

Fairness Opinion Valora

**Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen
Übernahmeangebots durch Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A. de C.V. für
die ausstehenden Aktien der Valora Holding AG**

Fairness Opinion Valora

Inhalt

1	Einleitung	Seite 4
2	Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse	Seite 9
3	Bewertung	Seite 22
4	Beurteilung	Seite 40
5	Anhang	Seite 43

Fairness Opinion Valora

I Einleitung

I.1	Ausgangslage	Seite 4
I.2	Unser Auftrag	Seite 5
I.3	Vorgehen	Seite 6
I.4	Quellen	Seite 7

I Einleitung

I.1 Ausgangslage



Valora ist ein führender, an der SIX Swiss Exchange kotierter Einzelhandelskonzern

Die Valora Holding AG («Valora» oder «das Unternehmen») ist ein in der Schweiz ansässiges und in den Bereichen Retail und Food Service tätiges Einzelhandelsunternehmen. Im Segment Retail betreibt das Unternehmen mit kiosk, avec, ServiceStore DB, cigo, U-Store und P&B kleinflächige Verkaufsformate, an denen Tabak-, Presse- und Convenience-/Food-Produkte für den täglichen Bedarf verkauft werden. Mit bekannten Formaten wie Brezelkönig, Ditsch, BackWerk, Back-Factory und Caffè Spettacolo verfügt Valora im Bereich Food Service über ein ausgedehntes Netzwerk an Verkaufsstellen für Backwaren sowie kleinere Mahlzeiten und Snacks für unterwegs. Mithilfe eigener Produktionsstätten für Brezelprodukte in Europa und den USA beliefert Valora sowohl das eigene B2C-Netzwerk als auch Kunden im B2B-Bereich und profitiert dabei von seiner integrierten Wertschöpfungskette.

Insgesamt ist das Unternehmen an rund 2'700 hochfrequentierten Standorten in der Schweiz, Deutschland, Österreich, Luxemburg und den Niederlanden vertreten. Insgesamt sind im Netzwerk von Valora rund 15'000 Mitarbeitende beschäftigt.

Der Hauptsitz von Valora befindet sich in Muttenz. Im Geschäftsjahr («GJ») 2021 erzielte die Gruppe einen Nettoumsatz von CHF 1.8 Mrd. und einen EBITDA (vor IFRS 16) von CHF 84.5 Mio. Die Aktien von Valora sind seit 2. August 1996 an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert. Per 4. Juli 2022 lag die Marktkapitalisierung des Unternehmens bei CHF 749.5 Mio. Das Aktienkapital von Valora besteht aus 4'390'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1.00.¹

Am 4. Juli 2022 schlossen Valora und Fomento Economico Mexicano, S.A.B. de C.V. («FEMSA») eine Transaktionsvereinbarung ab, wonach sich FEMSA bereit erklärte, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot («das Angebot») für alle sich im Publikum befindlichen Namensaktien von Valora zu unterbreiten oder durch eine Tochtergesellschaft unterbreiten zu lassen. Das Angebot wurde am 5. Juli 2022 nach Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung und vor Eröffnung des Handels an der SIX von FEMSA vorangekündigt. Der Angebotspreis beträgt CHF 260.0 in bar pro Valora-Aktie («Angebotspreis»).

¹ Quellen: SIX Swiss Exchange und Management-Angaben von Valora.

I.2 Unser Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion umfasst eine unabhängige Bewertungsanalyse von Valora

IFBC ist eine unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und erhält keine Entschädigung in Abhängigkeit der Bewertungsergebnisse sowie des Transaktionserfolgs

Bewertungszeitpunkt ist der 4. Juli 2022

Die IFBC AG («IFBC») wurde am 1. Mai 2022 vom Verwaltungsrat («VR») von Valora mit der Erstellung einer unabhängigen Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises beauftragt. Dieser Bericht wurde ausschliesslich zum Zweck der Unterstützung des VR von Valora bei der Beurteilung des Angebots erstellt. Die Fairness Opinion darf lediglich für die finanzielle Bewertung des Angebots durch den VR von Valora genutzt 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 erstellte diese Fairness Opinion als unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt und von der Anbieterin sowie der Zielgesellschaft sowie den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der vom Management von Valora zur Verfügung gestellten Informationen vorausgesetzt. Weiter gehen wir davon aus, dass die erhaltenen Informationen fachgerecht und nach bestem Wissen aufbereitet wurden und damit der besten aktuell verfügbaren Einschätzung seitens des Managements von Valora entsprechen. Die Verantwortung von IFBC beschränkt sich 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.

Die Ergebnisse unserer unabhängigen Bewertungsanalysen wurden dem VR von Valora am 4. Juli 2022 vor der Ankündigung des Angebots am 5. Juli 2022 durch FEMSA zugestellt. Die Bewertung basiert auf dem aktuellen Businessplan, der vom VR am 1. Mai 2022 genehmigt wurde, sowie dem Jahresabschluss von Valora per 31. Dezember 2021. Das Management von Valora bestätigt zudem, dass zwischen dem 31. Dezember 2021 und der Veröffentlichung dieses Bewertungsberichts keine wesentlichen Ereignisse und Transaktionen eingetreten sind, die in der aktuellen Prognose für das GJ 2022 und im relevanten Businessplan nicht berücksichtigt sind. So wurde in der Bewertung auch die kürzlich bekanntgegebene Akquisition des Fast-Casual Food Service Providers Frittenwerk («Frittenwerk») sowie die Übernahme von weiteren 71 Tankstellenshops von Oel-Pool («Oel-Pool Shops») per April 2023 berücksichtigt.

I.3 Vorgehen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A. de C.V. («Impulsora» oder «die Anbieterin») zuhanden der Aktionäre von Valora basiert auf Bewertungsüberlegungen von IFBC. Diese stützen sich auf die folgenden Analysen, die in diesem Bericht ausführlich beschrieben werden:

- Analyse der Geschäftstätigkeiten des Unternehmens, seiner Dienstleistungsangebote und Strategie sowie des aktuellen Marktumfelds
- Analyse der historischen Finanzkennzahlen
- Beurteilung des vom VR von Valora genehmigten Businessplans
- Bewertung des Unternehmens und Berechnung des Werts je Aktie basierend auf den folgenden Bewertungsansätzen:
 - Discounted-Cashflow-Methode
 - Trading-Multiples-Ansatz
 - Transaction-Multiples-Ansatz
- Aktienkursanalyse sowie Analyse der Analystenerwartungen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch Impulsora zuhanden der Aktionäre von Valora 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.

I.4 Quellen

Unsere Beurteilung basiert unter anderem auf der Analyse folgender Quellen:

- Testierte Geschäftsberichte von Valora (konsolidiert) für GJ 2017 bis GJ 2021
- Der vom VR von Valora am 1. Mai 2022 genehmigte Businessplan
- Vom VR von Valora am 31. Mai 2022 resp. 19. Mai 2022 genehmigte Businesspläne bzgl. der Übernahmen von Frittenwerk sowie der Oel-Pool Shops
- Aktuelle Angaben und Annahmen des Managements von Valora
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Daten ausgewählter Transaktionen basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen
- Besprechungen mit den relevanten Managementinstanzen von Valora

Fairness Opinion Valora

2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

2.1	Überblick zu Valora	Seite 9
2.2	Geschäftsmodell von Valora	Seite 10
2.3	Historische Finanzkennzahlen von Valora	Seite 15
2.4	Marktanalyse	Seite 19

2 Unternehmensbeschreibung und Marktanalyse

2.1 Überblick zu Valora

Valora ist ein internationaler Einzelhandelskonzern in den Bereichen Retail und Food Service tätig

Valora ist ein in Muttenz (CH) ansässiges und in den Bereichen Retail und Food Service international tätiges Einzelhandelsunternehmen. Im Segment Retail betreibt das Unternehmen mit kiosk, avec, ServiceStore DB, cigo, U-Store und P&B kleinflächige Ladenkonzepte an Hochfrequenzlagen mithilfe deren Tabak-, Presse- und Convenience-/Food-Produkte für den täglichen Bedarf verkauft werden. Mit bekannten Formaten wie Brezelkönig, Ditsch, BackWerk, Back-Factory und Caffè Spettacolo verfügt Valora im Segment Food Service zudem über ein ausgedehntes Netzwerk an Verkaufsstellen für Backwaren und kleinere Mahlzeiten für unterwegs. Dank eigener Produktionsstätten für Laugenbackwaren in Europa und den USA beliefert Valora sowohl das eigene B2C-Netzwerk als auch Kunden im B2B-Bereich und profitiert dabei von seiner integrierten Wertschöpfungskette. Insgesamt ist das Unternehmen an rund 2'700 hochfrequentierten Standorten in der Schweiz, Deutschland, Österreich, Luxemburg und den Niederlanden. Insgesamt sind im Netzwerk von Valora rund 15'000 Mitarbeitende beschäftigt.



Der Hauptsitz von Valora befindet sich in Muttenz, Schweiz.



Die operative Geschäftstätigkeit von Valora gliedert sich in die beiden Segmente Retail und Food Service.



Ernst Peter Ditsch ist der bedeutendste Aktionär und hält mit seiner Beteiligung 16.9% der Aktien von Valora.²



Per 4. Juli 2022 betrug die Marktkapitalisierung CHF 749.5 Mio. bei 4'382'911 ausstehenden Aktien und einem Aktienkurs von CHF 171.0.³

² Quelle: SIX Swiss Exchange – Bedeutende Aktionäre, per 4. Juli 2022.

³ Quellen: SIX Swiss Exchange und Management-Angaben von Valora, per 4. Juli 2022.

2.2 Geschäftsmodell von Valora

2.2.1 Strategie

Die Geschäftstätigkeit von Valora unterteilt sich in die beiden Bereiche Retail und Food Service

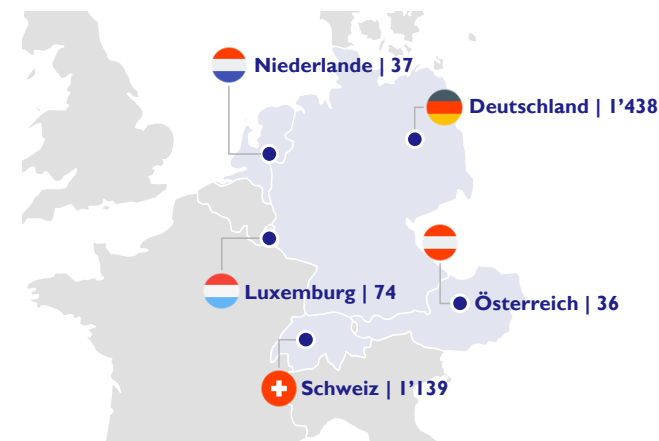
Im Allgemeinen unterteilt sich die operative Tätigkeit von Valora in zwei unterschiedliche Reportingeinheiten.

Im Segment Retail betreibt Valora Marketing- und Vertriebssysteme für Presseerzeugnisse, Tabakwaren und Konsumgüter des täglichen Bedarfs sowie spontane Impulskäufe. Zum Markenportfolio des Segments gehören kiosk, cigo, avec, Press & Books, U-Store und Service-Store DB. Insgesamt wurde im Geschäftsjahr («GJ») 2021 rund 83% des gesamten Nettoumsatzes im Segment Retail erwirtschaftet.

Innerhalb des Segments Food Service verfügt Valora über eine integrierte Wertschöpfungskette, die sämtliche Phasen von der Produktion bis hin zum Vertrieb der hauseigenen Laugenbrezeln sowie weiteren Backwaren umfasst. Per Ende 2021 betrieb Valora total 16 Produktionslinien in der Schweiz, Deutschland und den USA und stellte dabei im GJ 2021 rund 730 Millionen Stück an Backwaren her. Der Vertrieb der Backwaren erfolgt sowohl über B2B- als auch B2C-Kanäle. Nebst dem Verkauf an Grosshändler werden hierbei die eigenen Food-Service-Verkaufsformate wie Brezelkönig, Ditsch und BackWerk beliefert.

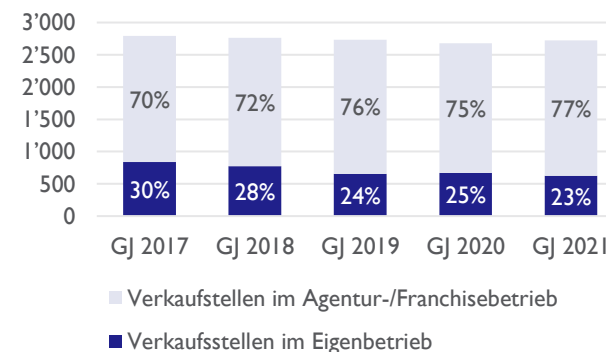
Die beiden Segmente umfassen per Ende 2021 ein Netzwerk von total 2'724 Verkaufsstellen in der Schweiz, Deutschland, Luxemburg, Österreich und den Niederlanden. Etwas mehr als 75% werden als Agenturen und durch Franchisenehmer betrieben. Innerhalb des Netzwerks von Valora waren im GJ 2021 rund 15'000 Mitarbeitende beschäftigt.

Verkaufsstellennetzwerk von Valora GJ 2021



Quelle: Management-Angaben von Valora.

Anzahl Verkaufsstellen von Valora



Quelle: Management-Angaben von Valora.

Multiformatstrategie

Im Rahmen der Marktpositionierung legt Valora den eigenen Fokus auf «Foodvenience» – eine Kombination aus Retail-/Convenience und Food Service. In diesem Zusammenhang verfolgt das Unternehmen eine Multiformatstrategie mit aktuell zwölf unterschiedlichen Verkaufsformaten an hochfrequentierten Standorten in der Schweiz, Deutschland, Österreich, Luxemburg und den Niederlanden. In Abhängigkeit der örtlichen Gegebenheiten, der Kundenfrequenz sowie dem Umfang der zur Verfügung stehenden Verkaufsfläche werden an den verschiedenen Standorten Formate eingesetzt, die sich in ihrem Anteil an Food- und Frischeprodukten sowie ihrem Spezialisierungsgrad unterscheiden. Mit den unterschiedlichen Formaten können die Bedürfnisse der Konsumenten zielgerichtet bedient werden.

