



Fairness Opinion

Fusion Ina Invest & Cham Group

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses im Rahmen der geplanten Fusion nach Fusionsgesetz zwischen der Ina Invest AG und der Cham Group AG

Zürich, 25. Februar 2025



Inhalt

1	Einleitung	Seite 4
2	Unternehmensbeschriebe und Marktanalyse	Seite 9
3	Bewertung	Seite 25
4	Beurteilung	Seite 49
5	Anhang	Seite 53



1 Einleitung

- 1.1 Ausgangslage
- 1.2 Unser Auftrag
- 1.3 Vorgehen
- 1.4 Quellen

Seite 4

Seite 5

Seite 6

Seite 7

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage



Ina Invest ist eine Schweizer Immobiliengesellschaft, die ein differenziertes Portfolio mit hoher Entwicklungsquote

Die Ina Invest AG («Ina Invest») ist eine aus einem Spin-off von der Implenia AG im Jahr 2020 entstandene Schweizer Immobiliengesellschaft mit Hauptsitz in Opfikon, Zürich. Ina Invest entwickelt nachhaltigen Wohn-, Arbeits- und Lebensraum mit Fokus auf hybride Immobilien und einem Schwerpunkt auf Wohnliegenschaften. Weitere Nutzungsarten umfassen Gewerbe, Bürogebäude und Hotels.

Im Geschäftsjahr («GJ») 2024 erzielte Ina Invest einen betrieblichen Ertrag von CHF 20.2 Mio. und einen Erfolg aus der Neubewertung der Liegenschaften von CHF 15.4 Mio. Aufgrund einer Entschädigungszahlung für die ausserordentliche Beendigung von Verträgen mit der Implenia Gruppe in der Höhe von CHF -34.7 Mio. resultierte ein Verlust von CHF -17.4 Mio. Der Net Asset Value («NAV») pro Aktie betrug per 31. Dezember 2024 CHF 21.98. Die Aktien der Ina Invest sind seit dem 12. Juni 2020 an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert. Per 24. Februar 2025 lag die Marktkapitalisierung bei CHF 347.4 Mio. Das Aktienkapital von Ina Invest umfasst 16'561'454 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.03.¹



Cham Group ist eine Schweizer Immobiliengesellschaft, die sich auf die Entwicklung der Areale Papieri und Pavatex im Zentrum von Cham fokussiert

Die Cham Group AG («Cham Group») ist eine im Jahr 2018 gegründete Schweizer Immobiliengesellschaft mit Hauptsitz in Cham. Sie ging aus der Umfirmierung der ehemaligen Cham Paper Group hervor, deren Wurzeln in der Papierfabrik Cham auf dem sogenannten Papieri-Areal liegen. Die Cham Group konzentriert sich auf die Entwicklung, die Planung und den Bau des Papieri-Areals und des angrenzenden Pavatex-Areals im Zentrum von Cham sowie auf die Bewirtschaftung der Areale und weiterer Liegenschaften in der Region.

Im GJ 2024 erzielte die Cham Group einen Betriebsertrag in Höhe von CHF 10.1 Mio. und einen durch die Neubewertungseffekte von CHF 184.7 Mio. geprägten Gewinn von CHF 168.2 Mio. Der NAV pro Aktie betrug per 31. Dezember 2024 CHF 726.56. Die Aktien von Cham Group werden seit dem 19. Dezember 2019 ausserbörslich über die Plattformen der Berner Kantonalbank und der Bank Lienhardt & Partner gehandelt. Per 24. Februar 2025 lag die Marktkapitalisierung bei CHF 614.6 Mio. Das Aktienkapital der Cham Group besteht aus 745'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 27.35.²

¹ Quelle: SIX Swiss Exchange und Angaben des Managements von Ina Invest. Die Marktkapitalisierung wurde basierend auf den ausstehenden Aktien der Ina Invest berechnet.

² Quellen: Handelsregister und Angaben des Managements von Cham Group.

Prüfung einer möglichen Fusion

Am 23. September 2024 gaben die Gesellschaften Ina Invest und Cham Group bekannt, die Möglichkeit einer Fusion zu prüfen. Im Rahmen der Verhandlungen soll für die geplante Fusion das Umtauschverhältnis (Anzahl Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie) bestimmt und den Aktionären beider Gesellschaften an der Generalversammlung zum Entscheid vorgelegt werden. Das vorgeschlagene Umtauschverhältnis beträgt 41.50 Aktien der Ina Invest (als weiterbestehende Gesellschaft) für eine Aktie der Cham Group (als übertragende Gesellschaft).

Gemäss der offiziellen Kommunikation vom 23. September 2024 würde mit der Fusion der beiden Gesellschaften ein qualitativ hochwertiges, kombiniertes Immobilienportfolio mit starkem Fokus auf Nachhaltigkeitsstandards geschaffen. Zudem werden mit der Fusion Vorteile hinsichtlich Flexibilität in der Projektrealisierung, der Finanzierung sowie der Nutzung von Skaleneffekten und Synergien erwartet.³

1.2 Unser Auftrag

Die Fairness Opinion umfasst eine unabhängige Bewertungsanalyse von Ina Invest und Cham Group sowie die finanzielle Analyse des daraus abgeleiteten Umtauschverhältnisses

Die IFBC AG («IFBC») wurde am 23. September 2024 von den Verwaltungsräten von Ina Invest und Cham Group mit der Erstellung einer unabhängigen Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des vorgeschlagenen Umtauschverhältnisses für die geplante Fusion beauftragt.

Dieser Bericht wurde ausschliesslich zum Zweck der Unterstützung der Verwaltungsräte von Ina Invest und Cham Group im Zusammenhang mit der finanziellen Beurteilung des Umtauschverhältnisses erstellt. Die Fairness Opinion darf lediglich für die finanzielle Beurteilung des Umtauschverhältnisses durch die Verwaltungsräte von Ina Invest und Cham Group verwendet werden. Die Verwendung für einen anderen Zweck ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

IFBC ist eine unabhängige Corporate Finance Beraterin und erhält keine Entschädigung in

IFBC erstellte diese Fairness Opinion als unabhängige Corporate Finance Beraterin und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, die von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin von Ina Invest und Cham Group sowie von den bedeutenden Aktionären dieser Gesellschaften unabhängig ist.

³ Quellen: Medienmitteilung Ina Invest vom 23. September 2024: «Ina Invest und Cham Group prüfen den Zusammenschluss zu einer der führenden Immobiliengesellschaften der Schweiz.»; Medienmitteilung Cham Group vom 23. September 2024: «Ina Invest und Cham Group prüfen den Zusammenschluss zu einer der führenden Immobiliengesellschaften der Schweiz.»

Abhängigkeit der
Bewertungsergebnisse sowie
des Transaktionserfolgs

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der von Ina Invest und Cham Group zur Verfügung gestellten Informationen vorausgesetzt. Weiter sind wir davon ausgegangen, dass die erhaltenen Informationen fachgerecht und nach bestem Wissen aufbereitet wurden und damit der besten aktuell verfügbaren Einschätzung des Managements der beiden Gesellschaften entsprechen. Die Verantwortung von IFBC beschränkt sich somit auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen und Berechnungen. IFBC hat insbesondere weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt.

Bewertungszeitpunkt ist der
25. Februar 2025

Der Bewertungszeitpunkt und damit das Datum der finanziellen Beurteilung des Umtauschverhältnisses ist der 25. Februar 2025. Die Ergebnisse unserer unabhängigen Bewertungsanalysen wurden den Verwaltungsräten von Ina Invest und Cham Group sowie dem Fusionsprüfer PricewaterhouseCoopers AG zugestellt.

Die Bewertungen und die damit zusammenhängende finanzielle Beurteilung des Umtauschverhältnisses beruhen auf der Marktbewertung der Immobilienportfolien durch Wüest Partner AG («Wüest Partner») per 31. Dezember 2024, auf aktuellen Angaben und Annahmen des Managements der beiden Gesellschaften sowie auf den Geschäftsabschlüssen per 31. Dezember 2024.

Das Management der Gesellschaften hat bestätigt, dass bis zur Veröffentlichung dieses Bewertungsberichts keine neuen wesentlichen Ereignisse und Transaktionen eingetreten sind, die nicht in der in Abschnitt 1.4 aufgeführten Informationsbasis berücksichtigt sind.

1.3 Vorgehen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses von 41.50 Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie im Rahmen der geplanten Fusion von Ina Invest und Cham Group beruht auf Bewertungsüberlegungen von IFBC. Diese stützen sich auf die folgenden Analysen, die in diesem Bericht beschrieben werden:

- Analyse der Geschäftsmodelle und des aktuellen Marktumfelds der Unternehmen
- Analyse der historischen Finanzkennzahlen der Gesellschaften
- Bewertung der Unternehmen und Berechnung des Werts je Aktie der Gesellschaften beruhend auf den folgenden Bewertungsansätzen:

- Net Asset Value
- Adjusted Net Asset Value («ANAV»)
- NAV-Trading-Multiples-Ansatz inkl. und exkl. latenten Steuern
- Aktienkursanalyse der Gesellschaften sowie Analyse der Kursziele der Analysten
- Herleitung des Umtauschverhältnisses auf Basis der Bewertungen und der Aktienkursanalyse

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses von 41.50 Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie im Rahmen der geplanten Fusion von Ina Invest und Cham Group erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen, rechtlichen oder anderen spezifischen Situation der einzelnen Investoren. Dementsprechend sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen aus Sicht aller Publikumsaktionäre zur finanziellen Angemessenheit des Angebots möglich.

1.4 Quellen

Die Beurteilung von IFBC beruht unter anderem auf der Analyse folgender Informationen:

- Testierte Geschäftsberichte von Ina Invest (konsolidiert) und Cham Group (konsolidiert) für die GJ 2022 bis 2024
- Bewertungsberichte von Wüest Partner für das Immobilienportfolio sowie pro Immobilie von Ina Invest und Cham Group per 31. Dezember 2024
- Budget für das GJ 2025 und Businessplan bis zum GJ 2033 der Cham Group, die vom Verwaltungsrat am 21. November 2024 genehmigt wurden
- Budget für das GJ 2025 und Businessplan bis zum GJ 2032 der Ina Invest mit Fokus auf die Gesellschaftskosten aus einer stand-alone Perspektive und unter Berücksichtigung der Auflösung des Dienstleistungsvertrags und Anpassung des Projektentwicklungsvertrags mit Implenia
- Aktuelle Angaben und Annahmen aus Gesprächen mit dem Management der Gesellschaften
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquellen: LSEG Eikon, Geschäftsberichte der Vergleichsunternehmen)
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen



2 Unternehmensbeschriebe und Marktanalyse

- 2.1 Unternehmensbeschrieb Ina Invest
- 2.2 Unternehmensbeschrieb Cham Group
- 2.3 Kurzanalyse Immobilienmarkt

Seite 9

Seite 15

Seite 22

2 Unternehmensbeschreibungen und Marktanalyse

2.1 Unternehmensbeschreibung Ina Invest

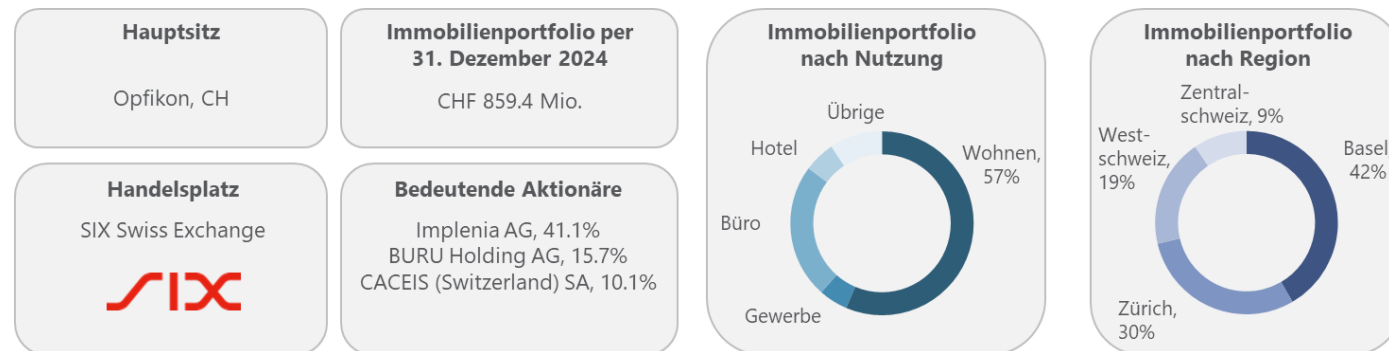
2.1.1 Überblick zu Ina Invest

Ina Invest fokussiert ihre Aktivitäten auf die Bewirtschaftung und Entwicklung von Immobilien für das Leben im Dritten Alter

Ina Invest ist eine Schweizer Immobiliengesellschaft mit Sitz in Opfikon, Zürich, die sich durch eine überdurchschnittlich hohe Immobilienentwicklungsquote auszeichnet. Das Unternehmen schafft nachhaltigen Wohn-, Arbeits- und Lebensraum mit einem klaren Schwerpunkt auf hybride Immobilien. Ina Invest wurde am 12. Juni 2020 gegründet und ist seither an der SIX Swiss Exchange kotiert.

Das Immobilienportfolio von Ina Invest weist per 31. Dezember 2024 einen ausgewogenen Nutzungsmix auf, der sich auf Wohnen 57% sowie Büro, Hotel, Gewerbe und Sonstiges verteilt. Die Immobilienprojekte sind in Städten wie Zürich, Winterthur, Baar, Basel, Neuchâtel, Lausanne und Genf sowie in gut angebundenen Agglomerationen angesiedelt. Ina Invest beabsichtigt, das Entwicklungsportfolio durch Akquisitionen zu erweitern.

Die bedeutendsten Aktionäre von Ina Invest per 31. Dezember 2024 sind Implenia mit einem Anteil von 41.1%, die BURU Holding AG mit einem Anteil von 15.7% und CACEIS (Switzerland) SA im Auftrag des Anlagefonds MV Immoextra Schweiz Fonds mit einem Anteil von 10.1%.



2.1.2 Anlagestrategie und Anlagerichtlinien von Ina Invest

Unternehmensstrategie

Die Strategie von Ina Invest ist darauf ausgerichtet, durch den Ausbau des bestehenden Portfolios und kontinuierliche Akquisition ausgewählter Liegenschaften in der Schweiz eine überdurchschnittliche Rendite für ihre Investoren zu erzielen. Eine Entwicklungsquote von ca. einem Drittel des Portfoliowerts wird gezielt beibehalten, damit Aktionäre ab Projektbeginn an der Wertsteigerung partizipieren können.⁴

Anlagestrategie

Ina Invest verfolgt eine klare Strategie zur nachhaltigen und wertsteigernden Portfolioentwicklung. Dabei stehen gezielte Akquisitionen, eine durchdachte Nutzungsverteilung und eine breite Diversifikation im Vordergrund. Das Unternehmen strebt ein durchschnittliches Akquisitionsvolumen von rund CHF 50 Mio. pro Jahr an, um das Entwicklungsportfolio kontinuierlich zu erweitern, und hat sich als mittelfristiges Ziel eine Eigenkapitalrendite von über 6% gesetzt.⁵

- **Nutzungsarten:** Ina Invest fokussiert auf gemischt genutzte Immobilienprojekte mit einem Schwerpunkt auf Wohngebäuden.
- **Standorte:** Investitionen können in der gesamten Schweiz, mit Fokus auf attraktive Stadtregionen und ausgewählte Agglomerationen mit guter Anbindung an den öffentlichen Verkehr erfolgen.
- **Portfoliodiversifikation:** Ein kontinuierlich abnehmendes Risikoprofil soll durch Portfoliodiversifikation, operative Exzellenz und eine schlanke Fixkostenbasis erreicht werden. Zudem soll der gezielte Verkauf von Eigentumswohnungen das Wohnungsentwicklungsmodell unterstützen und zur Risikominimierung beitragen.
- **Nachhaltigkeit:** Neuakquisitionen müssen im Einklang mit der Vision stehen, das nachhaltigste Immobilienportfolio der Schweiz zu betreiben. Dies beinhaltet die Einhaltung hoher Nachhaltigkeitsstandards und die Berücksichtigung von CO₂-Neutralität in Entwicklungsprojekten sowie im Bestandsportfolio.

