



**Peter Rosenberger + Partner**

---

# **Bewertung der UNICORN AG**

---

**Vertraulich**

**Peter Rosenberger + Partner GmbH**  
Peter Rosenberger, zugelassener Revisionsexperte  
Bremgarten, 02.04.2019

*u.*

## Inhaltsverzeichnis

<b>01</b>	Einleitung Seite 3
<b>02</b>	Bewertungsobjekt Seite 9
<b>03</b>	Bewertungsmethodik Seite 13

<b>04</b>	Bewertung Seite 22
<b>05</b>	Gesamtbeurteilung Seite 30
<b>06</b>	Anhang Seite 32



---

# Einleitung

---

## Kapitel 01

- Ausgangslage
- Bewertungsauftrag
- Informationsgrundlagen
- Vorgehen und Bewertungsgrundsätze
- Wahl der Bewertungsmethoden

## Einleitung

# Ausgangslage

UNICORN REAL ESTATE AG ist eine Schweizer – Holding, eingetragen unter der Firmennummer CHE-483.266.678 beim Handelsregisteramt des Kantons Zürich.

Die Gesellschaft hat die internationale Wertpapierkennnummer ISIN:CH0434314420 / Schweizer Valor-Nr. 43431442 und hat die folgende Domizil-Adresse:

Unicorn Real Estate AG

Bahnhofstr. 10

8001 Zürich

+41 43 456 25 75

+41 43 456 25 10

[www.unicorn.com](http://www.unicorn.com)

UNICORN REAL ESTATE AG wird innerhalb ihrer Unternehmensorganisation mehrere eigenständige Unternehmen einbringen, die auf hierarchische Art und Weise in Relation zueinander stehen.

UNICORN REAL ESTATE AG ist eine Holding-Beteiligungsgesellschaft, die in Ihrer Eigenschaft als Muttergesellschaft für die rechtlich unabhängigen unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften fungiert:

## Einleitung

# Bewertungsauftrag

Schweizer Prüfungsstandard 930

Erstellung von Finanzinformationen (Compilation) mit anschliessender ausserbörslichen Kursstellung (OTC/Private Equity) auf den internationalen Finanzmärkten als Grundlage für eine rechnerische Ermittlung des Unternehmenswertes der Gesellschaft.

## Einleitung

# Informationsgrundlagen

### Corporate Governance

erstellt in Anlehnung an den Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance sowie die Empfehlungen der Berufsorganisationen EXPERTsuisse, der Expertenverband für Wirtschaftsprüfung, Steuern und Treuhand sowie VEB Schweiz, Expertenverband für Rechnungslegung, Controlling und Rechnungswesen

### Budget, Finanzprognosen, Businessplan

### Mündliche und schriftliche Informationen des Managements

### KURZ—EXPOSE über das VITATEL-RESORT

in 59872 MESCHEDE, Deutschland mit Kalkulationsangaben erstellt durch Dipl.Wirt.Ing. Udo Niedballa, Sachverständiger für die Bewertung von Immobilien und Grundstücken für die INGENIUM Ingenieurgesellschaft mbH, Grundlage Kalkulation über das VITATEL-Resort

### KURZ--EXPOSE über das Charlottenhöhe-RESORT

in 75328 Schöenberg, Deutschland mit Kalkulationsangaben erstellt durch Dipl.Wirt.Ing. Udo Niedballa, Sachverständiger für die Bewertung von Immobilien und Grundstücken für die INGENIUM Ingenieurgesellschaft mbH, Grundlage Kalkulation über das Charlottenhöhe-Resort

### KURZ--EXPOSE zum Projekt ‚Stadtvillen Insel Schwanenwerder‘

in Berlin, Steglitz Zehlendorf, Deutschland mit Kalkulationsangaben erstellt durch EUGEN BIALON ARCHITEKT GmbH

## Einleitung

# Vorgehen und Bewertungsgrundsätze

Die vorliegende Einschätzung zum Wert basiert gemäss der Auftragserteilung durch die Firma UNICORN Real Estate AG auf der Grundlage des Schweizer Prüfungsstandards 930 Compilation. Gemäss diesem macht der Prüfer keine Schlussfolgerungen zu den erhaltenen Informationen, sondern bringt sein Fachwissen und Erfahrung im Umfeld der Wirtschaftsprüfung und Wirtschaftsberatung ein. Im Fall der UNICORN Real Estate AG war es die konsolidierte Darstellung der Planzahlen mit Elimination der Finanzbewegungen innerhalb der Gruppe wie Schulden/Forderung-Elimination und der Zwischengewinnelimination.