Verkaufsformate von Valora⁴



Quelle: Management-Angaben von Valora.

Geplanter Ausbau des Verkaufstellennetzwerks und des Sortiments

Valora identifiziert im Retail- als auch im Food-Service-Segment erhebliche Wachstumsoportunitäten. Auf der einen Seite soll das Verkaufstellennetzwerk zukünftig weiter ausgebaut werden. Während im Retail-Bereich insbesondere die Convenience-Formate avec und ServiceStore DB im Fokus stehen, sieht das Unternehmen im Food-Service-Geschäft aufgrund neuer Standorte und Shop-in-Shop-Auftritten vor allem bei BackWerk viel Wachstumspotenzial. Auf der anderen Seite steht die Steigerung der Angebotsattraktivität im Fokus, wobei insbesondere dem Ausbau der margenstarken Food-Kategorie grösste Bedeutung zukommt. In diesem Zusammenhang werden insbesondere regionale, vegetarische und vegane sowie fair-trade und Bio-Produkte immer wichtiger.

Ergänzende Nutzung der Retail-Verkaufsflächen für alternative Ertragsquellen

Ferner sind die Nutzung von Retail-Verkaufsflächen und damit verbundene Umsatzquellen zunehmend vielseitig. Zum einen werden Standorte zu umfassenden Dienstleistungszentren umfunktioniert. Damit können an Verkaufsstellen unter anderem vermehrt Pakete abgeholt oder aufgegeben und Fahrkarten für öffentliche Verkehrsmittel wie Bus oder Bahn erworben werden. Zum anderen werden die Verkaufsstellen den Herstellern und Lieferanten verstärkt als Promotionsfläche für Marketingaktivitäten zur Verfügung gestellt.

⁴ BackWerk inkl. Back-Factory.

Autonome Store-Konzepte für Einkäufe rund um die Uhr

Vor dem Hintergrund der fortschreitenden Digitalisierung überdenkt und erweitert Valora die Konzeption der eigenen Verkaufspunkte laufend. In Kombination mit dem stetig wachsenden Convenience-Gedanken der Kundschaft und deren Bedürfnis nach Einkaufsmöglichkeiten rund um die Uhr setzt das Unternehmen vermehrt auch auf teil- oder gar vollautonome Verkaufsstellen und freistehende Snack-Automaten. Dank zusätzlicher Stärkung der eigenen E-Commerce-Kanäle können die Kunden zudem auf ein wachsendes Online-Angebot im Food- und Non-Food-Bereich zurückgreifen und bequem von zuhause aus einkaufen.

Stärkung der vertikalen Integration und des B2B-Bereichs

Mit den Eigenmarken ok.- und Caffè Spettacolo sowie der unternehmenseigenen Produktion von Laugenbackwaren sieht Valora in der vertikalen Integration einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil. Aus diesem Grund sollen der Anteil der Eigenmarken im Produktemix zukünftig weiter gestärkt und das B2B-Backwarengeschäft weiter ausgebaut werden.

2.2.2 Verkaufsformate im Segment Retail

The logo for 'avec' is written in a bold, lowercase, pink sans-serif font.

Modernes Convenience-Format speziell konzeptioniert für Hochfrequenzstandorte wie Bahnhöfe oder Tankstellen. Der Anteil des Food- und Frischeangebots am gesamten Produktportfolio ist überdurchschnittlich hoch und umfasst ebenso lokale wie regionale Produkte. Avec bietet mit der autonomen, kassenlosen avec box sowie den avec 24/7-Stores zusätzliche Annehmlichkeiten bei Besorgungen für den täglichen Bedarf. Die 24/7-Stores werden nachts sowie am Sonntag autonom und ohne Personal betrieben.

The logo for 'kiosk' features a blue rectangular background with the word 'kiosk' in white lowercase letters.

Marktführer im Kioskgeschäft mit wachsendem Food- und Getränkeanteil. Zum Kernsortiment zählen Tabak, Lotterie, Snacks und Presseartikel. Zusätzlich wird ein Pick-up/Drop-off-Service für Paketpost angeboten. Im Jahr 2022 werden schweizweit zudem bis zu 300 kiosk Verkaufsautomaten platziert, um die zeitliche Verfügbarkeit des Angebots weiter auszubauen. Die Verkaufsstellen werden als Eigenstellen, Agenturen sowie im Franchisemodell betrieben.

The logo for 'ServiceStore DB' consists of the text 'ServiceStore' in white on a red background, with a small white 'DB' logo to the right.

Grösster Anbieter von frischen Backwaren an Standorten der Deutschen Bahn mit einer breiten und flexiblen Palette an Snacking-Möglichkeiten sowie einem zunehmenden Anteil an frischen Produkten. Das umfangreiche Angebot an offenfrischen Backwaren, Sandwiches, gekühlten Getränken sowie Tabakwaren der ServiceStores DB richtet sich unter anderem an Pendler und Fernreisende.



Klassische Convenience Stores an deutschen U-Bahnhöfen und frequenzstarken Busstationen. Nebst dem Proviant für unterwegs werden in den ausschliesslich im Franchising-System betriebenen Verkaufsstellen unter anderem auch Fahrkarten für Bus und Bahn angeboten.



Kioskformat mit starkem Fokus auf ein breites Tabaksortiment. Presseartikel und Dienstleistungen des täglichen Bedarfs wie Postservices runden das Angebot ab. Die Standortwahl beschränkt sich insbesondere auf Einkaufszentren und Vorkassenzonen im Lebensmitteleinzelhandel.



Marktführer im Buchhandelsgeschäft an Verkehrsknotenpunkten innerhalb Deutschlands mit rund 160 Filialen. In der Schweiz verfügt Press & Books unter anderem über Verkaufsstellen am Flughafen Zürich. Das Angebot umfasst nebst einer grossen Auswahl an Büchern auch über 11'000 Zeitungen und Zeitschriften aus diversen Ländern und in zahlreichen Sprachen. Angeboten wird zudem ein entsprechender Abholservice für die im Online-Shop bestellten Produkte.

2.2.3 Verkaufsformate im Segment Food Service



Verkauf von hochwertigen Laugenprodukten wie Brezeln, Baguettes, Croissants, Hot Dogs sowie ausgewählte Sandwich-Kreationen für den alltäglichen Snack zwischendurch. Der Schweizer Brezelspezialist lässt die Backwaren in Emmenbrücke im Kanton Luzern von Hand herstellen, welche anschliessend in den Verkaufsstellen frisch aufgebacken und zu Sandwiches oder Hot Dogs weiterverarbeitet werden.



Bei Super Guud handelt es sich um ein trendiges Snacking-Konzept für urbane Pendler. An den bislang drei Standorten an den Bahnhöfen in Zürich und Basel wird ein frisches Sortiment an Sandwiches und Salaten sowie Heiss- und Kaltgetränken angeboten.



Die Marke Caffè Spettacolo verkörpert das Konzept einer Kaffeebar mit italienischem Flair. Mit schweizweit 30 Standorten ist Caffè Spettacolo die grösste italienische Kaffeebarkette der Schweiz und entspricht einem Ort an dem einzigartige Kaffeeröstungen, das Barista-Handwerk sowie salzige und süsse italienische Speisen angeboten werden.

BACK-FACTORY



BackWerk ist Deutschlands grösster Gastronom im Zusammenhang mit Backwaren und repräsentiert dabei nach eigenen Angaben den eigentlichen Erfinder der Selbstbedienungsbäckerei. Aufgrund des vielseitigen Snack- und Verpflegungsangebots, welches regional und saisonal angepasst wird, ist BackWerk in diesem Bereich ein Marktführer in Europa. Durch die Übernahme von Back-Factory im Herbst 2021 und den damit verbundenen rund 80 Verkaufsstellen wird die Positionierung von BackWerk zukünftig noch weiter gestärkt.



Bei Ditsch handelt es sich um eine Marke mit Tradition. Seit 1919 werden unter dem Namen Ditsch Laugenbackwaren hergestellt. Heute positioniert sich Ditsch deutschlandweit unter anderem an Bahnhöfen und vertreibt nebst den Laugenspezialitäten unter anderem auch Pizza-Snacks sowie heisse und kalte Getränke. Die Laugenbackwaren werden in den eigenen deutschen Produktionsbetrieben hergestellt und vor Ort frisch aufgebacken.

2.3 Historische Finanzkennzahlen von Valora

Schlüsselereignisse in der jüngsten Vergangenheit

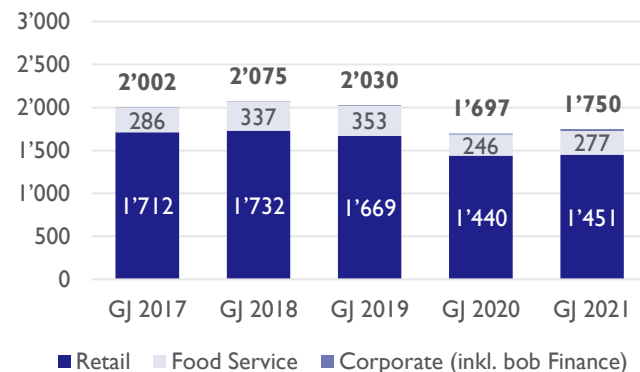
Die jüngste Geschichte von Valora war unter anderem durch die folgenden Schlüsselereignisse geprägt:⁵

- Die Geschäftsjahre 2020 und 2021 wurden durch COVID-19 massgeblich beeinflusst. Die behördlichen Anordnungen zur Eindämmung des Virus haben die Kundenfrequenz sowie insbesondere die Nachfrage nach Verpflegung für unterwegs zwischenzeitlich deutlich reduziert und damit das Umsatzniveau wie auch das operative Ergebnis von Valora entsprechend negativ belastet. Aufgrund der sehr tiefen Kundenfrequenzen während den Lockdown-Monaten war Valora gezwungen, die Öffnungszeiten von Verkaufsstellen stark einzuschränken oder diese zwischenzeitlich sogar ganz zu schliessen.
- Trotz herausforderndem wirtschaftlichem Umfeld hat Valora in den vergangenen zwei, durch COVID-19 geprägten Geschäftsjahren, die eigenen strategischen Prioritäten weiterverfolgt. Unter anderem vor diesem Hintergrund wurden im November 440'000 zusätzliche Valora-Aktien zu einem Preis von CHF 158 an der SIX platziert. Der Bruttoerlös aus der Aktienplatzierung belief sich dabei auf rund CHF 70 Mio.
- Im Verlauf des Geschäftsjahres 2020 wurden nebst dem Abschluss der B2B-Kapazitätserweiterung für die Laugenbackwaren-Produktion in Deutschland und den USA auch zahlreiche Verkaufsstellen aus der gewonnenen Ausschreibung der Schweizerischen Bundesbahnen («SBB») umgebaut, modernisiert und fallspezifisch einem Rebranding unterzogen. Die Modernisierung der SBB Umbauten dauert weiterhin an und sollte bis zum Jahresende 2022 im Wesentlichen abgeschlossen sein.
- Die konsequente Weiterverfolgung und schrittweise Umsetzung der eigenen Foodvenience-Strategie manifestiert sich in jüngster Vergangenheit ebenso durch die Implementierung von hybriden sowie autonomen Verkaufsstellenkonzepten. Zudem hat Valora mit der Übernahme von Back-Factory im 4. Quartal 2021 die eigene Präsenz im deutschen Markt erhöht und gehört seitdem zu den fünf grössten Gastro-Unternehmen Deutschlands.
- Dank einer Partnerschaft mit der Treibstoffgesellschaft Moveri wurde Mitte 2021 der Zugang zu weiteren 39 attraktiven Convenience-Standorten innerhalb der Schweiz geebnet. Diese Kooperation wird gemäss Bekanntgabe Mitte Juni 2022 zukünftig noch weiter intensiviert. Voraussichtlich ab April 2023 wird Valora von Oel-Pool weitere 71 Tankstellenshops übernehmen und schrittweise in avec Stores umbauen.
- Bereits Anfang Juni 2022 erfolgte zudem der Eintritt in den boomenden Fast-Casual-Markt mit dem Kauf des deutschen Trend-Formats Frittenwerk. Damit erweitert Valora das eigene, bislang mehrheitlich im Take-Away-Format betriebene Food-Service-Geschäft in Richtung Erlebnisgastronomie.

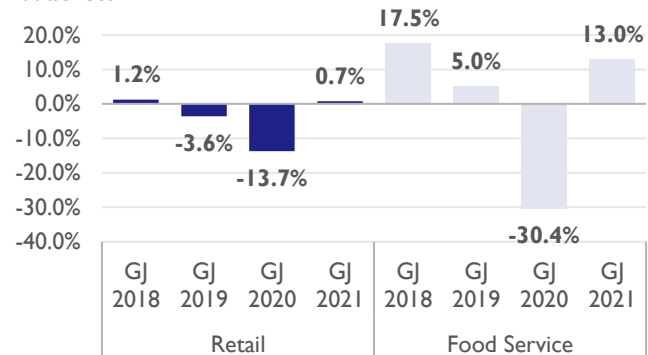
⁵ Quelle: Medienmitteilungen von Valora.

Historische Nettoumsatzentwicklung

Historische Entwicklung des Nettoumsatzes von Valora nach Segmenten (in CHF Mio.)



