

ULTIMA CAPITAL SA

Bewertungsgutachten

20. März 2025

Inhaltsverzeichnis

Impressum:

Die folgenden Personen von BDO waren an der Erstellung dieser Bewertung und des Berichts beteiligt:

Marcel Jans

Partner
Head Corporate Finance
Schweiz
Direkt: +41 44 444 37 55
E-Mail: marcel.jans@bdo.ch

Oliver Ambs

Direktor
Direkt: +41 44 444 37 52
E-Mail: oliver.ambs@bdo.ch

Jiaming Li

Senior Managerin
Direkt: +41 44 444 58 24
E-Mail: jiaming.li@bdo.ch

1 Einleitung	3	5 Anhang	24
Angebot von Alpine 2 an alle Publikumsaktionäre von Ultima	4	Screening-Verfahren der vergleichbaren Unternehmen	25
Unser Auftrag und unsere Informationsquellen	6	Handelsmultiplikatoren von Peerunternehmen per 18.Dezember 2024	26
Bewertungsverfahren und Anzahl berücksichtigter Namenaktien	7	Verwendete Abkürzungen und Definitionen	27
Bewertungsansatz, Bewertungsmethoden und -verfahren	8		
2 Über Ultima Capital SA	9		
Unternehmensprofil von Ultima	10		
Historische Analyse der Finanzkennzahlen	11		
In Ultima eingebrachte Vermögenswerte	13		
Finanzkennzahlen von Papacamp und Truegrip	14		
Liquiditätsanalyse der Ultima-Aktie	15		
3 Wertüberlegungen	16		
Bewertungsmethoden	17		
Herleitung des ANAV für Ultima	18		
Wert pro Aktie von Ultima	19		
Marktanalyse	20		
Analyse des Aktienkurses	21		
4 Gesamtbeurteilung	22		
Überblick über die Bewertungsergebnisse	23		

Section 1

Einleitung

Einleitung	Seite
Angebot von Alpine 2 an alle Publikumsaktionäre von Ultima	4
Unser Auftrag und unsere Informationsquellen	6
Bewertungsverfahren und Anzahl berücksichtigter Namenaktien	7
Bewertungsansatz, Bewertungsmethoden und -verfahren	8

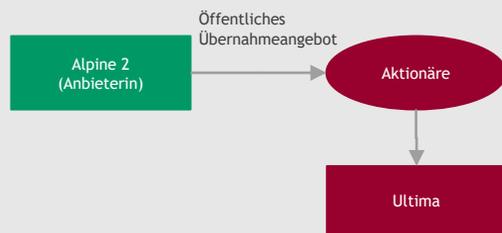
Angebot von Alpine 2 an alle Publikumsaktionäre von Ultima

Alpine 2 beabsichtigt, ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Aktien von Ultima zu unterbreiten (1/2)

Öffentliches Übernahmeangebot

- ▶ Alpine 2 beabsichtigt, ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Ultima Capital SA zu unterbreiten.

Name	Valor	Ticker	Wertpapierbörse
ULTIMA CAPITAL SA	49106400	ULITMA	BX Swiss Exchange



Gegenstand des Übernahmeangebots

Aktien, die Gegenstand des öffentlichen Übernahmeangebots sind	#	Datum
Bestehende Aktien	5'934'354	Vor dem 27.12.2024
Kapitalerhöhung	8'413'798	per 27.12.2024
davon Einbringung der Aktien	8'285'000	
davon Verrechnete Aktien	128'798	
Conversion-Aktien	666'666	Ende 2024
Gesamtzahl der ausstehenden dividendenberechtigten Aktien	15'014'818	
./. Vom Anbieter gehaltene Aktien	-2'505'445	
./. Aktien im Rahmen von Non-Tender Agreement	-12'358'573	
Aktien im Rahmen des Übernahmeangebots	150'800	

Ausgangslage und öffentliches Übernahmeangebot

- ▶ Alpine 2 SCSp («Alpine 2» oder «Anbieterin») ist eine nach luxemburgischem Recht bestehende Kommanditgesellschaft («Société en commandité spéciale») mit Sitz in Luxemburg.
- ▶ ULTIMA CAPITAL SA («Ultima» oder «Zielgesellschaft») ist eine Aktiengesellschaft nach schweizerischem Recht mit Sitz in Zug. Das Unternehmen wurde im Jahr 2018 gegründet. Die Aktien sind an der BX Swiss Exchange («BX») unter «ULTIMA» kotiert.
- ▶ Mit Voranmeldung vom 19. Dezember 2024 kündigte Alpine 2 die Absicht an, ein öffentliches Kaufangebot von CHF 105 (netto in bar) für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Ultima mit einem Nennwert von je CHF 0.10 zu unterbreiten. Das öffentliche Kaufangebot («Angebot») wird voraussichtlich am 21. März 2025 publiziert.
- ▶ Am 2. Dezember 2024, kündigte Ultima an, dass sie beabsichtigt, eine Reihe strategischer Transaktionen durchzuführen, um ihre Kapitalbasis zu stärken¹⁾. Die kommunizierten Transaktionen betreffen:
 - eine Kapitalerhöhung mit dem Ziel einer Mehrheitsbeteiligung durch Yoda PLC («Yoda»)²⁾ und einer zusätzlichen Investition von Atale Enterprise Limited («Atale»)³⁾, bei der Yoda und Atale Anteile an Ultima erwarben, als Gegenleistung für die Sacheinlage bestimmter Vermögenswerte und die Umwandlung sowie Rückzahlung bestimmter ausstehender Forderungen gegenüber Ultima,
 - die Umwandlung bestimmter Finanzinstrumente gegen Ausgabe von Ultima-Aktien aus bedingtem Kapital und
 - bestimmte damit verbundene Transaktionen und Vereinbarungen, einschliesslich der Rückzahlung bestimmter Schulden der Ultima und zusätzlich zur Finanzierung der Rückzahlung bestimmter Schulden der Ultima.
- ▶ Alle für diese Transaktionen erforderlichen Beschlüsse wurden anlässlich der ausserordentlichen Generalversammlung am 27. Dezember 2024 genehmigt. Dazu gehörte auch die Zustimmung zur Aufnahme einer Opting-out Klausel in die Statuten von Ultima, die von der Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots gemäss Artikel 135 FinfraG⁴⁾ befreit. Die Einführung der Opting-out Klausel hat keine Auswirkungen auf das Angebot.
- ▶ Im Rahmen dieser Transaktionen hat Alpine 2 zugestimmt, am 10. Dezember 2024 bestimmte Kauf- und Verkaufsoptionen für 2'090'633 Aktien der Ultima auszuüben. Infolgedessen hat die Beteiligung von Alpine 2 an Ultima den Schwellenwert von 33.33% der Stimmrechte überschritten und Alpine 2 ist somit verpflichtet, ein öffentliches Übernahmeangebot gemäss Artikel 135 FinfraG zu unterbreiten. Wie dargelegt, wird das Angebot für alle sich im Publikum befindlichen Aktien der Ultima unterbreitet. Öffentlich gehaltene Ultima-Aktien sind definiert als alle ausgegebenen Ultima-Aktien ausser:
 - 2'505'445 Aktien, die von der Anbieterin und/oder von einem ihrer verbundenen Unternehmen gehalten werden
 - 12'202'773 Aktien, die von Aktionären gehalten werden, die ein Non-Tender-Agreement zugunsten der Anbieterin eingegangen sind
- Insgesamt bezieht sich das Angebot somit auf maximal 150'800 Aktien.

Quelle: Ultima, BX, Analyse BDO

1) Ad-hoc Mitteilung vom 2. Dezember 2024, www.ultimatecapital.com/application/files/1317/3312/1060/20241202_Ultima_Capital_Ad_hoc_Disclosure_re_Transaction___EGM_Execution.pdf
 2) Yoda brachte 100% der Aktien ihrer 100%igen Tochtergesellschaft Papacamp Investments Limited («Papacamp»), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Nikosia, Zypern, ein.
 3) Atale brachte 100% der Aktien ihrer 100%igen Tochtergesellschaft Truegrip Ltd. («Truegrip»), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Nikosia, Zypern, ein.
 4) Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG), vom 19. Juni 2015

Angebot von Alpine 2 an alle Publikumsaktionäre von Ultima

Alpine 2 beabsichtigt, ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Aktien von Ultima zu unterbreiten (2/2)

Feststellung der Illiquidität und Anforderung eines Bewertungsgutachtens

- ▶ Die Ultima-Aktien gelten aus folgenden Gründen als illiquid im Sinne des schweizerischen Übernahmerechts:
 - Die Ultima-Aktie ist nicht im Swiss Leader Index («SLI») enthalten
 - Der Handel mit Ultima-Aktien erfüllt nicht die Bestimmung des Rundschreibens Nr. 2 der Übernahmekommission («UEK») betreffend den geforderten Median des täglichen Volumens der börslichen Transaktionen in den vollen 12 Monaten vor der Veröffentlichung der Voranmeldung.
- ▶ Das schweizerische Übernahmerecht verlangt in einem solchen Fall ein Bewertungsgutachten der Prüfstelle, um den Mindestpreis für eine Namenaktie der Ultima zu bestimmen.

Berücksichtigung der Transaktionen vom Dezember 2024 in der Bewertungsanalyse

- ▶ Als die Voranmeldung für das Übernahmeangebot am 19. Dezember 2024 veröffentlicht wurde, waren alle Informationen über die Transaktionen, die im Dezember 2024 stattfinden sollten, bereits öffentlich bekannt.
- ▶ Daher berücksichtigen wir in unserer Bewertungsanalyse alle finanziellen Auswirkungen der Transaktionen sowie die neue Anzahl der Ultima-Aktien.

Rechtliche Grundlagen für dieses Bewertungsgutachten

- ▶ Das Rundschreiben Nr. 2 der Übernahmekommission («UEK») regelt die Liquidität eines Beteiligungspapiers im Sinne des schweizerischen Übernahmerechts («Rundschreiben Nr. 2»):⁵⁾
 - Ein Beteiligungspapier, das im Swiss Leader Index («SLI») der Schweizer Börse SIX enthalten ist, gilt als liquid im Sinne von Art. 42 Abs. 4 der Finanzmarktinfrastrukturverordnung der FINMA («FinfraV-FINMA»).⁶⁾
 - Ein nicht im SLI enthaltenes Beteiligungspapier gilt als liquid im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens an der Börse in mindestens 10 der vollständigen 12 Monate vor der Veröffentlichung des Angebots oder der Voranmeldung gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Anteils des betreffenden Beteiligungspapiers («Free Float») ist.
- ▶ Die Ultima-Aktien sind nicht im SLI enthalten und gelten gemäss den Bestimmungen des Rundschreibens Nr. 2 als illiquid im relevanten Zeitraum der vollen 12 Monate vor der Veröffentlichung der Voranmeldung (Dezember 2023 bis November 2024). In vier der 12 Monaten haben keine Transaktionen von Ultima-Aktien stattgefunden (vgl. entsprechend Analyse im Kapitel 2).
- ▶ Da die Aktien von Ultima vor der Veröffentlichung der Voranmeldung als nicht liquid angesehen werden, verlangt Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA, dass von der Prüfstelle eine Unternehmensbewertung vorgenommen wird, um den Mindestpreis für eine Namenaktie von Ultima zu bestimmen.
- ▶ Der Bericht der Prüfstelle beschreibt die angewandten Bewertungsmethoden und herangezogenen Bewertungsgrundlagen und begründet, ob und in welchem Umfang bei der Festsetzung des Mindestpreises auf den Börsenkurs beziehungsweise auf den ermittelten Unternehmenswert abzustellen ist.