⁴ Ina Invest, 2024 Half Year Business Results | https://www.ina-invest.com/fileadmin/user_upload/PDF/HJB_2024/20240820_Ina-Invest_HY2024_MAC.pdf

⁵ Ina Invest Website, Investitionsstrategie | <https://www.ina-invest.com/immobilien/investitionsstrategie>

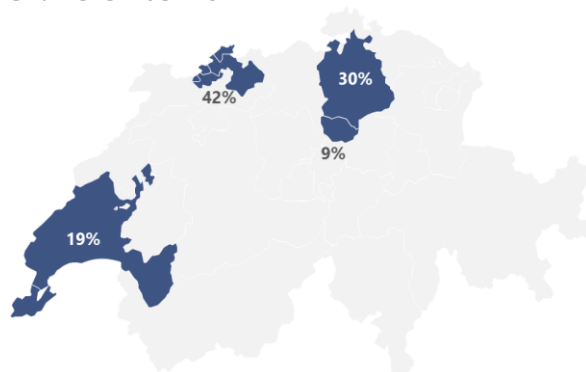
2.1.3 Liegenschaftsportfolio von Ina Invest

Zum 31. Dezember 2024 hat Wüest Partner das Immobilienportfolio von Ina Invest mit CHF 855.0 Mio. bewertet. Der Nutzungsanteil beinhaltet 57% Wohnimmobilien und die restlichen Liegenschaften verteilen sich auf Bürogebäude, Hotels, Gewerbeobjekte und sonstige Nutzungen.

In den letzten Jahren war die Entwicklung des Immobilienportfolios durch eine strategische Neuausrichtung geprägt. Nach einem starken Wachstum im GJ 2022, unter anderem durch die Übernahme der CERES Group und des Entwicklungsareals Bredella in Pratteln lag der Fokus in den beiden Folgejahren verstärkt auf der Optimierung des Bestands. Der Schwerpunkt verlagerte sich zunehmend auf Wohnimmobilien mit nachhaltigen Entwicklungsprojekten, während einige gewerblich genutzte Liegenschaften veräussert wurden.⁶

Mittelfristig strebt Ina Invest den Ausbau des Portfolios auf eine Grösse von über CHF 2 Mrd. an. Wichtige Entwicklungsprojekte wie die Lokstadt-Hallen in Winterthur, das Projekt Rue du Valais in Genf und die Umgestaltung des Bredella-Areals in Pratteln sollen in den kommenden Jahren wesentlich zur Portfolioerweiterung beitragen.⁷

Geografische Verteilung der Liegenschaften per 31. Dezember 2024



Das Portfolio der Rendite- und Entwicklungsliegenschaften verteilt sich auf die Nordwestschweiz (42%), Zürich und Winterthur (30%), die Westschweiz (19%) sowie die Zentralschweiz (9%).⁸

Die Leerstandsquote per 31. Dezember 2024 beträgt 4.5% und ist im Vergleich zum Vorjahr um 1.0% gesunken. Leerstände sind teilweise auf den aktuellen Entwicklungsstand bestimmter Projekte zurückzuführen, beispielsweise wegen der geplanten Beendigung von Mietverträgen in Bestandsimmobilien.

⁶ Ina Invest Medienmitteilung, Ina Invest übernimmt CERES Group Holding AG mit attraktivem Entwicklungsareal «Bredella» in Pratteln BL | <https://www.ina-invest.com/medien/newsroom/medienmitteilung/ina-invest-uebernimmt-ceres-group-holding-ag-mit-attraktivem-entwicklungsareal-bredella-in-pratteln-bl>

⁷ Ina Invest, 2024 Half Year Business Results | https://www.ina-invest.com/fileadmin/user_upload/PDF/HJB_2024/20240820_Ina-Invest_HY2024_MAC.pdf

⁸ Ina Invest Website, Facts & Figures | <https://www.ina-invest.com/immobilien/facts-figures>

2.1.4 Historische Finanzkennzahlen der Ina Invest

Übersicht der historischen Finanzkennzahlen der Erfolgsrechnung

Historische Finanzkennzahlen der Erfolgsrechnung von Ina Invest

in TCHF	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Ertrag aus Vermietung Liegenschaften	11'304	15'168	15'448
Ertrag aus Verkauf Promotionsliegenschaften	4'908	-	1'150
Übriger direkter betrieblicher Ertrag	1'973	4'795	3'589
Betrieblicher Ertrag	18'185	19'963	20'187
Direkter Aufwand aus Vermietung Liegenschaften	-1'908	-2'726	-2'793
Erfolg aus der Vermietung Liegenschaften	9'396	12'442	12'655
Übriger Betriebsaufwand	-10'055	-9'931	-46'252
Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern exkl. Erfolg aus Neubewertungen und Verkauf	1'314	7'306	-30'008
Erfolg aus Marktwertveränderung Renditeliegenschaften	12'837	-16'306	15'372
Erfolg aus Verkauf Renditeliegenschaften	727	215	-
Direkter Aufwand aus dem Verkauf Promotionsliegenschaften	-3'645	-	-751
Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern	16'141	-8'785	-14'237

Quelle: Geschäftsberichte von Ina Invest (konsolidiert) für die GJ 2022 bis 2024.

Entwicklung betrieblicher Ertrag

Zwischen den GJ 2022 und 2024 erhöhte sich der betriebliche Ertrag von CHF 18.2 Mio. auf CHF 20.2 Mio. Diese Entwicklung ist primär auf höhere Mieterträge zurückzuführen, die einerseits durch Mietzinserhöhungen infolge der Anpassung des Index- und Referenzzinssatzes erzielt werden konnten und andererseits durch die Fertigstellung von Liegenschaften. Der Ertrag aus dem Verkauf von Promotionsliegenschaften im GJ 2022 entfiel auf acht Stockwerkeinheiten des Projekts Lokstadt Tender in Winterthur. Der übrige direkte betriebliche Ertrag im GJ 2023 wurde durch eine Vereinbarung zur vorzeitigen Begleichung eines Teils der aufgeschobenen Kaufpreisverpflichtung gegenüber dem ehemaligen Eigentümer der CERES-Gruppe geprägt, bei der auf CHF 3 Mio. verzichtet wurde.

Entwicklung Betriebsaufwand

Der direkte Aufwand aus der Vermietung von Liegenschaften nahm im Verhältnis zum Ertrag aus der Vermietung von Liegenschaften zwischen dem GJ 2022 und dem GJ 2023 um 1.1% zu. Im GJ 2024 blieb der direkte Aufwand aus der Vermietung von Liegenschaften stabil.

Der übrige Betriebsaufwand beinhaltet den übrigen direkten betrieblichen Aufwand, den Personalaufwand und den übrigen Betriebsaufwand. Im GJ 2024 ist im übrigen Betriebsaufwand eine Entschädigungszahlung von CHF 34.7 Mio. für die ausserordentliche Beendigung bzw. Anpassung der Dienstleistungsverträge mit Implenia enthalten, die im ersten Halbjahr 2025 fällig wird.

Einfluss des Erfolgs aus Marktwertveränderung Renditeliegenschaften und Verkauf
Übersicht zu den historischen Bilanzkennzahlen

Im GJ 2024 resultierte ein Erfolg aus der Neubewertung des Liegenschaftsportfolios in Höhe von CHF 15.4 Mio. (VJ CHF -16.3 Mio.). Der Ergebniseffekt aus dem Verkauf von Rendite- und Promotionsliegenschaften war im GJ 2023 mit CHF 0.2 Mio. und im GJ 2024 mit CHF -0.8 Mio. gering.

Ausgewählte historische Bilanzkennzahlen von Ina Invest

in TCHF	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Renditeliegenschaften	786'404	773'532	816'715
Promotionsliegenschaften	21'229	21'738	20'478
Zum Verkauf bestimmte Renditeliegenschaften	-	13'719	-
Kaufrechte Préverenges	21'691	22'110	22'251
Total Liegenschaftsportfolio	829'324	831'099	859'444
Verzinsliches Fremdkapital	343'104	335'608	352'255
Rückstellungen für latente Ertragssteuern	85'850	80'620	76'294
Eigenkapital exkl. Minderheiten	226'795	222'951	363'721
Net asset value pro Aktie (in CHF)	23.28	22.88	21.98

Quelle: Geschäftsberichte von Ina Invest (konsolidiert) für die GJ 2022 bis 2024.

Entwicklung des Immobilienportfolios

Die Renditeliegenschaften werden gemäss den von Wüest Partner ermittelten Verkehrswerten bilanziert. Die Bewertung durch Wüest Partner erfolgt auf Basis der Discounted Cash Flow-Methode («DCF-Methode»). Dabei wird der Marktwert einer Immobilie auf Basis der zukünftig erwarteten Geldflüsse unter Berücksichtigung eines risikogerechten Diskontierungssatzes per Bewertungsstichtag ermittelt.

Der Wert des Liegenschaftsportfolios von Ina Invest inkl. Kaufrechten entwickelte sich von CHF 829.3 Mio. per 31. Dezember 2022 auf CHF 859.4 Mio. per 31. Dezember 2024. Der Anstieg ist auf die Fortschritte bei den Entwicklungsprojekten zurückzuführen und auf den kumuliert positiven Neubewertungseffekt über die letzten drei Jahre.

Entwicklung der
Kapitalstruktur

Per 31. Dezember 2024 nahm das verzinsliche Fremdkapital im Vergleich zum Vorjahr um CHF 16.6 Mio. zu und betrug CHF 352.3 Mio. Infolgedessen stieg das Loan-to-Value-Ratio⁹ von 40.4% per 31. Dezember 2023 auf 41.0% per 31. Dezember 2024 an.

Als weitere wesentliche Verbindlichkeit wurden per Ende 2024 Rückstellungen für latente Ertragssteuern auf dem Immobilienportfolio im Umfang von CHF 76.3 Mio. bilanziert. Diese ergeben sich aus den Bewertungsdifferenzen zwischen dem Swiss GAAP FER Abschluss und dem steuerrechtlich massgebenden Abschluss.

Entwicklung des NAV pro
Aktie

Das Eigenkapital exklusive Minderheiten betrug CHF 363.7 Mio. per 31. Dezember 2024, was einen NAV pro Aktie von CHF 21.98 ergibt. Der NAV pro Aktie nahm seit dem GJ 2022 um 5.6% ab.

⁹ $\text{Loan-to-Value} = (\text{Wert der Finanzverbindlichkeiten} + \text{derivative Finanzinstrumente}) \div \text{Wert des Immobilienportfolios.}$

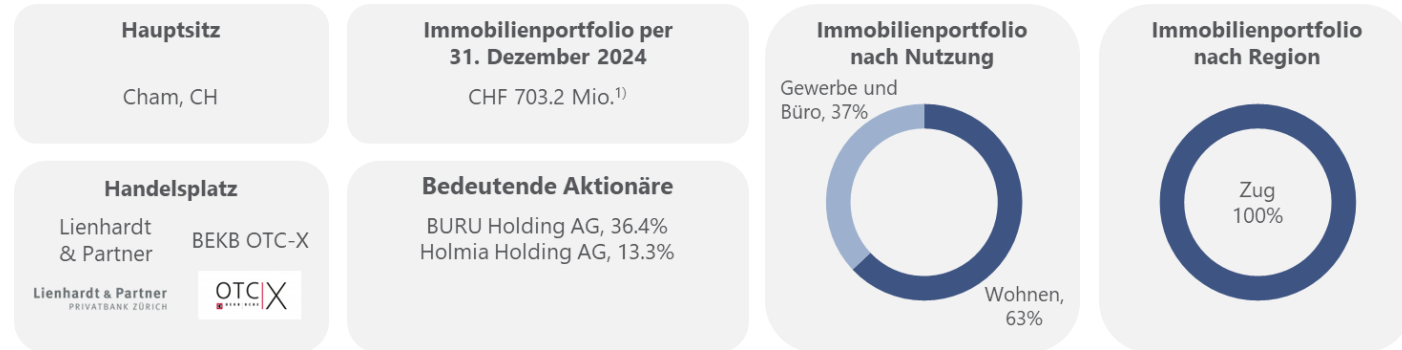
2.2 Unternehmensbeschreibung Cham Group

2.2.1 Überblick zu Cham Group

Cham Group ist eine Schweizer Immobiliengesellschaft, die ihren Fokus auf die Realisierung von Arealentwicklungen an attraktiven Lagen in Cham und angrenzenden Regionen setzt

Cham Group ist eine Schweizer Immobiliengesellschaft mit Sitz in Cham, die ihren Fokus auf die Realisierung von Arealentwicklungen an attraktiven Lagen in Cham und angrenzenden Regionen setzt. Das Unternehmen wurde im Jahr 2018 durch die Umfirmierung der Cham Paper Group gegründet und wird seit dem 19. Dezember 2019 über die ausserbörslichen Handelsplattformen der Bank Lienhardt & Partner sowie der Berner Kantonalbank gehandelt. Das Immobilienportfolio der Cham Group umfasst Rendite- und Entwicklungsliegenschaften mit Wohn-, Büro- und Gewerbenutzung auf dem Papieri-Areal und dem angrenzenden Pavatex-Areal in Cham. Die Liegenschaften zeichnen sich durch eine gute Anbindung an den öffentlichen Verkehr und den motorisierten Individualverkehr aus.

Grösster Aktionär der Cham Group ist die BURU Holding AG, die per 31. Dezember 2024 36.4% der ausstehenden Namenaktien hält. Ein weiterer bedeutender Aktionär ist die Holmia Holding AG mit einem Anteil von 13.3% per 31. Dezember 2024.



1) Bewertung Jones Lang LaSalle AG («JLL»).

2.2.2 Unternehmensstrategie Cham Group

Unternehmensstrategie	<p>Cham Group konzentriert sich auf die Umnutzung des Papieri-Areals in Cham, das sich nach der Verlagerung des Papiergeschäfts nach Norditalien in der Umgestaltungsphase in ein attraktives Wohn- und Arbeitsquartier befindet. Mit einem integrierten Geschäftsmodell deckt das Unternehmen den gesamten Lebenszyklus der Liegenschaften ab und reicht von der Entwicklung, über die Planung und den Bau bis zur Bewirtschaftung und Sicherstellung des langfristigen Werterhalts.</p> <p>Über das Papieri-Areal hinaus strebt die Gesellschaft weiteres Wachstum durch den gezielten Zukauf von Entwicklungs- und Anlageliegenschaften in der erweiterten Region rund um Cham an. Ein erster Schritt dieser Strategie war der Erwerb des an das Papieri-Areal angrenzenden Pavatex-Areals im Jahr 2018, das mittelfristig ebenfalls entwickelt werden soll.</p>
Anlagestrategie und -richtlinien	<p>Im Rahmen ihrer langfristig ausgerichteten Strategie plant die Cham Group 70-80% der Wohnflächen im eigenen Bestand zu behalten. Die Aktie des Unternehmens soll dadurch schrittweise zu einem attraktiven Dividendentitel entwickelt werden. Es ist vorgesehen, bis zu 75% des Reingewinns (ohne Effekte aus der Neubewertung des Immobilienportfolios) an die Aktionäre auszuschütten. Seit 2023 wird gemäss den Anlagerichtlinien jährlich eine Mindestdividende von CHF 12.00 je Aktie ausgeschüttet.</p> <p>Nach Abschluss der Papieri-Arealentwicklung soll die durchschnittliche Eigenkapitalquote mindestens 40% betragen und der Zinsdeckungsfaktor¹⁰ soll den Faktor 2 nicht unterschreiten.¹¹</p>
Nachhaltigkeit und Technologie	<p>Die Cham Group verpflichtet sich, ihre Immobilienprojekte nach den Grundsätzen der Nachhaltigkeit zu entwickeln. Die Planung und der Bau der Gebäude sollen den Vorgaben der 2000-Watt-Gesellschaft entsprechen, was einem CO₂-Ausstoss von einer Tonne pro Kopf und Jahr entspricht.</p> <p>Alle Wohnungen sind mit Glasfaseranschluss und einem Smart-Living-System ausgestattet, das die Steuerung von Heizung, Licht, Lüftung, Beschattung und Energiemanagement sowohl über ein zentrales Touch-Panel als auch über mobile Geräte wie Handy oder Tablet ermöglicht.¹²</p>

¹⁰ Zinsdeckungsfaktor entspricht dem Verhältnis von EBITDA ohne Effekte aus Neubewertungen zum Nettozinsaufwand.

¹¹ Cham Group Website, Anlagerichtlinien | <https://www.chamgroup.ch/investor-relations/anlagerichtlinien>

¹² Cham Group Website, Nachhaltigkeit | <https://www.chamgroup.ch/nachhaltigkeit>

2.2.3 Liegenschaftsportfolio von Cham Group

Portfolio der Cham Group

Zum 31. Dezember 2024 hat Jones Lang LaSalle AG («JLL») das Immobilienportfolio der Cham Group mit einem Wert von CHF 703.2 Mio. bewertet. Zusätzlich hat Wüest Partner im Zusammenhang mit der geplanten Fusion das Immobilienportfolio der Cham Group nach den gleichen Bewertungsgrundsätzen wie das Portfolio der Ina Invest bewertet, damit die Bewertungen auf der gleichen bewertungstechnischen Grundlage beruhen. Die Bewertung des Immobilienportfolios der Cham Group gemäss Wüest Partner beträgt CHF 816.0 Mio. per 31. Dezember 2024.