Wachstum

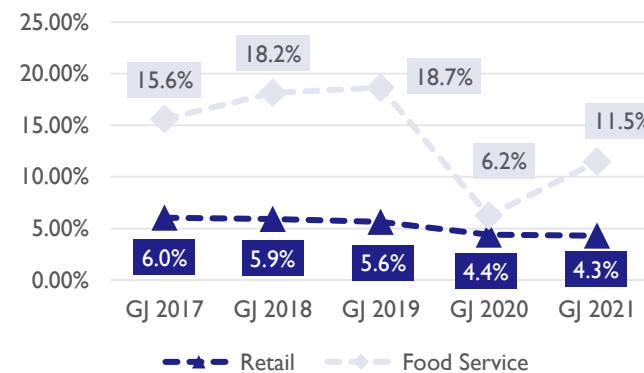
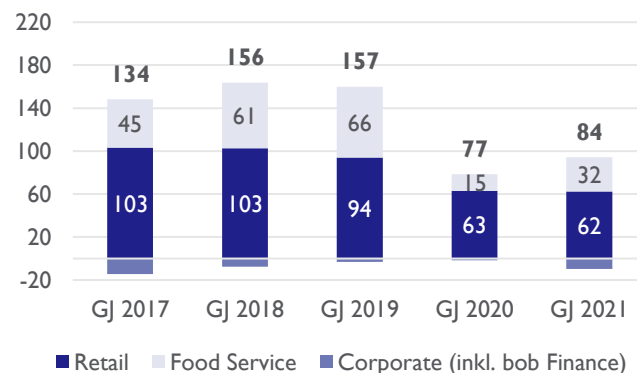


Quelle: Geschäftsberichte und Management-Angaben von Valora.

Auf Segmentebene waren die Food-Service-Formate deutlich stärker von der COVID-19 Pandemie betroffen, da der Bedarf nach Verpflegung für unterwegs substanziell nachliess. Im Direktvergleich erwies sich der Bereich Retail deutlich widerstandsfähiger. Aufgrund des breiteren Produktportfolios und dem diversifizierten Verkaufsstellen-netzwerk konnte dem negativen Einfluss durch die zwischenzeitliche Veränderung im Konsum- und Mobilitäts-verhalten entgegengewirkt werden. Während der Nettoumsatz des Segments Food Service im GJ 2020 um 30.4% zurückging, konnte der Umsatzrückgang im Bereich Retail im selben Zeitraum auf 13.7% beschränkt werden. Dank der Impffortschritte im Verlauf von 2021 und den zunehmenden Lockerungen der Massnahmen war insbesondere in der Food-Kategorie eine rasch voranschreitende Erholung zu verzeichnen. Vor diesem Hintergrund konnte der Nettoumsatz des Segments Food Service im GJ 2021 gegenüber Vorjahr um 13.0% gesteigert werden.

Historische EBITDA-Entwicklung

Historische Entwicklung von EBITDA und EBITDA-Marge (vor IFRS 16) von Valora nach Segmenten (in CHF Mio.)



Quelle: Geschäftsberichte und Management-Angaben von Valora.

Die Folgen des Nachfrageeinbruchs im margen-starken Food-Bereich widerspiegeln sich auch auf der Ebene des operativen Ergebnisses. Während Valora im GJ 2019 einen EBITDA (vor IFRS 16) von CHF 157 Mio. erwirtschaftete, hat sich dieser im Jahr 2020 in etwa halbiert. Obwohl das Retailgeschäft margenseitig ebenso unter Druck geriet, manifestiert sich das höhere Exposure der Food-Service-Formate gegenüber den Folgen der behördlichen Massnahmen auch in der Margenentwicklung. Im Bereich Retail resultierte Ende 2020 eine um rund 120 Basispunkte tiefere EBITDA-Marge von 4.4%. Gleichzeitig reduzierte sich die operative Profitabilität im selben Zeitraum für den Bereich Food Service um rund zwei Drittel. Dank der umsatzseitigen Erholung im Verlauf des letzten Jahres konnte die EBITDA-Marge (vor IFRS 16) im Bereich Food Service für das GJ 2021 bereits wieder deutlich gesteigert werden.

Weitere historische KPIs von Valora

in CHF Mio.	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Nettoumsatz	2'002	2'075	2'030	1'697	1'750
Nettoumsatzwachstum in %	-4.5%	3.7%	-2.2%	-16.4%	3.1%
EBITDA (vor IFRS 16)	134	156	157	77	84
EBITDA-Marge (vor IFRS 16)	6.7%	7.5%	7.7%	4.5%	4.8%
CAPEX	-32	-67	-86	-59	-37
In % des Nettoumsatzes	-1.6%	-3.2%	-4.2%	-3.5%	-2.1%
Operatives NUV	45	69	53	26	32
In % des Nettoumsatzes	2.3%	3.3%	2.6%	1.5%	1.8%
Nettoverschuldung (Net Debt)¹⁾	246	359	321	212	209
Eigenkapital (buchwertig)	738	614	626	685	677

1) Vor IFRS 16

Quelle: Geschäftsberichte und Management-Angaben von Valora.

Die Nettoinvestitionen («CAPEX») exkl. M&A-Aktivitäten stiegen zwischen GJ 2017 und GJ 2019 von CHF 32 Mio. auf CHF 86 Mio. an. Im Vergleich zum Nettoumsatz nahmen die CAPEX entsprechend überproportional zu. Aufgrund des Ausbruchs der COVID-19 Pandemie und dem damit verbundenen wirtschaftlich herausfordernden Umfeld wurde das Investitionsvolumen in jüngster Vergangenheit entsprechend reduziert. Nichtsdestotrotz wurden die strategischen Prioritäten mit zielgerichteten Investitionsentscheiden weiterverfolgt. Dies umfasst unter anderem die Kapazitätserweiterung der Laugenbackwaren-Produktion in Deutschland und den USA sowie die Umwandlung resp. Modernisierung zahlreicher Verkaufsstellen im Zusammenhang mit der gewonnenen Ausschreibung der Schweizerischen Bundesbahnen («SBB»). Zusätzlich wurde im GJ 2021 mit der Übernahme von Back-Factory eine grössere Akquisition getätigt (in den CAPEX nicht enthalten).

Trotz der herausfordernden finanziellen Situation während der COVID-19 Pandemie konnte Valora u.a. dank einer erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung im Umfang von CHF 70 Mio. sowie dem Verzicht auf eine Dividendenausschüttung für die Geschäftsjahre 2019 und 2020 die Bilanzstruktur stabil halten und gleichzeitig die Nettoverschuldung (exkl. Leasingverbindlichkeiten aus IFRS 16) gegenüber dem Vorkrisenniveau um rund einen Drittel auf CHF 209 Mio. im GJ 2021 reduzieren.

2.4 Marktanalyse

Der globale Convenience-Food-Markt

Alles, zu jeder Zeit und überall – Convenience ist auf dem Vormarsch. In einer schnelllebigen Zeit streben die Konsumenten in sämtlichen Teilbereichen des Lebens nach praktischen und bequemen Lösungen.⁶ Der globale Convenience-Markt wurde 2021 auf eine Grösse von etwas über USD 2.2 Billionen geschätzt. Für die Jahre 2022 bis 2028 wird eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate («CAGR») von 5.6% prognostiziert, womit der Markt zum Ende der Betrachtungsperiode auf USD 3.1 Billionen anwachsen würden.⁷ Unter anderem ein immer hektischerer Lebensstil, höhere Einkommen, die zunehmende Urbanisierung in Kombination mit einer steigenden Anzahl an Ein- und Zwei-Personen-Haushalten sowie die generelle Verschiebung der Altersstruktur sind zentrale Faktoren für das zukünftige Wachstumspotenzial der gesamten Industrie. Im Food-Bereich kommen mitunter den «ready-to-eat»-Produkten dadurch eine immer grössere Bedeutung zu. Obwohl die Nachfrage nach schnellen Mahlzeiten, ob zuhause, am Arbeitsplatz oder unterwegs stetig wächst, müssen Convenience-Food-Produkte immer höhere Anforderungen hinsichtlich Frische, Gesundheit und Nachhaltigkeit erfüllen.⁸ Mit dem Ausbruch der COVID-19 Pandemie haben sich die allgemeinen Tendenzen im Markt grundsätzlich noch weiter verstärkt. Das Bewusstsein gegenüber einer gesunden Ernährung und nachhaltigen Produkten ist präsenter denn je. Kleinflächige Convenience-Verkaufsformate werden vermehrt bewusst bevorzugt, um grossen Menschenmassen ausweichen zu können, ohne auf Produkte des täglichen Bedarfs verzichten zu müssen.⁹

Autonome Verkaufsformate, ein Erfolgsversprechen in vielerlei Hinsicht

Die Nachfrage in der Gesellschaft nach digitalen sowie zeitungebundenen Lösungen wächst ungebrochen. Das Verlangen der Konsumenten nach «rund-um-die-Uhr»-Einkaufsmöglichkeiten erfordert aufgrund gesetzlicher Bestimmungen innovative Lösungsansätze. Zum einen bieten autonom funktionierende Verkaufsformate, die via App betreten werden können und in denen die Zahlungsabwicklung individuell über Kartenlesegeräte erfolgt, hierfür den Schlüssel zum Erfolg. Zum anderen stellen Online-Verkaufskanäle und Home-Delivery-Services spätestens seit dem Ausbruch der Pandemie eine ebenso zentrale Alternative dar, um den Endkonsumenten zu erreichen. Die neuartigen Verkaufsmodelle sind auch aus Sicht des Kostenmanagements attraktiv, da unter anderem der Personalbedarf grundsätzlich geringer ausfällt. Im Zusammenhang mit den Personalkosten ist zu erwarten, dass sich das Einzelhandelsgewerbe zukünftig mit einem erhöhten Margendruck konfrontiert sieht. Der jüngste Anstieg der Inflationsraten in den USA und in Europa sowie die gesetzliche Anhebung der Mindestlöhne werden tendenziell zu

⁶ Quelle: Deloitte, Convenience – Anything, Anytime, Anywhere, Juli 2020.

⁷ Quelle: Grand View Research, Convenience Stores Market Size & Analysis Report 2028.

⁸ Quelle: Deloitte, Convenience – Anything, Anytime, Anywhere, Juli 2020; IndustryARC, Convenience Food Retail Market – Forecast 2022 – 2027.

⁹ Quelle: McKinsey & Company & EuroCommerce, Disruption & Uncertainty, The state of grocery retail 2021.

Auswirkungen der Tabakwerbeverbote

höheren Lohnkosten führen. Der Druck auf die operativen Margen könnte sich zusätzlich verstärken, da die Konsumenten mehr und mehr auf hochwertige, nachhaltige, aber dennoch preiswerte Produkte setzen.¹⁰

Obwohl Convenience-Stores vermehrt auf den Ausbau des Food-Angebots setzen, stellt der Verkauf von Zigaretten und Tabakprodukten für diese Verkaufsformate eine zentrale Umsatzquelle dar. Generell zeichnen sich in den Kernmärkten von Valora hinsichtlich Tabakkonsum stabile bis leicht rückläufige Tendenzen ab. Mit dem «Ja» zur Volksinitiative zum Schutz von Jugendlichen vor Tabakwerbung in der Schweiz, könnte sich dieser Rückgang aufgrund weniger Neuraucher zukünftig noch beschleunigen, da das Konsumverhalten im Grundsatz positiv mit den Werbeimpulsen korreliert. Die potenziellen Auswirkungen der politischen Debatte beschränkt sich jedoch nicht alleine auf die Schweiz, denn auch in den EU-Staaten ist Tabakwerbung in Printmedien, im Radio und im Fernsehen verboten. Letztlich ist in der kurzen Frist lediglich von einem marginalen Einfluss auszugehen, da sich die Effekte tendenziell erst mit dem Heranwachsen der jüngeren Generationen bemerkbar machen werden.¹¹

¹⁰ Quellen: Bundesministerium für Arbeit und Soziales, Mindestloohnerhöhungsgesetz; McKinsey & Company & EuroCommerce, Disruption & Uncertainty, The state of grocery retail 2021.

¹¹ Quellen: Bundesamt für Gesundheit, Werbeeinschränkungen für Tabakprodukte, Werbung einschränken, um Jugendliche zu schützen; Management-Angaben von Valora.

Fairness Opinion Valora

3 Bewertung

3.1	Bewertungsansatz	Seite 22
3.2	Discounted-Cashflow-Bewertung	Seite 23
3.3	Multiples-Bewertung	Seite 33
3.4	Aktienkursanalyse & Analystenerwartungen	Seite 36

3 Bewertung

3.1 Bewertungsansatz

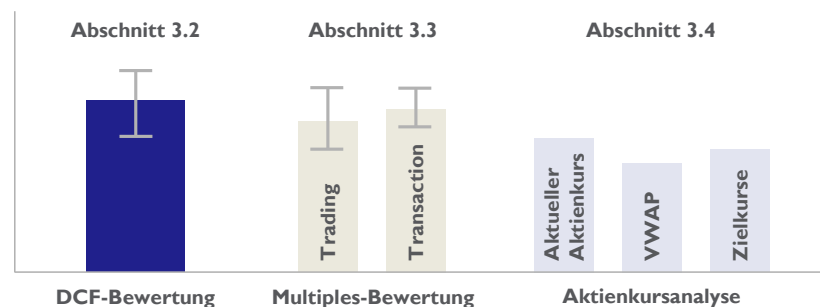
Bei der Bewertung von Valora stützen wir uns, entsprechend der aktuellen Best Practice, in erster Linie auf die DCF-Methode ab. Zusätzlich wenden wir Trading sowie Transaction Multiples an und berücksichtigen die Erkenntnisse aus der Aktienkursanalyse.

Die Bewertung von Valora zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Impulsora erfolgt auf einer Stand-alone-Basis unter der Anwendung unterschiedlicher Bewertungsansätze. In Übereinstimmung mit der Voranmeldung des öffentlichen Übernahmeangebots vom 5. Juli 2022 wird der Wert pro Valora-Aktie zum massgeblichen Bewertungsstichtag 4. Juli 2022 berechnet.¹²

Innerhalb unseres Bewertungsframeworks ist die Discounted-Cashflow-Methode («DCF-Methode») von grösster Bedeutung. Ergänzt werden die Bewertungsüberlegungen durch die Anwendung marktorientierter Methoden basierend auf der Bewertung vergleichbarer Unternehmen (Trading Multiples) und bezahlter Preise in vergangenen Transaktionen (Transactions Multiples). Der sich aus der DCF-Methode sowie der Trading- und Transaction-Multiples-Bewertung ergebende Wert pro Aktie wird zudem mit dem aktuellen Aktienkurs von Valora, dem volumengewichteten Durchschnittskurs (Volume weighted average price, «VWAP») von Valora und den publizierten Zielkursen der Analysten verglichen.