Berücksichtigung der Dezember-Transaktionen in dieser Bewertungsanalyse

- ▶ Ultima hat alle Informationen über die geplanten Transaktionen im Dezember 2024 sowie ihre Absicht, eine Opting-out Klausel von der Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Übernahmeangebots nach Artikel 135 FinfraV in den Statuten aufzunehmen, in der Ad-hoc-Mitteilung vom 2. Dezember 2024 erläutert. Ultima hat alle Parteien über die am 27. Dezember 2024 geplante ausserordentliche Generalversammlung zur Umsetzung dieser Punkte informiert.
- ▶ Per 9. Dezember 2024 hat die UEK das Gesuch bezüglich der Opting-out Klausel bewilligt, und die UEK ging in ihrer Entscheidung ausführlich auf die Dezember-Transaktionen ein.⁷⁾
- ▶ Zum Zeitpunkt der Voranmeldung am 19. Dezember 2024 waren alle Einzelheiten der neuen Struktur von Ultima öffentlich bekannt und bedurften nur noch der formellen Genehmigung durch die ausserordentliche Generalversammlung am 27. Dezember 2024. Dementsprechend werden alle Auswirkungen der Dezember-Transaktionen in unserer Bewertungsanalyse berücksichtigt.

5) UEK-Rundschreiben Nr. 2 «Liquidität im Sinn des Übernahmerechts» vom 26. Februar 2010 (Stand am 1. Januar 2016)

6) Finanzmarktinfrastrukturverordnung der Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FinfraV-FINMA) vom 3. Dezember 2015

7) UEK-Verfügung 892/01 vom 9. Dezember 2024

Unser Auftrag und unsere Informationsquellen

Unsere Bewertung basiert auf Informationen, die uns von Ultima und Alpine 2 zur Verfügung gestellt wurden sowie öffentlich zugänglichen Quellen

Umfang der Tätigkeit	Auftrag an BDO und Informationsgrundlagen
<ul style="list-style-type: none">▶ Der vorliegende Bewertungsbericht liefert eine Analyse des Mindestpreises für eine Ultima-Aktie im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots von Alpine 2 für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Ultima.	<ul style="list-style-type: none">▶ Basierend auf der dargestellten Ausgangslage wurde die BDO AG, Zürich («BDO» oder «uns») beauftragt, eine unabhängige Bewertung der Namenaktien von Ultima vorzunehmen. Die Einzelheiten unseres Auftrags sind in der Auftragsbestätigung vom 18. Dezember 2024 definiert.▶ BDO hat dieses Bewertungsgutachten als unabhängige Prüfstelle erstellt und erhält für ihre Leistungen ein marktübliches Honorar. BDO erhält weder eine Vergütung, die von den Aussagen in dieser Bewertung abhängt, noch ein Erfolgshonorar, falls die vorgeschlagene Transaktion erfolgreich abgeschlossen wird.
<ul style="list-style-type: none">▶ Der Bewertungsstichtag ist der 18. Dezember 2024.	<ul style="list-style-type: none">▶ Das hier vorliegende Bewertungsgutachten stellt keine Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung des Angebots von Alpine 2 dar. Das Bewertungsgutachten enthält weder eine Einschätzung der Auswirkungen, die eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann, noch macht es eine Aussage über den zukünftigen Wert einer Ultima-Aktie und den Preis, zu dem die im Rahmen des Angebots von Alpine 2 nicht angedienten Ultima-Aktien in Zukunft gehandelt werden können.
Wesentliche Dokumente	
<ul style="list-style-type: none">▶ Die Bewertung von BDO basiert unter anderem auf der Analyse der folgenden Informationen:▶ ULT Yoda Prospekt für Kapitalerhöhung▶ Ultima<ul style="list-style-type: none">• Geprüfte Geschäftsberichte für GJ2022 bis GJ2023• Zwischenabschluss per 30. Juni 2024 (ungeprüft)• Immobilienbewertungen für den Geschäftsbericht GJ2023 und den Zwischenabschluss per 30. Juni 2024▶ Papacamp<ul style="list-style-type: none">• Ungeprüfter Jahresabschluss GJ2023• Geprüfter Abschluss per 30. November 2024• Bewertung per 20. November 2024▶ Truegrip<ul style="list-style-type: none">• Geprüfter Abschluss per 30. November 2024• Bewertung per 20. November 2024▶ Kapitalmarkt- und Finanzdaten*▶ Andere öffentlich zugängliche Informationen*	<ul style="list-style-type: none">▶ Der Bewertungsbericht wird publiziert.▶ Die Bewertung basiert auf historischen Finanzdaten sowie auf die aktuellen Immobilienbewertungen, die uns vom Management von Ultima zur Verfügung gestellt wurden, sowie auf anderen Daten und Informationen, die auf der Website von Ultima öffentlich zugänglich sind. Eine Übersicht über die wichtigsten Dokumente und Informationen ist in der nebenstehenden Tabelle aufgelistet.▶ Wir hatten die Möglichkeit, Fragen an das Management von Ultima zu stellen und die erhaltenen Informationen sowie die hauptsächlichen Inputs für die geplante zukünftige Entwicklung zu diskutieren.▶ Unsere Bewertung basiert auf der Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen, die uns von Ultima zur Verfügung gestellten wurden. Es wird angenommen, dass die erhaltenen Informationen in angemessener Weise erstellt wurden und die aktuellsten Einschätzungen nach bestem Wissen der Geschäftsführung von Ultima widerspiegeln.▶ Unsere Verantwortung beschränkt sich daher auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen. Wir haben keine Prüfung oder Due Diligence gemäss dem Aktiengesetz durchgeführt.▶ Der Bewertungsstichtag ist der 18. Dezember 2024, der letzte Handelstag der Ultima-Aktie vor der Veröffentlichung der Voranmeldung am 19. Dezember 2024. Das Ergebnis der unabhängigen Bewertungsanalyse wurde der Anbieterin am 20. März 2025, dem letzten Handelstag von Veröffentlichung des öffentlichen Kaufangebots für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Ultima, zur Verfügung gestellt.▶ Die Informationen und Kriterien in diesem Dokument basieren auf dem zum Zeitpunkt der Erstellung des Berichts vorherrschenden Markt-, Geschäfts- und Wirtschaftsumfeld per 18. Dezember 2024, einschliesslich des zuvor genannten Ergebnisses der Dezember-Transaktionen. Nachträgliche Umstände können sich auf die Informationen auswirken, die als Grundlage für die vorliegende Analyse dienen. BDO ist nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nachträglich zu aktualisieren, zu verifizieren oder zu bestätigen.

* z.B. S&P Capital IQ, zitiert, wenn verwendet

Bewertungsverfahren und Anzahl berücksichtigter Namenaktien

Die Bewertung pro Aktie basiert auf insgesamt 15'014'818 ausstehenden Namenaktien

In der Bewertung berücksichtigte Aktien		
Bestimmung der ausstehenden Aktien	#	Datum
Bestehende Aktien	5'934'354	Vor dem 27.12.2024
Kapitalerhöhung	8'413'798	per 27.12.2024
davon Einbringung der Aktien	8'285'000	
davon Verrechnete Aktien	128'798	
Conversion-Aktien	666'666	Ende 2024
Gesamtzahl der ausstehenden dividendenberechtigten Aktien	15'014'818	

Quelle: Ultima, Analyse BDO

Bewertungsverfahren

- ▶ Wie in Kapitel 2 analysiert, gelten die Aktien von Ultima als illiquid im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA. Aufgrund dieser Illiquidität kann der Wert einer Ultima-Aktie nicht direkt aus dem Handelspreis der Aktie abgeleitet werden. Das geringe Handelsvolumen kann den Aktienkurs verzerren, da nicht alle aktuellen und kursrelevanten Informationen adäquat im Aktienkurs reflektiert werden. Bei der Bewertung der Ultima-Aktie wurden im Rahmen unserer Arbeit die folgenden Schritte durchgeführt:
 - Beschaffung und Analyse relevanter Informationen
 - Schriftliche Fragen an das Management von Ultima
 - Marktanalyse der Branche (Analyse vergleichbarer Unternehmen und Bestimmung einer Peer Gruppe)
 - Bewertung der Ultima-Aktien auf der Grundlage angemessener und anerkannter Bewertungsmethoden zum Bewertungsstichtag
 - Gesamtbeurteilung durch BDO (Werturteil)
- ▶ Die Bewertung wurde aus der Sicht aller Publikumsaktionäre von Ultima erstellt. Steuerliche und sonstige Auswirkungen als Folge der Annahme des Angebots seitens der Aktionäre wurden aufgrund der individuellen Anforderungen der Aktionäre nicht berücksichtigt.

Anzahl berücksichtigter Aktien

- ▶ Anfang Dezember 2024 existierten insgesamt 5'934'354 Ultima-Aktien mit einem Nennwert von je CHF 0.10. Wie auf Seite 4 dieses Bewertungsberichts beschrieben, fanden im Dezember 2024 mehrere Transaktionen zur Stärkung der Kapitalbasis von Ultima statt. Im Zuge dieser Transaktionen hat Ultima eine Kapitalerhöhung durchgeführt und insgesamt 8'413'798 neue Aktien ausgegeben:
 - Insgesamt 8'285'000 neue Aktien («Einbringungsaktien») werden im Rahmen einer Sacheinlage durch Yoda (100% der Aktien von Papacamp) und Atale (100% der Aktien von Truegrip) eingebracht.
 - Insgesamt wurden 128'798 Aktien («Verrechnungsaktien») an Alpine 1 SCs, Luxemburg ausgegeben, zur Verrechnung einer Forderung gegen Ultima in Höhe von rund CHF 7.7 Millionen.
- ▶ Zum Zeitpunkt der Kapitalerhöhung wurde ein bedingtes Aktienkapital, bestehend aus 1'981'984 Namenaktien, am 27. Dezember 2024 in die Statuten von Ultima aufgenommen, das für Finanzierungen, Akquisitionen und andere Zwecke verwendet wird. Ende 2024 wurden 666'666 Ultima-Aktien («Conversion Shares») aus der verbleibenden Pflichtwandelanleihe in Höhe von CHF 40 Mio. mit Fälligkeit im Jahr 2028 umgewandelt. Diese Wandelaktien wurden aus dem bedingten Kapital ausgegeben, sodass eine verbleibende Gesamtzahl von 1'315'318 Aktien aus dem bedingten Kapital bleibt, die nicht zu den ausstehenden Namenaktien gehören.
- ▶ Zum Bewertungsstichtag sind somit 15'014'818 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.10 ausgegeben. Ultima hält keine eigenen Aktien. Die relevante Anzahl ausstehender Namenaktien entspricht somit 15'014'818 dividendenberechtigten Namenaktien. Zum Bewertungsstichtag hat die Ultima keine Genussscheine ausgegeben.