Ende 2024 beträgt der Wohnanteil 63% und der Anteil Gewerbe- und Büroflächen 27%. Nach der Fertigstellung des Papieri-Areals wird sich die Nutzung des Portfolios voraussichtlich auf 75% Wohnimmobilien und 25% Gewerbe- und Büroflächen verteilen. Der erwartete Soll-Mietertrag nach Abschluss der Entwicklung beträgt rund CHF 40 Mio.

Papieri- Areal

Auf dem 11 Hektaren grossen Gelände der ehemaligen Papierfabrik soll bis 2035 in mehreren Etappen ein neues, vielseitiges Quartier direkt an der Lorze entstehen. Dieses Areal soll eine attraktive Mischung aus Gewerbeflächen, Wohnungen, Lofts, Arbeitsplätzen, Ateliers, Freiflächen, Restaurants, Eventhallen und weiteren publikumsorientierten Nutzungen bieten.

Die Cham Group wird das Papieri-Areal zu einem lebendigen Wohn- und Arbeitsquartier mit rund 1'000 Wohnungen und ebenso vielen Arbeitsplätzen umgestalten. Gemäss der Strategie der Cham Group sollen mindestens 70% der Wohnflächen im Eigentum des Unternehmens verbleiben.

Das Quartier verfügt über ein ökologisches Energiesystem, das im Endausbau eine Energie-Autarkie von 75% für das Areal anstrebt. Als Energiequellen dienen ein Flusswasserkraftwerk und Photovoltaikanlagen sowie Erdsondenfelder zur Wärmegewinnung und Kälteerzeugung. Die Mieter und Eigentümer haben langfristige Verträge zur Nutzung des lokalen Strom- und Wärmenetzes mit der Cham Group abgeschlossen. Für das Areal-Stromnetz betreibt die Cham Group einen Zusammenschluss zum Eigenverbrauch «ZEV».

Die Leerstandsquote per 31. Dezember 2024 beträgt 5.2% und resultiert aus den Parkings, die bereits für die weiteren Bauetappen ausgelegt worden sind, und dem Zentrallager. In den restlichen Renditeliegenschaften beträgt der Leerstand 0%.

Pavatex Areal

Die Cham Group hat mit dem Erwerb des an das Papieri angrenzenden Pavatex-Areals einen wichtigen Schritt zur langfristigen Sicherung ihres Wachstums getätigt.

Das im Jahr 2018 erworbene, rund 3.5 Hektaren umfassende Gewerbeareal wird seit Januar 2021 für temporäre und alternative Nutzungen bereitgestellt. Der nördliche Bereich des Areals, mit einer Nutzungsfläche von etwa 15'000 Quadratmetern, soll langfristig für gewerbliche Zwecke wie Produktion, Lagerung und Büros verwendet werden. Für den südlichen Teil, der eine Fläche von rund 20'000 Quadratmetern umfasst, ist eine ausgewogene Mischung aus Wohn- und Arbeitsflächen vorgesehen, die sich am Konzept des Papieri-Areals orientiert. Über den Bebauungsplan wird die Chamer Bevölkerung Mitte 2026 an der Urne entscheiden.¹³

In Übereinstimmung mit der Nachhaltigkeitsstrategie der Cham Group wird das Pavatex-Areal an das Energiesystem des Papieri-Areals angeschlossen werden.

¹³ Zuger Zeitung, Papier-Pavatex Quartier | <https://www.zugerzeitung.ch/zentralschweiz/zug/start-der-oeffentlichen-mitwirkung-richtprojekt-pavatex-sued-cham-ld.2608089>

2.2.4 Historische Finanzkennzahlen von Cham Group

Übersicht der historischen Finanzkennzahlen der Erfolgsrechnung

Historische Finanzkennzahlen der Erfolgsrechnung von Cham Group

in TCHF	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Ertrag aus Vermietung Liegenschaften	2'338	7'386	8'112
Ertrag aus Verkauf Promotionsliegenschaften	72'776	77'706	-
Andere betriebliche Erträge	598	1'247	1'974
Gewinn aus Veräusserung von Entwicklungliegenschaften	3'643	-	-
Betriebsertrag	79'355	86'340	10'086
Direkter Aufwand aus Vermietung von Liegenschaften	-545	-710	-1'074
Erfolg aus der Vermietung Liegenschaften	1'793	6'677	7'038
Übriger Betriebsaufwand	-4'214	-5'369	-6'671
Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern exkl. Erfolg aus Neubewertung und Verkauf	74'595	80'261	2'341
Erfolg aus Neubewertung	58'173	-5'833	184'742
Direkter Aufwand aus Verkauf Promotionsliegenschaften	-53'162	-59'041	4'342
Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern	79'606	15'386	191'426

Quelle: Geschäftsberichte von Cham Group für die GJ 2022 bis 2024.

Betriebsertrag

Zwischen dem GJ 2022 und 2024 stieg der Ertrag aus der Vermietung von Liegenschaften von CHF 2.3 Mio. auf CHF 8.1 Mio. an. Der Anstieg ist vor allem auf die Fertigstellung der ersten Bauetappen des Papieri-Areals und die daraus resultierenden Mieteinnahmen zurückzuführen. In den GJ 2022 und 2023 wurden zudem Lofts und Ateliers als Stockwerkeigentumseinheiten verkauft (Ertrag aus Verkauf Promotionsliegenschaften).¹⁴ Die anderen betrieblichen Erträge umfassen den betrieblichen Ertrag aus dem Energiesystem und den übrigen Betriebsertrag. Im GJ 2022 wurde ein Gewinn aus Veräusserung von Entwicklungliegenschaften von CHF 3.6 Mio. erzielt. Seither wurden keine Erfolge aus dem Verkauf von Entwicklungliegenschaften erwirtschaftet.

Entwicklung Betriebsaufwand

Der direkte Aufwand aus der Vermietung von Liegenschaften reduzierte sich im GJ 2023 auf ca. 10% des Ertrags aus der Vermietung von Liegenschaften und ist im GJ 2024 wieder auf rund 13% angestiegen.

¹⁴ Cham Group, Investorenpräsentation 2024 | https://www.chamgroup.ch/fileadmin//media/uploads/20230319_Investorenpraesentation_2024-Final.pdf

Der übrige Betriebsaufwand umfasst den Personalaufwand netto (Personalaufwand abzüglich aktivierter Eigenleistungen), die sonstigen betrieblichen Aufwendungen und die Abschreibungen. Der Anstieg um CHF 2.5 Mio. zwischen dem GJ 2022 und GJ 2024 ist auf das Wachstum in der Realisierungsabteilung aufgrund der anlaufenden Projekte und des Betriebs zurückzuführen.

Einfluss des Erfolgs aus Neubewertung des Portfolios und Verkauf

Als Folge der Bewertungskorrektur des Immobilienportfolios in Höhe von CHF 184.7 Mio. (Basis JLL-Bewertung) resultierte im GJ 2024 ein Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern von CHF 191.4 Mio. (2023: CHF 15.4 Mio. bei Bewertungskorrektur von CHF -5.8 Mio.). Im GJ 2022 wurde ein positiver Neubewertungserfolg von CHF 58.2 Mio. verzeichnet, der von der Fertigstellung des Baubereichs A mit 163 Wohnungen und Gewerbeeinheiten geprägt war.

Übersicht zu den historischen Bilanzkennzahlen

Ausgewählte historische Bilanzkennzahlen von Cham Group

in TCHF	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Renditeliegenschaften	186'100	193'570	310'990
Entwicklungsliegenschaften	189'950	210'570	324'760
Promotionsliegenschaften	72'147	40'298	67'438
Total Liegenschaftsportfolio	448'197	444'438	703'188
Verzinsliches Fremdkapital	24'941	25'212	110'800
Rückstellungen für latente Ertragssteuern	25'660	25'271	47'204
Eigenkapital	366'675	376'091	541'288
Net asset value pro Aktie (in CHF)	503.41	512.65	726.56

Quelle: Geschäftsberichte von Cham Group für die GJ 2022 bis 2024.

Entwicklung des Immobilienportfolios

Die Rendite- und Entwicklungsliegenschaften werden gemäss den von JLL halbjährlich ermittelten Verkehrswerten bilanziert. Die Bewertung erfolgt auf Basis der Discounted Cash Flow-Methode («DCF-Methode»). Dabei wird der Marktwert einer Immobilie auf Basis der zukünftig erwarteten Geldflüsse unter Berücksichtigung eines risikogerechten Diskontierungssatzes per Bewertungsstichtag ermittelt.

Der Wert des Liegenschaftsportfolios per 31. Dezember 2024 betrug CHF 703.2 Mio. und bestand im Wesentlichen aus Rendite- und Entwicklungsliegenschaften. Im Vergleich zum Vorjahr stieg der Wert des Immobilienportfolios aufgrund der getätigten Investitionen in Bestandsliegenschaften und Entwicklungsprojekte sowie der Neubewertung des Portfolios durch JLL um CHF 258.7 Mio.

Entwicklung der
Kapitalstruktur

Per 31. Dezember 2024 betrug das verzinsliche Fremdkapital CHF 110.8 Mio. (2023: CHF 25.2 Mio.). Als Folge stieg die Loan-to-Value-Ratio von 5.7% per 31. Dezember 2023 auf 15.8% per 31. Dezember 2024 an. Als weitere wesentliche Verbindlichkeit wurden per Ende 2024 Rückstellungen für latente Ertragssteuern auf dem Immobilienportfolio im Umfang von CHF 47.2 Mio. bilanziert. Diese ergeben sich aus den Bewertungsdifferenzen zwischen dem Swiss GAAP FER Abschluss und dem steuerrechtlich massgebenden Abschluss.

Entwicklung des NAV pro
Aktie

Das Eigenkapital betrug CHF 541.3 Mio. per 31. Dezember 2024, was einem NAV pro Aktie von CHF 726.56 entspricht. Der NAV pro Aktie ist seit dem GJ 2022 aufgrund der erzielten Reingewinne und unter Berücksichtigung der getätigten Nennwertrückzahlungen um CHF 223.15 gestiegen.

2.3 Kurzanalyse Immobilienmarkt

Die nachfolgende Analyse zum Immobilienmarkt konzentriert sich auf die allgemeinen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die Entwicklungen des Schweizer Immobilienmarkts, die im Hinblick auf die Geschäftstätigkeit von Ina Invest und Cham Group relevant sind.

Wirtschaftliche
Rahmenbedingungen in der
Schweiz

Für 2025 erwartet die Expertengruppe Konjunkturprognosen des Bundes ein reales BIP-Wachstum von 1.5%, unterstützt durch eine anziehende Binnennachfrage und eine leichte Erholung der europäischen Wirtschaft. Dennoch bleiben die Unsicherheiten hoch, insbesondere im Hinblick auf die internationale Handelspolitik und die Entwicklung der globalen Konjunktur.¹⁵

Im Jahr 2024 verzeichnete der Schweizer Arbeitsmarkt einen Rückgang der veröffentlichten Stelleninsetrate um 10% gegenüber dem Vorjahr. Besonders im vierten Quartal 2024 wurden 13% weniger Insetrate publiziert als im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Diese Entwicklung deutet auf eine Abschwächung des Beschäftigungswachstums hin. Für 2025 bleibt abzuwarten, wie sich die schwache Konjunktur auf den Arbeitsmarkt auswirken wird.¹⁶

Die Inflation ging 2024 stärker als erwartet zurück, bedingt durch sinkende Preise für Kraftstoffe und importierte Waren. Die durchschnittliche Teuerungsrate lag bei 1.2%. Angesichts dieser Entwicklung hat die Schweizerische Nationalbank («SNB») im Dezember 2024 den Leitzins um 50 Basispunkte auf 0.5% gesenkt, um einer möglichen Aufwertung des Schweizer Francs entgegenzuwirken und die Wirtschaft zu stimulieren.¹⁷

Wohnungsmarkt und
Mietentwicklung

Die Wohnungsknappheit in der Schweiz hat sich im Jahr 2024 weiter verschärft. Die Zahl der leerstehenden Wohnungen ist auf 52'000 Einheiten gesunken, was einem Rückgang von 5% im Vergleich zum Vorjahr und einem Rückgang 34% seit dem Höchststand im Jahr 2020 entspricht. Besonders ausgeprägt ist diese Entwicklung im Mietwohnungssegment, wo die Verfügbarkeit gegenüber dem Jahr 2020 um 39% abgenommen hat. Ein wesentlicher Treiber der aktuellen Entwicklung und

¹⁵ Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Konjunkturprognose: Die Aussichten haben sich leicht eingetrübt, die Unsicherheit ist gross | <https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/seco/nsb-news.msg-id-103605.html>

¹⁶ Universität Zürich, Adecco Group Swiss Job Market Index (Job Index) | <https://www.stellenmarktmonitor.uzh.ch/de/indices/asjmi.html>

¹⁷ Reuters, SNB cuts interest rate 50 basis points, biggest reduction in nearly a decade | <https://www.reuters.com/markets/europe/swiss-national-bank-cuts-interest-rates-by-50-basis-points-2024-12-12/>

der verstärkten Nachfrage nach Mietwohnungen ist die anhaltend hohe Zuwanderung. Von Januar bis August 2024 lag der Migrationsaldo bei 50'000 Personen, was deutlich über dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre liegt.

Für das Jahr 2025 wird ein weiterer Anstieg der Angebotsmieten erwartet, wenn auch mit einer leicht abgeschwächten Dynamik. Prognosen gehen aufgrund der begrenzten Neubautätigkeit und der hohen Nachfrage von einem durchschnittlichen Mietpreiswachstum von 1.9% aus.¹⁸

Geschäftsimmobilien

Trotz der anhaltenden Veränderungen in der Arbeitswelt, wie Homeoffice, Desk-Sharing und Coworking, zeigt sich der Schweizer Büroflächenmarkt widerstandsfähiger als erwartet. Während unmittelbar nach der Corona-Pandemie ein Anstieg der Marktliquidität zu beobachten war, ist das Angebot an Büroflächen in den letzten zwei Jahren rückläufig. Die geringere Anzahl an inserierten Büroflächen deutet auf eine langsamere Flächenrotation und eine gewisse Stabilisierung des Marktes hin.

Für 2025 wird eine moderate Erhöhung der Büromieten um 0.1% prognostiziert, allerdings mit deutlichen regionalen Unterschieden. Die Nachfrage konzentriert sich zunehmend auf attraktive, gut erschlossene Standorte wie Genf und Zürich, während weniger zentrale Büroflächen in Agglomerationen eine schwächere Mietentwicklung aufweisen dürften.

Der Einzelhandelssektor steht weiterhin unter Druck, insbesondere durch den Wettbewerb mit dem Onlinehandel. Während Toplagen in grossen Städten eine leichte Erholung verzeichnen, bleiben die Mieten für Verkaufsflächen an weniger gefragten Standorten rückläufig. Bis Ende 2025 wird ein weiterer Rückgang der Mieten um 1.5% erwartet.¹⁹

Wertentwicklung von Wohneigentum

Die seit Juni 2024 rückläufigen Hypothekarzinsen haben die Finanzierung von Wohneigentum erneut attraktiver gemacht. Von Q3 2023 bis Ende Q3 2024 sind die Transaktionspreise für Eigentumswohnungen um 4.6% gestiegen und übertreffen damit das durchschnittliche Preiswachstum der letzten zehn Jahre. Für 2025 wird ein weiterer Anstieg von 3.4% erwartet.²⁰

¹⁸ Wüest Partner AG, Immobilienmarkt Schweiz 2024 | 4 | https://www.wuestpartner.com/ch-de/produkt/immobilienmarkt-schweiz-2024-4/#Construction_anker2

¹⁹ Wüest Partner AG, Immobilienmarkt Schweiz 2024 | 4 | https://www.wuestpartner.com/ch-de/produkt/immobilienmarkt-schweiz-2024-4/#Construction_anker2

²⁰ Wüest Partner AG, Immobilienmarkt Schweiz 2024 | 4 | https://www.wuestpartner.com/ch-de/produkt/immobilienmarkt-schweiz-2024-4/#Construction_anker2



3 Bewertung

- 3.1 Bewertungsansatz
- 3.2 Adjusted Net Asset Value
- 3.3 NAV-Multiples-Bewertung
- 3.4 Aktienanalyse

Seite 25

Seite 27

Seite 36

Seite 42

3 Bewertung

3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung der Gesellschaften stützen wir uns primär auf die ANAV-Methode und wenden zur Plausibilisierung weitere Bewertungsverfahren an

Die Bewertungen von Ina Invest und Cham Group im Zusammenhang mit der geplanten Fusion erfolgen auf einer Stand-alone-Basis unter der Anwendung unterschiedlicher Bewertungsansätze.²¹ Die Bewertung der Unternehmen und die daraus abgeleitete Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses erfolgt per Stichtag 25. Februar 2025, dem Zeitpunkt der Abgabe der Fairness Opinion an die Verwaltungsräte der Gesellschaften wenige Tage vor der Bekanntgabe des Umtauschverhältnisses.