Die nachfolgende Darstellung zeigt die in den folgenden Abschnitten angewandten Bewertungsmethoden:

Bewertungsansatz



¹² Quelle: Voranmeldung vom 5. Juli 2022, Valora.

3.2 Discounted-Cashflow-Bewertung

3.2.1 Einführung in die Bewertungsmethodik & zum Kapitalkostensatz

Die Anwendung der DCF-Methode entspricht der anerkannten Corporate-Finance-Theorie sowie der aktuellen Best Practice in der Unternehmensbewertung. Allgemein wird der Wert eines Unternehmens hergeleitet, indem die erwarteten künftigen Free Cashflows («FCF») mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (Weighted average cost of capital, «WACC») zum definierten Bewertungsstichtag diskontiert werden.

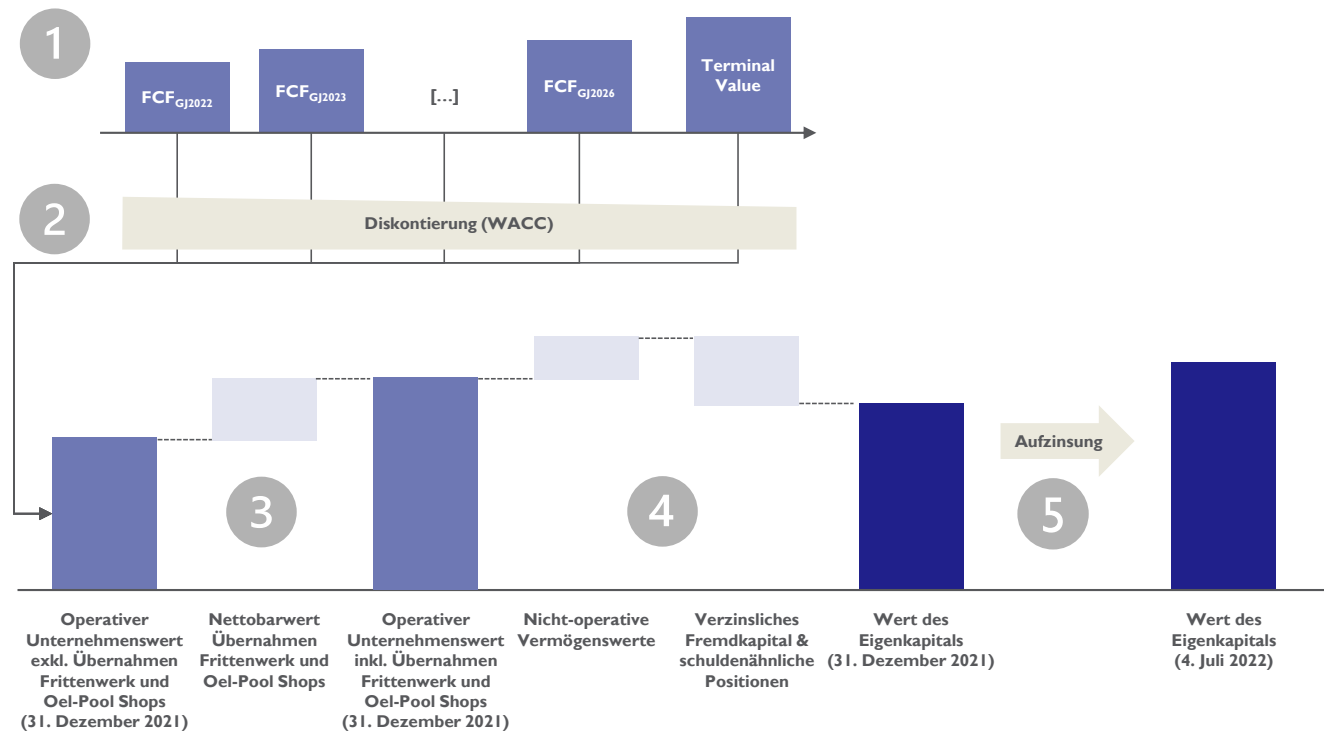
Basierend auf dem beschriebenen Bewertungsansatz kann der Wert des Eigenkapitals von Valora per 4. Juli 2022 wie folgt bestimmt werden:

Bestimmung des
Eigenkapitalwerts

- 1 In einem ersten Schritt werden anhand des vom Verwaltungsrat von Valora verabschiedeten Businessplans die zukünftig erwarteten Free Cashflows im Rahmen einer Detailplanung für den Zeitraum bis Ende GJ 2026 bestimmt. Der Wertanteil, der auf die Phase nach der Detailplanperiode entfällt, wird in einem Endwert («Terminal Value», «TV») zusammengefasst.
- 2 Die erwarteten Free Cashflows der Planungsperiode sowie der ermittelte Terminal Value werden anschliessend mit dem für Valora angemessenen WACC per 31. Dezember 2021 diskontiert. Aus den dadurch ermittelten Barwerten ergibt sich der operative Unternehmenswert exkl. Übernahmen Frittenwerk und Oel-Pool Shops.
- 3 Die erwarteten Free Cashflows aus den Übernahmen Frittenwerk und Oel-Pool Shops sind im Businessplan von Valora nicht enthalten. Für beide Akquisitionen hat der Verwaltungsrat am 31. Mai 2022 resp. 19. Mai 2022 einen jeweiligen Businessplan genehmigt, die entsprechend bewertet werden. Die resultierenden Nettobarwerte werden zum operativen Unternehmenswert exkl. Übernahmen Frittenwerk und Oel-Pool Shops addiert, um den operativen Unternehmenswert inkl. Übernahmen Frittenwerk und Oel-Pool Shops zu ermitteln.
- 4 Basierend auf dem Jahresabschluss per 31. Dezember 2021 werden die operativ nicht notwendigen Vermögenswerte zum operativen Unternehmenswert addiert sowie das verzinsliche Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen subtrahiert. Daraus resultiert der Marktwert des Eigenkapitals per 31. Dezember 2021.
- 5 Der ermittelte Eigenkapitalwert wird auf den Bewertungszeitpunkt 4. Juli 2022 aufgezinst und schliesslich durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie per 4. Juli 2022 zu ermitteln.

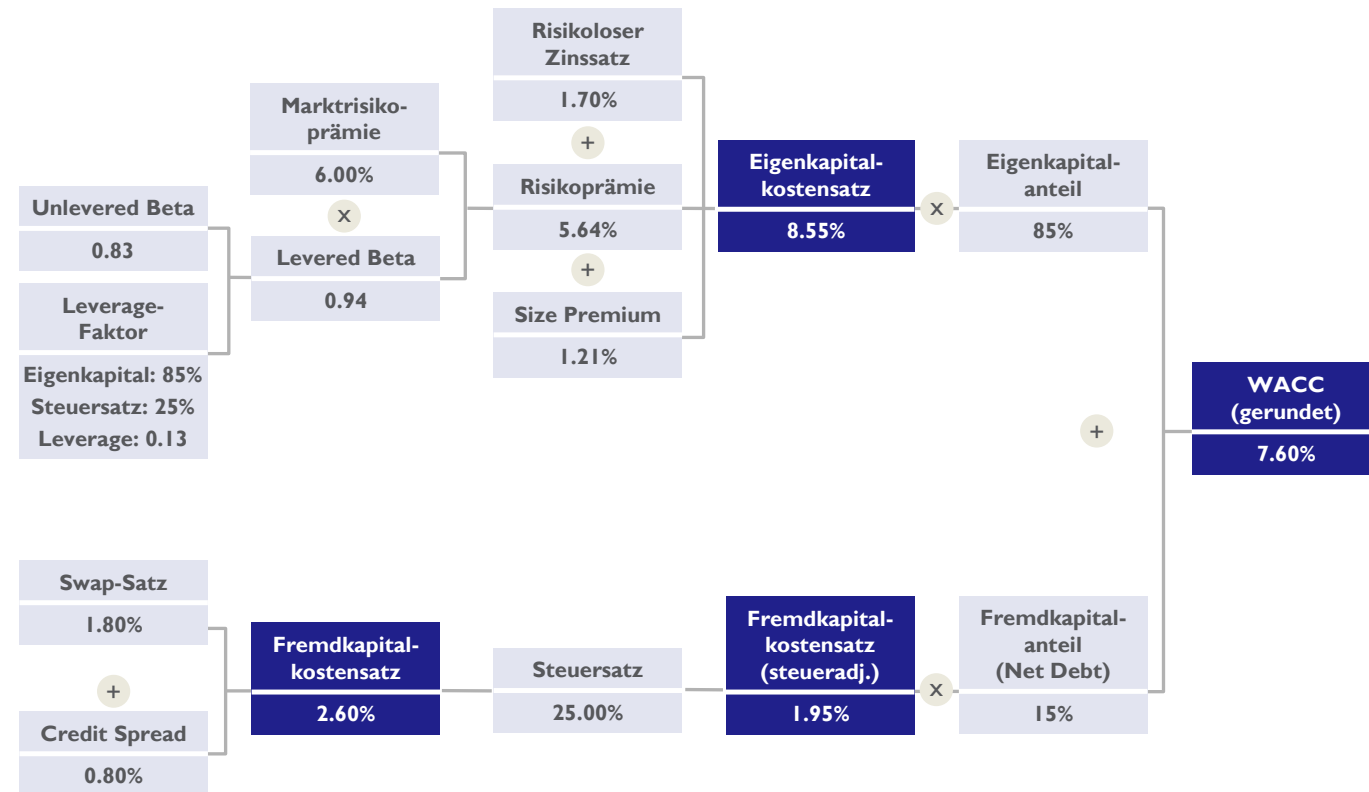
Methodik zur Bestimmung
des Marktwerts des
Eigenkapitals

Die nachfolgende Abbildung fasst die Bestimmung des Marktwerts des Eigenkapitals per 4. Juli 2022 zusammen:



Bestimmung des WACC für Valora

In der nachfolgenden Abbildung wird die Bestimmung des WACC für Valora zusammengefasst:¹³



¹³ Für weitere Angaben vgl. Anhang 5.1.

3.2.2 Businessplan

Die Free-Cashflow-Schätzungen basieren auf dem durch den Verwaltungsrat von Valora genehmigten Businessplan.

Die prognostizierten Free Cashflows für GJ 2022 bis GJ 2026 basieren auf dem aktuellen Forecast für das GJ 2022 von Valora sowie auf dem Businessplan, der vom Verwaltungsrat von Valora am 1. Mai 2022 genehmigt wurde. Nicht im Businessplan enthalten sind die Übernahmen von Frittenwerk sowie der Oel-Pool Shops, welche im Rahmen der Bewertung separat berücksichtigt werden. Die Annahmen zu den nachhaltigen Werten als Grundlage für die Berechnung des Terminal Value wurden durch das Management bestätigt. Die Durchschnittswerte der wichtigsten Werttreiber und Annahmen sind in der Tabelle oben dargestellt.

Wir haben die Angaben und Annahmen des Managements von Valora von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden die wichtigsten Annahmen unter anderem den Analystenschätzungen für die identifizierten Vergleichsunternehmen gegenübergestellt. Für diese Analyse wurden die Vergleichsunternehmen der Bereiche Retail und Food Service in einer Peer Group zusammengefasst, da sich der künftig erwartete EBITDA von Valora je zur Hälfte auf die beiden Geschäftsbereiche verteilen dürfte. Die wichtigsten Annahmen werden im Folgenden ausführlicher beschrieben:

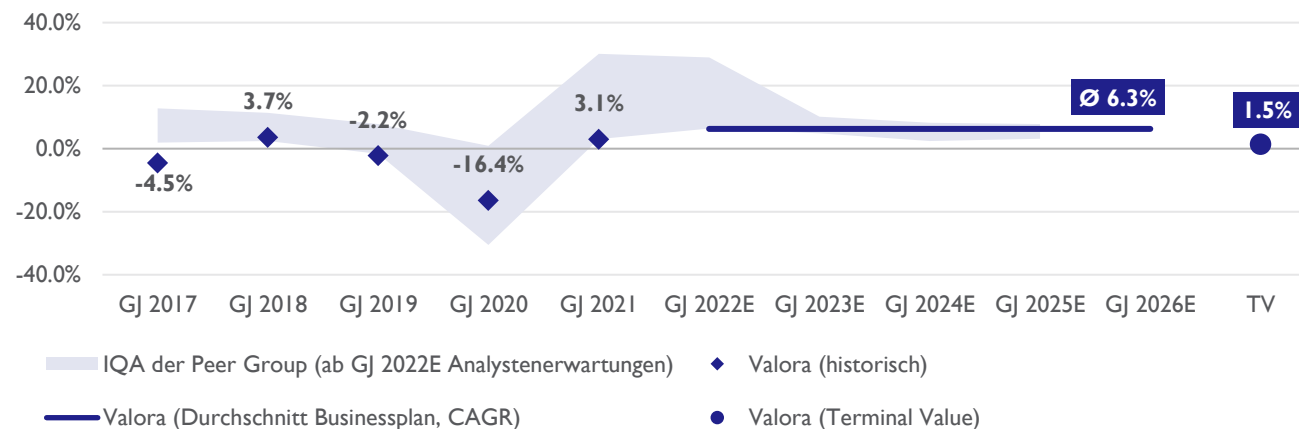
Übersicht zu den wesentlichen Annahmen in der Planungsperiode sowie im Terminal Value inkl. Vergleich mit der Vergangenheit

Mittelwert	GJ 2017 - GJ 2021	GJ 2022 - GJ 2026	Terminal Value
Wachstum Nettoumsatz (CAGR)	-3.3%	6.3%	1.5%
EBITDA-Marge (vor IFRS 16)	6.3%	7.8%	9.0%
CAPEX in % vom Nettoumsatz	2.9%	4.3%	3.5%
Operatives NUV in % vom Nettoumsatz	2.3%	2.8%	2.8%

Quellen: Geschäftsberichte und Management-Angaben von Valora, Analyse von IFBC.