Bewertungsansatz, Bewertungsmethoden und -verfahren

Unterschiedliche Bewertungsmethoden wurden für die Bewertung angewandt

Bewertungsmethoden & Wertkennzahlen	Bewertungsansatz
Net Asset Value Methode <ul style="list-style-type: none">▶ Adjustierter Net Asset Value («ANAV»)	<ul style="list-style-type: none">▶ Für Ultima wird der Mindestpreis je ausstehende Namenaktie zum Bewertungsstichtag 18. Dezember 2024, dem letzten Handelstag der Ultima-Aktie vor Publikation der Voranmeldung für das öffentliche Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Ultima, ermittelt. Der Wert je Aktie wurde unter der Annahme ermittelt, dass Ultima ihre Geschäftstätigkeit unter der derzeitigen Aktionärsstruktur fortsetzt.
Marktmethode <ul style="list-style-type: none">▶ Multiplikatorenverfahren	<ul style="list-style-type: none">▶ Die Bewertung basiert auf dem aktuellen Geschäftsmodell und der derzeitigen operativen Ausrichtung von Ultima. Auswirkungen zukünftiger Akquisitionen und mögliche Synergien, die durch die Zusammenarbeit mit Investoren erzielt werden könnten, wurden nicht berücksichtigt. Grundlage für unsere Arbeit ist daher eine «stand-alone» Betrachtung.
Analyse des Aktienkurses von Ultima <ul style="list-style-type: none">▶ Analyse des Aktienkurses während der letzten vollen 12 Monate vor der Voranmeldung▶ Analyse VWAP (60 Tage) des Aktienkurses während der letzten vollen 12 Monate vor der Voranmeldung	<p>Bewertungsmethoden und Vorgehen</p> <ul style="list-style-type: none">▶ Im Hinblick auf das allgemeine Verständnis ist der Börsenkurs eines börsenkotierten Unternehmens ein ausreichender Indikator für den Wert einer Aktie oder den Wert eines Unternehmens. Dies setzt jedoch voraus, dass der Handel hinreichend liquid ist, d.h. dass eine ausreichend hohe Anzahl von Aktien des Unternehmens regelmässig gehandelt wird. Der Massstab, der bestimmt, ob der Handel mit einer Aktie genügend liquid ist, ist im Rundschreiben Nr. 2 der UEK festgelegt. Wie im folgenden Kapitel «Wertüberlegungen» aufgezeigt wird, ist der Handel mit den Aktien von Ultima nicht ausreichend liquid im Sinne des Rundschreibens Nr. 2 der UEK. Folglich eignet sich der Börsenkurs nicht als Basis für die Ermittlung des Mindestpreises. Um den fairen Wert einer Ultima-Aktie zu ermitteln, werden deshalb alternative Bewertungsmethoden angewendet, wie die in der nebenstehenden Tabelle aufgelistet sind.▶ Der Wert von Ultima und der daraus resultierende Wert je Namenaktie von Ultima wurden primär auf Basis der Adjustierten Net Asset Value Methode («ANAV») ermittelt.▶ Um die Ergebnisse dieser Methode zu plausibilisieren, wurden zusätzliche Bewertungsmethoden wie die Analyse vergleichbarer Unternehmen (Multiplikatorenverfahren basierend auf Peer Gruppe-Analyse) herangezogen.▶ Neben der Analyse der Liquidität der Aktie gemäss Rundschreiben Nr. 2 der UEK wurden auch die historische Entwicklung der gezahlten Preise pro Aktie und das Handelsvolumen an der BX analysiert.▶ Einzelheiten zu den ausgewählten Methoden und den entsprechenden Ergebnissen sind in Kapitel 3 zu finden.

Section 2

Über Ultima Capital SA

Über Ultima Capital SA	Seite
Unternehmensprofil von Ultima	10
Historische Analyse der Finanzkennzahlen	11
In Ultima eingebrachte Vermögenswerte	13
Finanzkennzahlen von Papacamp und Truegrip	14
Liquiditätsanalyse der Ultima-Aktie	15

Unternehmensprofil von Ultima

Ultima besitzt, entwickelt und verwaltet ein Portfolio von Residenzen, Chalets, Villen und Grundstücke, die sich über verschiedene Immobilien erstrecken und luxuriöse Hotelservices mit der Privatsphäre einer Luxusresidenz verbinden

Ultima auf einen Blick	
Gründungsjahr	2018
Börsenkotierung (BX) / Ticker	2019 / ULTIMA
Hauptsitz	Zug/Schweiz
Anzahl der Mitarbeiter (HJ1 2024)	65
Rechnungslegungsstandard	Swiss GAAP FER
Revisionsstelle	KPMG SA
Marktkapitalisierung per 18. Dezember 2024	CHF 520.1 Millionen

Ultima und ihre Vermögenswerte vor den Transaktionen im Dezember 2024

- ▶ Ultima Capital SA besitzt, entwickelt und betreibt zusammen mit ihren Tochtergesellschaften 48 Luxusimmobilien verteilt über 11 Regionen in der Schweiz, Frankreich und Griechenland.
- ▶ Alle Immobilien befinden sich an den beliebtesten Reisezielen für sehr vermögende Privatpersonen, in erstklassigen Skigebieten, Küstengebieten und Stadtvierteln. Ultima bietet Dienstleistungen an, die auf die Bedürfnisse sehr wohlhabender Personen während ihres gesamten Aufenthalts zugeschnitten sind. Dazu gehören Chauffeure, Butler und Köche, Housekeeping und Concierge-Dienste. Zum Bewertungsstichtag bestand das Investmentportfolio aus Immobilienprojekten in unterschiedlichen Entwicklungsphasen.
- ▶ Die Immobilien in der Schweiz, Frankreich und Griechenland werden von Unternehmen gehalten, die sich vollständig im Besitz von Ultima als ultimative Muttergesellschaft befinden.

Investitionsportfolio von Ultima



		1 Schweiz									2 Frankreich			3 Griechenland		Andere					
		G Staad			Arrow Property Holding SA (CH)			Faith Mountain AG (CH)			Limitless Holding SA (CH)			Silicum S.A. (LUX)		Zephir I S&rt (LUX)	Luna Capital Investment SA (LUX)	Eclipse Capital Investment SA (LUX)	Bliss GP SA (LUX)	Ultima Capital UK Ltd. (UK)	Ultima Quai Wilson S&rt (CH)
		G Staad Main Chalet	G Staad Residences	Chesery AG Gstaad (CH)	Crans-Montana 1	Crans-Montana 2	Crans-Montana 3	Schönried	Cologny (Geneva Area)	Mies (Geneva Area)	Megève 1	Megève 2	Cannes	Courchevel		Korfu					
Eigentümerschaft 1	Ultima Capital SA Total																				
Eigentümerschaft 2																					
Eigentum																					
Land		Schweiz			Schweiz			Schweiz			Frankreich		Frankreich		Griechenland		Schweiz				
Status		Operativ			Operativ			Operativ			Operativ		Operativ		Operativ		Operativ		Laufend		
Bewertung Zustand heute in Millionen CHF ¹⁾	981	106	97	84	108	23	21	103	80	44	39	4	103			146	23				
Geschätzter Wert bei Fertigstellung in Millionen CHF ²⁾	1'149	106	97	86	108	44	56	200	83	44	39	15	103			146	23				
Beschreibung		1 Chalet	7 Residenzen, 1 Chalet	2 Chalets, Eröffnung HY1 2025	2 Chalets	1 Chalet, Konstruktion, zu entscheiden	3 Chalets, Konstruktion, zu entscheiden	6 Residenzen, 3 Chalets, voraussichtlich er Start im Jahr 2027	2 Villen, voraussichtlich Inbetriebnahme 2025	1 Villa	2 Chalets	Konstruktion, zu entscheiden	Historisches Landgut mit zwei Villen und Ferienhäusern	13 Chalets, Personalgebäude mit 16 Wohnungen		1 Villa	Keine Immobilien			Wohngebäude mit 5 Wohnungen, Inbetriebnahme 2025	

alle Unternehmen befinden sich zu 100 % im Besitz von Ultima als oberster Muttergesellschaft

1) gemäss Zwischenabschluss per 30. Juni 2024, der Wechselkurs per Bewertungsstichtag, sofern Bewertungen in EUR erstellt wurden

2) gemäss Schätzungen im Jahresabschluss per 30. Juni 2024, der Wechselkurs per Bewertungsstichtag, sofern die Bewertungen in EUR erstellt wurden (nicht Schweizer Immobilien)

3) Die Immobilie wurde verkauft und ab dem 16. Dezember 2024 zurückgemietet, Ultima wird die Immobilie betreiben

Quelle: Ultima, Analyse BDO

Historische Analyse der Finanzkennzahlen

Seit Mitte 2023 hat Ultima einen Strategiewechsel vollzogen und bewirtschaftet alle Immobilien selbst

Konsolidierte Erfolgsrechnung

in Millionen CHF	FY2021	FY2022	FY203	HY1 2024*
Mieteinnahmen Renditeliegenschaften	7.3	11.2	5.7	
Royalties	0.4	0.5	0.2	
Mieteinnahmen aus selbst bewirtschafteten Immobilien	4.1	4.3	11.5	3.0
Erträge aus Nebendienstleistungen	0.7	0.7	0.4	0.6
Sonstige Einnahmen	1.6	0.1	0.0	2.1
Total	14.2	16.8	17.9	5.8
<i>Wachstum von Jahr zu Jahr</i>	<i>29.8%</i>	<i>18.3%</i>	<i>6.5%</i>	<i>n.a.</i>
Direkte Kosten für selbst bewirtschaftete Immobilien	-0.5	-0.8	-1.5	-0.7
Personalkosten	-1.3	-1.1	-6.1	-4.5
Sonstige operative Kosten	-4.2	-4.7	-7.8	-8.9
EBITDA	8.2	10.0	2.6	-3.8
Neubewertung von Renditeliegenschaften	20.8	-2.7	21.2	n.a.
EBITDA nach Neubewertung	29.0	7.6	23.8	-3.8
EBIT	26.5	4.5	9.9	-24.1
<i>Anzahl Mitarbeitende</i>	<i>15</i>	<i>19</i>	<i>113</i>	<i>65</i>