Zusätzlich zu den Stand-alone-Bewertungen der beiden Gesellschaften sind im Sinne von Art. 7 Abs. 1 FusG weitere relevante Umstände zu berücksichtigen. Dazu gehören insbesondere Synergien.²² Gemäss den beiden Unternehmen sollen sich durch die Fusion vor allem Kostensynergien realisieren lassen.

Kostensynergien nach Berücksichtigung allfälliger Restrukturierungsaufwendungen werden namentlich durch Skaleneffekte im Bereich der Gesellschaftskosten (Verwaltungskosten, Personalkosten und übriger Beratungsaufwand) erwartet. Beide Gesellschaften tragen durch den Zusammenschluss zu den erzielbaren Skaleneffekten bei und profitieren damit anteilig von den erwarteten zukünftigen Kosteneinsparungen. Es ist vor diesem Hintergrund plausibel und nachvollziehbar, dass keine der Gesellschaften durch den Zusammenschluss überproportional von den Kostensynergien und damit zu Lasten der anderen Gesellschaft bzw. derer Aktionäre profitiert.

Folglich kann davon ausgegangen werden, dass die Synergien den Gesellschaften proportional zu den ermittelten Marktwerten zugeordnet werden können und damit das Umtauschverhältnis nicht beeinflussen. Vor diesem Hintergrund kann in der vorliegenden Fairness Opinion auf die Quantifizierung und Berücksichtigung von Synergien verzichtet werden.²³

²¹ Nach FusG sind die Gesellschaften in einem ersten Schritt auf einer Stand-alone-Basis zu bewerten (vgl. von der Crone Hans Caspar, Gersbach Andreas, Kessler Franz J., von der Crone Brigitte, Ingber Karin, www.fusg.ch, 2. Auflage, Zürich 2017, Rz 91).

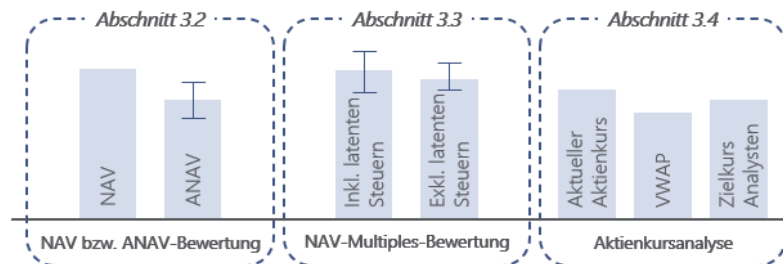
²² Vgl. von der Crone Hans Caspar, Gersbach Andreas, Kessler Franz J., von der Crone Brigitte, Ingber Karin, www.fusg.ch, 2. Auflage, Zürich 2017, Rz 94.

²³ Vgl. Fairness Opinion Fusion Burkhalter & Poenina (28. März 2022), Fairness Opinion Fusion Starrag & Tornos (18. Oktober 2023), Fairness Opinion Fusion Novavest & SenioResidenz (15. April 2024).

Nachfolgend werden die einzelnen Bewertungsansätze erläutert und der Wert pro Aktie von Ina Invest und Cham Group in einer stand-alone Betrachtung ermittelt. Bei den angewendeten Bewertungsansätzen kommt der ANAV-Methode, die sich aus dem NAV gemäss Swiss GAAP FER Abschluss ableitet, die grösste Bedeutung zu. Zur Plausibilisierung werden diese Bewertungsüberlegungen durch die Anwendung marktorientierter Methoden beruhend auf der Bewertung vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen (Net Asset Value-Multiples, «NAV-Multiples») ergänzt.

Die sich aus der NAV-Methode, der ANAV-Methode und den NAV-Multiples-Bewertungen ergebenden Werte pro Aktie von Ina Invest und Cham Group werden anschliessend zueinander ins Verhältnis gesetzt und daraus das Umtauschverhältnis abgeleitet. Der aktuelle Aktienkurs sowie der volumengewichtete Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage (Volume-weighted average price, «VWAP») der beiden Aktien werden per Stichtag ebenfalls zueinander ins Verhältnis gesetzt und bilden ebenfalls einen Referenzpunkt für die Analyse. Weil lediglich für Ina Invest ein Analystenbericht mit einem Zielkurs vorliegt, kann auf dieser Basis kein Umtauschverhältnis abgeleitet werden. Der vorhandene Zielkurs für Ina Invest dient daher lediglich als zusätzlicher Bewertungsreferenzpunkt.

Bewertungsansatz



Quelle: IFBC.

3.2 Adjusted Net Asset Value

3.2.1 Einführung in die Bewertungsmethodik

ANAV-Ansatz ist mit der in Theorie und Praxis anerkannten DCF-Methode vergleichbar.

Eine ökonomisch sinnvolle Bewertung der einzelnen Liegenschaften bzw. des Immobilienportfolios von Immobiliengesellschaften wird nach Best Practices auf Basis des NAV vollzogen, während die Bewertung des Unternehmens als Ganzes in einer erweiterten Betrachtung mithilfe der ANAV-Methode erfolgt.

Der NAV einer Immobiliengesellschaft entspricht dem Eigenkapital bzw. der Summe der Aktiven abzüglich des Fremdkapitals und wird massgeblich durch die Bewertung der Liegenschaften bestimmt. Bei dieser Methode liegt der Fokus auf der Bewertung der einzelnen Immobilien, die als Aktiva in die Bilanz einfließen. Die Bewertung der einzelnen Liegenschaften erfolgt mittels DCF-Methode, welche die zukünftig erwarteten Geldflüsse der Immobilien unter Berücksichtigung eines risikogerechten Diskontierungssatzes zum Bewertungsstichtag ermittelt.

Die Gesellschaften haben sich darauf geeinigt, für die Bestimmung des Austauschverhältnisses auf die gleichen Bewertungsgrundsätze abzustützen und daher den gleichen unabhängigen Immobilienschätzer mit der Bewertung der jeweiligen Portfolios zu beauftragen. Die Barwerte der Immobilien von Ina Invest und Cham Group wurden nach Best Practices durch Wüest Partner auf Basis von DCF-Bewertungen ermittelt und zu diesen Verkehrswerten in der für das Austauschverhältnis massgebenden Bewertung berücksichtigt. Nach Abzug der Verbindlichkeiten resultiert der NAV. Bei Ina Invest betrug der NAV exkl. Minderheiten per 31. Dezember 2024 CHF 363.7 Mio. bzw. CHF 21.98 pro Aktie. Zum gleichen Stichtag lag der NAV der Cham Group unter Berücksichtigung der Bewertung von Wüest Partner bei CHF 640.7 Mio. bzw. bei CHF 860.01 pro Aktie.

Bei der Bewertung einer Immobiliengesellschaft ist zusätzlich zum NAV der Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten zu berücksichtigen. Bei den Gesellschaftskosten handelt es sich um Kosten, die auf Stufe des Unternehmens anfallen und die in den DCF-Bewertungen für die Immobilien nicht berücksichtigt sind. Im Vergleich zum NAV sind zudem ggf. weitere Adjustments bestimmter Aktiv- und Passivpositionen notwendig, um den aktuellen Wert der Immobiliengesellschaft gemäss ANAV-Methode zu ermitteln. Der ANAV-Ansatz entspricht der Best Practice für die Bewertung von Immobiliengesellschaften, weshalb diesem Wert in der vorliegenden Fairness Opinion im Vergleich mit den anderen Bewertungsmethoden die höchste Aussagekraft beigemessen wird.

Überleitung vom NAV zum ANAV

Ausgangspunkt für die Bewertung der Ina Invest ist der NAV gemäss Jahresabschluss für das GJ 2024 nach Swiss GAAP FER. Die Bewertung der Cham Group basiert ebenfalls auf dem Jahresabschluss für das GJ 2024 gemäss Swiss GAAP FER, wobei aber für den Wert des Immobilienportfolios auf die Immobilienbewertung von Wüest Partner abgestellt wird, sodass die Vergleichbarkeit sichergestellt werden kann.

Auf Stufe der Immobiliengesellschaften Ina Invest und Cham Group sind zusätzlich zum NAV folgende Aspekte zu berücksichtigen:

Anpassung des NAV um die sonstigen Gesellschaftskosten

1

Vom NAV ist der Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten in Abzug zu bringen. Die sonstigen Gesellschaftskosten umfassen den direkten Aufwand aus Vermietung, Personalaufwand und übrigen Betriebsaufwand, abzüglich des bereits in den Immobilienbewertungen berücksichtigten Anteils.

Berücksichtigung der anrechenbaren latenten Steuern

2

Ein weiteres Adjustment im Vergleich zum NAV betrifft die Berücksichtigung der latenten Steuern. Diese sind im NAV bereits wertreduzierend zum Buchwert berücksichtigt. Weil aus heutiger Sicht ungewiss ist, ob und wann die Liegenschaften allenfalls veräussert werden, wird für die Bewertung nur ein Teil der bilanzierten latenten Steuern berücksichtigt.

Weitere wertrelevante Anpassungen im Vergleich zum NAV

3

Weitere Anpassungen im Vergleich zum NAV sind u.a. die Neubewertung der Finanzschulden per Bewertungsstichtag sowie die Marktbewertung von zu Anschaffungskosten berücksichtigten Liegenschaften und Sachanlagen.

Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag

4

Der ermittelte ANAV wird auf den Bewertungszeitpunkt 25. Februar 2025 aufgezinst und durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den ANAV pro Aktie per 25. Februar 2025 zu ermitteln.

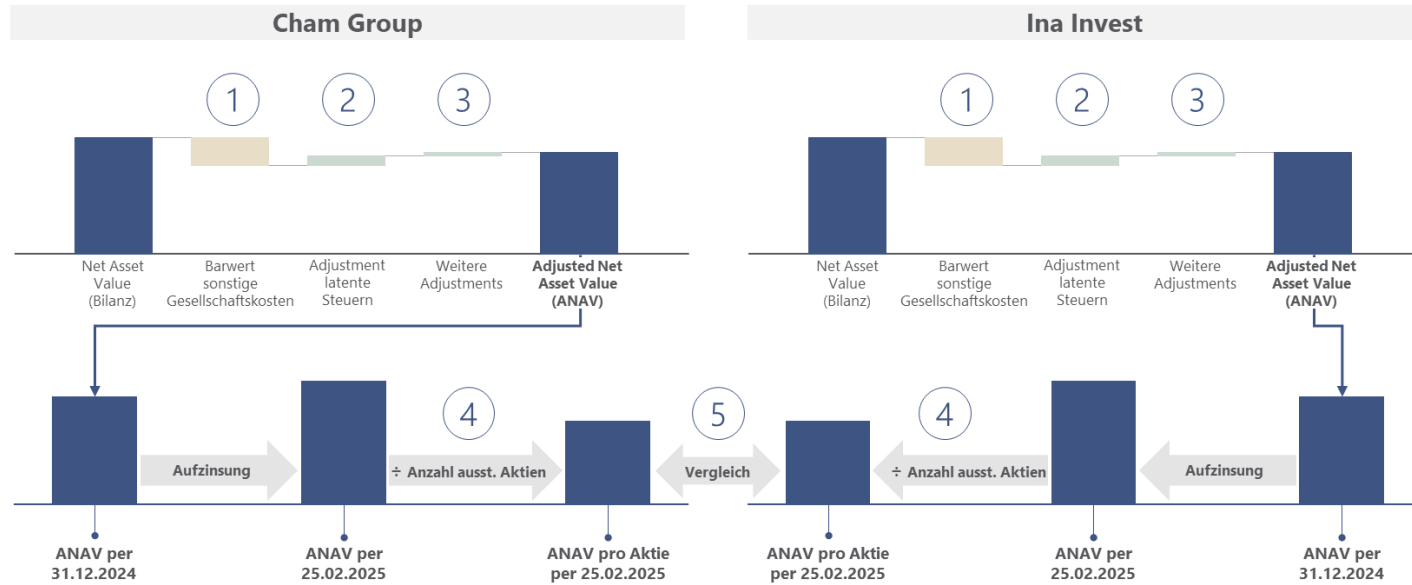
Ermittlung des Umtauschverhältnisses

5

Zur Analyse des Umtauschverhältnisses zwischen den Aktien von Cham Group und Ina Invest werden die beiden Werte pro Aktie per 25. Februar 2025 einander gegenübergestellt. Hierzu wird der ermittelte Wert einer Cham Group-Aktie durch den ermittelten Wert einer Ina Invest-Aktie dividiert. Daraus resultiert das Umtauschverhältnis (Anzahl Ina Invest Aktien für eine Cham Group Aktie).

Die nachfolgende Abbildung fasst das Vorgehen zur Bestimmung des ANAV pro Aktie per 25. Februar 2025 zusammen:

Bestimmung des Umtauschverhältnisses im Rahmen der geplanten Fusion von Ina Invest und Cham Group



Quelle: IFBC.

3.2.2 ANAV Bewertung Ina Invest

Berechnung des ANAV

Der NAV exkl. Minderheiten von Ina Invest von CHF 363.7 Mio. per 31. Dezember 2024 bildet den Ausgangspunkt für die Herleitung des ANAV. Nachfolgend werden die wertrelevanten Anpassungen erläutert, die erforderlich sind, um den NAV auf den ANAV überzuleiten.

Anpassungen aufgrund der Dividende der Ina Invest

Sofern die vom Verwaltungsrat vorgeschlagene Dividende von CHF 0.20 pro Aktie an der ordentlichen Generalversammlung genehmigt wird, erfolgt die Ausschüttung für sämtliche 16'543'317 ausstehenden Aktien, wodurch sich das Eigenkapital im Umfang von CHF 3.3 Mio. reduziert.²⁴

²⁴ Die Dividendenzahlung erfolgt voraussichtlich am 3. April 2025 und wird für die Berechnung des ANAV auf den Bewertungsstichtag abgezinst.

Anpassung der Promotionsliegenschaften zu Marktwerten	Per 31. Dezember 2024 verfügte Ina Invest über zwei Promotionsliegenschaften in Winterthur und Arlesheim, die zu Herstellungs- bzw. Anschaffungskosten bewertet wurden. Für die Ermittlung des ANAV wird die Differenz zwischen dem Marktwert und den Anschaffungs- und Herstellungskosten von CHF 1.1 Mio. abzüglich der sich daraus ergebenden latenten Steuern von CHF 0.1 Mio. (Berücksichtigung der latenten Steuern zu 50% analog zu den latenten Steuerverbindlichkeiten auf dem Liegenschaftsportfolio) addiert, woraus eine Nettoerhöhung des NAV von CHF 1.0 Mio. per 31. Dezember 2024 resultiert.
Anpassung latenter Steuerverbindlichkeiten	Im Zusammenhang mit den Liegenschaften wurden latente Steuerverbindlichkeiten von CHF 76.3 Mio. gebildet. Per Bewertungsstichtag ist es aus ökonomischer Sicht ungewiss, ob und wann die Liegenschaften allenfalls veräussert und die damit verbundenen Steuern anfallen werden. Deshalb werden für die Ermittlung des ANAV nur 50% der gemäss Swiss GAAP FER Abschluss bilanzierten latenten Steuerverbindlichkeiten berücksichtigt.
Differenz zwischen Marktwert und Buchwert der Finanzverbindlichkeiten	Die vereinbarten fixen Zinsmodalitäten bei einer langfristigen Finanzverbindlichkeit von Ina Invest sind per Bewertungsstichtag höher als die aktuellen Marktzinssätze. Daher liegt der Marktwert der Finanzverbindlichkeiten über deren Buchwert. ²⁵ Die Bewertung der Finanzschulden zu Marktwerten führt im Vergleich zu den Buchwerten zu einer Reduktion des ANAV um CHF 0.02 Mio.
Barwert sonstige Gesellschaftskosten der Ina Invest sowie Facility Management und Administrationsdienstleistungen	Für die Berechnung des Barwerts der sonstigen Gesellschaftskosten von Ina Invest wurden sonstige wiederkehrende Gesellschaftskosten nach Steuern gemäss Businessplan von Ina Invest für den Betrachtungszeitraum 2025 bis 2032 berücksichtigt. Diese beinhalten den direkten Aufwand für die Vermietung der Liegenschaften, den Personalaufwand und den übrigen Beratungsaufwand, der nicht in den Immobilienbewertungen von Wüest Partner enthalten ist. Zur Bestimmung der nachhaltigen Kostenbasis im Rahmen der Terminal Value Berechnung wurde angenommen, dass nach Fertigstellung der Entwicklungsobjekte beider Gesellschaften das Management der Portfolios zu tieferen Kosten erfolgen kann. Beruhend auf Benchmarks wurde ein einheitliches nachhaltiges stand-alone Kostenniveau von CHF 2.8 Mio. pro Gesellschaft definiert. Durch die Diskontierung der sonstigen Gesellschaftskosten nach Steuern mit dem Kapitalkostensatz (WACC) von 4.70% ²⁶ resultiert ein Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten von CHF -70.0 Mio.