Annahmen zur Entwicklung des Nettoumsatzes

Vergleich der historischen und prognostizierten Wachstumsraten des Nettoumsatzes von Valora und den Peer Group Unternehmen



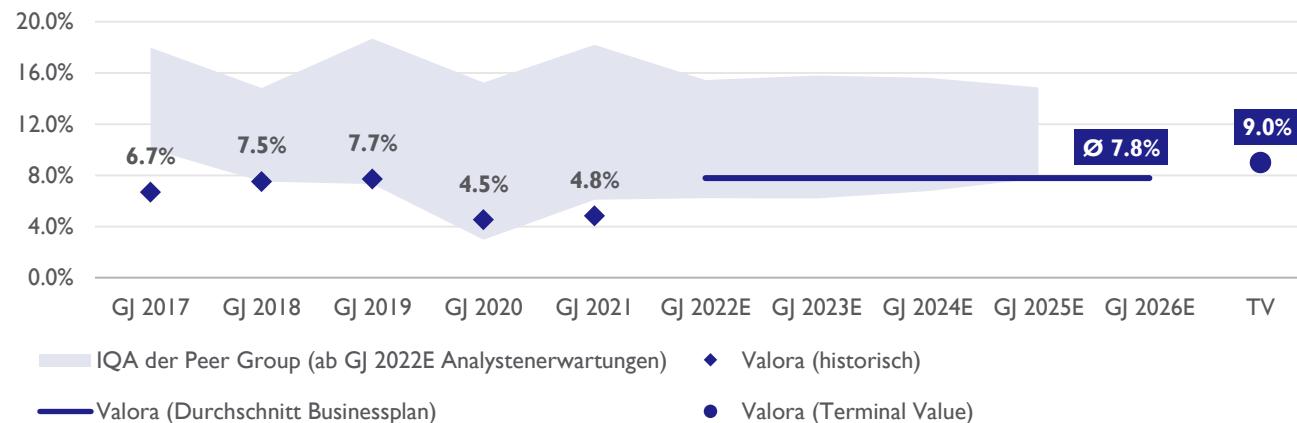
Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports, Geschäftsberichte und Management-Angaben von Valora.

Nach einem deutlichen Rückgang des Nettoumsatzes im GJ 2020 als Folge der COVID-19 Pandemie konnte Valora im GJ 2021 aufgrund der Impffortschritte sowie entsprechender behördlicher Lockerungen insbesondere im Food-Bereich eine zunehmende Erholung verzeichnen und einen Anstieg im Nettoumsatz von 3.1% realisieren. Valora geht davon aus, dass die künftige Geschäftsentwicklung nicht mehr durch pandemiebedingte Effekte beeinflusst wird. Für die Planungsperiode GJ 2022 bis GJ 2026 erwartet das Management eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (Compound annual growth rate, «CAGR») von 6.3%. Diese liegt innerhalb des Interquartilsabstands (25%-Quartil bis 75%-Quartil, IQA) der Prognosen der Analysten für die Vergleichsunternehmen und deutlich über den realisierten Wachstumsraten von Valora vor der COVID-19 Krise (GJ 2017 bis GJ 2019). Die unterstellte, durchschnittliche Wachstumsrate im Businessplan von Valora wird von der generell erwarteten Marktentwicklung im globalen Food-Convenience-Markt gestützt.¹⁴

Für die Berechnung des Terminal Values wird eine nachhaltige, jährliche Wachstumsrate von 1.5% berücksichtigt, die der EBITDA-gewichteten langfristigen Inflationserwartung entspricht.

¹⁴ Vgl. Ausführungen auf S. 19.

Vergleich der historischen und prognostizierten EBITDA-Margen (vor IFRS 16) von Valora und den Peer Group Unternehmen¹⁵



Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports, Geschäftsberichte und Management-Angaben von Valora.

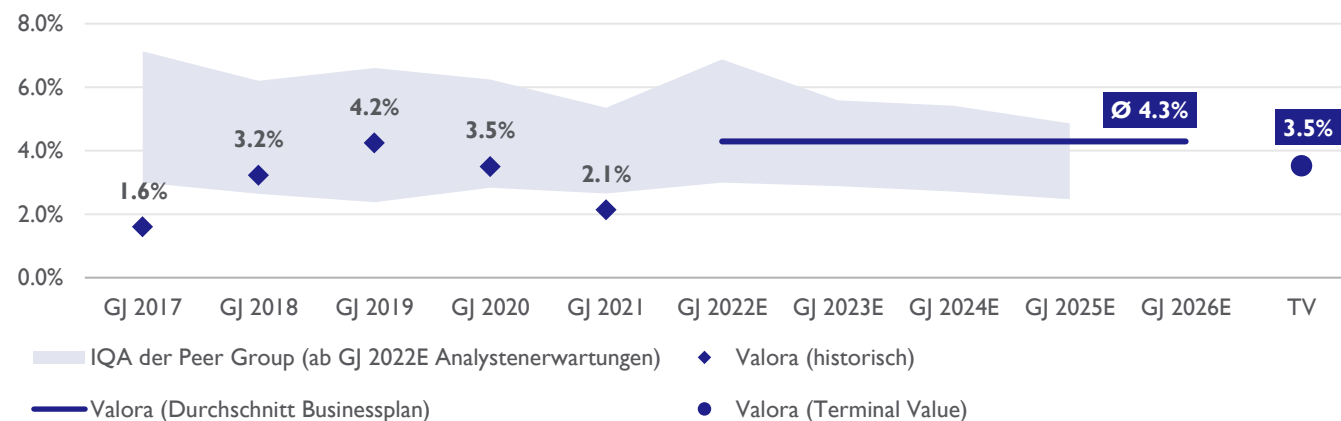
Im Zuge der COVID-19 Pandemie sank die EBITDA-Marge (vor IFRS 16) von Valora in den Geschäftsjahren 2020 und 2021 auf 4.5% respektive 4.8%. Für die kommenden Jahre rechnet das Management von Valora mit einer deutlichen Margen-Steigerung, wodurch sich die durchschnittliche EBITDA-Marge (vor IFRS 16) während der Businessplan-Periode 2022 bis 2026 mit 7.8% leicht über Vorkrisenniveau erhöhen sollte. Im Vergleich zu den Analystenschätzungen für die Peer Group Unternehmen liegen die durchschnittlichen Margen-Annahmen im Businessplan von Valora am unteren Ende des Interquartilsabstands. Höhere EBITDA-Margen (vor IFRS 16) im Vergleich zu Valora sind insbesondere bei denjenigen Vergleichsunternehmen beobachtbar, welche mehrheitlich im Bereich Food Service tätig sind.

Langfristig betrachtet, schätzt das Management eine EBITDA-Marge (vor IFRS 16) von 9.0% als nachhaltig ein. Die nachweisliche Erhöhung gegenüber dem Durchschnitt der Planungsperiode und der Profitabilität in der Vergangenheit liegt insbesondere darin begründet, dass künftig eine relative Zunahme von margen-stärkeren Food- und Frischeprodukten im Produktmix sowie die weitere Umstellung von Verkaufsstellen in das Franchise-Modell von Valora angestrebt wird.

¹⁵ Allfällige IFRS 16 bedingte Effekte wurden in den historischen sowie zukünftig erwarteten EBITDAs der Peer Group Unternehmen eliminiert.

Annahmen zu den CAPEX
(Nettoinvestitionen)

Vergleich der historischen und prognostizierten Investitionen von Valora und den Peer Group Unternehmen



Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports, Geschäftsberichte und Management-Angaben von Valora.

Im Zeitraum GJ 2017 bis GJ 2021 investierte Valora jährlich zwischen CHF 32 Mio. und CHF 86 Mio. (exkl. M&A Aktivitäten). Im Verhältnis zum Nettoumsatz entspricht dies einer Investitionsquote von 1.6% bis 4.2% pro Jahr. Vor dem Hintergrund des wirtschaftlich herausfordernden Umfelds rund um die COVID-19 Pandemie wurden in den Geschäftsjahren 2020 und 2021 lediglich prioritäre, zur Umsetzung der Strategie essenzielle Investitionen getätigt. Entsprechend entwickelten sich die CAPEX in Relation zum Nettoumsatz im Vergleich zu 2019 ab GJ 2020 rückläufig. Für die kommenden Jahre wird ein Investitionsniveau von durchschnittlich 4.3% des Nettoumsatzes geplant. Dieses ist mit den Analystenerwartungen für die Peer Group Unternehmen sowie der Investitionsquote für GJ 2019 vergleichbar.

Langfristig wird vom Management ein nachhaltiges CAPEX-Niveau im Verhältnis zum Nettoumsatz von 3.5% erwartet. Bei der Berechnung des Terminal Value wird angenommen, dass die Abschreibungen dem prognostizierten CAPEX-Niveau entsprechen.

Operatives
Nettoumlaufvermögen
(«NUV»)

Ab GJ 2018 sank das operative Nettoumlaufvermögen im Verhältnis zum Nettoumsatz kontinuierlich von 3.3% auf 1.8% (Durchschnitt GJ 2017 – GJ 2021: 2.3%). Für die Detailplanperiode bis zum Ende des GJ 2026 rechnet Valora mit einem operativen Nettoumlaufvermögen im Verhältnis zum Nettoumsatz von durchschnittlich 2.8%. Diese Relation wird vom Management von Valora aus nachhaltiger Perspektive als angemessen eingeschätzt und entsprechend auch bei der Berechnung des Terminal Value berücksichtigt.

Steuern

Die latenten Steuerguthaben sowie die latenten Steuerverpflichtungen sind in der Planungsperiode bis und mit GJ 2024 auf Basis der Planung effektiver Steueraufwände von Valora explizit berücksichtigt. Für die Planperioden 2025 und 2026 sowie den Terminal Value gelangt ein durch das Management von Valora geschätzter, kalkulatorischer Steuersatz von 25.0% zur Anwendung.

Übernahmen Frittenwerk und Oel-Pool Shops

Kürzlich kommunizierte Valora die Akquisition von Frittenwerk sowie die Übernahme von weiteren 71 Shops der Tankstellenbetreiberin Oel-Pool. Beide Initiativen sind im zugrundeliegenden Businessplan von Valora nicht enthalten. Allerdings verabschiedete der Verwaltungsrat von Valora die jeweiligen Businesspläne für die beiden Übernahmen, welche Grundlage für die Bewertung darstellen.

Anfang Juni 2022 hat Valora die Akquisition von Frittenwerk öffentlich bekanntgegeben. Frittenwerk ist ein in Deutschland ansässiger Fast-Casual Food Service Provider, der sich auf die Neuinterpretation von Poutine (Kanadisches Pommes-Gericht) spezialisiert hat und vor diesem Hintergrund entsprechend ausgefallene Pommes-Gerichte anbietet. Mit der Übernahme des Unternehmens tritt Valora in den boomenden Fast-Casual-Markt ein und entwickelt das eigene Food-Service-Portfolio weiter in Richtung Erlebnisgastronomie. Im Rahmen der strategischen Initiative soll die Anzahl von aktuell 27 Filialen bis 2025 verdoppelt werden.¹⁶

Am 20. Juni 2022 kommunizierte Valora den weiterführenden Ausbau der gemeinsamen Partnerschaft mit Oel-Pool. Vor diesem Hintergrund werden von der Tankstellenbetreiberin voraussichtlich ab April 2023 schrittweise weitere 71 Tankstellenshops übernommen und in moderne avec Stores mit umfassendem Convenience-Sortiment umgebaut. Dank der erweiterten Kooperation mit Oel-Pool wird Valora die eigene Präsenz an Schweizer Tankstellen bis Ende 2023 voraussichtlich auf über 170 Verkaufsstellen erhöhen können. Durch die Zusammenarbeit mit Oel-Pool resp. Moveri wird Valora Ende 2023 mit insgesamt rund 370 avec Shops über das grösste Convenience-Verkaufstellennetz innerhalb der Schweiz verfügen.¹⁷

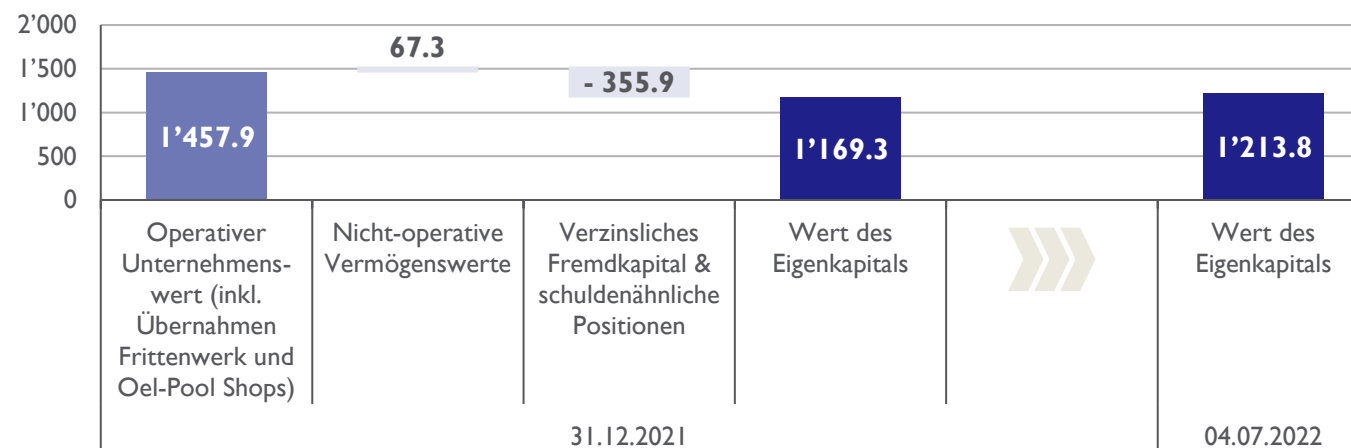
¹⁶ Quelle: Medienmitteilung «Valora tritt in Deutschland in den boomenden Fast-Casual-Markt ein», Valora, 03.06.2022.