Kommentare zum Geschäftsverlauf

- ▶ Durch die Etablierung im Markt flachte die Wachstumskurve von 30% im GJ 2021 auf 6.5 % im GJ2023 ab. Mieteinnahmen aus Renditeliegenschaften sind Mieteinnahmen, die dem Eigentümer für die Nutzung einer Immobilie zufließen, während die Immobilie von einem Dritten gegen eine Verwaltungsgebühr verwaltet wird. Bei den Mieterträgen aus selbst bewirtschafteten Immobilien handelt es sich um Immobilien, die von den Eigentümern selbst bewirtschaftet werden.
- ▶ Zwischen dem GJ2022 und dem GJ2023 hat sich die Gewichtung der Umsatzanteile zwischen Renditeliegenschaften und selbst bewirtschafteten Liegenschaften zugunsten der selbst bewirtschafteten Liegenschaften verschoben, da Ultima die Gesellschaft ULT Management im Juli 2023 erworben hat, die die Liegenschaften (mit Ausnahme von Crans-Montana) bis Juni 2023 im Rahmen eines Leasing-Vertrags betrieben hat. Seit dem Erwerb im Juli 2023 werden alle Liegenschaften durch Ultima selbst verwaltet und betrieben. Dieser Wechsel steht im Einklang mit der Strategie von Ultima, sich zu einer operativen Immobiliengesellschaft zu entwickeln. Die Ergebnisse des ersten HJ2024 zeigen, dass keine Einnahmen aus Renditeliegenschaften erzielt wurden. Mit dieser Umstellung beinhalten die Einnahmen im ersten HJ2024 erstmalig einen saisonalen Effekt aus Sommer- und Winterbetrieb, da die Immobilien nicht mehr fix vermietet, sondern direkt verwaltet werden. Da Ultima Immobilien hauptsächlich in Skigebieten hält, sind die Wintermonate entsprechend umsatzstärker.
- ▶ Die Royalties wurden durch ULT Management im Rahmen des Leasingvertrages bis zur Übernahme im Juni 2023 gezahlt.
- ▶ Die historischen Betriebsgewinne (EBITDA) wurden bis Juni 2023 durch Gewinne und Verluste aus Marktwertänderungen der Renditeliegenschaften beeinflusst. Seit Juli 2023 sind alle Renditeliegenschaften in selbst bewirtschaftete Liegenschaften umklassifiziert und daher nicht mehr zu Marktwerten, sondern zu Anschaffungskosten abzüglich kumulierter Abschreibungen und Wertminderungen ausgewiesen. Veränderungen des Portfoliowertes werden über die Abschreibungen und nicht mehr auf Stufe EBITDA erfasst.
- ▶ Die direkten Aufwendungen für selbst bewirtschaftete Immobilien betreffen den Einkauf von Lebensmitteln und Getränken, Kosten für Spa-Einrichtungen sowie Strom. Durch die Umstellung auf selbst bewirtschaftete Immobilien sind diese Kosten seit Juli 2023 höher als zuvor.
- ▶ Der Anstieg der Personalkosten im GJ2023 ist auf die Übernahme von ULT Management zurückzuführen, wodurch Ultima zu einem operativen Unternehmen wurde, das mit eigenen Mitarbeitern das Geschäft sowohl auf Unternehmens- als auch auf Immobilienebene verwaltet. Im Juni 2024 beschäftigte Ultima 65 Mitarbeiter (113 Mitarbeiter per Ende GJ2023).
- ▶ Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen IT-Kosten, allgemeine Verwaltungskosten, Marketing, Kommunikation, Rechtsberatung, Prüfungskosten und Versicherungskosten.

* Letzte veröffentlichte konsolidierte Finanzdaten

Quelle: Ultima, Analyse BDO

Historische Analyse der Finanzkennzahlen

Seit Mitte 2023 hat Ultima einen Strategiewechsel vollzogen und bewirtschaftet alle Immobilien selbst

Konsolidierte Bilanz				
in Millionen CHF	FY2021	FY2022	FY203	HY1 2024*
Umlaufvermögen	27	27	19	20
Immobilien	991	1'010	1'047	1'058
Sonstige Vermögenswerte	1	2	67	60
Gesamtvermögen	1'019	1'039	1'133	1'138
Kurzfristige Verbindlichkeiten	120	34	47	64
Langfristige Verbindlichkeiten	347	447	499	512
Latente Steuerverbindlichkeiten	118	118	120	118
Total Eigenkapital	434	440	466	444
Verbindlichkeiten und Eigenkapital	1'019	1'039	1'133	1'138
NAV (in CHF)	73.4	74.1	78.5	74.8

Vermögenswerte und Verbindlichkeiten

Der ausgewiesene Wert der Liegenschaften hat sich zwischen GJ2021 und GJ2024 von CHF 991 Millionen auf CHF 1'058 Millionen erhöht, insbesondere aufgrund der Entwicklung des Portfolios für die Immobilien Gstaad Promenade, Cologny und Quai Wilson 33 in Genf. Die Änderung des Geschäftsmodells im Jahr 2023 und der Kauf von ULT Management haben sich auf die Bewertungsgrundsätze ausgewirkt, da alle Renditeliegenschaften zu selbst bewirtschafteten Liegenschaften umklassifiziert wurden und nicht mehr zu Marktwertwerten, sondern zu Anschaffungskosten abzüglich kumulierter Abschreibungen und Wertminderungen bewertet werden.

Per 30. Juni 2024 belaufen sich die langfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten auf CHF 512 Millionen. Seit dem GJ2021 hat sich diese Position entsprechend dem Erwerb und der Entwicklung der Immobilien erhöht. Die Beleihungsquote (Loan to value ratio)⁸⁾ stieg von 35.1% im GJ2021 auf 48.4% per 30. Juni 2024.

Per 30. Juni 2024 beläuft sich das Eigenkapital in der Bilanz auf CHF 444 Millionen. Der Net Asset Value («NAV») pro Aktie beträgt CHF 74.8.

Zusätzlich zu den in der konsolidierten Bilanz ausgewiesenen Werten zu Anschaffungskosten abzüglich kumulierter Abschreibungen beauftragt Ultima halbjährlich unabhängige Immobiliengutachter mit der Erstellung von Marktwertgutachten für die einzelnen Immobilien. Alle im Bau befindlichen oder zu errichtenden Immobilien werden zum jeweiligen Bewertungszeitpunkt und zum Zeitpunkt der Fertigstellung zu Marktwerten bewertet.

Am 16. Dezember 2024 hat Ultima über die Limitless Holding SA, die sich zu 100% in ihrem Besitz befindet, den Verkaufsvertrag für alle Aktien der Société anonyme du Quai du Léman, der Eigentümerin der Immobilie in Quai Wilson 33, einem Wohngebäude an bester Lage in Genf, abgeschlossen. Im Rahmen dieser Transaktion wurde mit dem neuen Eigentümer ein Mietvertrag abgeschlossen, in dessen Rahmen Ultima für die Bewirtschaftung der Immobilie zuständig ist. Nach dem Umbau soll die Immobilie im Frühjahr 2025 in Betrieb genommen werden.

Immobilie	Land	Kategorie	Buchwert 30.06.2024 ¹⁾	Marktwert Zustand heute ²⁾	Bewertung bei Fertigstellung ²⁾
Gstaad Main Chalet	Schweiz	Fertiggestellt	106.0	106.1	106.1
Gstaad Residences	Schweiz	Fertiggestellt	95.6	97.1	97.1
Crans-Montana 1	Schweiz	Fertiggestellt	100.0	108.0	108.0
Mies (Geneva Area)	Schweiz	Fertiggestellt	44.2	44.3	44.3
Megève 1	Frankreich	Fertiggestellt	40.3	40.3	40.3
Cannes	Frankreich	Fertiggestellt	106.9	105.6	105.6
Courchevel (incl. Staff chalet)	Frankreich	Fertiggestellt	130.3	150.1	150.1
Corfu	Griechenland	Fertiggestellt	22.1	24.2	24.2
Total abgeschlossen			645.3	675.7	675.7
Gstaad Promenade / Chesery	Schweiz	Im Bau	84.4	84.4	85.7
Geneva, Quai Wilson, 33	Schweiz	Im Bau	111.7	118.8	120.3
Cologny (Geneva Area)	Schweiz	Im Bau	69.1	79.5	83.1
Total im Bau			265.2	282.8	289.0
Crans-Montana 2	Schweiz	Zu bauen	21.3	22.8	43.7
Crans-Montana 3	Schweiz	Zu bauen	19.4	20.9	56.3
Schönried	Schweiz	Zu bauen	103.1	103.1	199.6
Megève 2	Frankreich	Zu bauen	3.4	4.1	15.2
Total zu bauen			147.1	150.9	314.8
Total			1'057.7	1'109.5	1'279.6

alle Zahlen in Millionen CHF

¹⁾ gemäss Zwischenabschluss, 30. Juni 2024, inklusive Mobiliar (total CHF 7.1 Mio.)

²⁾ gemäss Zwischenabschluss, 30. Juni 2024, Bewertungsgutachten erstellt durch CAA Cheseaux Audit & Consulting LLC, Zürich. Die Immobilien in Frankreich und Griechenland wurden in EUR bewertet und dann in CHF umgerechnet

* Letzte veröffentlichte konsolidierte Finanzdaten

Quelle: Ultima, Analyse BDO

8) Beleihungsquote (Loan to value ratio) = Wert der langfristigen Verbindlichkeiten / Wert der Immobilien

In Ultima eingebrachte Vermögenswerte

Die Immobilienportfolios, die in Ultima eingebracht werden, fokussieren auf Luxusresidenzen, Villen und Resorts in Griechenland

Eingebrachte Vermögenswerte



Eingebrachte Vermögenswerte

► Im Dezember 2024 haben die beiden Aktionäre Yoda und Atale neue Ultima-Aktien durch Einbringung von 100% der Anteile an Papacamp (Yoda) und Truegrip (Atale) erworben. Beide Unternehmen besitzen und betreiben mit ihren Tochtergesellschaften Luxusresidenzen, Resorts und Villen in Griechenland. Mit den eingebrachten Vermögenswerten erweitert Ultima ihr Portfolio auf 79 Residenzen, Chalets, Villen, Resorts, Bauten und Grundstücke, die sich auf 15 Resorts an 14 Standorten verteilen.

Eingebrachte Vermögenswerte von Papacamp und Truegrip

► Die von Papacamp und von Truegrip über ihre jeweiligen Tochtergesellschaften eingebrachten Vermögenswerte bestehen aus einem kombinierten Immobilienportfolio mit einem geschätzten Wert von rund CHF 500 Millionen. Truegrip ist ausschliesslich an einem operativen Resort in Glyfada investiert. Papacamp verfügt neben einem operativen Investment im gleichen Resort über weitere Investitionen, die zwischen 2025 und 2027 in Betrieb genommen werden sollen. Mit Ausnahme von Kataskinoseis Mykonou SA (90%) und Papalon Investments Ltd (30%) werden alle Investitionen von Papacamp und Truegrip zu jeweils 100% gehalten.

