxis wird bei betrieblichen Vermögensgegenständen der halbe Gewinnsteuersatz (11.29%) berücksichtigt.

Szenario 1 veranschlagt den Wert der Immobilien auf rund CHF 42.7 Mio., was eine latente Steuerverpflichtung von CHF 2.37 Mio. zur Folge hätte. Szenario 2 geht von Immobilienwerten in der Höhe von rund CHF 45.2 Mio. und latenten Steuern von CHF 2.63 Mio. aus.

#### **BVZ Zermatt Tours AG**

Entsprechend den einleitenden Bemerkungen am Anfang dieses Kapitels soll der Anteil an der BVZ Tours einerseits reduziert werden und andererseits zeichnen sich gewisse Restrukturierungsmassnahmen ab (u.a. Kapitalherabsetzung, Verkauf von Bussen). Für das Jahr 2005 wird operativ ein ausgeglichenes Ergebnis erwartet. Aufgrund der zur Zeit unklaren Ausrichtung wird der Eigenkapitalwert innerhalb der AMAG vorsichtig mit Null veranschlagt.

#### **Wert der AMAG**

Aus den oben erläuterten Bewertungsüberlegungen resultiert für das Szenario 1 ein Wert von rund CHF 42.1 Mio. und für das Szenario 2 ein Wert von rund CHF 44.3 Mio. für 100 % des Eigenkapitals der AMAG.

**Tabelle: Wertübersicht AMAG per 31.12.2004**

Szenarien	Immobilienwert	Bereinigtes Eigenkapital TCHF
Szenario 1	42,726	42,118
Szenario 2	45,173	44,298

#### 4.5 Matterhorn Terminal Täsch AG

Auf den heutigen Parkfeldern beim Bahnhof Täsch entsteht derzeit ein mehrgeschossiges Parkhaus mit unmittelbarem Zugang zum Bahnhofsgelände. Gäste, die mit dem Auto nach Zermatt wollen, müssen zwangsweise spätestens in Täsch parkieren. In Zukunft bietet sich dafür entweder das neu erstellte Parkhaus oder einer der zahlreichen Anbietern von Parkplätzen in Täsch an. Geplanter Eröffnungzeitpunkt ist der Dezember 2006. Bereits auf Anfang 2006 wird die Geschäftstätigkeit der Genossenschaft "Parking Bahnhof Täsch" auf die MTT übertragen. Der gegenwärtig Anteil von 35.35 % wird sich im Zuge der genehmigten Kapitalerhöhung auf 34 % verringern, wenn die Gemeinde Täsch ihren Anteil erhöht.

##### **Business Plan der MTT**

Der Business Plan der MTT wurde durch eine lokale, externe Beratungsunternehmung erarbeitet. Dieser wurde anschliessend durch das Management beurteilt bzw. plausibilisiert und diente insbesondere auch als Grundlage für den Investitionsentscheid für das neue Parkhaus. Unsere Bewertungsüberlegungen stützen sich auf den aktuellen Business Plan der MTT ab. Aufgrund der besonderen Parking-Situation in der Gemeinde Täsch und den langjährigen Erfahrungswerten betreffend den Auslastungs- resp. Ertragszahlen der offenen Parkfelder beim Bahnhof Täsch sollte der Business Plan eine relativ hohe Prognosesicherheit aufweisen.

Die Planung erstreckt sich über die Jahre 2005 - 2009 und sieht ab dem Jahr 2007 keine Ertragssteigerung mehr vor. Unter Ausklammerung der Abschreibungen und Finanzierungskosten ergeben sich aufwandseitig ab dem Jahr 2007 nur aufgrund der Kapitalsteuern geringfügige Abweichungen zum Vorjahr. Die Cash Flows, welche nach dem Jahr 2009 anfallen, werden in einem sogenannten "Normalisierten Jahr" entsprechend berücksichtigt. Dabei wird unterstellt, dass keine weiteren Investitionen ins Umlaufvermögen notwendig sind und sich die Investitionen ins Anlagevermögen und die Abschreibungen die Waage halten. Es wird kein Wachstum bei der Berechnung des Endwertes unterstellt.