Auf dieser Grundlage erstellte der Beauftragte eine rechnerische Unternehmensbewertung nach der Best Practice Methode Discounted Casflow, DCF.

## Einleitung

# Wahl der Bewertungsmethode

Folgende Methode ist bei der Bewertung der UNICORN AG zur Anwendung gekommen. Sie gilt als Best Practice international:

- **Discounted Cash Flow (DCF)-Methode**  
Abzinsung der zukünftig erwarteten Free Cash Flows mit einem risikogerechten Kapitalkostensatz auf den Bewertungszeitpunkt





---

# Bewertungsobjekt

---

## Kapitel 02

- Unternehmensbeschreibung
- Basisinformationen zum Bewertungsobjekt
- Schlüsselkennzahlen

## Bewertungsobjekt

# Unternehmensbeschreibung



Die UNICORN Gruppe erwirbt Immobilienprojekte mit dem Schwerpunkt Denkmalschutz und setzt die optimale Wertschöpfungskette in der Immobilienwirtschaft konsequent um, von der Projektentwicklung bis zum Verkauf / Vertrieb; dies insbesondere von Wohnungen. Dies garantiert ein Portfolio, das sowohl auf die Anforderungen von Kapitalanlegern mit einer hohen Steuerprogression zugeschnitten sind, als auch auf die Bedürfnisse der künftigen Nutzer. Schon zu Beginn der Projektentwicklung werden daher die wesentlichen Grundlagen geschaffen für die künftige Ertragskraft und Vermarktungsfähigkeit einer Immobilie.

## Bewertungsobjekt

# Basisinformationen zum Bewertungsobjekt

Bewertungsobjekt:	UNICORN Real Estate AG
Rechtsform:	Aktiengesellschaft (AG)
Firmensitz:	Zürich
Anzahl Mitarbeitende:	2

## Bewertungsobjekt

# Schlüsselkennzahlen per 02.04.2019

Umsatz:	CHF 0
EBITDA:	CHF 0
EBIT:	CHF 0
Reingewinn:	CHF 0

Die UNICORN Real Estate AG nahm ihre operative Tätigkeit anfangs 2018 auf.

Aktuell wird der Jahresabschluss für dieses erste Geschäftsjahr erstellt.

Daher werden an dieser Stelle keine Schlüsselzahlen aufgeführt.



Peter Rosenberger + Partner

---

# Bewertungsmethodik

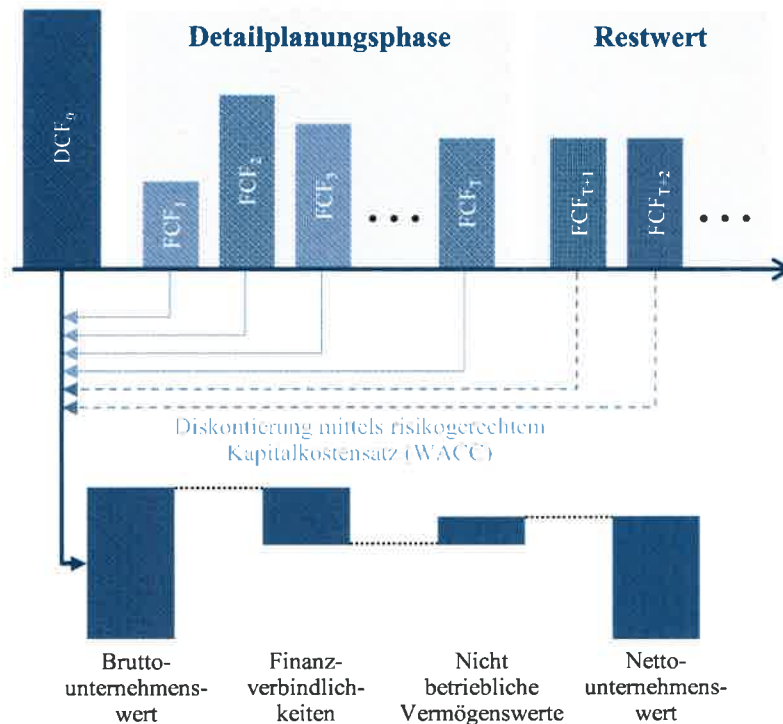
---

## Kapitel 03

- Discounted Cash Flow (DCF)-Methode

# Discounted Cash Flow (DCF)-Methode (1/2)

### Schematische Darstellung der DCF-Methode



Die DCF-Methode bestimmt den Wert eines Unternehmens mittels Diskontierung der erwarteten zukünftigen Free Cash Flows mit dem gewichteten Kapitalkostensatz («Weighted Average Cost of Capital», WACC).