Ultima Capital SA (CH) Gruppenstruktur und Immobilien - eingebrachte Vermögenswerte							
		Griechenland					
Eigentümerschaft 1	Ultima Capital SA total	Papacamp Investment Limited				Truegrip Ltd.	
Eigentümerschaft 2		Kataskinoseis Mykonou SA (GR)	Mykonos Asset Management SMSA (GR)	Starvil Asset Management SMSA (GR)	Papalon Investments Ltd / MHV Bluekey One Single Member SA (GR)	O&O Property Single Member SA (GR)	
Eigentum		Mykonos AQABA Hotels ①	Mykonos AQABA Villas ②	Athens, Ambassador Villa / Villa Ziller ③	Glyfada, One&Only Villas ④	Paros Island, Porto Paros Resort ⑤	Glyfada, One&Only Villas ⑥
Ultimatives Eigentum		90%	100%	100%	100%	30%	100%
Status		Laufend	Laufend	Laufend	Operativ	Laufend	Operativ
Geschätzter Wert bei Fertigstellung in Millionen EUR ¹⁾		378.0	30.2	19.1	31.3	278.3	15.7
Geschätzter Wert bei Fertigstellung in Millionen CHF ²⁾	486.1	318.1	28.2	17.9	29.3	78.1	14.6
Beschreibung		Voraussichtliche Fertigstellung im Jahr 2026	Voraussichtliche Fertigstellung im Jahr 2026	1 Villa, voraussichtliche Fertigstellung in der ersten Hälfte 2025	2 Villen in einer Villenanlage	Resort, voraussichtliche Fertigstellung im Jahr 2027	1 Villa in einem Villenkomplex, wie in Papacamp

Papacamp und Truegrip sind beide 100%ige Tochtergesellschaften von Ultima

¹⁾ KROLL Bewertungsbericht, Bewertung zu 100% für jedes Resort

²⁾ Wechselkurs von EUR / CHF von 0.9351 (ICTax per 18.12.2024) und unter Berücksichtigung der Beteiligung von Ultima an der Immobilie

Quelle: Ultima, Analyse BDO

Finanzkennzahlen von Papacamp und Truegrip

Papacamp und Truegrip sind Immobilieninvestmentgesellschaften, die über Beteiligungen Immobilien in Griechenland besitzen

Bilanz per 30. November 2024				
Konsolidierte geprüfte Bilanzen per 30.11.2024	Papacamp		Truegrip	
	in Millionen EUR	in Millionen CHF ¹⁾	in Millionen EUR	in Millionen CHF ¹⁾
Umlaufvermögen	3.6	3.3	0.0	0.0
Immobilien	458.6	428.8	15.7	14.6
Sonstige Vermögenswerte	105.4	98.6	0.0	0.0
Gesamtvermögen	567.5	530.7	15.7	14.6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	16.1	15.1	3.2	3.0
Langfristige Verbindlichkeiten	0.0	0.0	0.0	0.0
Latente Steuerverbindlichkeiten	66.2	61.9	2.7	2.6
Total Eigenkapital	455.9	426.3	9.7	9.1
Minderheiten	29.3	27.4	0.0	0.0
Verbindlichkeiten und Eigenkapital	567.5	530.7	15.7	14.6

¹⁾ Wechselkurs EUR / CHF 0.9351 (ICTax per 18.12.2024)

Bewertung KROLL per 20. November 2024			
Papacamp	Wert der Objekte	Marktwert sonstige Vermögenswerte/ Verbindlichkeiten	Total Marktwert
Katsakinois Mykonou SA ²⁾	378.0	-38.8	339.1
Mykonos Asset Management SMSA	30.2	2.6	32.7
Starvil Asset Management SMSA	50.4	0.5	50.9
Total in Millionen EUR	458.6	-35.8	422.7
Papalon Investments Limited ³⁾	83.5	14.6	98.1
Papacamp sonstige Vermögenswerte			0.8
Total in Millionen EUR	542.0	-21.2	521.6
Umgerechnet in Millionen CHF ⁴⁾	506.8	-19.8	487.8
Truegrip	Wert der Objekte	Marktwert sonstige Vermögenswerte/ Verbindlichkeiten	Total Marktwert
O&O Property Single Member SA	15.7	0.0	15.7
Total in Millionen EUR	15.7	0.0	15.7
Umgerechnet in Millionen CHF ⁴⁾	14.6	0.0	14.6
Total in Millionen EUR	474.2	-35.8	537.3
Umgerechnet in Millionen CHF ⁴⁾	521.5	-19.8	502.4

²⁾ Ohne Minderheitsanteil von 10%

³⁾ 30% des Immobilienwertes

⁴⁾ Wechselkurs EUR / CHF 0.9351 (ICTax per 18.12.2024)

Quelle: Ultima, Analyse BDO

Vermögenswerte und Verbindlichkeiten per 30. November 2024

- ▶ Für den Kapitalerhöhungsprospekt wurden für die beiden Gesellschaften Papacamp und Truegrip konsolidierte geprüfte Jahresabschlüsse per 30. November 2024 erstellt.
- ▶ Beide Unternehmen sind reine Immobiliengesellschaften mit Immobilien in Griechenland, wie auf der vorhergehenden Seite beschrieben. Die Vermögen der Gesellschaften bestehen ausschliesslich aus den von Tochtergesellschaften gehalten Immobilien, die zu Marktwerten gemäss Bewertungen der externen Bewertungsfirma Kroll Advisory Ltd. bilanziert werden.
- ▶ Der Erwerb der Anteile an der Papalon Investment, einer 30 % Beteiligung an der Insel Paros, Porto Paros Resort, wurde in der geprüften Bilanz von Papacamp unter den Finanzanlagen (sonstige Vermögenswerte) ausgewiesen.
- ▶ Beide Gesellschaften haben keine langfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten. Die einzigen langfristigen Verbindlichkeiten der beiden Gesellschaften betreffen latente Steuerverbindlichkeiten.
- ▶ Da Papacamp 90% der Aktien der Kataskinoseis Mykonou SA besitzt und diese zu 100% konsolidiert, muss das Unternehmen die Minderheitsbeteiligung von 10% ausweisen.
- ▶ Per 30. November 2024 belaufen sich die NAV von Papacamp auf CHF 426.3 Millionen, unter Berücksichtigung des Marktwerts der Immobilien und der latenten Steuerschulden, ohne die nicht beherrschenden Anteile.
- ▶ Per 30. November 2024 belaufen sich die NAV von Truegrip auf CHF 9.1 Millionen, unter Berücksichtigung des Marktwerts der Immobilien und der latenten Steuerschulden.

Bewertung erstellt durch Kroll Advisory Ltd

- ▶ Per 20. November 2024 hat Kroll Advisory Ltd., die von Papacamp und Truegrip indirekt gehaltenen Immobilien zu ihren Marktwerten bewertet. Diese Werte wurden in den dargestellten geprüften Bilanzen berücksichtigt.
- ▶ Für alle Investitionen (Immobilien und sonstige Nettovermögenswerte) von Papacamp und Truegrip ermittelte Kroll einen Marktwert von EUR 537 Millionen, umgerechnet in CHF zum Bewertungszeitpunkt von rund CHF 500 Millionen.
- ▶ Dieser Wert berücksichtigt keine latenten Steuerverbindlichkeiten auf Gruppenebene, wie in den geprüften konsolidierten Bilanzen dargestellt.

Liquiditätsanalyse der Ultima-Aktie

Gemäss Rundschreiben Nr. 2 der UEK kann die Ultima-Aktie nicht als liquide betrachtet werden, die Aktie wurde nur an 15 Börsentagen in 8 der 12 vollständigen Monate vor der Voranmeldung gehandelt

Analyse und Schlussfolgerung

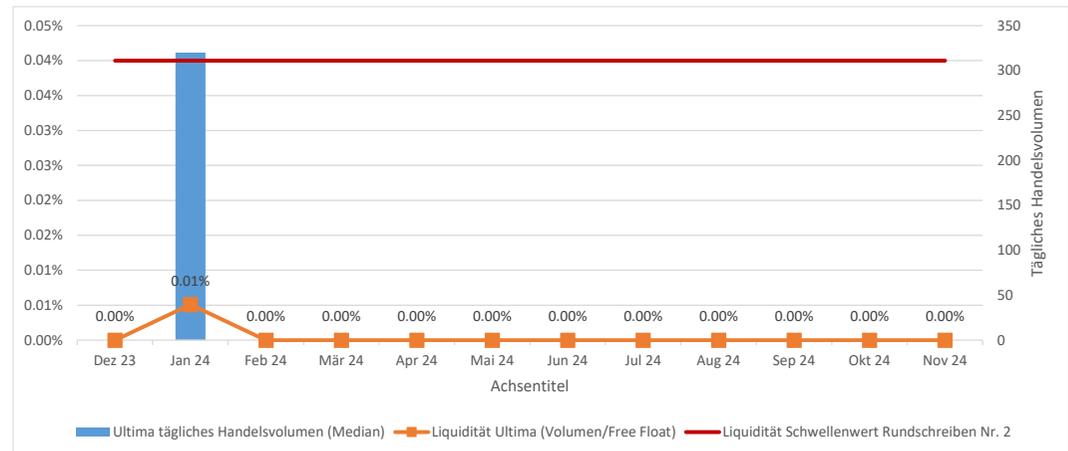
- ▶ Unsere Analyse hat ergeben, dass im relevanten Zeitraum vor der Voranmeldung (1. Dezember 2023 bis 30. November 2024) der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der Ultima-Aktien die erforderliche Schwelle von 0.04 % nicht erreicht hat.
- ▶ Nur in acht der insgesamt 12 Monate bzw. nur an 15 Tagen der insgesamt möglichen 250 Börsentagen wurden Ultima-Aktien an der BX gehandelt.
- ▶ Aufgrund der nahezu nicht vorhandenen Handelsaktivitäten wurde die erforderliche Liquiditätsschwelle niemals erreicht. Daher gelten die Aktien von Ultima im Sinne der UEK (Rundschreiben Nr. 2) als nicht liquid.
- ▶ Das geringe Handelsvolumen führt dazu, dass der Aktienkurs verzerrt sein kann, da nicht alle aktuellen und kursrelevanten Informationen direkt im Aktienkurs widerspiegelt sind.

Handelsvolumen und Liquidität der Ultima-Aktien im Rahmen des Rundschreibens Nr. 2 der UEK

- ▶ Gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 2 gilt eine Aktie einer Gesellschaft, die nicht an der SLI kotiert ist, als liquide, wenn der monatliche Median des täglichen Volumens der Börsentransaktionen in mindestens zehn der 12 vollen Monate vor der Veröffentlichung des öffentlichen Kaufangebots gleich oder grösser ist als 0.04% des handelbaren Anteils des betreffenden Titels (Free Float).
- ▶ In der nachstehenden Grafik ist die erforderliche Liquiditätsschwelle von 0.04% durch die rote Linie gekennzeichnet. Die Grafik zeigt den monatlichen Median des täglichen Handelsvolumens der Ultima-Aktien über den relevanten Beobachtungszeitraum der 12 Monate vom 1. Dezember 2023 bis zum 30. November 2024. Es ist zu erkennen, dass die Liquiditätsschwelle in der Betrachtungsperiode nie erreicht wurde.
- ▶ Da die Ultima-Aktien nur sehr begrenzte Handelsaktivitäten in den beobachteten 12 vollständigen Monaten vor der Voranmeldung erlebt haben, weist nur ein Monat (Januar 2024) von den acht Monaten, in den ein Handel stattgefunden hat, ausreichende tägliche Handelsaktivität auf, um einen Median von über null zu erreichen.