²⁵ Gemäss Bankusanz in der aktuellen Niedrigzinsphase wurde dabei für den laufzeitenspezifischen Referenzzinssatz eine Untergrenze von 0.0% angenommen. Zusätzlich wurde eine Marge basierend auf den Kreditkonditionen im Zeitpunkt der Aufnahme der jeweiligen Finanzverbindlichkeiten berücksichtigt.

²⁶ Für die Herleitung des WACC vgl. Abschnitt 5.1.1

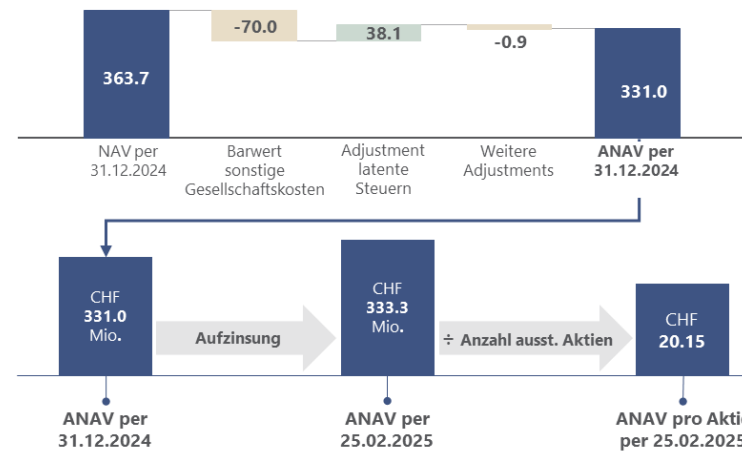
Der Wertbeitrag der Facility-Management-Dienstleistungen der Ina Invest im BUSS Industriepark in Pratteln wurde auf Basis von Management-Informationen mit der Ertragswertmethode ermittelt. Unter der Annahme einer stabilen Geschäftsentwicklung und einem für Facility Management und Administrationsdienstleistungen angemessenen nominalen WACC von 7.7% resultierte ein Barwert in der Höhe von CHF 1.7 Mio. per 31. Dezember 2024.

Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag per 25. Februar 2025

Der aus den oben genannten Anpassungen resultierende ANAV per 31. Dezember 2024 von CHF 331.0 Mio. wird auf den Bewertungsstichtag (25. Februar 2025) aufgezinst, woraus sich ein ANAV per 25. Februar 2025 von CHF 333.3 Mio. ergibt.

Per 25. Februar 2025 sind 16'561'454 Aktien ausgegeben. Gemäss den Angaben des Managements hält Ina Invest aktuell 18'137 eigene Aktien.²⁷ Die Anzahl ausstehender Aktien beträgt somit 16'543'317. Dividiert man den ANAV per 25. Februar 2025 durch die Anzahl ausstehender Aktien, resultiert ein ANAV pro Aktie von CHF 20.15.

Die nachfolgende Abbildung fasst die Bestimmung des ANAV pro Aktie von Ina Invest per 25. Februar 2025 zusammen:



Quellen: IFBC.

²⁷ Der Erwerb der eigenen Aktien zwischen dem 1. Januar 2025 und dem 20. Februar 2025 wurde mittels Reduktion der flüssigen Mittel in der Bewertung berücksichtigt.

Sensitivitätsanalyse Weil für die Portfoliobewertungen der beiden Gesellschaften gemäss Wüest Partner keine belastbaren Sensitivitätsanalysen möglich sind, wurde auf die Ermittlung und Darstellung einer Wertbandbreite für den ANAV verzichtet.

3.2.3 ANAV Bewertung Cham Group

Berechnung des ANAV Der von JLL für den Swiss GAAP FER Abschluss per 31. Dezember 2024 ermittelte Portfoliowert bildet zusammen mit weiteren Aktiven abzüglich des Fremdkapitals die Grundlage für den NAV in Höhe von CHF 541.3 Mio. für die Cham Group.

Berücksichtigung der Bewertungsdifferenz von JLL und Wüest Partner Das Immobilienportfolio der Cham Group wurde bisher von JLL und jenes von Ina Invest von Wüest Partner bewertet. Um eine einheitliche Bewertungsgrundlage zu schaffen, wurde das Immobilienportfolio der Cham Group per 31. Dezember 2024 zusätzlich von Wüest Partner nach denselben Kriterien wie jenes von Ina Invest bewertet. Die resultierende Bewertungsdifferenz von CHF 112.8 Mio. wird für die Ermittlung des ANAV addiert, während die sich aus der Höherbewertung ergebenden zusätzlichen latenten Steuerverbindlichkeiten in Höhe von CHF 13.4 Mio. subtrahiert werden.

Anpassungen aufgrund der Dividende der Cham Group Sofern die vom Verwaltungsrat vorgeschlagene Dividende von CHF 12.00 pro Aktie an der ordentlichen Generalversammlung der Cham Group genehmigt wird, reduziert sich das Eigenkapital um CHF 8.8 Mio.²⁸

Anpassung latenter Steuerverbindlichkeiten Im Zusammenhang mit den Liegenschaften wurden auf Basis der Bewertung von Wüest Partner latente Steuerverbindlichkeiten von CHF 60.6 Mio. gebildet. Per Bewertungsstichtag ist es aus ökonomischer Sicht ungewiss, ob und wann die Liegenschaften allenfalls veräussert und die damit verbundenen Steuern anfallen werden. Deshalb werden für die Ermittlung des ANAV nur 50% der gemäss Swiss GAAP FER Abschluss bilanzierten latenten Steuerverbindlichkeiten berücksichtigt.

Differenz zwischen Marktwert und Buchwert der Finanzverbindlichkeiten Die vereinbarten fixen Zinsmodalitäten bei einer langfristigen Finanzverbindlichkeit der Cham Group sind per Bewertungsstichtag tiefer als die aktuellen Marktzinssätze. Daher liegt der Marktwert der Finanzverbindlichkeiten unter

²⁸ Die Dividendenzahlung erfolgt voraussichtlich am 3. April 2025 und wird für die Berechnung des ANAV auf den 31. Dezember 2024 abgezinst.

deren Buchwert.²⁹ Die Bewertung der Finanzschulden zu Marktwerten führt im Vergleich zu den Buchwerten zu einer Erhöhung des ANAV um CHF 0.09 Mio.

Barwert sonstige
Gesellschaftskosten der Cham
Group

Für die Berechnung des Barwerts der sonstigen Gesellschaftskosten der Cham Group wurden gemäss Business Plan der Cham Group sonstige wiederkehrende Gesellschaftskosten nach Steuern für den Betrachtungszeitraum 2025 – 2033 berücksichtigt. Diese beinhalten den direkten Aufwand für die Vermietung der Liegenschaften, den Personalaufwand und den übrigen Betriebsaufwand, abzüglich des in den Immobilienbewertungen bereits berücksichtigten Aufwands. Als nachhaltige Kostenbasis im Rahmen der Terminal Value Berechnung wurde, analog zu Ina Invest, eine Kostenbasis von CHF 2.8 Mio. p.a. angenommen. Durch die Diskontierung der sonstigen Gesellschaftskosten nach Steuern mit dem Kapitalkostensatz (WACC) von 4.70%³⁰ resultiert ein Barwert der sonstigen Gesellschaftskosten von CHF -65.3 Mio.

Nicht-aktivierte Verlustvorträge

Die nicht-aktivierten Verlustvorträge per 31. Dezember 2024 betragen CHF 0.4 Mio. und werden als Vermögenswert berücksichtigt.

Bewertungsdifferenz zwischen
dem Markt- und Buchwert des
Energiesystems

Das Energiesystem wurde per 31. Dezember 2024 zu den Anschaffungs- und Herstellungskosten von CHF 27.8 Mio. bilanziert. Zur Bestimmung des Umtauschverhältnisses wird der Fair Market Value des Energiesystems mit der DCF-Methode ermittelt. Dabei werden die erwarteten zukünftigen Cashflows mit einem angemessenen WACC von 4.70% auf den Stichtag 31. Dezember 2024 diskontiert.³¹ Die Differenz zwischen dem resultierenden Barwert und dem bilanzierten Wert des Energiesystems in Höhe von CHF 25.9 Mio. wird bei der Ermittlung des ANAV addiert.

Aufzinsung auf den
Bewertungsstichtag per 25.
Februar 2025

Der aus den oben genannten Anpassungen resultierende ANAV per 31. Dezember 2024 von CHF 623.2 Mio. wird auf den Bewertungsstichtag per 25. Februar 2025 aufgezinst, woraus sich ein ANAV per 25. Februar 2025 von CHF 627.6 Mio. ergibt

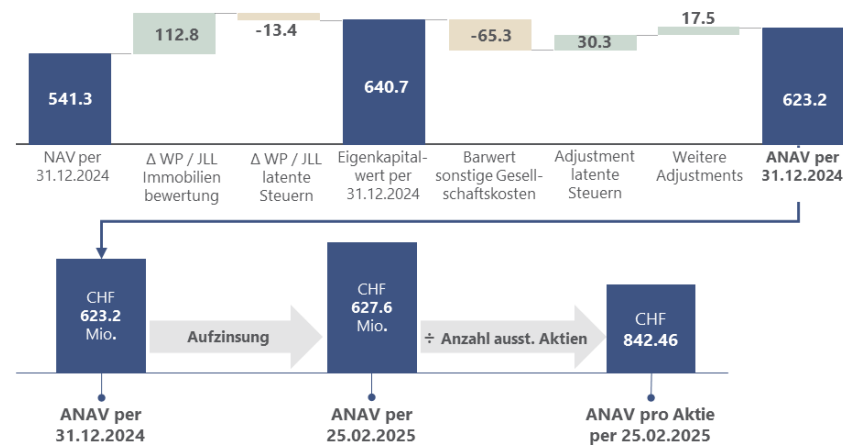
²⁹ Gemäss Bankusanz in der aktuellen Niedrigzinsphase wurde dabei für den laufzeitenspezifischen Referenzzinssatz eine Untergrenze von 0.0% angenommen. Zusätzlich wurde eine Marge basierend auf den Kreditkonditionen im Zeitpunkt der Aufnahme der jeweiligen Finanzverbindlichkeiten berücksichtigt.

³⁰ Für die Herleitung des WACC vgl. Abschnitt 5.1.1

³¹ Aufgrund der vergleichbaren Risiken und Vertragslaufzeiten von Energiesystemen und Immobilien wurde derselbe WACC wie für die Diskontierung der Gesellschaftskosten verwendet. Auf die Anwendung eines spezifischen WACC für das Energiesystem wurde verzichtet, weil die Zusammenstellung einer Peer-Group aus Energieversorgungsunternehmen das Risiko birgt, Energieproduktions- und Vertriebsrisiken einzubeziehen, die für das Energiesystem der Cham Group nicht im gleichen Ausmass relevant sind.

Per 25. Februar 2025 sind 745'000 Aktien ausstehend. Gemäss Angaben des Managements hält Cham Group aktuell keine eigenen Aktien, weshalb die Anzahl ausstehender Aktien ebenfalls 745'000 beträgt. Dividiert man den ANAV per 25. Februar 2025 durch die Anzahl ausstehender Aktien, resultiert ein ANAV pro Cham Group-Aktie von CHF 842.46.

Die nachfolgende Abbildung fasst die Bestimmung des ANAV pro Aktie per 25. Februar 2025 zusammen:



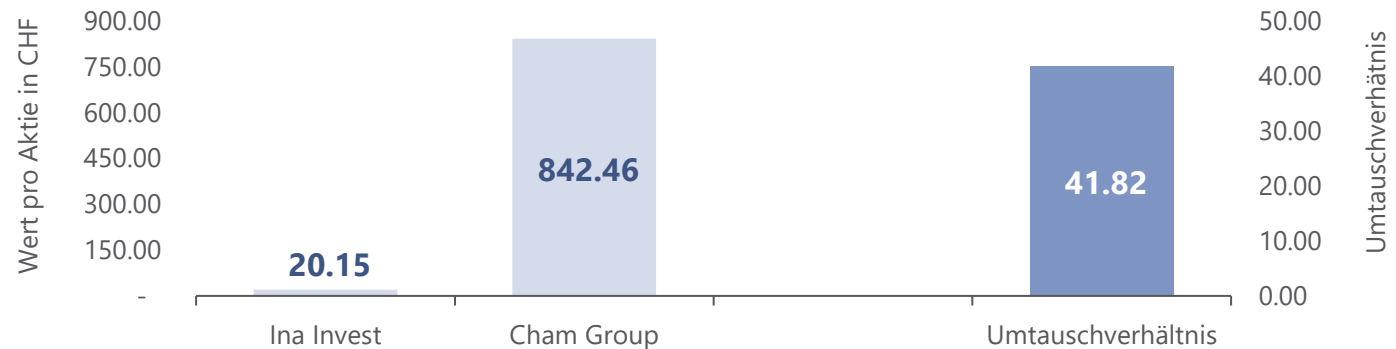
Quellen: IFBC.

Sensitivitätsanalyse

Weil für die Portfoliobewertungen der beiden Gesellschaften gemäss Wüest Partner keine belastbaren Sensitivitätsanalysen möglich sind, wurde auf die Ermittlung und Darstellung einer Wertbandbreite für den ANAV verzichtet.

3.2.4 Resultierendes Umtauschverhältnis & Zusammenfassung

Resultierendes Umtauschverhältnis per 25. Februar 2025 gemäss ANAV-Bewertung



Quelle: IFBC.

Zur Herleitung des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses gemäss ANAV-Bewertung wird der Wert pro Aktie von Cham Group durch den Wert pro Aktie von Ina Invest dividiert. Daraus ergibt sich ein Umtauschverhältnis von 41.82, d.h. für 1 Aktie der Cham Group erhält man 41.82 Aktien der Ina Invest.

Zusammenfassung

- Die Anwendung der ANAV-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts von Immobiliengesellschaften ist anerkannte Best Practice.
- Die Annahmen zu den nachhaltigen sonstigen Gesellschaftskosten beruhen auf dem jeweiligen stand-alone Businessplan und den Angaben des Managements.
- Der resultierende Wert pro Aktie per 25. Februar 2025 beträgt CHF 20.15 für Ina Invest bzw. CHF 842.46 für Cham Group. Daraus resultiert ein Umtauschverhältnis von 41.82 Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie.
- Weil für die Portfoliobewertungen der beiden Gesellschaften gemäss Wüest Partner keine belastbaren Sensitivitätsanalysen möglich sind, wurde auf die Ermittlung und Darstellung einer Wertbandbreite für den ANAV verzichtet.
- Den Resultaten der ANAV-Bewertungen wird im Rahmen der vorliegenden Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, weil sie der Best Practice zur Bewertung von Immobiliengesellschaften entsprechen.

3.3 NAV-Multiples-Bewertung

3.3.1 Einführung in die Bewertungsmethodik

Bewertung beruhend auf
NAV-Multiples

Die Bewertung anhand von NAV-Multiples erfolgt zur Plausibilisierung der mit der ANAV-Analyse ermittelten Werte pro Aktie und des daraus resultierenden Umtauschverhältnisses.

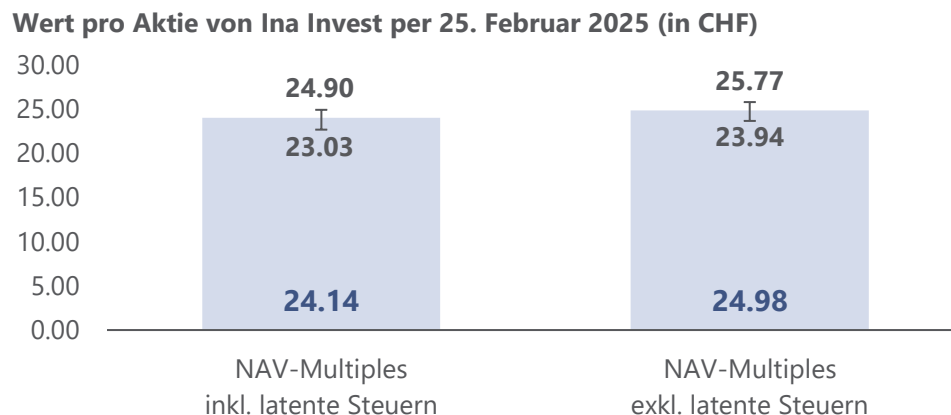
Für die Bewertung auf Basis von NAV-Multiples wurde für Ina Invest und Cham Group eine Peer Group mit vergleichbaren Unternehmen gebildet.³² Als Vergleichsunternehmen wurden börsenkotierte Schweizer Immobiliengesellschaften ausgewählt, deren Aktien gemäss der Definition des schweizerischen Übernahmerechts liquide sind und deren Marktdaten daher bewertungstechnisch aussagekräftig sind.