Nach der detaillierten Prognoseperiode wird eine Annahme über einen nachhaltigen Free Cash Flow getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwerts herangezogen wird. Dieser Residualwert beinhaltet den Wert sämtlicher zukünftiger Free Cash Flows, die nach dem Detailplanungszeitraum erwartet werden.

Um den Eigenkapitalwert zu ermitteln, werden die Finanzverbindlichkeiten abgezogen und allfällige nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte addiert.

Im letzten Schritt wird der Wert pro Aktie durch Division des Eigenkapitalwerts durch die Anzahl ausstehender Aktien bestimmt.

# Discounted Cash Flow (DCF)-Methode (2/2)

### Berechnung des Free Cash Flows (FCF)

**Betriebsgewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT)**

- Steuern (auf EBIT)

= **Betriebsgewinn vor Zinsen nach Steuern (NOPAT)**

+ Abschreibungen

-/+ Investitionen/Desinvestitionen Anlagevermögen

-/+ Investitionen/Desinvestitionen Nettoumlaufvermögen

+/- Zunahme/Abnahme langfristiges unverzinsliches Fremdkapital

= **Free Cash Flow (FCF)**

Die Free Cash Flows (FCF) basieren auf dem operativen Cash Flow (vor Finanzierung) abzüglich der Investitionen ins Umlauf- und Anlagevermögen. Sie stehen sowohl Fremd- wie auch Eigenkapitalgebern zur Verfügung.

## Bewertungsmethodik

# Kapitalkosten: Weighted Average Cost of Capital

Die diesem Bewertungsgutachten zugrunde liegende DCF-Bewertung basiert auf den Free Cash Flows (vor Finanzierung), welche per Definition sowohl Fremd- wie auch Eigenkapitalgebern zustehen (Entity-Ansatz). Folglich ist ein Kapitalkostensatz zu verwenden, welcher die Renditeerwartungen beider Kapitalgeber widerspiegelt. Dieser gewichtete Kapitalkostensatz (WACC) lässt sich wie folgt bestimmen:

$$WACC = k_{EK} \times \frac{EK}{FK+EK} + k_{FK} \times (1 - s) \times \frac{FK}{FK+EK}$$

wobei:

$WACC$	Weighted Average Cost of Capital
$k_{EK}$	Eigenkapitalkostensatz
$EK$	Eigenkapital zu Marktwerten (Wert des Eigenkapitals)
$FK$	Fremdkapital zu Marktwerten (Finanzverbindlichkeiten)
$FK + EK$	Gesamtkapital zu Marktwerten (Unternehmenswert)
$k_{FK}$	Fremdkapitalkostensatz
$s$	Unternehmenssteuersatz



## Bewertungsmethodik

# Kapitalkosten: Eigenkapitalkostensatz

Zur Herleitung der Eigenkapitalkosten stützen wir uns auf das theoretisch fundierte und in der Praxis weit verbreitete Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dieses besagt, dass sich der Eigenkapitalkostensatz als Summe aus risikolosem Zinssatz und dem Produkt aus Beta und Marktrisikoprämie bestimmen lässt:

$$k_{EK} = r_f + \beta \times (r_M - r_f)$$

wobei:

$k_{EK}$	Eigenkapitalkostensatz
$r_f$	Risikoloser Zinssatz
$\beta$	Betafaktor als Mass für das systematische Risiko des Eigenkapitals (Aktien)
$r_M$	Rendite des Marktportfolios

Nachfolgend werden die einzelnen Parameter für die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes kurz erläutert.

# Parameter des Eigenkapitalkostensatzes (1/2)

### Risikoloser Zinssatz

Der risikolose Zinssatz entspricht der geforderten Rendite auf einer risikolosen Anlage und verkörpert den Zeitwert des Geldes. In Theorie und Praxis wird zur Festlegung der Höhe dieses Basiszinssatzes in der Regel auf die Rendite von Staatsanleihen mit einer sehr hohen Bonität abgestellt. Wir berücksichtigen hier die Empfehlungen der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTsuisse.

### Beta

Das Beta zeigt die Sensitivität der Aktienrendite gegenüber der Marktrendite und drückt somit das systematische Risiko einer Aktie aus. Der Betafaktor widerspiegelt sowohl das operative wie auch das finanzielle Risiko einer Aktie. Sofern das zu bewertende Unternehmen nicht an einer Börse kotiert ist (d.h. typischer Fall bei KMUs), wird das Beta in der Regel anhand von kotierten Vergleichsunternehmen («Peer Group») hergeleitet. Dabei ist das Beta der Peer Group an die effektive Kapitalstruktur oder die Zielkapitalstruktur des Bewertungsobjekts anzupassen («Un-/Relevering»). Wir legen unserer Bewertung die effektive Kapitalstruktur zu Marktwerten am Bewertungsstichtag zugrunde.