Liquidität und Handelsvolumen der Ultima-Aktien von Dezember 2023 bis November 2024

Monat	Anzahl der Handelstage insgesamt	Handelstage für Ultima-Aktien	Tägliches Handelsvolumen (Median)
Dez 23	22	1	0
Jan 24	19	3	320
Feb 24	21	4	0
Mär 24	20	0	0
Apr 24	21	0	0
Mai 24	20	1	0
Jun 24	20	1	0
Jul 24	23	0	0
Aug 24	21	1	0
Sep 24	21	1	0
Okt 24	23	1	0
Nov 24	21	0	0



Quelle: S&P Capital IQ, BX, Analyse BDO

Section 3

Wertüberlegungen

Wertüberlegungen	Seite
Bewertungsmethoden	17
Herleitung des ANAV für Ultima	18
Wert pro Aktie von Ultima	19
Marktanalyse	20
Analyse des Aktienkurses	21

Bewertungsmethoden

Der ANAV ist die primäre Bewertungsmethode für eine Ultima-Aktie

Bewertungsmethoden		
Ertragsmethoden	Marktmethoden	Kostenmethoden
DCF-Methode*	Handels-Multiplikatoren	(Adjustierter) Substanzwert / (A)NAV
Excess Earnings	Transaktions-Multiplikatoren	Kosten für Ersatz / die Wiederbeschaffung
Primäre Methode		
Ergänzende Methode		
Nicht anwendbar		

Die DCF-Methode wurde von den Immobiliengutachtern zur Bewertung der Immobilien angewandt.

ANAV-Ansatz - allgemeines Bewertungsschema

Buchwert Total Aktiva	./. Buchwert Gesamtschulden	./. Latente Steuerschulden
	= Buchwert Eigenkapital (NAV)	
Nettoanpassung der Aktiven und Passiven		./. Barwert der Gemeinkosten
		= ANAV (÷ Anzahl der ausstehenden Aktien) = Wert pro Aktie

Quelle: BDO

Bewertungsmethoden

- ▶ Bei der Bewertung eines Unternehmens kann generell zwischen der Ertrags-, Markt- und Kostenmethode unterschieden werden.
 - Bei der Ertragsmethode wird ein Unternehmen auf der Grundlage des erwarteten Cashflows oder der erwarteten Einkommensströme bewertet, die das Unternehmen in Zukunft erwirtschaften wird.
 - Mittels Marktmethoden wird der Wert auf der Grundlage der Einschätzung von externen Marktteilnehmern ermittelt. Handelsmultiplikatoren zeigen, wie ähnliche börsenkotierte Unternehmen (Peer Gruppe) als Multiplikator einer Profitabilitätskennzahl («KPI»), wie Umsatz, EBITDA oder EBIT, von der Börse bewertet werden. Transaktionsmultiplikatoren zeigen auf, was Dritte in der Vergangenheit für vergleichbare Unternehmen tatsächlich gezahlt haben, ausgedrückt als Multiplikator eines KPI.
 - Bei der Kostenmethode werden die Werte unter der theoretischen Überlegung abgeleitet, dass ein umsichtiger Investor für einen Vermögenswert oder ein Unternehmen nicht mehr bezahlen wird als die Kosten, um ihn durch einen neuen, identischen oder ähnlichen Vermögenswert oder ein Unternehmen zu ersetzen.

Angewandte Bewertungsmethoden

- ▶ Zur Ableitung des Marktwerts von Ultima und zur Bestimmung des Werts je Ultima-Aktie haben wir die Methode des adjustierten Substanzwertes («ANAV») angewandt, der zur Gruppe der Kostenmethode gehört.
 - Eine wirtschaftlich sinnvolle Bewertung der von Immobiliengesellschaften gehaltenen Immobilien erfolgt nach Best Practice auf Basis des Substanzwertes («NAV»), wobei die Bewertung des Unternehmens als Ganzes in einer erweiterten Betrachtung unter Verwendung des ANAV durchgeführt wird.
 - Aus der Perspektive der Bilanz entspricht der NAV eines Immobilienunternehmens dem Eigenkapital als Summe der Aktiven abzüglich der Gesamtschulden und wird als Ausgangspunkt für die Bewertung betrachtet. Sind die Immobilien in der Bilanz mit einem DCF-Ansatz bewertet werden, kann der Eigenkapitalwert (NAV) eines Immobilienunternehmens als wirtschaftlich korrekte Ausgangsbasis angesehen werden, da die projizierten zukünftigen Cashflows aus dem Besitz und der Nutzung der Immobilien bis zum Bewertungsstichtag diskontiert werden. Durch zugrunde liegende DCF-Werte für die Immobilien wird das Immobilienunternehmen zukunftsorientiert bewertet. Wenn die Immobilien in der Bilanz nicht mit einem DCF-Ansatz bewertet werden, müssen diese Werte auf einen DCF-Wert angepasst werden, um die wirtschaftlich korrekte Ausgangslage abzubilden.
 - Um eine zukunftsorientierte Bewertung für ein Immobilienunternehmen vorzunehmen, müssen mögliche Anpassungen an anderen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten berücksichtigt werden. Ergänzend muss der Barwert von operativen Betriebskosten auf Unternehmensebene berücksichtigt werden, die nicht in der Immobilienbewertung enthalten sind. Solche Kosten werden als Pauschalbetrag der prognostizierten diskontierten Cash-Outflows ermittelt.
 - Durch die Berücksichtigung von Gemeinkosten und allen notwendigen Anpassungen der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten (wie latente Steuerschulden aus Unterschieden zwischen Buchwert und Marktwert) wird der NAV als Ausgangspunkt in den ANAV überführt. Der ANAV geteilt durch die Anzahl der ausstehenden Aktien zum Bewertungsstichtag ergibt den Wert pro Aktie.

Herleitung des ANAV für Ultima

Der ANAV ist die primäre Bewertungsmethode für eine Ultima-Aktie

ANAV- Ansatz - Adjustiertes Bewertungsschema für Ultima		
Buchwert der Vermögenswerte 30.06.2024	./. Buchwert Gesamtschulden 30.06.2024	
	= NAV 30.06.2024 aufgezinnt auf 18.12.2024	./. Latente Steuerschulden 18.12.2024
Nettoanpassungen Marktwerte von Immobilien und Gesamtschulden 18.12.2024		./. Barwert Gemeinkosten 18.12.2024
		= ANAV 18.12.2024 (+ Anzahl der ausstehenden Aktien) = Wert pro Aktie
Sacheinlage & «Dezember-Transaktionen»		

Angewandte Bewertungsmethode

- ▶ Ausgangspunkt für die Ermittlung des ANAV von Ultima ist die Bilanz per 30. Juni 2024 gemäss Swiss GAAP FER. Der NAV, der den Wert des Eigenkapitals darstellt, ergibt sich im Wesentlichen aus der Differenz zwischen dem Wert der Immobilien und den langfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten.
- ▶ Seit 2023 bilanziert Ultima ihre Renditeliegenschaften zu Anschaffungskosten abzüglich kumulierter Abschreibungen und etwaiger Wertminderungen. Zusätzlich werden die Immobilien für die jährliche und halbjährliche Berichterstattung von unabhängigen qualifizierten Bewertungsunternehmen gemäss DCF-Methode bewertet. Die neuesten Analysen dieser Bewertungsunternehmen wurden uns zur Verfügung gestellt, so dass wir die Buchwerte der Immobilien an den DCF-Wert anpassen konnten.
- ▶ Bei den Finanzverbindlichkeiten wird keine Anpassung vorgenommen:
 - Rund 96.57% der Finanzverbindlichkeiten per 30. Juni 2024 sind durch die Immobilien besichert und/oder garantiert. Die meisten Objekte wurden im Jahr 2019 erworben, mit Ausnahme der im Jahr 2020 erworbenen Immobilie Gstaad Promenade. In den Jahren 2019 und 2020 blieben die langfristigen Hypothekarzinsen in der Schweiz auf historisch tiefem Niveau. Im Jahr 2021 begannen diese Zinssätze zu steigen und schwankten stark. Im Vergleich zu den Jahren 2019 und 2020 ist das Zinsniveau im Jahr 2024 immer noch höher. Per 31. Dezember 2023 liegt eine detaillierte Übersicht über die Konditionen und die Höhe des Darlehens vor. Somit sind 82.41% aller Finanzverbindlichkeiten variabel verzinslich, wie z.B. SARON CHF 3M, BIL Swiss refinancing rate und EURIBOR 3M. Dazu kommen neue Darlehen in Höhe von rund 27.3 Mio. CHF, die im ersten HJ2024 aufgenommen wurden. Insgesamt wurde auf eine Anpassung der Finanzverbindlichkeiten verzichtet, da der Grossteil der Darlehen den aktuellen Marktkonditionen entspricht.
- ▶ Bei Ultima sind die folgenden Punkte zu berücksichtigen:
 - Wie in der Ausgangssituation erwähnt, hat Ultima am 27. Dezember 2024 («Dezember-Transaktionen») neue Aktien gegen Sacheinlagen in Form von Anteilen an anderen Immobiliengesellschaften ausgegeben (Papacamp und Truegrip).
 - Diese Immobiliengesellschaften brachten eigene Liegenschaften ein und ihre NAV-Zusammensetzung ähnelt der von Ultima, wobei die Immobilien die wichtigsten Vermögenswerte dieser Gesellschaften darstellen und die langfristigen Verbindlichkeiten entsprechend hoch sind. Die Gutachten zum Verkehrswert der Immobilien per 20. November 2024, die von unabhängigen und qualifizierten Bewertungsunternehmen erstellt wurden, wurden uns zur Verfügung gestellt.
 - Bestimmte Finanzinstrumente wurden durch die Ausgabe von Ultima-Aktien aus dem bedingten Kapital von Ultima umgewandelt, was zu einer veränderten Schuldenstruktur per 30. Juni 2024 führte.
- ▶ Es wurde keine Bilanz zum Jahresende 2024 erstellt, die die Auswirkungen der Kapitalerhöhung berücksichtigt. Daher haben wir den NAV per 30. Juni 2024 entsprechend angepasst. Anpassungen für Unterschiede zwischen den Buchwerten und den Marktwerten von Immobilien und anderen Vermögenswerten sowie Schulden wurden, soweit erforderlich, vorgenommen. Anschliessend haben wir die Sum-of-the-parts-Methode angewendet, um den eingebrachten Eigenkapitalwert von Papacamp und Truegrip zu berücksichtigen.

Sum-of-The-Parts method (SOTP)

- ▶ Die Sum-of-the-Parts-Methode ist ein Ansatz zur Bewertung eines Unternehmens, bei dem der Wert jedes Geschäftssegments oder jeder Tochtergesellschaft separat bewertet und dann addiert wird, um den Gesamtwert des Unternehmens zu ermitteln.

Quelle: BDO

Wert pro Aktie von Ultima

Der Wert pro Ultima-Aktie beträgt CHF 67.23, unter Berücksichtigung der im Rahmen der Kapitalerhöhung eingebrachten Vermögenswerte und sonstigen Anpassungen

Herleitung des ANAV und Wert pro Aktie

- A** Der ANAV von Ultima wird auf der Grundlage der letzten verfügbaren Bilanz von Ultima zum 30. Juni 2024 berechnet.
- B** Zur Ableitung des ANAV zum 18. Dezember 2024 wurden bestimmte Anpassungen NAV per 30. Juni 2024 vorgenommen.