¹⁷ Quelle: Medienmitteilung «Valora avanciert mit avec zur Schweizer Convenience-Marktführerin», Valora, 20.06.2022.

Ermittlung des Eigenkapitalwerts

Die Diskontierung der erwarteten Free Cashflows der Planperiode sowie des Terminal Value mit dem WACC von 7.60%¹⁸ ergibt per 31. Dezember 2021 einen operativen Unternehmenswert inkl. Übernahmen Frittenwerk und Oel-Pool Shops von CHF 1'457.9 Mio. Zu diesem Wert werden nicht-operative Vermögenswerte (im Wesentlichen Überschussliquidität) per 31. Dezember 2021 im Umfang von CHF 67.3 Mio. addiert. Das verzinsliche Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen (im Wesentlichen verzinsliche kurz- und langfristige Finanzverbindlichkeiten) von insgesamt CHF 355.9 Mio. per 31. Dezember 2021 werden in Abzug gebracht. Der für Valora resultierende Eigenkapitalwert per 31. Dezember 2021 in der Höhe von CHF 1'169.3 Mio. wird schliesslich auf den Bewertungsstichtag (4. Juli 2022) aufgezinst. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalwert per 4. Juli 2022 von CHF 1'213.8 Mio.

Bestimmung des Eigenkapitalwerts von Valora per 4. Juli 2022 (in CHF Mio.)



Quelle: IFBC.

Wert pro Aktie in CHF

Per 4. Juli 2022 sind insgesamt 4'390'000 Aktien ausgegeben.¹⁹ Nach Angaben des Managements hält Valora per Bewertungszeitpunkt 7'089 eigene Aktien. Die Anzahl ausstehender Aktien beträgt somit 4'382'911.²⁰ Dividiert man den Eigenkapitalwert per 4. Juli 2022 durch diese Anzahl Aktien, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 276.9.

¹⁸ Siehe Anhang 5.I für detaillierte Informationen zur Berechnung des WACC. Für die Bewertung der Übernahmen von Frittenwerk und der Oel-Pool Shops wird der WACC um das jeweils relevante Zinsniveau adjustiert.

¹⁹ Quelle: SIX Swiss Exchange.

²⁰ Gem. Management von Valora ist für die ausstehenden Performance Share Units («PSU») im Rahmen der Transaktion ein Cash-Settlement vorgesehen. Entsprechend sind die PSU bei der Bestimmung des Werts pro Aktie nicht zu berücksichtigen.

Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie von Valora per 4. Juli 2022 (in CHF)

		WACC					WACC						
		8.10%	7.85%	7.60%	7.35%	7.10%	8.10%	7.85%	7.60%	7.35%	7.10%		
Reales Wachstum im Terminal Value	0.50%	254.5	267.1	280.8	295.6	311.9	Nachhaltige EBITDA Marge (vor IFRS 16)	9.50%	275.8	289.2	303.8	319.6	336.8
	0.25%	252.9	265.3	278.8	293.4	309.3		9.25%	263.6	276.5	290.3	305.4	321.9
	0.00%	251.4	263.7	276.9	291.3	307.0		9.00%	251.4	263.7	276.9	291.3	307.0
	-0.25%	241.1	252.6	264.9	278.3	292.8		8.75%	239.3	250.9	263.5	277.2	292.1
	-0.50%	231.6	242.3	253.9	266.3	279.8		8.50%	227.1	238.1	250.1	263.1	277.2

Quelle: IFBC.

Die vorangehenden Abbildungen zeigen Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie von Valora per 4. Juli 2022. Eine Veränderung des WACC und der unterstellten realen Wachstumsrate im Terminal Value um jeweils ± 50 Basispunkte führt zu einer Wertbandbreite von CHF 231.6 bis CHF 311.9. Eine Veränderung des WACC und der nachhaltig festgelegten EBITDA-Marge (vor IFRS 16) im Terminal Value um ± 50 Basispunkte resultiert in einer Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 227.1 bis CHF 336.8.

Zusammenfassung

- Die Anwendung der DCF-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts ist anerkannte Best Practice.
- Die Annahmen zu den Free Cashflows basieren auf dem vom Verwaltungsrat am 1. Mai 2022 genehmigten Businessplan sowie den entsprechenden Management-Angaben.
- Für die Ermittlung des Eigenkapitalwerts wurde ein WACC von 7.60% angewendet.
- Der resultierende Wert pro Aktie per 4. Juli 2022 beträgt CHF 276.9.
- Die Sensitivitätsanalysen ergeben eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 227.1 bis CHF 336.8.

3.3 Multiples-Bewertung

Die Bewertung anhand von Trading und Transaction Multiples erfolgt zur Plausibilisierung der im Rahmen der DCF-Analyse ermittelten Werte pro Aktie.

Bewertung basierend auf Trading Multiples

Für die Bewertung auf Basis von Trading Multiples wurden für die Bereiche Retail und Food Service je eine Peer Group mit vergleichbaren Unternehmen definiert.²¹ Für jedes ausgewählte Unternehmen wird der EBITDA-Multiple berechnet, indem der gesamte Unternehmenswert per 30. Juni 2022²² (Eigenkapitalwert plus Nettoverschuldung) ins Verhältnis zum jeweiligen EBITDA²³ (06/2022 (Last twelve months, «LTM»), 12/2022 resp. 12/2023 erwartet («E»)) gesetzt wird.²⁴ Die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Peer Group Unternehmen liegt deutlich über der Marktkapitalisierung von Valora, weshalb die impliziten Size Premiums in den Marktbewertungen der Peer Group Unternehmen vergleichsweise tiefer sind. Bei der Bewertung auf Basis von Trading Multiples wird diesem relativen Unterschied in den impliziten Size Premiums entsprechend Rechnung getragen. Die resultierenden Median-Werte der Peer Group Unternehmen für die Bereiche Retail und Food Service werden gemäss der EBITDA-Anteile (vor IFRS 16) der entsprechenden Segmente von Valora gewichtet und auf die tatsächlichen und geschätzten EBITDA (vor IFRS 16) von Valora angewandt. Daraus resultiert der operative Unternehmenswert. Unter Berücksichtigung der betriebsnotwendigen Liquidität werden die nicht-operativen Vermögenswerte sowie der Nettobarwert der Übernahmen Frittenwerk und Oel-Pool Shops zum operativen Unternehmenswert addiert und die verzinslichen Finanzverbindlichkeiten sowie die weiteren schuldenähnlichen Positionen per 31. Dezember 2021²⁵ in Abzug gebracht. Der daraus resultierende Eigenkapitalwert wird im Anschluss zum Bewertungsstichtag per 4. Juli 2022 aufgezinst und durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den jeweiligen Wert pro Aktie zu berechnen. Daraus ergibt sich eine Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 243.7 und CHF 316.7 per 4. Juli 2022. Der durchschnittliche Wert pro Aktie der drei Medianwerte beträgt CHF 273.8.

Bewertung basierend auf Transaction Multiple

Im Rahmen der Analyse der Transaction Multiples wird der Unternehmenswert auf der Grundlage von beobachtbaren Transaktionen vergleichbarer Unternehmen bestimmt. Dabei wurden Unternehmenstransaktionen zwischen

²¹ Vgl. Abschnitt 5.3 im Anhang für eine detaillierte Übersicht zu den ausgewählten Vergleichsunternehmen für die Trading-Multiples-Analyse.

²² Letztes Monatsende vor der Vorankündigung.

²³ Vor Effekte aus IFRS 16.

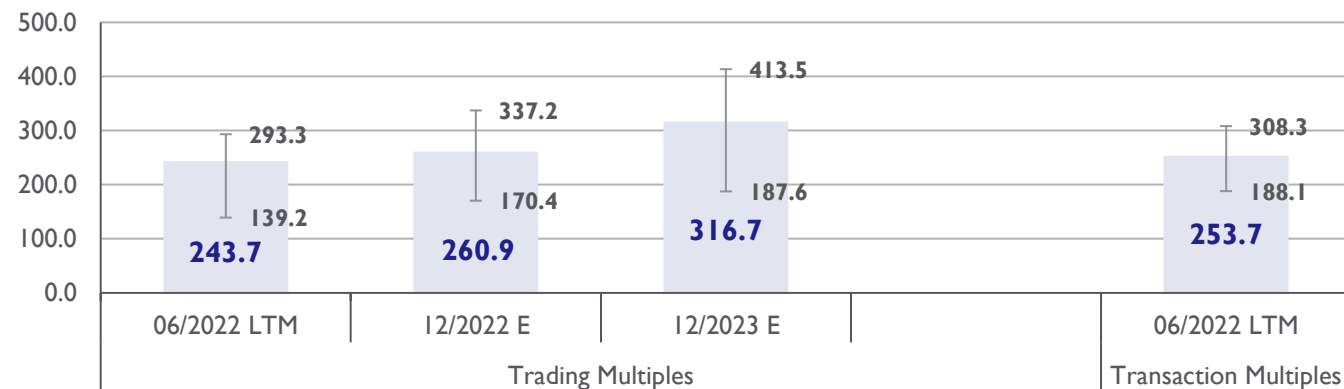
²⁴ Um eine konsistente und vergleichbare Berechnung der Multiples zu gewährleisten, wurden wo nötig IFRS 16 und ASC 842 bedingte Effekte im Zusammenhang mit der Berechnung des Enterprise Value sowie des EBITDA berücksichtigt und entsprechend eliminiert.

²⁵ Letzter, geprüfter Abschluss von Valora.

2013 und 2021 analysiert. Die Analyse erfolgte wiederum differenziert nach den Bereichen Retail und Food Service. Die Unternehmenswerte der Zielunternehmen werden auf Basis des in den einzelnen Transaktionen bezahlten Kaufpreises (100%) zuzüglich der Nettoverschuldung berechnet und mit dem ausgewiesenen EBITDA der letzten zwölf Monate vor der Transaktion verglichen.²⁶ Die durchschnittliche Transaktionsgrösse ist mit der Marktkapitalisierung von Valora vergleichbar, weshalb kein Size-Premium-Adjustment notwendig ist. Zur Bestimmung des Unternehmenswerts werden die resultierenden Transaction Multiples wiederum Segmentspezifisch gewichtet und mit dem EBITDA (vor IFRS 16) von Valora per 30. Juni 2022 (LTM) multipliziert. Der Wert pro Aktie wird auf identische Weise hergeleitet, wie im Zusammenhang mit den Trading Multiples vorangehend erläutert. Daraus resultiert bei der Bewertung mittels Transaction Multiples ein Wert pro Aktie von CHF 253.7 mit einer Wertbandbreite von CHF 188.1 bis CHF 308.3.

Bewertungsergebnisse auf der Basis von EBITDA-Multiples

Wert pro Aktie von Valora per 4. Juli 2022 (in CHF)



Definierte Bandbreite entspricht dem Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75%-Quartil).

Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

Obwohl lediglich Vergleichsunternehmen selektiert wurden, die in den Bereichen Retail und Food Service tätig sind, können sowohl die Geschäftsmodelle als auch die individuelle Situation der Peer Group Unternehmen entscheidend voneinander abweichen. Dies gilt insbesondere im Zusammenhang mit den Aus- und Nachwirkungen der COVID-19 Pandemie. Im Hinblick auf die Transaction Multiples gilt es zudem zu berücksichtigen, dass die meisten Vergleichstransaktionen vor Ausbruch der COVID-19 Pandemie erfolgten. Entsprechend beurteilt IFBC die Aussagekraft der Bewertung anhand der Trading und Transaction Multiples als eingeschränkt.

²⁶ Vgl. Abschnitt 5.4.

Zusammenfassung

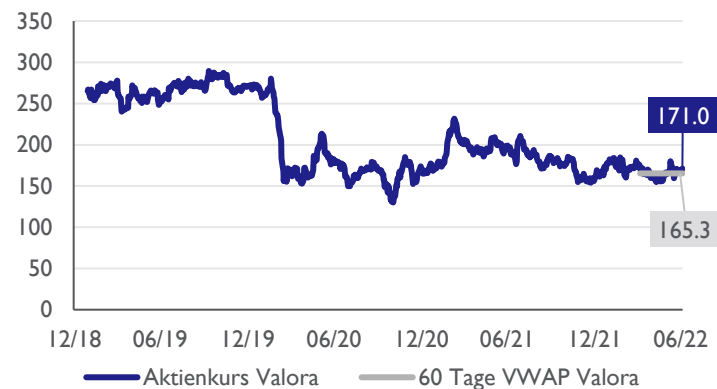
- Zur Plausibilisierung des DCF-Werts werden Bewertungen basierend auf Trading und Transaction Multiples vorgenommen.
- Die Bewertung mittels Trading Multiples ergibt einen durchschnittlichen Wert je Aktie von CHF 243.7 bis CHF 316.7 (Mittelwert CHF 273.8).
- Bei der Anwendung des Median Transaction Multiples resultiert ein Wert je Aktie von CHF 253.7 mit einer Wertbandbreite von CHF 188.1 bis CHF 308.3.
- Die Aussagekraft der Multiples-Bewertungen beurteilt IFBC als eingeschränkt, da sowohl Geschäftsmodelle als auch die spezifische Situation der Peer Group Unternehmen voneinander abweichen können.

3.4 Aktienkursanalyse & Analystenerwartungen

Aktienkursentwicklung

Die Aktie von Valora notierte in den Monaten vor der COVID-19 Krise in einer Bandbreite von CHF 240.0 bis CHF 280.0 und fiel im März 2020 auf ein Niveau von rund CHF 150.0. Valora war stark von den Folgen der Lockdowns in den verschiedenen Ländern betroffen, was sich u. a. in einer im Vergleich zum Gesamtaktienmarkt zögerlichen Erholung widerspiegelte. Nach einer volatilen Entwicklung und einer zwischenzeitlichen Steigerung des Aktienkurses im Verlauf des Jahres 2021 auf CHF 230.0 notierte der Schlusskurs Ende 2021 bei CHF 155.0. In den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres konnte die Aktie wieder etwas zulegen und erreichte ein Niveau von CHF 185.0. U. a. aufgrund des Kriegs in der Ukraine und anhaltenden Unsicherheiten zeigten sich die letzten Monate wiederum schwankend und leicht rückläufig. Die Aktie von Valora wurde am 4. Juli 2022, am Tag vor der Ankündigung der Transaktion, mit einem Schlusskurs von CHF 171.0 gehandelt. Der volumengewichtete Durchschnittspreis (Volume weighted average price, "VWAP") der letzten 60 Handelstage per 4. Juli 2022 betrug CHF 165.3.