# Parameter des Eigenkapitalkostensatzes (2/2)

### Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie entspricht der Mehrrendite des Marktportfolios im Vergleich zu einer risikolosen Anlage. Da das Marktportfolio in der Realität nicht beobachtet werden kann, stützt man sich zur Bestimmung der Marktrisikoprämie häufig auf einen breiten, gut diversifizierten (lokalen) Aktienindex. Wir berücksichtigen hier die Empfehlungen der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTsuisse.

### Small Cap-Prämie

Empirische Studien haben gezeigt, dass kleinere Unternehmen langfristig höhere Renditen erzielen als größere. Diese Mehrrendite kann allerdings nicht durch das CAPM und somit das Beta erklärt werden. Die Entschädigung für das offensichtlich höhere Risiko von KMUs im Vergleich zu Großunternehmen wird in der Regel als Small Cap-Zuschlag auf dem mittels CAPM ermittelten Eigenkapitalkostensatz berücksichtigt.

## Bewertungsmethodik

# Kapitalkosten: Fremdkapitalkostensatz

Der Fremdkapitalkostensatz basiert auf dem risikolosen Zinssatz unter Berücksichtigung eines bonitätsabhängigen Kreditaufschlags («Credit Spread»), welcher Fremdkapitalgeber für das eingegangene Kreditrisiko entschädigt:

$$k_{FK} = r_f + \text{Credit Spread}$$

wobei:

$k_{FK}$	Fremdkapitalkostensatz
$r_f$	risikoloser Zinssatz

Der Credit Spread entspricht der Differenz zwischen der Rendite einer Anleihe eines Schuldners erstklassiger Bonität und der eines Schuldners mit minderer Qualität.

Wir haben und bei der Ableitung des Credit Spread an den aktuellen Fremdkapitalkosten des Bewertungsobjekts orientiert.

# Marktwertmethode (Multiples)

Zur Plausibilisierung des anhand der DCF-Methode ermittelten Eigenkapitalwerts wird zusätzlich eine Bewertung mittels der Marktwertmethode («Trading Multiples») auf Basis einer Vergleichsgruppe («Peer Group») vorgenommen. Ziel dieser relativen Bewertungsmethode ist es, den Unternehmenswert des Bewertungsobjekts durch Anwendung von Multiplikatoren auf Finanzkennzahlen dieses Unternehmens zu ermitteln.

Trading Multiples werden berechnet, indem die Unternehmenswert von börsenkotierten, vergleichbaren Gesellschaften ins Verhältnis zu den jeweiligen erwirtschafteten («Trailing Multiples») oder erwarteten Finanzkennzahlen («Forward Multiples») gesetzt werden.

Die ermittelten Multiples werden dann mit den operativen Finanzkennzahlen der zu bewertenden Unternehmen multipliziert, um den Unternehmenswert («Enterprise Value») zu erhalten. Danach werden von diesem Wert die Finanzverbindlichkeiten subtrahiert und

allfällige nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte addiert, um den Wert des Eigenkapitals zu erhalten.

Die operativen Kennzahlen sollen die wesentlichen Werttreiber für einen Industriebetrieb berücksichtigen und auf relevanten branchenspezifischen Berechnungen abstützen.

Für die Bewertung mittels Trading Multiples wird auf die Marktkapitalisierung (Nettounternehmenswert) bzw. den Enterprise Value (Bruttounternehmenswert) vergleichbarer kotierter Unternehmen abgestützt. Als Vergleichsunternehmen werden börsennotierte Unternehmen ausgewählt, die in der gleichen Branche tätig sind oder einer vergleichbaren Risikostruktur unterliegen wie das Bewertungsobjekt. Dabei sind lediglich Vergleichsunternehmen berücksichtigt, deren Aktien ausreichend liquide und deren Marktdaten damit aussagekräftig sind.



Peter Rosenberger + Partner

---

# Bewertung

---

## Kapitel 04

- DCF-Bewertung

## DCF-Bewertung

# Herleitung der Free Cash Flows

Die Bewertung und die Berechnung der Free Cash Flows basiert auf der vom Management der UNICORN Real Estate AG zur Verfügung gestellten Planung für die Jahre 2019/20 bis und mit 2024/25. Nach der detaillierten Prognoseperiode wird unter Berücksichtigung eines ewigen Wachstums von einem Prozent ein Residualwert auf der Basis des Gordon Growth-Modells berechnet.