##### **DCF-Überlegungen**

Ausgehend vom Business Plan wurden die entsprechenden Free Cash Flows ermittelt und mit einem risikoadjustierten Kapitalkostensatz abdiskontiert. Im vorliegenden Fall können zwei Szenarien unterschieden werden.

##### *Szenario 1*

Szenario 1 trägt den Cash Flows ab dem 1. Januar 2005 Rechnung, obwohl insbesondere das Jahr 2005 von grossen Investitionen geprägt ist und demzufolge mit einem stark negativen Free Cash Flow in der Planung zu Buche schlägt. Bei der Herleitung des Eigenkapitalwertes ist die Nettoverschuldung per 31.12.2004 massgebend.

### *Szenario 2*

Szenario 2 berücksichtigt die Cash Flows erst ab dem Jahr 2007, wenn das Parkhaus voll in Betrieb ist und sämtliche Anfangsinvestitionen getätigt wurden. Bewertungstechnisch wird der Wert der MTT per Ende 2006 ermittelt, wobei bei der Herleitung des Eigenkapitalwertes die prognostizierte Nettoverschuldung per Ende 2006 in Abzug gebracht wird. Zu diesem Zeitpunkt ist die prognostizierte Nettoverschuldung wesentlich höher als Ende 2004. Der demassens ermittelte Eigenkapitalwert wird anschliessend auf den 31.12.2004 abdiskontiert.

Der massgebliche Kapitalkostensatz unterstellt eine Eigenkapitalbasis von 33 %, welche zu rund 9.5 % verzinst werden soll. Unter Berücksichtigung der Fremdkapitalkosten und dem relevanten Steuersatz gelangt somit ein WACC von 4.97 % zur Anwendung.

Die Werte für 100 % des Eigenkapitals der MTT liegen bei diesen beiden Szenarien zwischen CHF 21.55 und CHF 21.76. Der 34 %-Anteil der BVZ beläuft sich somit auf CHF 7.32 Mio. resp. CHF 7.4 Mio.

### **Kapitalisierung des nachhaltigen Mietzinsertrages**

Ein anderer Bewertungsansatz, welcher im Fall der MTT angewendet werden kann, zielt darauf ab, die nachhaltigen Nettomietzinseinnahmen herzuleiten und diese zu kapitalisieren. Unter investitionstheoretischen Gesichtspunkten ist eine Anlage in einem Parkhaus in etwa mit dem Engagement in einer Renditeliegenschaft zu vergleichen. Die Wertherleitung bei solchen Anlagen basiert im wesentlichen auf der Ertragswertmethode. Im Fall der MTT wird das operative Betriebsergebnis vor Abschreibungen und Finanzaufwendungen ("EBITD") korrigiert um die relevanten Steuern gleich gesetzt mit dem Mietertrag einer Renditeliegenschaft. Bei der MTT wird der durchschnittliche EBITD der Jahre 2007 - 2009 als nachhaltiger Mietzinsertrag interpretiert und entsprechend kapitalisiert. Der Kapitalisierungssatz setzt sich dabei aus dem langfristig zu erwartenden Hypothekenzinssatz und einem Zuschlag für Unterhalt, Reparaturen, Abgaben, etc. zusammen. Insgesamt erachten wir im vorliegenden Fall einen Satz von 6.25 % für angemessen (Herleitung siehe Anhang B).

Der so hergeleitete Wert entspricht dem Gesamtkapitalwert der MTT per Ende 2006. In einem nächsten Schritt werden wiederum die Nettoschulden am entsprechenden Datum in Abzug gebracht, um anschliessend den Barwert per 31.12.2004 zu ermitteln. Demzufolge entsprechen 100 % des Eigenkapitals der MTT rund CHF 21.3 Mio., womit der 34 %-Anteil der BVZ mit CHF 7.2 Mio. bewertet wird.