Entwicklung des Aktienkurses von Valora seit Januar 2019 (in CHF)



Quelle: Refinitiv Eikon.

Prämien des Angebotspreises von CHF 260.0 zum Aktienkurs und VWAP

Die Prämie des Angebotspreises von CHF 260.0 gegenüber dem Schlusskurs vor der öffentlichen Ankündigung (4. Juli 2022) beträgt 52.0%. Verglichen mit dem VWAP (60 Handelstage) per 4. Juli 2022 enthält das Angebot eine Prämie von 57.3%. Die Prämie des Angebots liegt deutlich über dem historischen Median der Prämien, die seit 2011 bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlt wurden (22.9%).²⁷

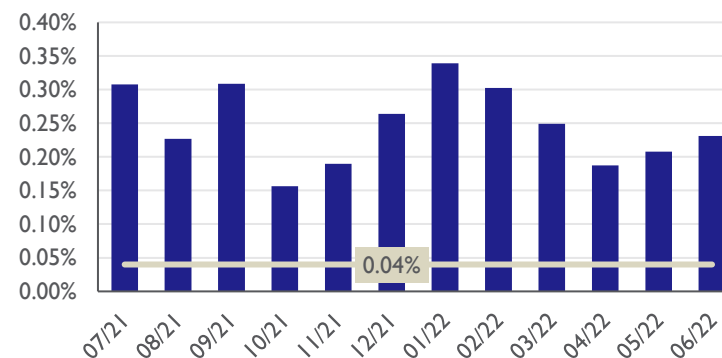
²⁷ Vgl. Abschnitt 5.5.

Liquiditätsanalyse

Gemäss dem geltenden Übernahmerecht werden Aktien von Unternehmen, die im Swiss Leader Index («SLI») geführt werden, als liquide eingestuft. Weiter sind Titel, die nicht Teil des SLI 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 Voranmeldung mindestens 0.04% betragen hat.»²⁸ Da die Aktien von Valora nicht Teil des SLI sind, erfolgt die Prüfung der Liquidität der Aktie basierend auf der Analyse des Handelsvolumens.

Wie aus der Abbildung rechts hervorgeht, ist der Median des Handelsvolumens der Valora-Aktie während des Zwölfmonatszeitraums vor der Veröffentlichung des Angebots in allen Monaten höher als der geltende Schwellenwert. Folglich sind die Aktien von Valora nach schweizerischem Übernahmerecht als liquide zu beurteilen. Der Aktienkurs von Valora ist entsprechend nach schweizerischem Übernahmerecht eine valide Referenz zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots.

Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien von Valora in % des Free Float



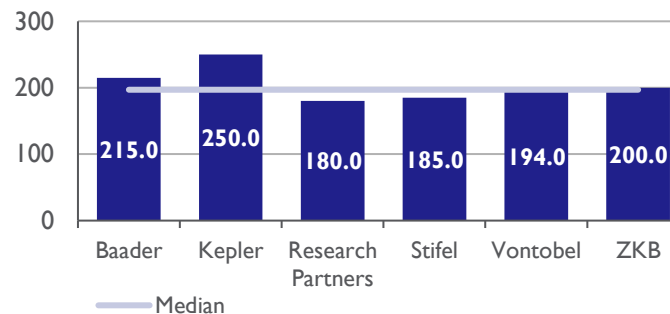
Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse. Free Float gemäss Aktienregister von Valora per 30. Juni 2022.

²⁸ Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26. Februar 2010.

Kursziele der Analysten

Aktuell publizieren 6 Analysten Kursziele für Valora. Sämtliche Kursziele wurden zuletzt im Februar resp. Juni 2022 aktualisiert und liegen zwischen CHF 180.0 und CHF 250.0. Der Median der Kursziele liegt bei CHF 197.0, wobei 4 Analysten ein Kursziel von über CHF 194.0 publizierten. Das Angebot von Impulsora liegt mit CHF 260.0 32.0% über dem Median der Kursziele der Analysten.

Kursziele der Analysten



Quelle: Analystenberichte.²⁹

Zusammenfassung

- Die Aktien von Valora sind im Sinne des geltenden schweizerischen Übernahmerechts als liquide zu beurteilen. Somit wird der Aktienkurs im Rahmen der Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Impulsora mitberücksichtigt.
- Am letzten Handelstag vor der Ankündigung einer möglichen Übernahme durch die Anbieterin (4. Juli 2022) schloss der Aktienkurs von Valora bei CHF 171.0. Der VWAP lag zu diesem Zeitpunkt bei CHF 165.3. Die implizite Prämie des Angebotspreises liegt bei 52.0% im Vergleich zum Schlusskurs und bei 57.3% im Vergleich zum VWAP.
- Die Prämie des Angebots von Impulsora gegenüber dem Aktienkurs resp. dem VWAP liegt somit deutlich über dem historischen Median der Prämien, die bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlt wurden.
- Die im Februar und Juni 2022 veröffentlichten Kursziele der Analysten bewegen sich in einer Bandbreite von CHF 180.0 bis CHF 250.0 mit einem Median-Kursziel von CHF 197.0 pro Aktie. Sämtliche Kursziele der Analysten liegen folglich unter dem Angebotspreis von CHF 260.0.

²⁹ Vontobel, 23.02.2022; Research Partners, 28.02.2022; Kepler, 03.06.2022; Baader, 20.06.2022; Stifel, 20.06.2022; ZKB, 20.06.2022.

Fairness Opinion Valora

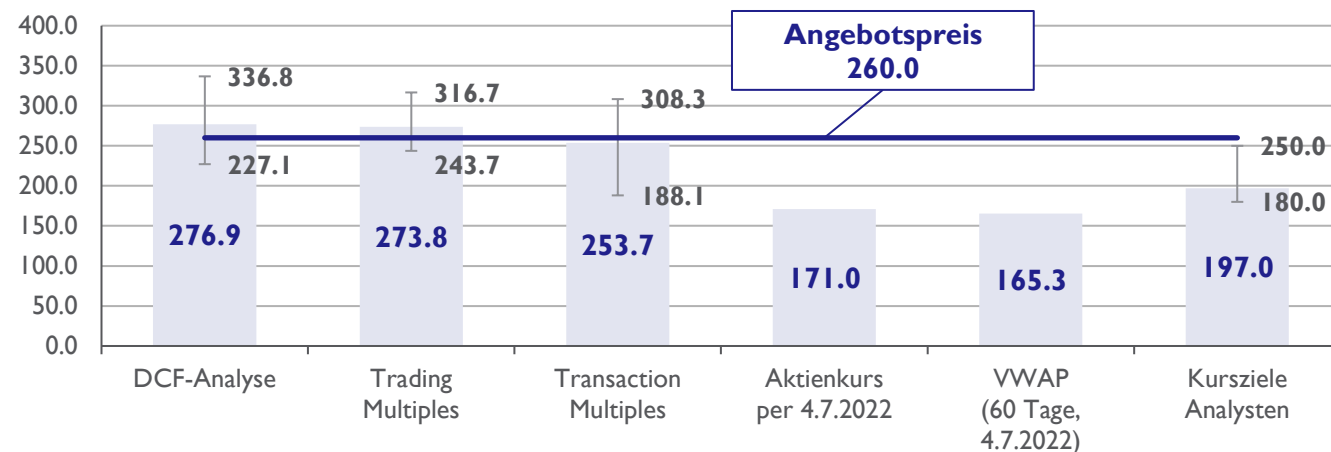
4 Beurteilung

4 Beurteilung

IFBC gelangt auf Basis der vorangehend beschriebenen Analysen und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen zu folgender Einschätzung hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots durch Impulsora für die ausstehenden Aktien von Valora:

Überblick zu den
Bewertungsergebnissen

Übersicht zu den Bewertungsergebnissen für Valora per 4. Juli 2022 (Wert pro Aktie in CHF)



Quelle: IFBC.

- Gemäss Best Practice haben wir eine Reihe von Bewertungsmethoden angewandt, um den Wert pro Aktie von Valora zu bestimmen.
- Die Bewertung mittels DCF-Methode ergibt per 4. Juli 2022 einen Wert pro Aktie von CHF 276.9 mit einer Wertbandbreite zwischen CHF 227.1 und CHF 336.8. Das Bewertungsergebnis ist vor allem sensitiv bezüglich der als nachhaltige geschätzten EBITDA-Marge sowie des unterstellten Kapitalkostensatzes. Dem Resultat der DCF-Analyse wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten von Valora am besten Rechnung getragen werden kann.
- Bei einer Bewertung mittels Trading Multiples resultiert per 4. Juli 2022 eine Wertbandbreite von CHF 243.7 bis CHF 316.7 pro Aktie (Medianwerte). Die Anwendung von Transaction Multiples führt per 4. Juli 2022 zu einer

Wertbandbreite von CHF 188.1 bis CHF 308.3 je Aktie. Trotz der sorgfältigen Auswahl von Vergleichsunternehmen beurteilen wir die Aussagekraft der Bewertung anhand von Multiples als eingeschränkt in Anbetracht der Tatsache, dass die spezifische Situation und die erwartete Entwicklung von Valora durch die Vergleichsunternehmen nicht vollumfänglich abgebildet werden.

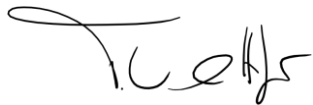
- Die Aktien von Valora sind aufgrund des Handelsvolumens nach schweizerischem Übernahmerecht als liquide zu beurteilen. Deshalb können sowohl der Aktienkurs als auch der VWAP der letzten 60 Handelstage zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch Impulsora mitberücksichtigt werden.
- Der Angebotspreis von CHF 260.0 entspricht einer Prämie von 52.0% gegenüber dem Schlusskurs am Tag vor der Ankündigung des Angebots am 4. Juli 2022 von CHF 171.0. Die Prämie des Angebotspreis beträgt 57.3% im Vergleich zum VWAP (60 Tage) von CHF 165.3 per 4. Juli 2022. Diese Prämien sind substanziell über dem historischen Median der bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlten Prämien (22.9%).
- Die Kursziele der Analysten liegen in einem Bereich zwischen CHF 180.0 and CHF 250.0 je Aktie mit einem Median von CHF 197.0.

Abschliessende Beurteilung
des Angebots

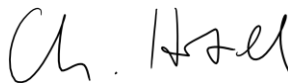
Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC den Angebotspreis von CHF 260.0 je Aktie aus finanzieller Sicht als fair. Diese Konklusion basiert auf den folgenden Überlegungen:

1. Das Angebot wird durch die DCF-Bewertung gestützt.
2. Das Angebot liegt innerhalb der Wertbandbreite, die sich aus der Anwendung von Trading- und Transaction-Multiples ergibt.
3. Das Angebot liegt per 4. Juli 2022 deutlich über dem Schlusskurs und dem VWAP der vorangegangenen 60 Handelstage sowie dem durchschnittlichen Kursziel der Analysten.

Zürich, 4. Juli 2022



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Hirzel
Partner

Fairness Opinion Valora

5 Anhang

5.1	Kapitalkostensatz	Seite 43
5.2	Beta-Analyse per 30. Juni 2022	Seite 45
5.3	Trading Multiples per 30. Juni 2022	Seite 46
5.4	Transaction Multiples	Seite 48
5.5	Prämienanalyse öffentlicher Übernahmeangebote in der Schweiz seit 2011	Seite 50
5.6	Abkürzungsverzeichnis	Seite 51

5 Anhang

5.1 Kapitalkostensatz

Parameter	Wert	Beschreibung
Risikoloser Zinssatz	1.70%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen (gerundet) respektive langfristige Inflationserwartung (gerundet) der relevanten Währungen für Valora, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen EBITDA Split (vor IFRS 16) der Währungen CHF, EUR sowie USD. ■ Sofern die Rendite der jeweils relevanten 10-jährigen Staatsanleihe per 30.06.2022 ein negatives Realzinsniveau impliziert, wird für den währungsspezifischen risikolosen Zinssatz auf einen realen risikolosen Zinssatz von 0.00% zuzüglich der langfristigen Inflationserwartung abgestützt. ■ Quellen: Refinitiv Eikon; IMF, World Economic Outlook, April 2022.
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	0.83	<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 nebst dem Beta von Valora auch statistisch signifikante Betas von Peer Group Unternehmen analysiert. ■ Für die beiden Segmente Retail und Food Service wird je eine Peer Group definiert und durchschnittliche unlevered Betas per 30. Juni 2022³⁰ bestimmt. Die Berechnung basiert auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren (siehe Anhang 5.2). ■ Die durchschnittlichen unlevered Betas der beiden Peer Groups werden basierend auf dem nachhaltigen EBITDA-Anteil (vor IFRS 16) der beiden Segmente Retail und Food Service gewichtet. Unter Berücksichtigung der unterstellten Entwicklungen im Businessplan wird seitens Management eine Gewichtung von 50% Retail und 50% Food Service als angemessen beurteilt. ■ Unter Berücksichtigung einer gleichwertigen Gewichtung der durchschnittlichen unlevered Betas für Retail (0.74) und für Food Service (0.93) resultiert ein unlevered Beta für Valora von 0.83. ■ Quellen: Refinitiv Eikon, Management-Angaben von Valora.
Leverage-Faktor	0.13	<ul style="list-style-type: none"> ■ Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur sowie des relevanten Steuersatzes von Valora (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	0.94	<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	5.64%	

³⁰ Letztes Monatsende vor der Vorankündigung.