	2019/20	2020/21		2023/24	2024/25	Restwert
	Plan	Plan		Plan	Plan	
EBIT	-20,000	-25,000	...	110,000	35,000	35,350
- Steuern (fiktiv unverschuldetes Unternehmen; Steuersatz @ 21.15%)	4,230	5,288	...	-23,265	-7,402	-7,477
= NOPAT	-15,770	-19,712	...	86,735	27,598	27,873
+ Abschreibungen			...			
- Investitionen ins Anlagevermögen (CAPEX)			...			
- Investitionen ins Nettoumlaufvermögen			...			
+ Veränderungen unverzinsliche langfristige Verbindlichkeiten			...			
= Free Cash Flow (finanzierungsunabhängig)	-15,770	-19,712	...	86,735	27,598	27,873

## DCF-Bewertung

# Annahmen für den Restwert

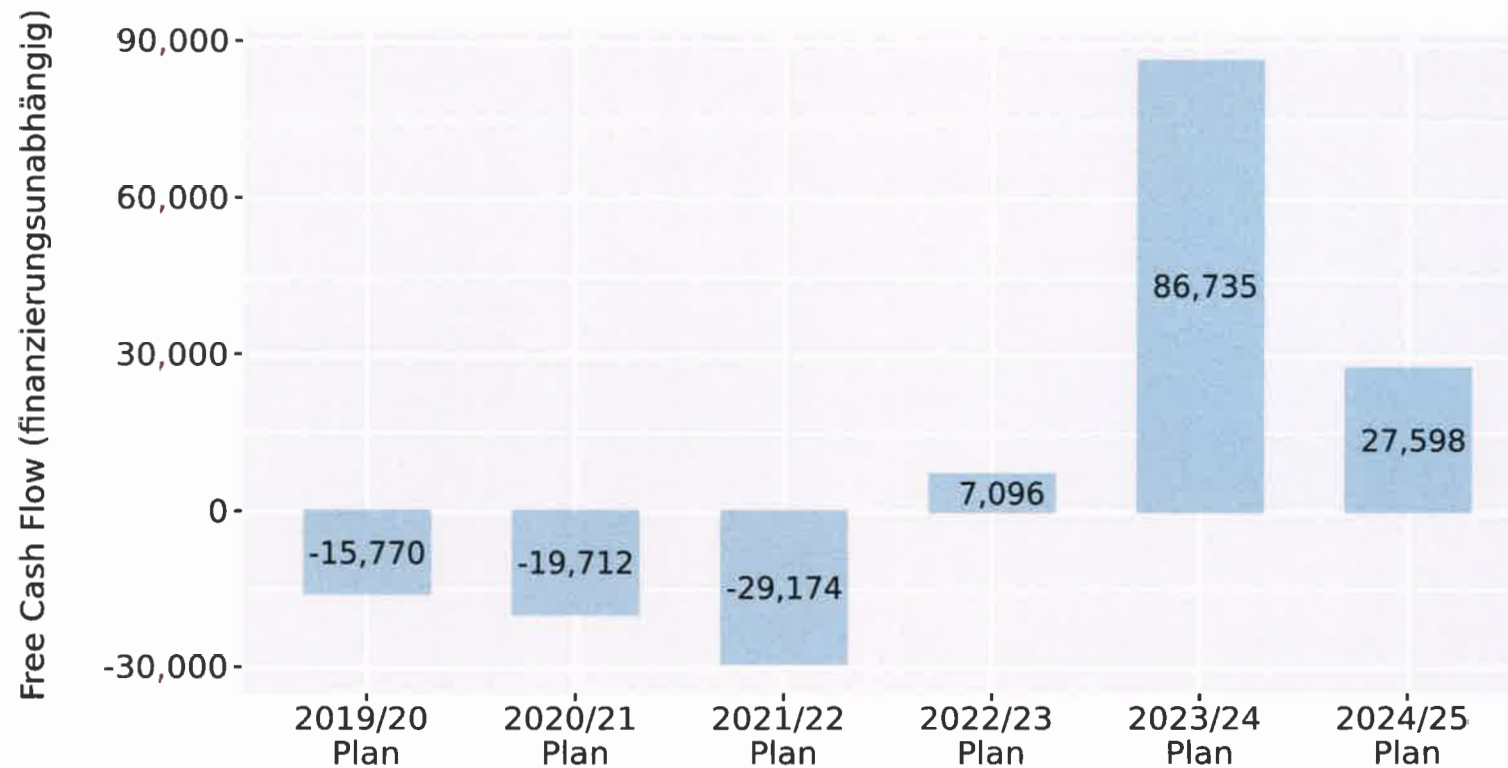
### Ewige Wachstumsrate

Ausgehend von einer Fortführung der Geschäftstätigkeit der UNICORN AG muss eine Annahme über ein ewiges Wachstum getroffen werden. In der Regel wird das ewige Wachstum mit den langfristigen Inflationserwartungen der Länder, in denen das Bewertungsobjekt tätig ist, gleichgesetzt. Ein ewiges Wachstum in Höhe der erwarteten Inflation unterstellt, dass die Unternehmensgewinne real konstant bleiben.