### Wert der MTT

Aufgrund der Ausgestaltung des aktuellen Aktionärsbindungsvertrages zwischen den Aktionären der MTT wird ein Minderheitsabschlag<sup>2</sup> von 10% vorgenommen. Der Vertrag sieht vor, dass die Aktionäre ihre Anteile jederzeit zu einem Wert andienen können, welcher mittels einem bewertungstechnisch korrekten Ansatz er mittelt wird. Trotzdem ist die BVZ eine Minderheitsaktionärin und kann in dieser Position die strategischen Geschicke der MTT nicht alleine beeinflussen, weshalb ein Abschlag gerechtfertigt ist.

Da im vorliegenden Fall alle aufgezeigten Bewertungsmethoden angemessen sind, wird der arithmetische Durchschnitt der drei Methoden als Basis für die Bestimmung des 34 %-Anteils am Eigenkapital der MTT verwendet. Der Mittelwert der drei erwähnten Methoden veranschlagt den Wert des gesamten Eigenkapitals auf rund CHF 21.5 Mio., entsprechend beläuft sich der Anteil der BVZ auf rund CHF 7.3Mio.

**Tabelle: Wertübersicht MTT per 31.12.2004**

Bewertungsansatz	100% EK <i>TCHF</i>	34% EK
DCF-Ansatz, Variante 1	21,545	7,325
DCF-Ansatz, Variante 2	21,759	7,398
Kapitalisierte Mietzinserträge	21,251	7,225
<b>Mittelwert der drei Ansätze</b>	<b>21,518</b>	<b>7,316</b>
Minderheitsabschlag 10%		-732
<b>Wert der MTT-Beteiligung inkl. Minderheitsabschlag</b>		<b>6,585</b>

### 4.6 Wert des Eigenkapitals der BVZ Holding AG

Werden die anteiligen Werte für die Beteiligungen an den Tochtergesellschaften in die Holding Bilanz per Ende 2004 eingesetzt, lässt sich das bereinigte Eigenkapital der BVZ Holding AG ableiten.

Die beiden Szenarien 1 und 2 bei der AMAG sind einzeln berücksichtigt worden, weshalb sich zwei Eigenkapitalwerte ergeben. Latente Steuern werden in der Holding keine berücksichtigt, da ab dem 1. Januar 2007 im Falle einer Veräusserung der Beteiligungen der Kapitalgewinn steuerfrei ist und vor diesem Datum ein Verkauf einer oder mehrerer Beteiligungen nicht zur Diskussion steht.

<sup>2</sup> vgl. William C. Weaver, Discounts and other Adjustments to Fair Market Value Estimates, University of Central Florida College of Business Orlando, Orlando 1998;  
Philip Saunders, Control Premiums and Minority Discounts, Massachusetts 1998;  
Mercer Capital Management Inc., Lessons on Minority and Marketability Discounts, 2003

**Tabelle: Korrigierte Bilanz der BVZ Holding AG per 31.12.2004, AMAG Szenario 1**

Bilanz der BVZ Holding AG per 31.12.2004, AMAG Szenario 1	
<b>Aktiven</b>	<i>in TCHF</i>
Total Umlaufvermögen	514
<i>MG Bahn AG (50%)</i>	125
<i>MG Verkehrs AG (75%)</i>	24,665
<i>BVZ Asset Management AG (100%)</i>	42,118
<i>Matterhorn Terminal Täsch AG (34%)</i>	6,585
Total Beteiligungen / Anlagevermögen	73,493
<b>Total Aktiven</b>	<b>74,007</b>
<b>Passiven</b>	
Kurzfristiges Fremdkapital	71
Langfristiges Fremdkapital	1,888
<i>Eigenkapital</i>	46,444
<i>Stille Reserven</i>	25,604
Total Eigenkapital	72,048
<b>Total Passiven</b>	<b>74,007</b>

Das bereinigte Eigenkapital unter Anrechnung des Szenarios 1 der AMAG beläuft sich demzufolge auf rund CHF 72 Mio.