Zur Ermittlung der NAV-Multiples werden die jeweils letzten veröffentlichten Net Asset Values inkl. und exkl. latenter Steuern der Vergleichsfirmen mit deren Marktkapitalisierung zum Bewertungszeitpunkt des jeweiligen NAV ins Verhältnis gesetzt. Der Median der berechneten Multiples der Peer Group Unternehmen wird zur Ermittlung des Eigenkapitalwerts der Ina Invest und Cham Group verwendet. Hierbei wird der Medianwert der Peer Group Unternehmen mit dem NAV von Ina Invest bzw. Cham Group inkl. und exkl. latenten Steuern per 31. Dezember 2024 multipliziert und anschliessend auf den 25. Februar 2025 aufgezinnt. Aus der Division des resultierenden Eigenkapitalwerts per 25. Februar 2025 durch die Anzahl ausstehender Aktien resultiert der Wert pro Aktie.

³² Für weiterführende Informationen zu den ausgewählten Vergleichsunternehmen im Rahmen der Trading-Multiples-Analyse vgl. Abschnitt 5.4 im Anhang.

3.3.2 Bewertung Ina Invest

Bewertungsergebnisse von Ina Invest auf der Basis von NAV-Multiples



Quellen: Geschäftsberichte der Peer Group Unternehmen, IFBC-Analyse.

Bewertung beruhend auf NAV-Multiples

Bei Anwendung der NAV-Multiples inkl. latenten Steuern in der Höhe von 1.10 liegt der Wert je Aktie von Ina Invest bei CHF 24.14 mit einer Wertbandbreite von CHF 23.03 bis CHF 24.90. Bei Anwendung der NAV-Multiples exkl. latenten Steuern in der Höhe von 0.94 liegt der Wert je Aktie von Ina Invest bei CHF 24.98 mit einer Wertbandbreite von CHF 23.94 und CHF 25.77.

Weil die NAV-Werte der Ina Invest und der Peer Group Unternehmen inkl. latenten Steuern aufgrund unterschiedlicher Berechnungsarten der latenten Steuern nicht vollumfänglich vergleichbar sind, sind die Bewertungsergebnisse beruhend auf den NAV exkl. latenten Steuern aussagekräftiger.

Die anhand der NAV-Multiples-Analyse ermittelten Werte liegen über den Bewertungsergebnissen gemäss ANAV-Bewertung. Dies ist insbesondere auf drei wesentliche Unterschiede zwischen den Peer Group Unternehmen und der Ina Invest zurückzuführen:

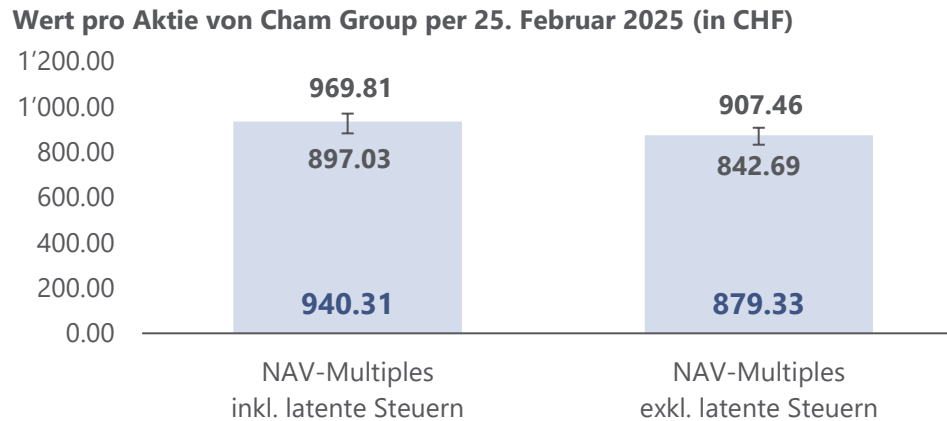
- Die Peer Group Unternehmen halten ein wesentlich grösseres Immobilienportfolio als Ina Invest. Damit kann Ina Invest nicht im gleichen Umfang von Diversifikationseffekten profitieren, wie sie für die Peer Group Unternehmen bestehen.

- Die Peer Group Unternehmen kommen aufgrund ihrer Grösse in den Genuss von Skaleneffekten, was insbesondere dazu führt, dass der negative Einfluss der Gesellschaftskosten geringer ausfällt.
- Zusätzlich verfügen einzelne Peer Group Unternehmen über weitere Dienstleistungen im Bereich des Real Estate Service Business (z.B. Property Management, Facility Management), welche die Höhe des NAV-Multiples beeinflussen können.

Die spezifische Situation der Ina Invest kann deshalb nicht ohne weiteres mit derjenigen der Peer Group Unternehmen verglichen werden, obschon die Vergleichsunternehmen sorgfältig ausgesucht wurden. Aus diesen Gründen ist die Aussagekraft der Multiple Bewertung limitiert.

3.3.3 Bewertung Cham Group

Bewertungsergebnisse von Cham Group auf der Basis von NAV-Multiples



Quellen: Geschäftsberichte der Peer Group Unternehmen, IFBC Analyse.

Bewertung beruhend auf NAV-Multiples

Bei Anwendung der NAV-Multiples inkl. latenten Steuern in der Höhe von 1.10 liegt der Wert je Aktie von Cham Group bei CHF 940.31 mit einer Wertbandbreite von CHF 897.03 bis CHF 969.81. Bei Anwendung der NAV-Multiples exkl. latenten Steuern in der Höhe von 0.94 liegt der Wert je Aktie von Cham Group bei CHF 879.33 mit einer Wertbandbreite von CHF 842.69 bis CHF 907.46.

Weil die NAV-Werte der Cham Group und der Peer Group Unternehmen inkl. latenten Steuern aufgrund unterschiedlichen Berechnungsarten der latenten Steuern nicht vollumfänglich vergleichbar sind, sind die Bewertungsergebnisse beruhend auf den NAV exkl. latenten Steuern aussagekräftiger.

Die anhand der NAV-Multiples-Analyse ermittelten Werte liegen über den Bewertungsergebnissen gemäss ANAV-Bewertung. Dies ist insbesondere auf drei wesentliche Unterschiede zwischen den Peer Group Unternehmen und der Cham Group zurückzuführen:

- Die Peer Group Unternehmen halten ein wesentlich grösseres Immobilienportfolio als Cham Group. Damit kann Cham Group nicht im gleichen Umfang von Diversifikationseffekten profitieren, wie sie für die Peer Group Unternehmen bestehen.
- Die Peer Group Unternehmen kommen aufgrund ihrer Grösse in den Genuss von Skaleneffekten, was insbesondere dazu führt, dass der negative Einfluss der Gesellschaftskosten geringer ausfällt.
- Zusätzlich verfügen einzelne Peer Group Unternehmen über weitere Dienstleistungen im Bereich des Real Estate Service Business (z.B. Property Management, Facility Management), welche die Höhe des NAV-Multiples beeinflussen können.

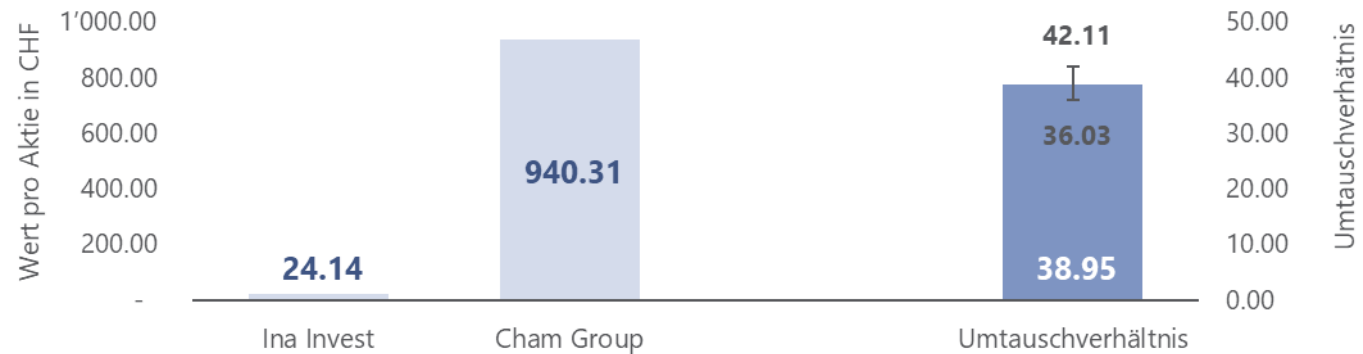
Die spezifische Situation der Cham Group kann deshalb nicht ohne weiteres mit derjenigen der Peer Group Unternehmen verglichen werden, obschon die Vergleichsunternehmen sorgfältig ausgesucht wurden. Aus diesen Gründen ist die Aussagekraft der Multiple Bewertung limitiert.

3.3.4 Resultierendes Umtauschverhältnis & Zusammenfassung

Umtauschverhältnis
mittels NAV-Multiples inkl.
latenten Steuern

Zur Herleitung der Bandbreite eines finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses beruhend auf der NAV-Multiples Bewertung wird der Wert pro Aktie von Cham Group durch den Wert pro Aktie von Ina Invest dividiert. Beruhend auf den NAV-Multiples Bewertungen (Medianwert) inkl. latenten Steuern resultiert eine Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses von 36.03 bis 42.11 bei einem Median von 38.95.

Resultierendes Umtauschverhältnis per 25. Februar 2025 aus der NAV-Multiples-Bewertung inkl. latenten Steuern

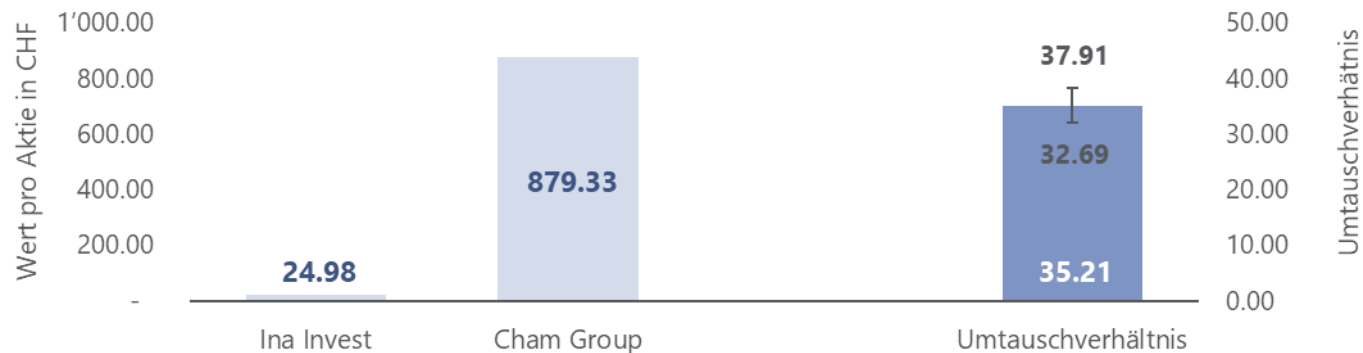


Quelle: IFBC.

Umtauschverhältnis anhand des NAV-Multiples exkl. latenten Steuern

Zur Herleitung der Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses beruhend auf der NAV-Multiples Bewertung wird der Wert pro Aktie von Cham Group durch den Wert pro Aktie von Ina Invest dividiert. Beruhend auf den Median-NAV-Multiples-Bewertungen exkl. latenten Steuern resultiert eine Bandbreite des finanziell angemessenen Umtauschverhältnisses von 32.69 bis 37.91 bei einem Median von 35.21.

Resultierendes Umtauschverhältnis per 25. Februar 2025 aus der NAV-Multiples-Bewertung exkl. latenten Steuern



Quelle: IFBC.

Zusammenfassung

- Zur Plausibilisierung des ANAV-Werts werden Bewertungen beruhend auf NAV-Multiples inkl. und exkl. latenten Steuern vorgenommen.
- Die Bewertung mittels NAV-Multiples inkl. latenten Steuern ergibt einen Wert je Aktie für Ina Invest von CHF 23.03 bis CHF 24.90 (Median CHF 24.14) bzw. für Cham Group von CHF 897.03 bis CHF 969.81 (Median CHF 940.31). Daraus resultiert eine Bandbreite für das Umtauschverhältnis von 36.03 bis 42.11 Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie (Median 38.95). Die Aussagekraft der NAV-Multiples-Bewertung inkl. latenten Steuern ist aufgrund der unterschiedlichen Berechnungsarten für die latenten Steuern eingeschränkt.
- Beruhend auf der NAV-Multiples-Bewertung exkl. latenten Steuern resultiert ein Wert je Aktie für Ina Invest von CHF 23.94 bis CHF 25.77 (Median CHF 24.98) bzw. für Cham Group von CHF 842.69 bis CHF 907.46 (Median CHF 879.33). Daraus resultiert eine Bandbreite für das Umtauschverhältnis von 32.69 bis 37.91 Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie (Median 35.21).
- Generell ist zu beachten, dass sowohl die Geschäftsmodelle als auch die spezifische Situation der Peer Group Unternehmen von denjenigen von Ina Invest und Cham Group abweichen können. Deshalb dienen die NAV-Multiple-Werte primär zur Validierung und Plausibilisierung der ermittelten ANAV-Werte.

3.4 Aktienanalyse

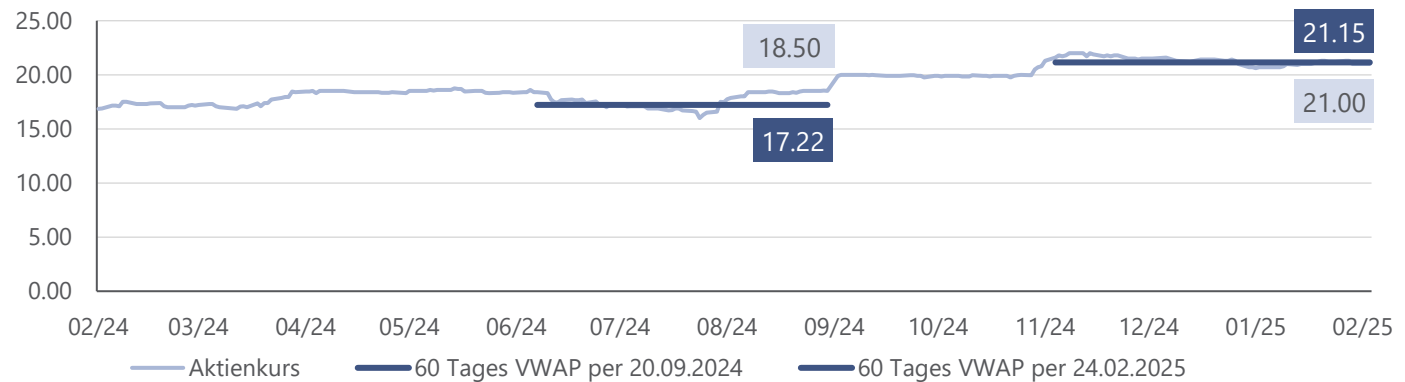
3.4.1 Ina Invest

Aktienkursentwicklung

Der Kurs der Ina Invest-Aktie stieg in den letzten zwölf Monaten um 24.3%. In diesem Zeitraum bewegte sich der Aktienkurs zwischen CHF 16.00 (14. August 2024) und CHF 22.00 (29. November, 2. Dezember und 3. Dezember 2024).

Am letzten Handelstag vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion, am 20. September 2024, wurde die Aktie mit einem Schlusskurs von CHF 18.50 gehandelt. Der VWAP der letzten 60 Handelstage vor Ankündigung der Prüfung der möglichen Fusion am 20. September 2024 betrug CHF 17.22. Seither ist der Aktienkurs gestiegen und lag per 24. Februar 2025 bei CHF 21.00, während der VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage CHF 21.15 betrug. Diese Referenzpunkte sind aber nicht aussagekräftig, weil der Aktienkurs durch das von den Gesellschaften publizierte, indikative Umtauschverhältnis beeinflusst ist.³³

Entwicklung des Aktienkurses der Ina Invest der letzten zwölf Monate (in CHF)



Quellen: LSEG Eikon.