Ableitung des Eigenkapitalwertes von Ultima	
in Millionen CHF	18.12.2024*
Total Vermögenswerte 30. Juni 2024	1'138
./. Total Verbindlichkeiten 30. Juni 2024	-694
= Net Asset Value (NAV) / Wert des Eigenkapitals	444
Δ Marktwert/Buchwert der Immobilien im Besitz von Ultima	52
Auswirkungen des Verkaufs von Quai Wilson, 33	34
= NAV angepasst an die Marktwerte der Immobilien 30.06.2024	529
= NAV angepasst an die Marktwerte der Immobilien 18.12.2024	540
Δ Fremdwährungsdifferenzen für nicht-Schweizer Liegenschaften	-3
Barwert aus dem Betrieb von Quai Wilson, 33	91
./. Barwert der sonstigen Gruppenkosten	-88
+ Anpassung für in Aktien umgewandelte Verbindlichkeiten	33
+ NAV Sacheinlage Papacamp	428
+ NAV Sacheinlage Truegrip	9
= Total ANAV	1'009
Anzahl der ausstehenden Aktien (#)	15'014'818
ANAV pro Aktie in CHF	67.23

* Sofern nicht anders angegeben

Anpassungen für ANAV

- 1** Die Immobilien sind zu den Baukosten abzüglich Abschreibungen in Höhe von CHF 1'057.6 Millionen bilanziert. Wir haben diese Werte um CHF 52 Millionen an die von den externen Experten ermittelten Marktwerte von CHF 1'109.5 Millionen angepasst. Die in den Bilanzen gebildeten latenten Steuerverbindlichkeiten basieren auf diesen Bewertungsdifferenzen.
- 2** Der Verkauf der Liegenschaft Quai Wilson 33 wirkt sich mit einem Nettoeffekt von CHF 34 Millionen auf die Bewertung aus. Die Summe setzt sich zusammen aus einem Abzug von CHF 7 Millionen als Differenz zwischen Buchwert (CHF 111.7 Millionen) und Marktwert (CHF 118.8 Millionen) auf der Vermögensseite und einer Reduktion auf den bilanzierten latenten Steuerverbindlichkeiten (CHF 1 Million) und der Anpassung für das mit Aktien der Limitless Holding SA gesicherte Darlehen von CHF 40 Millionen auf der Schuldenseite.
- 3** Der um die Liegenschaftswerte und Quai Wilson 33 adjustierte NAV per 30. Juni 2024 wurde mit dem gewichteten WACC von 4.61% gemäss Kroll auf den Bewertungsstichtag aufgezinnt.
- 4** Die Immobilien in Frankreich und Griechenland wurden in EUR bewertet und zum Stichtag des Abschlusses per 30. Juni 2024 in CHF umgerechnet. Die Wechselkursdifferenzen am Bewertungsstichtag belaufen sich auf EUR 3 Millionen. In Übereinstimmung mit der Eidgenössischen Steuerverwaltung haben wir einen Wechselkurs EUR/CHF von 0.9351 verwendet.
- 5** Nach der Fertigstellung im Frühjahr 2025 wird Ultima das verkaufte Quai Wilson 33 betreiben. Für die Bewertung wurde ein durchschnittlicher jährlicher Netto-Cashflow nach Steuern von CHF 3.3 Mio. und ein Diskontierungssatz von 4.50% basierend auf der Bewertung von Kroll (Mai 2024) verwendet. Basierend auf diesen Annahmen beträgt der Barwert des Geschäfts CHF 91 Millionen und wird zum ANAV addiert.
- 6** Betriebskosten, in direktem Zusammenhang mit den Liegenschaften, sind in den Liegenschaftsbewertungen enthalten. Für die nicht in den Liegenschaftsbewertungen enthaltenen Kosten wurde ein jährlicher steuerbereinigter Netto-Mittelabfluss von CHF 3.8 Mio. berücksichtigt. Unter Anwendung eines Steuersatzes von 12% für den Kanton Zug und dem gewichteten WACC von 4.61% gemäss Kroll, ergibt sich ein Wert von CHF 88 Millionen. Dieser Wert wird vom ANAV abgezogen.
- 7** Zum Zeitpunkt der Kapitalerhöhung wurden lang- und kurzfristige Finanzschulden in Höhe von insgesamt CHF 33 Millionen in neue Ultima-Aktien umgewandelt. Diese Umwandlung führte zu einer geringeren Verschuldung und somit zu einer Erhöhung des ANAV.
- 8** Der Net Asset Value der eingebrachten Aktien von Papacamp und Truegrip in Höhe von CHF 426 Millionen bzw. CHF 9 Millionen wurde dem ANAV hinzugerechnet, wobei die Werte vom 30. November 2024 auf den Bewertungsstichtag mit einem gewichteten Diskontsatz von 6.50% gemäss Kroll aufgezinnt wurden.
- 9** Unter Berücksichtigung dieser Anpassungen beträgt der ANAV per 18. Dezember 2024 CHF 1'009 Millionen. Dividiert durch die Gesamtzahl von 15'014'818 ausstehenden Aktien nach Kapitalerhöhung ergibt sich ein Wert pro Aktie von CHF 67.23.

Quelle: Ultima, Analyse BDO

Marktanalyse

Der Handelsmultiplikatoren-Ansatz basiert auf den vergleichbaren kotierten Unternehmen

Übersicht der Ergebnisse

- Der Buchwert des Eigenkapitals zum 18. Dezember 2024 steht im Einklang mit der Anfangsberechnung der ANAV auf der vorherigen Seite:

Marktanalyse in Millionen CHF	
NAV angepasst an die Marktwerte der Immobilien 18.12.2024	540
NAV Sacheinlage Papacamp	428
NAV Sacheinlage Truegrip	9
Fremdwährungsdifferenzen für nicht-Schweizer Liegenschaften	-3
Total Buchwert Eigenkapital zum 18.12.2024	974
1 Latente Steuerschulden (LS)*	118
Total Buchwert Eigenkapital ohne LS	1'093

*Gemäss der zugrundeliegenden Bilanz hat Ultima keine latenten Steueraktiven ausgewiesen

- Mit dem Handelsmultiplikatoren-Ansatz wird der ermittelte ANAV-Wert plausibilisiert:

Ableitung des Eigenkapitalwertes von Ultima			
	2 MW/BW	in Millionen CHF	# CHF/Aktie
Median 5y	0.93x	1'015	15'014'818 3 67.59
Median 18. Dezember 2024	0.95x	1'038	15'014'818 4 69.13

Handelsmultiplikatoren

- Um den Wert von ANAV zu plausibilisieren, haben wir den Wert pro Aktie gemäss von Handelsmultiplikatoren hergeleitet. Bei diesem Ansatz wird der Wert pro Aktie gemäss Marktdaten ausgewählter kotierter Schweizer Immobiliengesellschaften ermittelt, deren Aktien ausreichend liquide sind. Eine detaillierte Übersicht über das Screening-Verfahren findet sich im Anhang zu diesem Bericht.
- Der Preis von Beteiligungspapieren an Immobiliengesellschaften und Immobilienfonds liegt häufig innerhalb der Spanne ihres NAV zu Marktwerten und wird mit diesen verglichen. Die Differenz lässt sich durch das Verhältnis von Marktwert zu Buchwert ausdrücken.
- Da die latenten Steuern oft unterschiedlich berechnet werden und nicht direkt vergleichbar sind, ist die Berechnung gemäss NAV ohne latente Steuern vorzuziehen. Wir haben deshalb die bilanzierten langfristigen latenten Steueraktiven und -schulden aus NAV aus den Gesellschaften der Vergleichsgruppe und Ultima* eliminiert.
- Unsere Analyse hat gezeigt, dass das Markt-Buchwert-Verhältnis («MW/BW») der börsenkotierten Schweizer Immobiliengesellschaften im Durchschnitt über 5 Jahre (60 Datenpunkte - von Dezember 2019 bis November 2024) im Median bei etwa 0.93x liegt. Eine Stichtagsanalyse per 18. Dezember 2024 zeigt einen Medianwertverhältnis von 0.95x (Ableitung siehe Anhang), das ebenfalls nahe bei 1.0x liegt.
- Wir haben Markt-Buchwert-Verhältnis Multiplikatoren auf den Buchwert des Eigenkapitals von Ultima angewandt und den Wert des Eigenkapitals je Aktie wie folgt ermittelt:
 - CHF 67.59 basierend auf dem Median der letzten 60 vollen Monate vor der Bewertung
 - CHF 69.13 basierend auf dem Median von Peerunternehmen zum Bewertungsstichtag
- Die mit der Multiple-Analyse ermittelten Werte sind im Bereich des ANAV. Allerdings sind diese Werte nur bedingt aussagekräftig:
 - Die Portfolios der Vergleichsgesellschaften sind grösser und diversifizierter
 - Die Vergleichsgesellschaften haben keine saisonalen Effekte oder Abhängigkeiten von Jahreszeiten
 - Die Vergleichsunternehmen bieten teilweise auch ergänzende Dienstleistungen an, wie z.B. Hauswartungen, Unterhaltsdienstleistungen und agieren als Generalunternehmer.

Quelle: Ultima, S&P Capital IQ, Analyse BDO

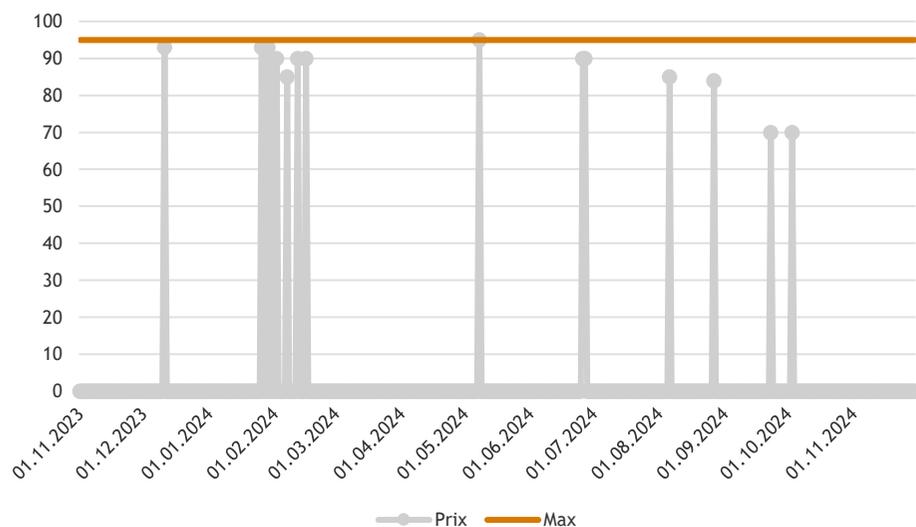
Analyse des Aktienkurses

In den letzten 12 Monaten bewegte sich der Aktienkurs zwischen CHF 70 bis CHF 95. Ultima-Aktien sind nicht liquide im Sinne des geltenden Schweizer Übernahmerechts. Es gibt nicht genügend Handelstage, um für jeden Handelstag einen 60-Tage-VWPA zu berechnen

Entwicklung des Aktienkurses in den letzten zwölf vollständigen Monaten

- Die nachstehende Grafik zeigt die Entwicklung des Aktienkurses der Namenaktie während des Betrachtungszeitraums vom 1. Dezember 2023 bis 30. November 2024. Seit dem Höchststand von CHF 90.00 im Mai 2024 hat sich der Aktienkurs stetig nach unten bewegt und lag Ende Oktober 2024 bei CHF 70.00.