Wird das Szenario 2 der AMAG berücksichtigt, beträgt das bereinigte Eigenkapital rund CHF 74.2 Mio.

**Tabelle: Korrigierte Bilanz der BVZ Holding AG per 31.12.2004, AMAG Szenario 2**

Bilanz der BVZ Holding AG per 31.12.2004, AMAG Szenario 2	
<b>Aktiven</b>	<i>in TCHF</i>
Total Umlaufvermögen	514
<i>MG Bahn AG (50%)</i>	125
<i>MG Verkehrs AG (75%)</i>	24,665
<i>BVZ Asset Management AG (100%)</i>	44,298
<i>Matterhorn Terminal Täsch AG (34%)</i>	6,585
Total Beteiligungen / Anlagevermögen	75,673
<b>Total Aktiven</b>	<b>76,187</b>
<b>Passiven</b>	
Kurzfristiges Fremdkapital	71
Langfristiges Fremdkapital	1,888
<i>Eigenkapital</i>	46,444
<i>Stille Reserven</i>	27,784
Total Eigenkapital	74,228
<b>Total Passiven</b>	<b>76,187</b>

## 5 Festlegung des Wertes

Basierend auf unseren Ausführungen, Analysen und Einschränkungen sowie den von uns getroffenen Annahmen beträgt der Wert für eine Namenaktie der BVZ Holding AG CHF 485.

KPMG Fides Peat

Martin Schaad

Rolf Langenegger

## Anhang A: Unterlagen

### **Matterhorn Gotthard Bahn Gruppe**

- Organisationsreglement MGB Gruppe vom 27. August 2003
- Funktionendiagramm und Kompetenzordnung der MGB vom 27. Oktober 2003
- Geschäftsbericht Matterhorn Gotthard Bahn 2003 und 2004
- Matterhorn Gotthard Bahn Betriebskostenrechnung 2004
- Unternehmensstrategie MGB 2005 bis 2009 inkl. Umfeldanalyse
- Grundsätze der Leistungsverrechnung innerhalb der MG Bahn Gruppe vom 27. August 2003
- Vereinbarung zur Übertragung der Geschäftsführung durch die Matterhorn Gotthard Verkehrs AG an die Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard Bahn vom 23. Mai 2003
- Vereinbarung zur Übertragung der Geschäftsführung durch die Matterhorn Gotthard Infrastruktur AG an die Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard Bahn vom 23. Mai 2003
- Risk Management Konzept der Matterhorn Gotthard Bahn 2004 vom 12. Dezember 2003
- Corporate Governance Konzept für die Matterhorn Gotthard Bahn vom 27. August 2003
- Marketing Konzept der Matterhorn Gotthard Bahn 2003 bis 2006 vom 16. Juli 2003
- Auszug aus dem Marketingkonzept der Matterhorn Gotthard Bahn 2006 bis 2009 vom 31. März 2005: Ziffer 3
- Strategische Geschäftsfelder
- Betriebskonzept Matterhorn Gotthard Bahn 2003 vom 13. November 2003
- Rollmaterialkonzept der Matterhorn Gotthard Bahn 2004 bis 2008 vom 17. November 2003
- Infrastrukturkonzept der MGB 2004 bis 2008 vom 17. November 2003
- Projektmanagement-Handbuch der MGB 2003 vom 21. August 2003
- Beziehungsmanagement Konzept der MGB 2004 vom 25. Februar 2004
- Konzept Strategisches Controlling der MGB vom 25. Februar 2004
- Zusammenschlussvereinbarung mit Aktionärsbindung betreffend BVZ/FO Bahn Gruppe vom 17. Januar 2003