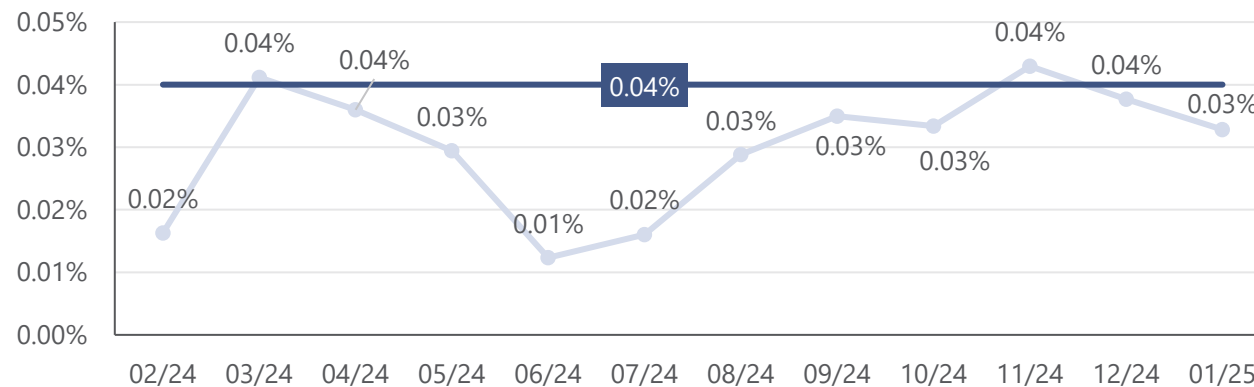
³³ Quellen: Medienmitteilung Ina Invest vom 12. Dezember 2024: «Fortgeschrittene Fusionsgespräche mit der Cham Group»; Medienmitteilung Cham Group vom 12. Dezember 2024: «Fortgeschrittene Fusionsgespräche mit der Ina Invest».

Liquiditätsanalyse

Das Fusionsgesetz kennt keine spezifische Liquiditätsdefinition, weshalb wir uns am Liquiditätsbegriff des schweizerischen Übernahmerechts orientieren. Gemäss geltendem Übernahmerecht sind Aktien von Unternehmen, die nicht im Swiss Leader Index («SLI») kotiert sind, als liquide zu klassifizieren, «sofern der monatliche Median des Tagesvolumens eines Titels im Verhältnis zum Streubesitz (Free Float) in 10 der 12 Monate vor der Veröffentlichung des Angebots oder der Vorankündigung mindestens 0.04% betragen hat.»³⁴ Weil die Aktien von Ina Invest nicht Teil des SLI sind, erfolgt die Prüfung der Liquidität der Aktie auf Basis der Analyse des Handelsvolumens.

Wie die nachfolgende Abbildung zeigt, lag der Median des Handelsvolumens der Ina Invest-Aktie während der letzten 12 Monate vor der Ankündigung der Fusion lediglich in 2 von 12 Monaten höher als der geltende Schwellenwert von 0.04%. Wird der Zeitraum von 12 Monaten vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion betrachtet, so wird der Schwellenwert lediglich in 2 von 12 Monaten erreicht. Folglich sind die Aktien von Ina Invest gemäss der Definition der UEK als illiquide zu beurteilen. Der Aktienkurs von Ina Invest (Börsenkurs und VWAP) ist damit nach schweizerischem Übernahmerecht wegen mangelnder Liquidität nur beschränkt aussagekräftig und kann folglich nur bedingt als Referenzgrösse zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit eines Angebots bzw. im vorliegenden Fall des Umtauschverhältnisses herangezogen werden.

Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien der Ina Invest in % des Free Float



Quellen: LSEG Eikon, IFBC-Analyse. Free Float gemäss Aktienregister der Ina Invest per 31. Januar 2025.

³⁴ Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26. Februar 2010.

Kursziele Analysten

Es liegt lediglich eine Analystenschätzung für Ina Invest vor, die von Baader Helvea Equity Research am 7. Oktober 2024 veröffentlicht wurde und einen Zielkurs von CHF 21.00 pro Aktie ausweist. Das Kursziel von Baader Helvea liegt zwischen der Bewertung auf der Basis der NAV-Multiples und der ANAV-Methode und übersteigt den ANAV pro Aktie um 4.2%.

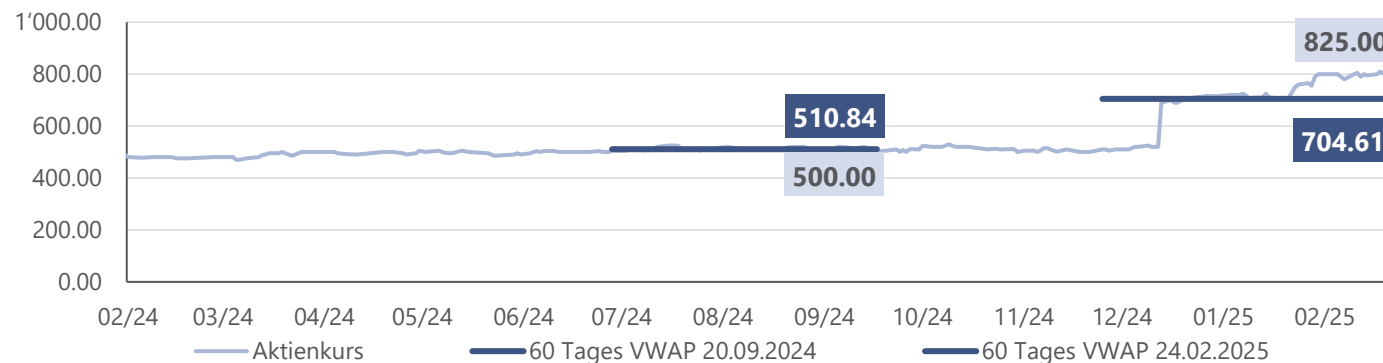
3.4.2 Cham Group

Aktienkursentwicklung

Der Kurs der Cham Group-Aktie stieg in den letzten zwölf Monaten um 73.7%. In diesem Zeitraum bewegte sich der Aktienkurs zwischen CHF 470.00 (5. März 2024 und 6. März 2024) und CHF 825.00 (24. Februar 2025).

Am letzten Handelstag vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion, am 20. September 2024, wurde die Aktie mit einem Schlusskurs von CHF 500.00 gehandelt. Der VWAP der letzten 60 Handelstage vor der Ankündigung der Prüfung der möglichen Fusion am 20. September 2024 betrug CHF 510.84. Seither ist der Aktienkurs gestiegen und lag per 24. Februar 2025 bei CHF 825.00, während der VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage CHF 704.61 betrug. Diese Referenzpunkte sind aber nicht aussagekräftig, weil der Aktienkurs durch das von den Gesellschaften publizierte, indikative Umtauschverhältnis beeinflusst ist.³⁵

Entwicklung des Aktienkurses der Cham Group der letzten zwölf Monate (in CHF)



Quellen: LSEG Eikon.

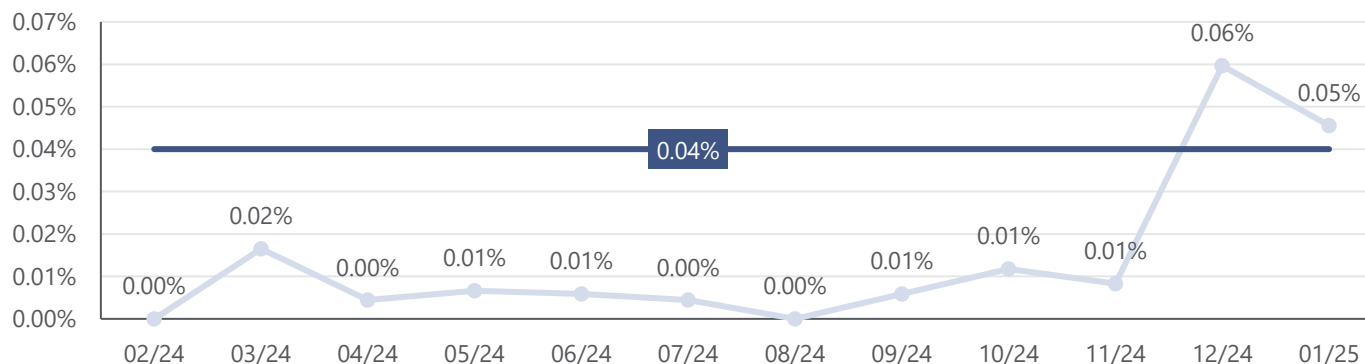
³⁵ Quellen: Medienmitteilung Ina Invest vom 12. Dezember 2024: «Fortgeschrittene Fusionsgespräche mit der Cham Group»; Medienmitteilung Cham Group vom 12. Dezember 2024: «Fortgeschrittene Fusionsgespräche mit der Ina Invest».

Liquiditätsanalyse

Das Fusionsgesetz kennt keine spezifische Liquiditätsdefinition, weshalb wir uns am Liquiditätsbegriff des schweizerischen Übernahmerechts orientieren. Gemäss geltendem Übernahmerecht sind Aktien von Unternehmen, die nicht im SLI kotiert sind, als liquide zu klassifizieren, «sofern der monatliche Median des Tagesvolumens eines Titels im Verhältnis zum Streubesitz (Free Float) in 10 der 12 Monate vor der Veröffentlichung des Angebots oder der Vorankündigung mindestens 0.04% betragen hat.»³⁶ Weil die Aktien von Cham Group nicht Teil des SLI sind, erfolgt die Prüfung der Liquidität der Aktie auf Basis der Analyse des Handelsvolumens.

Wie die nachfolgende Abbildung zeigt, lag der Median des Handelsvolumens der Ina Invest-Aktie während der letzten 12 Monate vor der Ankündigung der Fusion lediglich in 2 von 12 Monaten höher als der geltende Schwellenwert von 0.04%. Wird der Zeitraum von 12 Monaten vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion betrachtet, so wird der Schwellenwert lediglich in 0 von 12 Monaten erreicht. Folglich sind die Aktien von Cham Group gemäss der Definition der UEK als illiquide zu beurteilen. Der Aktienkurs von Cham Group (Börsenkurs und VWAP) ist damit nach schweizerischem Übernahmerecht wegen mangelnder Liquidität nur beschränkt aussagekräftig und kann folglich nur bedingt als Referenzgrösse zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit eines Angebots bzw. im vorliegenden Fall des Umtauschverhältnisses herangezogen werden.

Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien der Cham Group in % des Free Float



Quellen: LSEG Eikon, IFBC Analyse. Free Float gemäss Aktienregister der Cham Group per 31. Januar 2025.

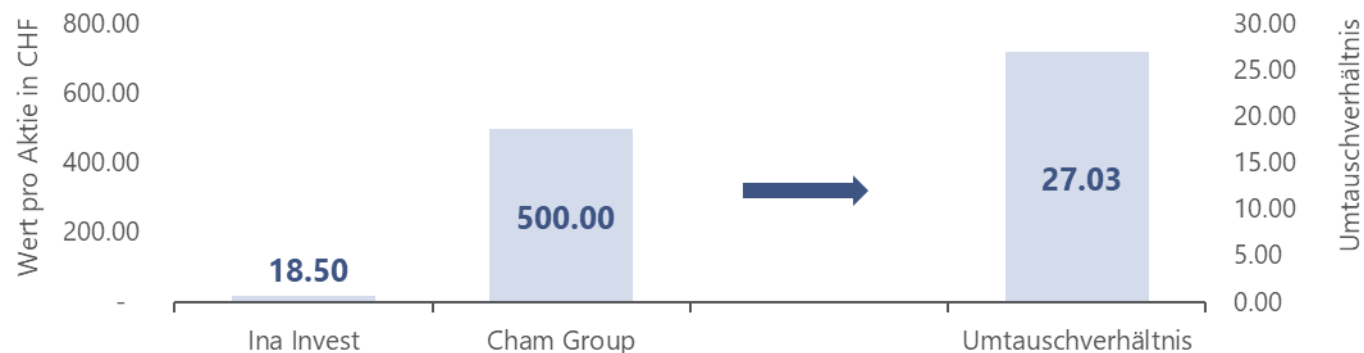
³⁶ Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26. Februar 2010.

3.4.3 Resultierendes Umtauschverhältnis & Zusammenfassung

Umtauschverhältnis auf Basis der Aktienkurse und VWAP

Zur Herleitung des Umtauschverhältnisses beruhend auf den Aktienkursen und dem VWAP wird der Aktienkurs bzw. VWAP von Cham Group durch den Aktienkurs bzw. VWAP von Ina Invest dividiert. Per 20. September 2024, dem letzten Handelstag vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion, resultiert daraus ein implizites Umtauschverhältnis von 27.03 Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie beruhend auf den Aktienkursen bzw. 29.67 beruhend auf den beiden VWAP. Per 24. Februar 2025 resultierte ein Umtauschverhältnis von 38.02 beruhend auf den Aktienkursen bzw. 34.16 beruhend auf den beiden VWAP. Dieser Zeitpunkt ist aber nicht aussagekräftig, weil die Aktienkurse durch das von den Gesellschaften publizierte, indikative Umtauschverhältnis beeinflusst sind.³⁷ Wegen der mangelnden Liquidität der beiden Aktien erachten wir die Aussagekraft dieser Analysen indessen als eingeschränkt.

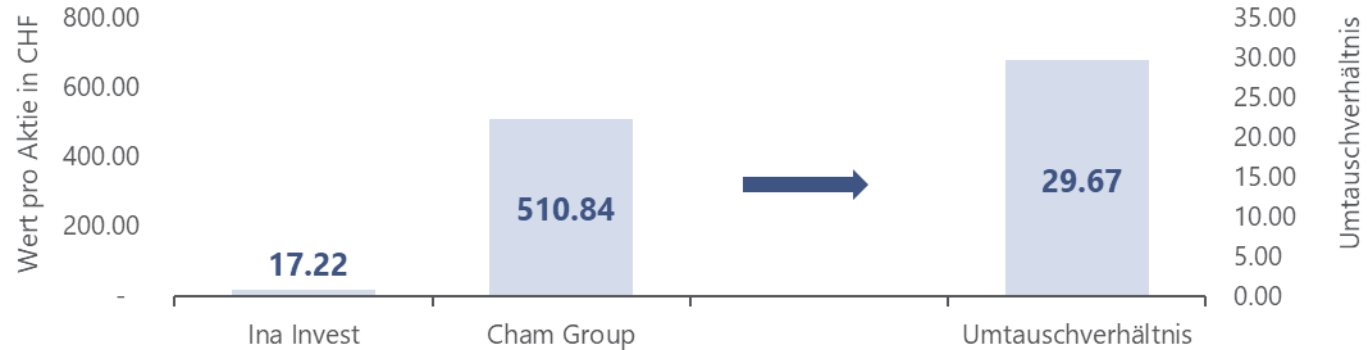
Resultierendes Umtauschverhältnis beruhend auf den Aktienkursen von Ina Invest und Cham Group per 20. September 2024



Quellen: LSEG Eikon, IFBC Analyse.

³⁷ Quellen: Medienmitteilung Ina Invest vom 12. Dezember 2024: «Fortgeschrittene Fusionsgespräche mit der Cham Group»; Medienmitteilung Cham Group vom 12. Dezember 2024: «Fortgeschrittene Fusionsgespräche mit der Ina Invest».

Resultierendes Umtauschverhältnis beruhend auf den VWAP von Cham Group und Ina Invest per 20. September 2024



Quellen: LSEG Eikon, IFBC Analyse.

Zusammenfassung

- Sowohl die Aktien von Ina Invest als auch diejenigen von Cham Group sind als illiquide zu beurteilen. Die Aussagekraft des Aktienkurses und des VWAP bei der finanziellen Beurteilung des Umtauschverhältnisses ist daher eingeschränkt.
- Am letzten Handelstag vor der Bekanntgabe der Prüfung einer möglichen Fusion zwischen Ina Invest und Cham Group (20. September 2024) schloss der Aktienkurs von Ina Invest bei CHF 18.50 (VWAP CHF 17.22). Der Aktienkurs von Cham lag bei CHF 500.00 (VWAP CHF 510.84). Beruhend auf den Aktienkursen der beiden Unternehmen entspricht dies einem Umtauschverhältnis von 27.03. Das Umtauschverhältnis basierend dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage beträgt 29.67.
- Einen Tag vor dem Bewertungsstichtag (24. Februar 2025) schloss der Aktienkurs von Ina Invest bei CHF 21.00 (VWAP CHF 21.15). Der Aktienkurs von Cham Group lag bei CHF 825.00 (VWAP CHF 704.61). Beruhend auf den Aktienkursen der beiden Unternehmen entspricht dies einem Umtauschverhältnis von 39.29. Das Umtauschverhältnis beruhend auf dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage beträgt 33.32. Die Analysen per 24. Februar 2025 sind aber nicht aussagekräftig, weil die Aktienkurse durch das von den Gesellschaften publizierte, indikative Umtauschverhältnis beeinflusst sind.