Performance	Datum	Aktienkurs
Höchster Schlusskurs	08.05.2024	CHF 95.00
Tiefster Schlusskurs	23.09.2024 03.10.2024	CHF 70.00
Schlusskurs	30.11.2024	Keine Transaktion

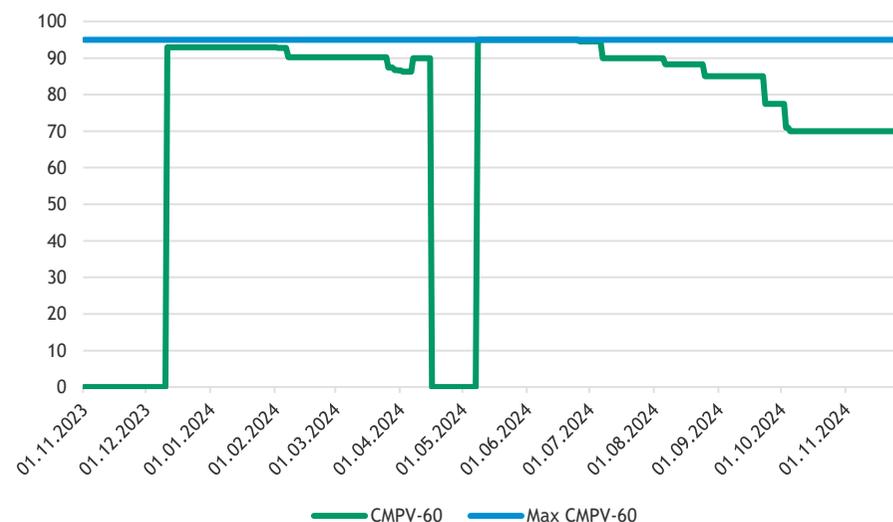


Quelle: S&P Capital IQ, BX, Analyse BDO

Entwicklung des VWAP in den letzten zwölf vollständigen Monaten

- Die Grafik zeigt den 60-tägigen volumengewichteten Durchschnittskurs (VWAP 60) der Namenaktie über den Betrachtungszeitraum vom 1. Dezember 2023 bis 30. November 2024. Der VWAP 60 liegt in einer Bandbreite zwischen CHF 70.00 und CHF 95.00 und einem Schluss-VWAP von CHF 70.00 per Ende November 2024.

Performance	Datum	VWAP (60 Tage)
Höchster VWAP (60 Tage)	08.05.2024	CHF 95.00
Tiefster VWAP (60 Tage)	01.11.2023 - 10.12.2024 16.04.2024 - 07.05.2024	n.a.
Schlusskurs VWAP (60 Tage)	30.11.2024	CHF 70.00



Section 4

Gesamtbeurteilung

Gesamtbeurteilung

Seite

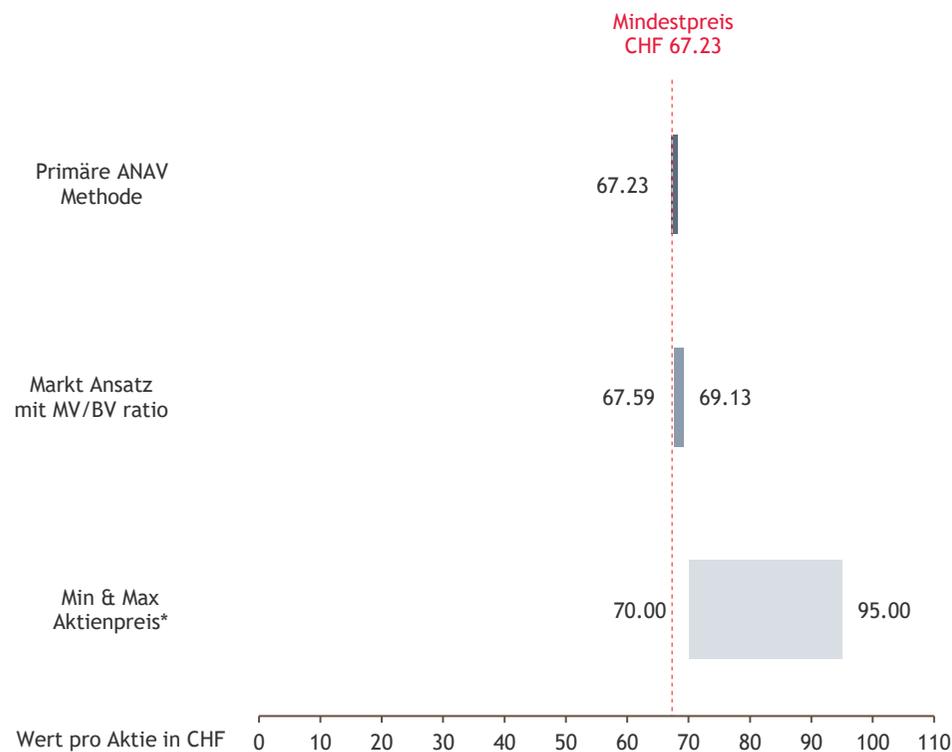
Überblick über die Bewertungsergebnisse

23

Überblick über die Bewertungsergebnisse

Basierend auf unserer Bewertung beträgt der Mindestpreis CHF 67.23 pro Namenaktie von Ultima

Bewertungsübersicht (CHF pro Namenaktie von Ultima)



* für die Periode vom 01.12.2023 bis 30.11.2024

Quelle: BDO

Schlussfolgerungen unserer Arbeiten

- ▶ Die Grafik zeigt unsere Bewertungsergebnisse zum 18. Dezember 2024, dem letzten Handelstag vor Veröffentlichung der Voranmeldung für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Ultima.
- ▶ Mit dem ANAV ergibt sich ein Wert pro Aktie von CHF 67.23.
- ▶ Die Wertbandbreite für eine Ultima-Aktie liegt gemäss Marktmethoden für den Median der Markt-/Buchwerte der Peer Gruppe zwischen CHF 67.59 und CHF 69.13.
- ▶ Der Aktienpreis bewegte sich im Zeitraum vom 1. Dezember 2023 bis 30. November 2024 zwischen CHF 70.00 und CHF 95.00.
- ▶ Auf der Grundlage der angewandten Bewertungsmethoden und der vorstehenden Überlegungen gehen wir vom Ergebnis des ANAV als wertbestimmende Grundlage aus und ermitteln somit einen Wert von CHF 67.23 pro Ultima Aktie als Mindestpreis gemäss Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA.
- ▶ Das vorliegende Bewertungsgutachten wurde am 20. März 2025 fertiggestellt.

Marcel Jans
Partner

Oliver Ambs
Direktor

Section 5

Anhang

Anhang	Seite
Screening-Verfahren der vergleichbaren Unternehmen	25
Handelsmultiplikatoren von Peerunternehmen per 18.Dezember 2024	26
Verwendete Abkürzungen und Definitionen	27

Anhang A

Screening-Verfahren der vergleichbaren Unternehmen

Screening-Verfahren	Kriterium	Anzahl Peers
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Unsere Analyse basiert auf den Daten aus der Capital IQ Datenbank. ▶ Da der Hauptmarkt von Ultima Immobilienunternehmen sind, haben wir in unserer Analyse nur Unternehmen aus diesem Sektor berücksichtigt. ▶ Wir haben nur Unternehmen berücksichtigt, die in der Schweiz kotiert sind, um die Vergleichbarkeit aus Sicht der Rechnungslegung zu gewährleisten. <ol style="list-style-type: none"> 1 Gemäss S&P Capital IQ gibt es in der Schweiz 17 Unternehmen, die an diesem Primärmarkt notiert sind. 2 Ultima selbst wird in der Gruppe nicht berücksichtigt. 3 4 der 16 Unternehmen wurden aufgrund ihres Geschäftsprofils aus der Vergleichsgruppe ausgeschlossen. 4 Da sich die alternative Bewertungsmethode auf die Marktkapitalisierung bezieht, wird die Liquidität der Aktien der Unternehmen gemäss FinfraV-FINMA untersucht. Für diese Analyse benötigen wir bestimmte Finanzmarktdaten wie die tägliche Marktkapitalisierung und die Anzahl der Aktien im Streubesitz. Für 6 der 12 Unternehmen liegen keine ausreichenden Daten für diese Analyse vor. 5 In Bezug auf die Anforderungen der FinfraV-FINMA sind nur 4 der 6 Unternehmen liquide. 	1 Anzahl der in der Schweiz kotierten Unternehmen im Bereich der Immobiliengesellschaften (primär) gemäss CIQ per 21.01.2025	17
	2 Ultima selbst wird nicht berücksichtigt	16
	3 Davon: 4 Unternehmen wegen nicht vergleichbarem Geschäftsprofil aus der Vergleichsgruppe ausgeschlossen	12
	4 Davon: 6 Unternehmen haben keine ausreichenden Daten für den Liquiditätstest	6
	5 Davon: nur 4 Unternehmen haben den Liquiditätstest bestanden	4

Quelle: S&P Capital IQ, Analyse BDO

Anhang B

Handelsmultiplikatoren von Peerunternehmen per 18. Dezember 2024

in Millionen CHF	Buchwert zum 18.12.2024			NAV exkl. Latente Steuern	Marktkapitalisierung	MV/BV Multiplikatoren
	Eigenkapital	Latente Steueraktiven	Lateten Steuerschulden			
Intershop Holding AG	934.95	0.272	129.70	1'064.38	1'168.78	1.10x
Mobimo Holding AG	1'917.80	0.313	263.02	2'180.51	2'093.64	0.96x
PSP Swiss Property AG	5'263.95	2.197	971.18	6'232.93	5'825.22	0.93x
Swiss Prime Site AG	6'677.86	8.715	1'329.07	7'998.21	7'518.11	0.94x
Medianwert						0.95x

Quelle: S&P Capital IQ

Anhang C

Verwendete Abkürzungen und Definitionen

Abkürzung	Definition
AG	Aktiengesellschaft
Alpine 2	Alpine 2 SCSp (Anbieterin)
ANAV	Adjustierter Net Asset Value (Adjustierter Substanzwert)
Atale	Atale Enterprise Limited
BDO	BDO AG
Bewertungstichtag	18. Dezember 2024
BW	Buchwert
BX	BX Swiss Exchange
CHF	Schweizer Franken
TCHF	Schweizer Franken in Tausend
DCF	Discounted Cash flow
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
FinfraG	Finanzmarktinfrastukturgesetz
FinfraV	Finanzmarktinfrastukturverordnung
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
GJ20..	Geschäftsjahr 20..
HJ	Halbjahr

Abkürzung	Definition
ICTax	Income & Capital Taxes, Eidgenössische Steuerverwaltung
KPI	Leistungsindikator
LS	Latente Steuerschulden
Management	Management von Ultima
Max	Maximum
NAV	Net Asset Value (Substanzwert)
Min	Minimum
MW	Marktwert
n.a.	Nicht verfügbar/nicht zutreffend
Papacamp	Papacamp Investments Limited
SOTP	Sum-of-The-Parts Methode
SLI	Swiss Leader Index der SIX Swiss Exchange
Truegrip	Truegrip Ltd.
UEK	Eidgenössische Übernahmekommission
Ultima	ULTIMA CAPITAL SA, Zug, Switzerland (Zielgesellschaft)
VWAP-60	Volumengewichteter Durchschnittskurs über 60 Handelstage
Yoda	Yoda PLC

Quelle: Ultima

IDEAS | PEOPLE | TRUST