### **Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard Bahn**

- Statuten Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard Bahn vom 13. Juni 2003
- Revisionsstellenbericht Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard Bahn 2003
- Steuererklärung Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard Bahn 2003
- Geschäftsführungsvertrag zwischen der BVZ Holding AG und der Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard Bahn vom November 2004 (undatiert und nicht unterzeichnet)

- Kooperationsvertrag zwischen BVZ und GGB vom 25.11.2004, Geschäftsführungsvertrag zwischen GGB und Matterhorn Gotthard Bahn vom 18.11.2004
- Leistungsvereinbarung zwischen GGB und Matterhorn Gotthard Bahngruppe vom 18.11.2004
- EDV-Bilanz und –Erfolgsrechnung Aktiengesellschaft Matterhorn Gotthard Bahn per 31.12.2003 und 2004
- Business- und Liquiditätsplan 2006 – 2009
- Finanzbericht 2004

### **Matterhorn Gotthard Verkehrs AG**

- Statuten Matterhorn Gotthard Verkehrs AG vom 23. Mai 2003
- Konzession des Bundesamtes für Verkehr
- Revisionsstellenbericht Matterhorn Gotthard Verkehrs AG 2003
- Erläuterungsbericht Matterhorn Gotthard Verkehrs AG 2003
- Steuererklärung Matterhorn Gotthard Verkehrs AG 2003
- Revisionsstellenbericht Eisenbahngesellschaft Brig Visp Zermatt AG 2002
- Erläuterungsbericht Eisenbahngesellschaft Brig Visp Zermatt AG 2002
- EDV-Bilanz und –Erfolgsrechnung MGV AG per 31.12.2003 und 2004
- Details zu Positionen der Bilanz und Erfolgsrechnung
- Business- und Liquiditätsplan 2006 – 2009
- Mieterspiegel der Liegenschaften in Brig, Andermatt, Realp und Göschenen
- Finanzbericht 2004
- Angaben zum Sanierungsbeitrag ASCOOP

### **BVZ Holding AG**

- Statuten BVZ Holding AG vom 25. Oktober 1999
- Organigramm der BVZ-Gruppe mit Organisations- und Funktionsstruktur
- Geschäftsbericht BVZ Holding AG 2002 und 2003
- Revisionsstellenbericht BVZ Holding AG 2003, 2002
- Bericht des Konzernprüfers BVZ Holding AG 2002 und 2003
- Steuererklärung BVZ Holding AG 2003
- EDV-Bilanz und –Erfolgsrechnung BVZ Holding AG per 31.12.2003 und 2004
- Details zu Positionen der Bilanz und Erfolgsrechnung
- Business- und Liquiditätsplan 2006 - 2009

### **BVZ Asset Management AG**

- Revisionsstellenberichte BVZ Asset Management AG 2002 und 2003
- Steuererklärung BVZ Asset Management AG 2003
- EDV-Bilanz und –Erfolgsrechnung BVZ Asset Management per 31.12.2003 und 2004
- Details zu Positionen der Bilanz und Erfolgsrechnung
- Business- und Liquiditätsplan 2006 – 2009

- Liegenschaft Cheminots A, B, C, Zermatt: Liegenschaftenschätzung vom 15. April 2005, und div.
- Liegenschaft Bahnhofbuffet, Zermatt: Liegenschaftenschätzung vom 15. April 2005,
- Verwaltungsgebäudes Nordstrasse 20, Brig: Expertise Kämpfen vom 12. Dezember 2004
- Liegenschaft Sandmattenstrasse 11, Brig: Verwaltungsrechnung 2004, Mietverträge
- Haus Giessen, Göschenen: Mietvertrag
- Haus Hegg, Realp: Mietvertrag
- Wohnhaus Göschenen: Ausdruck Buchhaltung
- Depots Glisgrund und Andermatt: Ausdruck Buchhaltung
- Gleisfeld Visp: Machbarkeitsstudie, Protokoll vom 7. April 2005 betr. Neugestaltung Bahnhof Visp, diverses
- Diverse Grundstücke: Übersicht zum „Erwerb von Grundstücken und Rechten“ per 31.12.2004