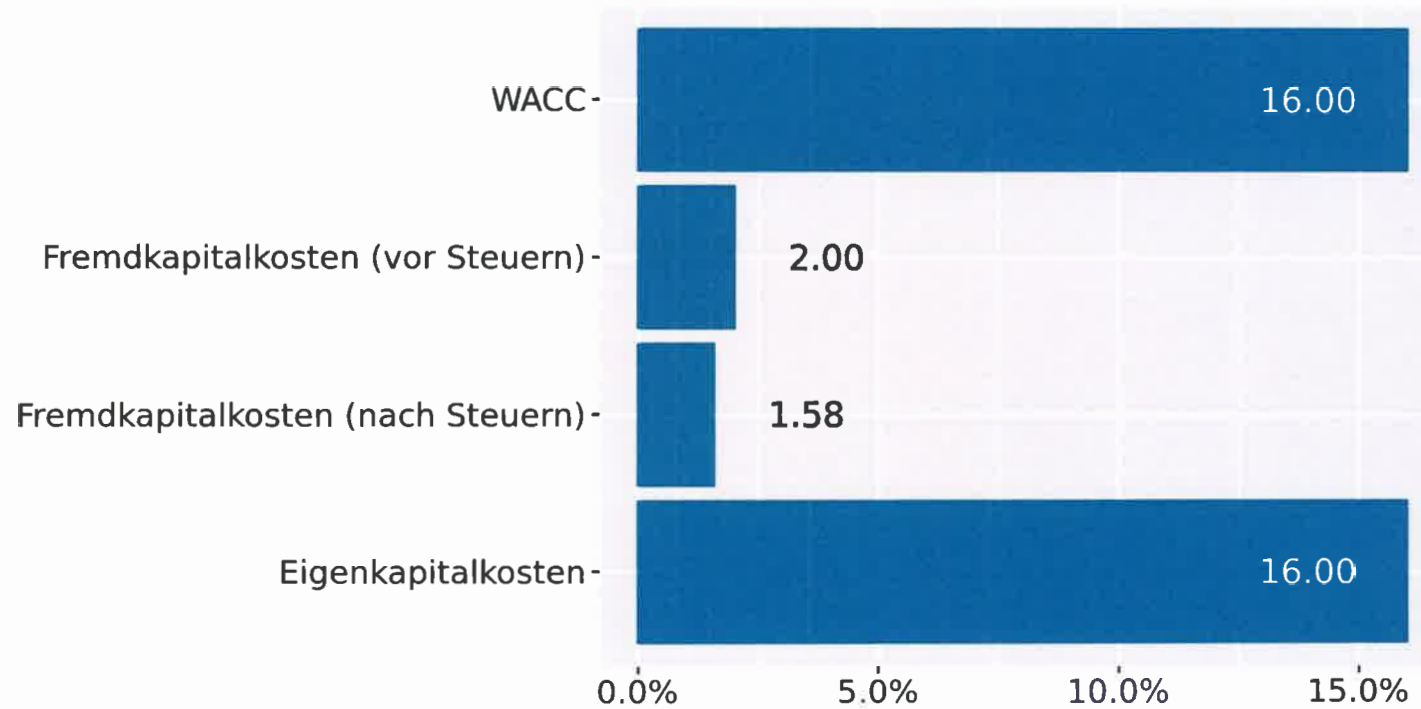
## DCF-Bewertung

# Entwicklung der Free Cash Flows



## DCF-Bewertung

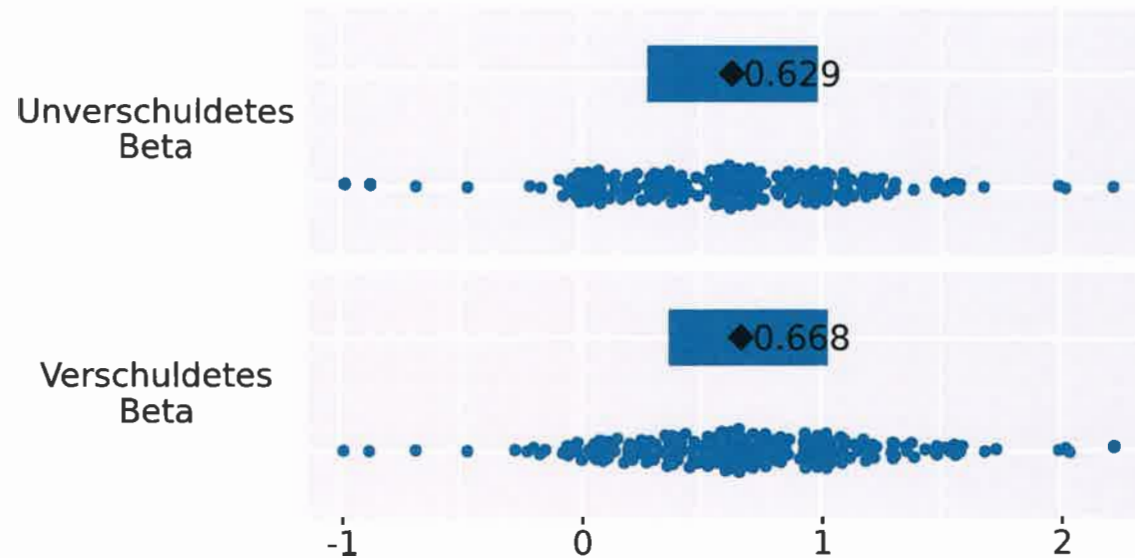
# Herleitung der Kapitalkosten



## DCF-Bewertung

# Herleitung der Kapitalkosten

Das unverschuldete Beta wurde über eine Peer Group aus Unternehmen der gleichen Branche wie die UNICORN AG hergeleitet. Als Marktportfolio für die Beta-Schätzung wurde der Swiss Performance Index (SPI) gewählt. Die Schätzperiode für das Beta beträgt 36 Monate. Das Unlevern des Betas erfolgte mittels Harris/Pringle (riskanter Tax Shield).