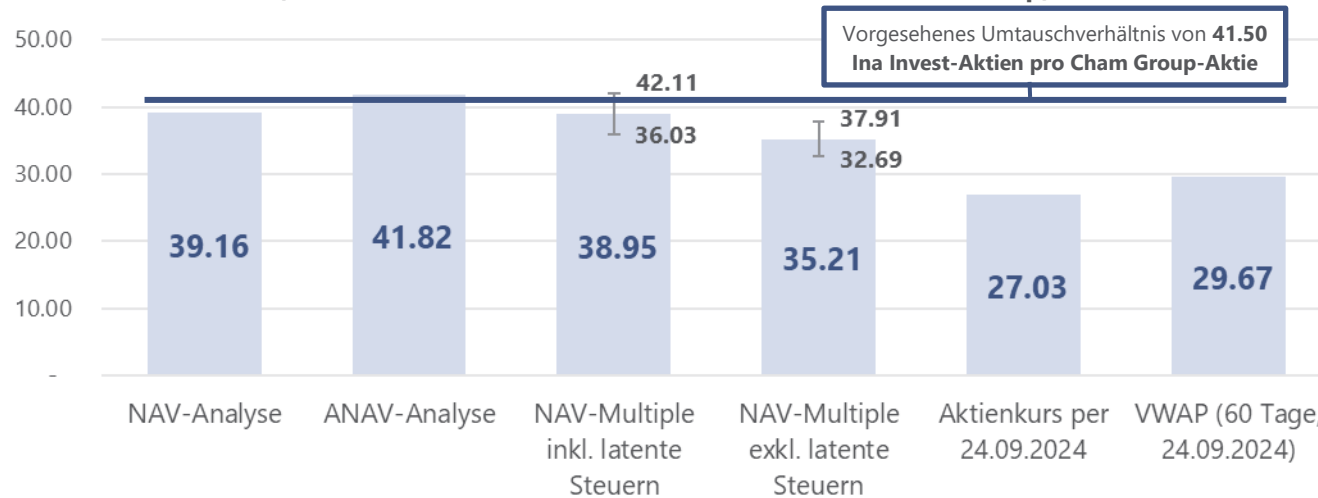
| 4 Beurteilung

4 Beurteilung

IFBC gelangt auf Basis der vorangehend beschriebenen Analysen und unter Berücksichtigung der zur Verfügung gestellten Informationen zu folgender Einschätzung hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses für die geplante Fusion von Ina Invest und Cham Group.

Übersicht zu den Bewertungsergebnissen und Analysen

Übersicht zu den resultierenden Umtauschverhältnisse per 25. Februar 2025 bzw. per 20. September 2024 für Aktienkurs und VWAP (Anzahl Aktien von Ina Invest für eine Aktie von Cham Group)



Quelle: IFBC.

Übersicht zu den Bewertungsergebnissen und Analysen

- Gemäss Best Practice haben wir eine Reihe unterschiedlicher Bewertungsmethoden angewendet, um das Umtauschverhältnis (Anzahl Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie) für die geplante Fusion zu bestimmen.
- Die Bewertung mittels ANAV-Methode ergibt per 25. Februar 2025 ein Umtauschverhältnis von 41.82 Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie. Dem Resultat der ANAV-Analyse wird in der vorliegenden Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen. Dieser Ansatz entspricht den Valuation Best Practices, weil er zukunftsorientiert ist und auf einer Discounted Cash Flow Basis erfolgt.


- Bei einer Bewertung mittels NAV-Multiples inkl. latenten Steuern resultiert per 25. Februar 2025 ein Umtauschverhältnis von 38.95 Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie (Medianwert) mit einer Bandbreite des Umtauschverhältnisses von 36.03 bis 42.11. Die Aussagekraft der NAV-Multiples-Bewertung inkl. latenten Steuern ist eingeschränkt wegen den unterschiedlichen Berechnungsarten für die latenten Steuern sowie dem Umstand, dass die spezifische Situation der Zielunternehmen nicht ohne weiteres mit derjenigen der Peer Group Unternehmen vergleichbar ist.
- Die Anwendung von NAV-Multiples exkl. latenten Steuern führt per 25. Februar 2025 zu einem Umtauschverhältnis von 35.21 Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie (Medianwert) mit einer Bandbreite des Umtauschverhältnisses von 32.69 bis 37.91. Die Aussagekraft der NAV-Multiples-Bewertung exkl. latenten Steuern ist dadurch eingeschränkt, dass die spezifische Situation der Zielunternehmen nicht ohne weiteres mit derjenigen der Peer Group Unternehmen vergleichbar ist.
- Die Aktien von Ina Invest und Cham Group sind aufgrund des eingeschränkten Handelsvolumens als illiquide zu klassifizieren. Vor diesem Hintergrund ist die Aussagekraft des Aktienkurses für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses eingeschränkt. Per 20. September 2024, dem letzten Handelstag vor der Bekanntgabe der Prüfung einer möglichen Fusion, lag das Umtauschverhältnis beruhend auf den Aktienkursen der Gesellschaften bei 27.03 Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie und bei 29.67 beruhend auf dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage. Die Herleitung des Umtauschverhältnis auf der Basis der Aktienkurse per 24. Februar 2025 ist nicht sachgerecht, weil zu diesem Zeitpunkt die Aktienkurse durch das von den Gesellschaften publizierte, indikative Umtauschverhältnis beeinflusst sind.

Abschliessende Beurteilung
des Umtauschverhältnisses

Auf der Grundlage der durchgeführten Analysen und Wertüberlegungen beurteilt IFBC das Umtauschangebot von 41.50 Ina Invest-Aktien für eine Cham Group-Aktie im Rahmen der geplanten Fusion zwischen den beiden Gesellschaften per 25. Februar 2024 aus finanzieller Sicht als angemessen und fair. Diese Konklusion beruht auf den folgenden Überlegungen:

- Das geplante Umtauschangebot wird durch die ANAV-Bewertungen für die beiden Unternehmen und dem daraus resultierenden Umtauschverhältnis gestützt.
- Das geplante Umtauschverhältnis wird durch die Bandbreiten des Umtauschverhältnisses, die sich aus der Anwendung von NAV-Multiples ergeben, grundsätzlich bestätigt.
- Das geplante Umtauschverhältnis liegt über dem auf Basis der Aktienkurse und VWAP vor der Ankündigung der Prüfung einer möglichen Fusion berechneten Umtauschverhältnis. Die Aktienkurse der Gesellschaften sind allerdings wegen der eingeschränkten Liquidität nur beschränkt aussagekräftig und können daher nur bedingt als Referenzgrösse herangezogen werden. .

Zürich, 25. Februar 2025



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Manuel Berger
Partner



5 Anhang

- | | | |
|-----|---|----------|
| 5.1 | Kapitalkostensatz (WACC) für Ina Invest | Seite 53 |
| 5.2 | Kapitalkostensatz (WACC) für Cham Group | Seite 55 |
| 5.3 | Beta Analyse für Ina Invest und Cham Group per 31. Januar 2025 | Seite 57 |
| 5.4 | NAV-Multiples für Ina Invest und Cham Group per 31. Januar 2025 | Seite 58 |
| 5.5 | Abkürzungsverzeichnis | Seite 59 |

5 Anhang

5.1 Kapitalkostensatz (WACC) für Ina Invest

Parameter	Wert	Beschreibung
Risikoloser Zinssatz (CHF)	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> Höherer Wert zwischen dem definierten Mindestwert (Untergrenze für den realen Zinssatz von 0.00% + langfristig erwartete Inflation) und der Rendite der 10-jährigen Schweizer Bundesobligation. Quellen: IMF World Economic Outlook (Oktober 2024), LSEG Eikon.
Marktrisikoprämie	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz und korrespondiert mit der zusätzlichen Prämie, die ein Investor für ein Aktieninvestment gegenüber einer risikolosen Anlage erwartet. In Übereinstimmung mit der Best Practice wird eine nachhaltige implizite Marktrisikoprämie von 6.00% berücksichtigt. Quelle: IFBC.
Unlevered Beta	0.36	<ul style="list-style-type: none"> Das unlevered Beta misst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren, ausschliesslich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens. Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, werden neben dem Beta von Ina Invest auch statistisch signifikante Betas von börsennotierten Vergleichsunternehmen («Peer Group») analysiert. Der Median des unlevered Beta der Peer Group per 31. Januar 2025 (letztes Monatsende vor dem provisorischem Bewertungszeitpunkt) beruht auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren. Quelle: LSEG Eikon.
Leverage-Faktor	0.67	<ul style="list-style-type: none"> Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur sowie des relevanten Steuersatzes von Ina Invest (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	0.60	<ul style="list-style-type: none"> Das levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.
Risikoprämie	3.61%	
Size Premium	2.66%	<ul style="list-style-type: none"> Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen. Aus diesem Grund wird ein Size Premium im Rahmen des Capital Asset Pricing Model berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet. Unter Berücksichtigung der Marktkapitalisierung von Ina Invest sowie unseren Bewertungsüberlegungen wird ein Size Premium von 2.66% (Micro Cap Segment gemäss Kroll) angewendet. Quelle: LSEG Eikon, Kroll per 31. Dezember 2024.
Eigenkapitalkostensatz	7.27%	

Parameter	Wert	Beschreibung
Basiszinssatz Fremdkapital (CHF)	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> Höherer Wert zwischen dem definierten Mindestwert (Untergrenze für den realen Zinssatz von 0.00% zzgl. langfristig erwarteter Inflationsrate) und dem 5-jährigen CHF Swap-Satz. Quellen: IMF World Economic Outlook (Oktober 2024), LSEG Eikon.
Credit Spread	85bps	<ul style="list-style-type: none"> Beruhend auf den aktuellen Marktdaten und den aktuellen Fremdkapitalkonditionen von Ina Invest wird ein Aufschlag von 85 Basispunkten (gerundet auf 5bps) auf den Basiszinssatz angewendet. Quelle: Management-Angaben von Ina Invest.
Steuersatz	18.00%	<ul style="list-style-type: none"> Erwarteter langfristiger Steuersatz von Ina Invest. Quelle: Management-Angaben von Ina Invest.
Fremdkapitalkostensatz (steueradjustiert)	1.52%	
Fremdkapitalanteil	45.00%	<ul style="list-style-type: none"> Definition der Zielkapitalstruktur der Ina Invest in Abstimmung mit der Kapitalstruktur der Peer Group Unternehmen. Quellen: LSEG Eikon, Management-Angaben Ina Invest.
Eigenkapitalanteil	55.00%	
WACC (gerundet)	4.70%	

5.2 Kapitalkostensatz (WACC) für Cham Group

Parameter	Wert	Beschreibung
Risikoloser Zinssatz (CHF)	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> Höherer Wert zwischen dem definierten Mindestwert (Untergrenze für den realen Zinssatz von 0.00% + langfristig erwartete Inflation) und der Rendite der 10-jährigen Schweizer Bundesobligation. Quellen: IMF World Economic Outlook (Oktober 2024), LSEG Eikon.
Marktrisikoprämie	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz und korrespondiert mit der zusätzlichen Prämie, die ein Investor für ein Aktieninvestment gegenüber einer risikolosen Anlage erwartet. In Übereinstimmung mit der Best Practice wird eine nachhaltige implizite Marktrisikoprämie von 6.00% berücksichtigt. Quelle: IFBC.
Unlevered Beta	0.36	<ul style="list-style-type: none"> Das unlevered Beta misst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren, ausschliesslich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens. Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, werden neben dem Beta von Cham Group auch statistisch signifikante Betas von börsennotierten Vergleichsunternehmen («Peer Group») analysiert. Der Median des unlevered Beta der Peer Group per 31. Januar 2025 (letztes Monatsende vor dem provisorischem Bewertungszeitpunkt) beruht auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren. Quelle: LSEG Eikon.
Leverage-Faktor	0.72	<ul style="list-style-type: none"> Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur sowie des relevanten Steuersatzes von Cham Group (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	0.62	<ul style="list-style-type: none"> Das levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.
Risikoprämie	3.72%	
Size Premium	2.66%	<ul style="list-style-type: none"> Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen. Aus diesem Grund wird ein Size Premium im Rahmen des Capital Asset Pricing Model berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet. Unter Berücksichtigung der Marktkapitalisierung von Cham Group sowie unseren Bewertungsüberlegungen wird ein Size Premium von 2.66% (Micro Cap Segment gemäss Kroll) angewendet. Quelle: LSEG Eikon, Kroll per 31. Dezember 2024.
Eigenkapitalkostensatz	7.38%	

Parameter	Wert	Beschreibung
Basiszinssatz Fremdkapital (CHF)	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> Höherer Wert zwischen dem definierten Mindestwert (Untergrenze für den realen Zinssatz von 0.00% zzgl. langfristig erwarteter Inflationsrate) und dem 5-jährigen CHF Swap-Satz. Quellen: IMF World Economic Outlook (Oktober 2024), LSEG Eikon.
Credit Spread	50bps	<ul style="list-style-type: none"> Beruhend auf den aktuellen Marktdaten und den aktuellen Fremdkapitalkonditionen von Cham Group wird ein Aufschlag von 50 Basispunkten (gerundet auf 5bps) auf den Basiszinssatz angewendet. Quelle: Management-Angaben von Cham Group.
Steuersatz	11.86%	<ul style="list-style-type: none"> Erwarteter langfristiger Steuersatz von Cham Group. Quelle: Management-Angaben von Cham Group.
Fremdkapitalkostensatz (steueradjustiert)	1.32%	
Fremdkapitalanteil	45.00%	<ul style="list-style-type: none"> Definition der Zielkapitalstruktur der Cham Group in Abstimmung mit der Kapitalstruktur der Peer Group Unternehmen. Quelle: LSEG Eikon, Management-Angaben Cham Group.
Eigenkapitalanteil	55.00%	
WACC	4.70%	

5.3 Beta Analyse für Ina Invest und Cham Group per 31. Januar 2025

Unternehmen	Land	Lokal- währung (LW)	Leverage	Adj. Levered Beta	Adj. Unlevered Beta
			01/2025	01/2025	01/2025
Allreal Holding AG	Switzerland	CHF	0.90	0.64	0.34
HIAG Immobilien Holding AG	Switzerland	CHF	0.80	0.43	0.24
Intershop Holding AG	Switzerland	CHF	0.28	0.59	0.46
Mobimo Holding AG	Switzerland	CHF	0.73	0.53	0.31
PSP Swiss Property AG	Switzerland	CHF	0.52	0.59	0.39
Swiss Prime Site AG	Switzerland	CHF	0.64	0.60	0.36
Median			0.68	0.59	0.36

1) Leverage: 2-Jahres-Mittelwert (Nettoverschuldung x (1-Steuersatz) / Eigenkapital)

2) Adj. Wöchentliches Beta (2 Jahre) per 31. März 2024.

Graue Werte werden mangels statistischer Signifikanz in der Analyse ausgeschlossen.

Quelle: LSEG Eikon.

5.4 NAV-Multiples für Ina Invest und Cham Group per 31. Januar 2025

Unternehmen	Eigenkapital z.H. der Aktionäre	Latente Steueraktiven	Latente Steuer- verbindlichkeiten	NAV exkl. latente Steuern	Anzahl ausstehende Aktien	NAV pro Aktie inkl. latente Steuern	NAV pro Aktie exkl. latente Steuern	Aktienkurs in CHF	NAV Multiples inkl. latente Steuern	NAV Multiples exkl. latente Steuern
	in TCHF	in TCHF	in TCHF	in TCHF	in TCHF	in TCHF	in TCHF		inkl. latente Steuern	exkl. latente Steuern
Allreal Holding AG	2'641'000	-800	423'500	3'063'700	16'510'272	160.0	185.6	165.6	1.04x	0.89x
HIAG	1'085'144	0	84'799	1'169'943	10'101'696	107.4	115.8	76.2	0.71x	0.66x
Intershop Holding AG	869'022	-184	122'024	990'862	9'217'500	94.3	107.5	118.2	1.25x	1.10x
Mobimo Holding AG	1'917'802	-313	263'017	2'180'506	7'250'973	264.5	300.7	293.0	1.11x	0.97x
PSP Swiss Property AG	5'410'719	-2'125	990'568	6'399'162	45'867'891	118.0	139.5	128.9	1.09x	0.92x
Swiss Prime Site AG	6'677'857	-8'715	1'329'071	7'998'213	77'307'032	86.4	103.5	98.8	1.14x	0.95x
3. Quartil									1.13x	0.97x
Median									1.10x	0.94x
1. Quartil									1.05x	0.90x

5.5 Abkürzungsverzeichnis

ANAV	Adjusted Net Asset Value		Ina Invest	Ina Invest AG
ANAV-Methode	Adjusted Net Asset Value-Methode		JLL	Jones Lang LaSalle AG
bps	Basispunkte		NAV	Net Asset Value
BX Swiss	BX Swiss AG		NAV-Multiples	Net Asset Value-Multiples
Cham Group	Cham Group AG		Peer Group	Börsennotierte Vergleichsunternehmen
CH	Schweiz		SNB	Schweizerische Nationalbank
CHF	Schweizer Franken		SIX	SIX Swiss Exchange
DCF	Discounted Cashflow		SLI	Swiss Leader Index
DCF-Methode	Discounted-Cashflow-Methode		UEK	Übernahmekommission
GJ	Geschäftsjahr; Geschäftsjahre		VWAP	Volume-weighted average price (volumengewichteter Durchschnittspreis)
IFBC	IFBC AG		WACC	Weighted average cost of capital
IFRS	International Financial Reporting Standards		Wüest Partner	Wüest Partner AG
IMF	International Monetary Fund (International Währungsfonds)			