#### **MG Bahn Tours AG**

- Revisionsstellenbericht MG Bahn Tours AG 2003
- EDV-Saldobilanzen und –Erfolgsrechnungen MG Tours 2003

#### **BVZ Zermatt Tours AG**

- EDV-Saldobilanzen und –Erfolgsrechnungen BVZ Tours 2003
- Protokoll Nr. 12 der Sitzung des VR vom 18.03.2005

#### **Matterhorn Terminal Täsch AG**

- Business- und Liquiditätsplan 2006 - 2009 der MTT
- Statuten vom 27.07.2004
- Aktionärbindungsvertrag vom 27.07.2004

#### **Diverse Unterlagen**

- Protokoll der Stiftungsratssitzung des Fonds de Prévoyance Patronale der BVZ vom 12. März 2004
- Protokoll der Stiftungsratssitzung des Fonds de Prévoyance Patronale vom 20.02.2002/03.03.2003
- Compte annuelle au 31.12.2004 du Fonds des Ouvriers de la voie de la compagnie du chemin de fér Brig Viège Zermatt
- Compte annuelle au 31.12.2004 du Fonds de Prévoyance de la compagnie du chemin de fér Brig Viège Zermatt
- Revisionsstellenbericht 2003 des Fonds de Prévoyance de la compagnie du chemin de fér Brig Viège Zermatt
- Revisionsstellenbericht 2002 des Fonds de Prévoyance de la compagnie du chemin de fér Brig Viège Zermatt
- Protokoll der Stiftungsratssitzung des Fonds de Prévoyance de la compagnie du chemin de fér Brig Viège Zermatt vom 20. Februar 2002

- Investitions- und Kreditanträge zu den Projekten Durchgangsbahnhof Brig (62,5 Mio.), Beschaffung von 5 Triebzügen (47,6 Mio.), Landerwerb Bahnstation Top-Terminal Täsch (1 Mio.), Top-Terminal Täsch (74 Mio.), Sanierung Reuss-Brücken (7,5 Mio.), Beteiligung Matterhorn Parking Täsch AG (3,5 Mio.)

## Anhang B: Herleitung der Diskontierungssätze

### Herleitung des Diskontierungssatzes (WACC) der MGV

Bestandteile		Bemerkungen
<b>Eigenkapitalkosten</b>	<b>4.00%</b>	Rendite der langfristigen Bundesobligation von 3% zuzüglich einem Illiquiditätszuschlag von 1%
Fremdkapitalkosten	3.00%	Durchschnittliche effektive Verzinsung der Finanzverbindlichkeiten (z. T. unverzinsliche Finanzschulden) Grenzsteuersatz im Kanton Wallis
Grenzsteuersatz	21.57%	
<b>Fremdkapitalkosten nach Steuern</b>	<b>2.35%</b>	
Anteil Eigenkapital	50.00%	Angestrebte Zielkapitalstruktur
<b>Durchschnittlicher Gesamtkostensatz</b>	<b>3.18%</b>	

### Herleitung des Diskontierungssatzes (WACC) der MTT

Bestandteile		Bemerkungen
<b>Eigenkapitalkosten</b>	<b>9.50%</b>	Rendite der langfristigen Bundesobligation von 3% zuzüglich den Renditeforderungen der Investoren
Fremdkapitalkosten	3.50%	Durchschnittliche Verzinsung der Finanzverbindlichkeiten Grenzsteuersatz im Kanton Wallis
Grenzsteuersatz	21.57%	
<b>Fremdkapitalkosten nach Steuern</b>	<b>2.75%</b>	
Anteil Eigenkapital	33.00%	Angestrebte Zielkapitalstruktur
<b>Durchschnittlicher Gesamtkostensatz</b>	<b>4.97%</b>	