## DCF-Bewertung

# Berechnung des Unternehmenswerts

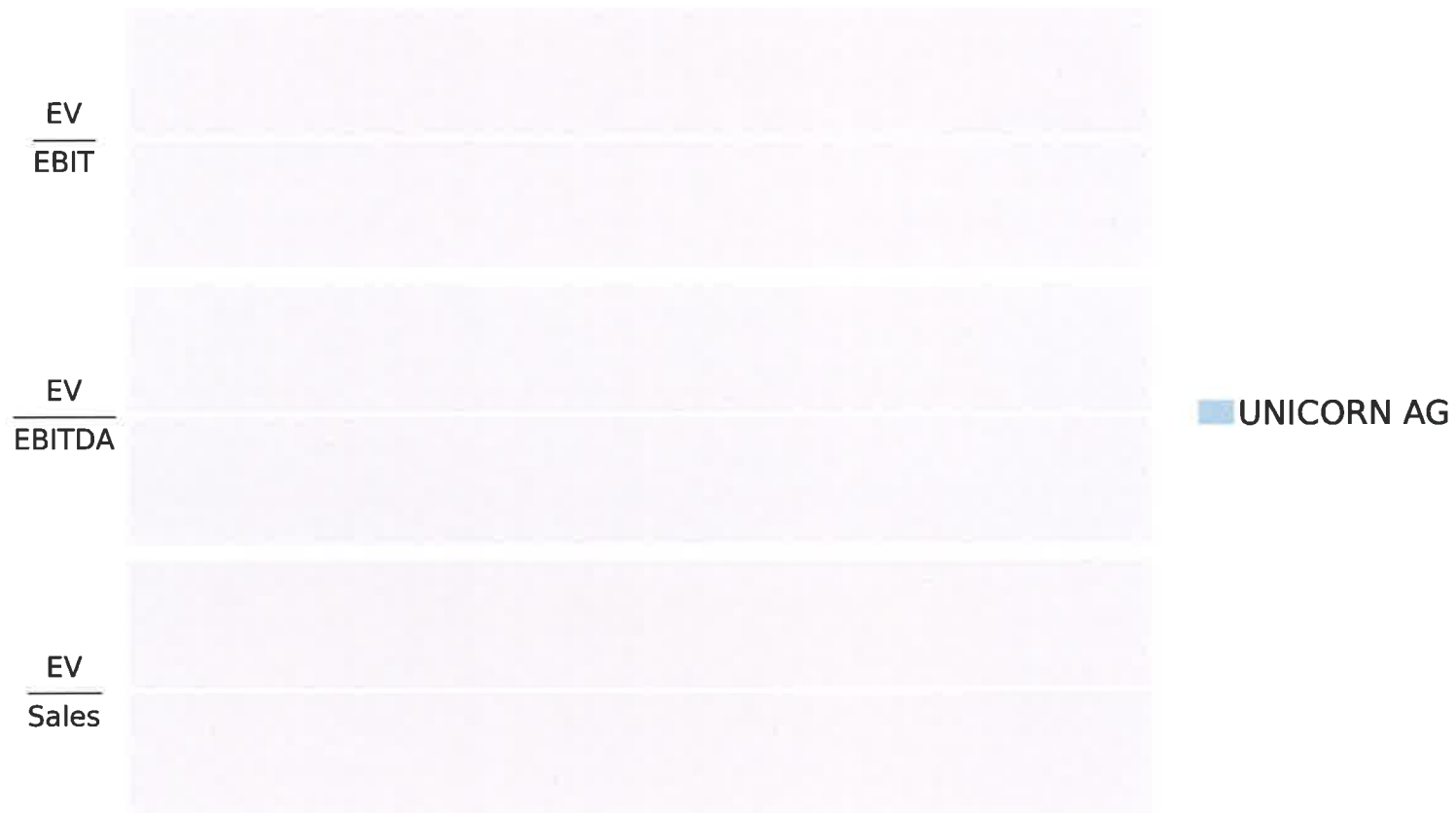
	2019/20	2020/21		2023/24	2024/25	Restwert
	Plan	Plan		Plan	Plan	
Free Cash Flow (finanzierungsunabhängig)	-15,770	-19,712	...	86,735	27,598	27,873
Restwert per Ende Detailplanungszeitraum (Wachstumsrate @ 1%)			...			185,823
Diskontierungs-/Barwertfaktor (WACC @ 16%)	0.862	0.743	...	0.476	0.41	0.41
Barwert Free Cash Flow	-13,595	-14,650	...	41,296	11,327	76,270