Parameter	Wert	Beschreibung
Size Premium	1.21%	<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 CAPM berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet. Unter Berücksichtigung der Marktkapitalisierung von Valora sowie unseren Bewertungsüberlegungen wird ein Size Premium von 1.21% (8. Dezil) angewendet. Quellen: Refinitiv Eikon und Duff & Phelps, per 31.12.2021.
Eigenkapitalkostensatz	8.55%	
Swap-Satz	1.80%	<ul style="list-style-type: none"> 5-jähriger Swap-Satz (gerundet) respektive langfristige Inflationserwartung (gerundet) der relevanten Währungen für Valora, gewichtet basierend auf einem nachhaltigen EBITDA Split (vor IFRS 16) der Währungen CHF, EUR sowie USD. Sofern der jeweils relevante 5-jährige Swap-Satz per 30.06.2022 ein negatives Realzinsniveau impliziert, wird für den währungsspezifischen Basiszinssatz auf einen realen Zinssatz von 0.00% zuzüglich der langfristigen Inflationserwartung abgestützt. Quellen: Refinitiv Eikon; IMF, World Economic Outlook, April 2022.
Credit Spread	0.80%	<ul style="list-style-type: none"> Valora wird von Credit Suisse mit einem Rating von BBB- eingestuft³¹ und verfügt somit über ein Investment Grade Rating. Basierend auf aktuellen Marktdaten wird für Valora mit einem Rating BBB- ein Credit Spread von 80bp als angemessen beurteilt. Quellen: IFBC Credit Spread Index, Credit Suisse, Refinitiv Eikon.
Fremdkapitalkostensatz	2.60%	
Steuersatz	25.00%	<ul style="list-style-type: none"> Erwarteter langfristiger Steuersatz von Valora. Quelle: Management-Angaben von Valora.
Steueradj. Fremdkapital-kostensatz	1.95%	
Fremdkapitalanteil (Net Debt)	15.00%	<ul style="list-style-type: none"> Definition einer Zielkapitalstruktur von Valora.
Eigenkapitalanteil	85.00%	
WACC (gerundet)	7.60%	

³¹ Vgl. Swiss Credit Handbook der Credit Suisse, Juni 2021.

5.3 Trading Multiples per 30. Juni 2022

5.3.1 Retail

Unternehmen	Lokalwährung (LW)	Rechnungslegung	Marktkapitalisierung per 30.06.2022 (in CHF Mio.)	Unternehmenswert per 30.06.2022 ¹⁾ (in CHF Mio.)	EBITDA Multiples (vor IFRS 16)		
					06/22 LTM	12/22 E	12/23 E
Alimentation Couche-Tard Inc	USD	IFRS	39'613	43'240	9.9x	10.0x	9.8x
Autogrill SpA	EUR	IFRS	2'013	2'258	10.5x	7.9x	5.7x
Caseys General Stores Inc	USD	US	6'599	8'001	10.4x	10.4x	9.7x
Dufry AG	CHF	IFRS	2'709	5'761	n/a	13.8x	6.7x
J Sainsbury PLC	GBP	IFRS	5'576	5'274	3.0x	3.1x	3.1x
Koninklijke Ahold Delhaize NV	EUR	IFRS	25'156	27'716	5.4x	5.4x	5.3x
Lawson Inc	JPY	Japanese	3'184	3'242	3.5x	3.4x	3.3x
President Chain Store Corp	TWD	IFRS	9'111	8'141	15.9x	16.9x	16.7x
Seven & i Holdings Co Ltd	JPY	Japanese	32'716	44'686	8.0x	7.3x	6.8x
Taiwan FamilyMart Co Ltd	TWD	IFRS	1'370	1'287	10.6x	9.9x	12.3x
Tesco PLC	GBP	IFRS	23'009	26'190	6.2x	6.4x	6.3x
WH Smith PLC	GBP	IFRS	2'141	2'540	19.3x	13.5x	10.0x
Valora Holding AG	CHF	IFRS	724	933	8.7x	7.2x	5.9x
3. Quartil					10.5x	10.4x	9.8x
Median					9.3x	7.9x	6.7x
1. Quartil					6.0x	6.4x	5.7x

Quelle: Refinitiv Eikon.

1) Unter Berücksichtigung von Net Debt.

Nicht berücksichtigt für die Multiples-Analyse.

5.3.2 Food Service

Unternehmen	Lokalwährung (LW)	Rechnungs- legung	Marktkapitalisierung per 30.06.2022 (in CHF Mio.)	Unternehmenswert per 30.06.2022 ¹⁾ (in CHF Mio.)	EBITDA Multiples (vor IFRS 16)		
					06/22 LTM	12/22 E	12/23 E
Alsea SAB de CV	MXN	IFRS	1'508	2'720	7.5x	6.6x	5.8x
Amrest Holdings SE	PLN	IFRS	844	1'330	6.8x	6.6x	6.1x
Aryzta AG	EUR	IFRS	1'052	1'223	7.2x	6.9x	6.2x
Autogrill SpA	EUR	IFRS	2'013	2'258	10.5x	7.9x	5.7x
Chipotle Mexican Grill Inc	USD	US	35'328	34'511	28.2x	24.5x	19.3x
Domino's Pizza Inc	USD	US	13'559	18'084	22.2x	22.1x	19.8x
Greggs PLC	GBP	IFRS	2'160	1'929	7.9x	7.7x	6.9x
Ibersol SGPS SA	EUR	IFRS	271	356	6.2x	10.3x	5.4x
McDonald's Corp	USD	US	176'243	206'469	18.0x	17.7x	16.5x
Papa John's International Inc	USD	US	2'890	3'352	15.4x	15.5x	13.8x
Restaurant Brands International Inc	USD	US	21'939	35'423	16.5x	15.6x	14.3x
Restaurant Group PLC	GBP	IFRS	374	602	10.6x	12.5x	9.0x
Shake Shack Inc	USD	US	1'476	1'397	26.0x	21.8x	13.4x
SSP Group PLC	GBP	IFRS	2'155	2'637	-12.7x	-21.6x	47.0x
Starbucks Corp	USD	US	84'171	95'653	16.2x	15.6x	13.8x
Valora Holding AG	CHF	IFRS	724	933	8.7x	7.2x	5.9x
Wendys Co	USD	US	3'933	6'515	14.4x	13.9x	12.8x
WH Smith PLC	GBP	IFRS	2'141	2'540	19.3x	13.5x	10.0x
Yum! Brands Inc	USD	US	31'867	42'325	18.9x	18.6x	16.9x
3. Quartil					18.7x	17.2x	15.4x
Median					14.9x	13.7x	12.8x
1. Quartil					8.1x	7.8x	6.1x

Quelle: Refinitiv Eikon.

1) Unter Berücksichtigung von Net Debt.

Nicht berücksichtigt für die Multiples-Analyse.

5.4 Transaction Multiples

5.4.1 Retail

Datum	Zielunternehmen	Land des Zielunternehmens	Käufer / Investor	Wert des Eigenkapitals (100%) (in CHF Mio.)	Unternehmenswert (100%) (in CHF Mio.)	EBITDA Multiple
29.12.2021	Koufu Group Ltd	Singapore	Dominus Capital Pte Ltd	296	367	3.5x
16.04.2019	Smart & Final Stores Inc	United States	Apollo Global Management LLC	505	1'136	7.3x
16.06.2017	Whole Foods Market Inc	United States	Amazon.com Inc	12'309	12'343	10.2x
22.08.2016	CST Brands Inc	United States	Alimentation Couche-Tard Inc	3'531	5'051	10.0x
14.03.2016	Fresh Market Inc	United States	Apollo Global Management LLC	1'296	1'273	6.9x
18.12.2014	Pantry Inc	United States	Alimentation Couche-Tard Inc	995	1'966	8.0x
11.09.2014	RoadChef Motorways Ltd	United Kingdom	Antin Infrastructure Partners SA	238	246	10.9x
04.06.2014	Nuance Group AG	Switzerland	Dufry AG	1'567	1'766	14.1x
28.04.2014	Susser Holdings Corp	United States	Energy Transfer Partners LP	1'668	1'996	13.2x
03.05.2013	World Duty Free SpA	Italy	Shareholders	2'465	3'058	10.6x
3. Quartil				2'266	2'793	10.8x
Median				1'432	1'866	10.1x
1. Quartil				628	1'170	7.4x

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.4.2 Food Service

Datum	Zielunternehmen	Land des Zielunternehmens	Käufer / Investor	Wert des Eigenkapitals (100%) (in CHF Mio.)	Unternehmenswert (100%) (in CHF Mio.)	EBITDA Multiple
29.12.2021	Koufu Group Ltd	Singapore	Dominus Capital Pte Ltd	296	367	3.5x
06.12.2021	Del Taco Restaurants Inc	United States	Jack in the Box Inc	450	548	10.2x
25.10.2020	Dunkin Brands Group Inc	United States	Inspire Brands Inc	7'866	9'914	25.3x
18.10.2018	Restaurant Brands New Zealand Ltd	New Zealand	Finaccess Capital SA de CV	808	917	13.6x
25.09.2018	Sonic Corp	United States	Inspire Brands Inc	1'584	2'245	16.0x
05.04.2017	Panera Bread Co	United States	Investor Group	6'640	6'946	17.8x
21.02.2017	Popeyes Louisiana Kitchen Inc	United States	Restaurant Brands International Inc	1'616	1'728	19.9x
22.05.2015	Frisch's Restaurants Inc	United States	NRD Partners I LP	156	154	8.4x
11.09.2014	RoadChef Motorways Ltd	United Kingdom	Antin Infrastructure Partners SA	238	246	10.9x
24.08.2014	Tim Hortons Inc	Canada	Burger King Worldwide Inc	14'619	15'711	19.2x
04.08.2014	Grupo Zena SA	Spain	Alsea SAB de CV	181	303	11.5x
12.02.2014	Canada Bread Co Ltd	Canada	Grupo Bimbo SAB de CV	1'513	1'250	8.4x
3. Quartil				2'872	3'420	18.1x
Median				1'161	1'084	12.6x
1. Quartil				282	351	9.8x

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.5 Prämienanalyse öffentlicher Übernahmeangebote in der Schweiz seit 2011³²

Jahr	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Angebotspreis (in CHF)	VWAP 60 Tage (in CHF)	Prämie	Erfolgsquote
2011	Newave Energy Holding SA	ABB Schweiz AG	56.0	41.2	35.9%	95.3%
2011	Escor Casinos & Entertainment AG	Highlight Communications AG	17.5	17.4	0.4%	39.2%
2011	Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen II AG	350.0	326.9	7.1%	72.2%
2011	Edipresse SA	Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; bearer shares	450.0	324.7	38.6%	37.6%
2011	EGL AG	Axpo Holding AG	850.0	703.7	20.8%	98.0%
2013	Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	115.0	75.3	52.8%	93.6%
2013	Fortimo Group AG	Forty Plus AG, Fortimo Group	136.0	114.3	19.0%	98.6%
2013	Tornos Holding AG	Walter Fust	4.7	4.5	3.8%	14.3%
2014	Swisslog Holding	KUKA Aktiengesellschaft	1.4	1.2	14.4%	92.2%
2014	Advanced Digital Broadcast Holding SA	4T S.A	15.5	12.9	20.2%	73.4%
2014	Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	17.1	13.9	23.5%	77.2%
2015	Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	7.5	4.4	70.5%	90.5%
2016	Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding IV Sarl (EQT)	370.0	275.9	34.1%	87.2%
2016	Syngenta AG	CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina)	490.3 ³³	374.0	31.1%	94.7%
2016	gategroup Holding AG	HNA Aviation Air Catering Holding Co.	53.0	38.7	37.0%	96.1%
2016	Charles Vögele AG	Sempione Retail AG (OVS)	6.4	6.4	0.0%	94.1%
2017	Actelion Ltd	Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson)	280.0	191.2	46.4%	92.5%
2018	Goldbach Medien	Tamedia	35.5	34.2	3.7%	96.9%
2018	Hügli Holding AG	Bell Food Group AG	915.0	800.0	14.4%	97.6%
2018	Bank Cler AG	Basler Kantonalbank	52.0	42.3	22.9%	93.3%
2019	CEVA	CMA CGM S.A	30.0	20.2	48.2%	95.7%
2019	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.	Edmond de Rothschild Holding SA	17'945.0 ³³	15'169.1	18.3%	93.3%
2019	Alpiq Holding AG	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs AG	70.0	72.5	-3.4%	13.1%
2020	Sunrise	Liberty Global plc	110.0	83.2	32.3%	96.6%
2021	Vifor Pharma AG	CSL Behring AG	167.4	118.3	41.6%	93.9%
3. Quartil					37.0%	95.7%
Median					22.9%	93.3%
1. Quartil					14.4%	77.2%

Quelle: Übernahmekommission.

³² Die Übersicht enthält freiwillige Übernahmeangebote in bar. Übernahmeangebote für Investment- und Immobiliengesellschaften wurden exkludiert.

³³ Inklusive Spezialdividende, welche vor der Transaktion ausbezahlt wurde.

5.6 Abkürzungsverzeichnis

CAGR	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPEX	Capital Expenditures (Nettoinvestitionen)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CH	Schweiz
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cashflow
DCF-Methode	Discounted-Cashflow-Methode
E	Erwartet
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
FCF	Free Cashflow
FEMSA	Fomenta Economico Mexicano, S.A.B. de C.V.
GJ	Geschäftsjahr
IFBC	IFBC AG

IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	International Monetary Fund (International Währungsfonds)
Impulsora, die Anbieterin	Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A. de C.V.
IQA	Interquartilsabstand
KPIs	Key Performance Indicators (Schlüsselkennzahlen)
LTM	Last Twelve Months
NUV	Nettoumlaufvermögen
SBB	Schweizerische Bundesbahnen
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
Terminal Value, TV	Endwert
UEK	Übernahmekommission
Valora	Valora Holding AG
VR	Verwaltungsrat

VWAP	Volume Weighted Average Price (volumengewichteter Durchschnittspreis)
------	---

WACC	Weighted Average Cost of Capital
------	----------------------------------