### Unternehmenswert per Bewertungsstichtag (= letzter Bilanzstichtag)

Bruttoundernehmenswert (Entity Value)	85,877
- Finanzschulden	
+ Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte	
Nettoundernehmenswert (Equity Value)	85,877

## DCF-Bewertung

# Implizite Bewertungs-Multiples nicht eingesetzt





Peter Rosenberger + Partner

---

# Gesamtbeurteilung

---

Kapitel 05

## Gesamtbeurteilung

# Schlussfolgerung

Bericht über zukünftige Finanzinformationen mit anschliessender Unternehmensbewertung

An den Verwaltungsrat der UNICORN Real Estate AG

Sehr geehrter Verwaltungsrat

Auf der Grundlage von Informationen des Verwaltungsrates der UNICORN Real Estate AG in Zürich haben wir die Fünfjahresplanung für die Geschäftsjahre 2019 bis 2023 sowie die rechnerische Unternehmensbewertung für allfällige Aktienreferenzkurse per Stichtag heute erstellt.

Unseren Auftrag haben wir nach dem Schweizer Prüfungsstandard 930 „Erstellung von Finanzinformationen (Compilation)“ ausgeführt. Für diese Angaben ist der Verwaltungsrat der Gesellschaft verantwortlich. Wir haben weder eine Prüfung noch eine Review des Zahlenmaterials in Übereinstimmung mit den Schweizer Prüfungsstandards (PS) vorgenommen und geben deswegen über diese keine Zusicherung ab.

Auf der Grundlage der vorliegenden Planzahlen bewegt sich der rechnerische Wert der UNICORN Real Estate AG zwischen 80 bis 90 Mio. CHF und liegt nach der Methode Discounted Cashflow bei CHF 85.877 Mio.

Bremgarten, 2. April 2019



Peter Rosenberger, zugelassener Revisionsexperte

Peter Rosenberger + Partner GmbH  
Kanzlei für Unternehmensberatung Finanz und Wirtschaftsprüfung  
Am Bogen 3  
CH-5620 Bremgarten



Peter Rosenberger + Partner

---

# Anhang

---

## Kapitel 06





## Peter Rosenberger + Partner

### Kontakt

Peter Rosenberger + Partner GmbH  
Durch die Schweizer Revisionsaufsichts-  
behörde RAB zugelassene Revisionsexpertin  
mit der Register-Nr. 504 573  
Am Bogen 3  
5620 Bremgarten  
Schweiz  
P +41 56 641 10 55  
F +41 56 641 10 56  
[info@rosenberger-partner.com](mailto:info@rosenberger-partner.com)  
[www.rosenberger-partner.com](http://www.rosenberger-partner.com)

M.