

## **Bericht der Prüfstelle zuhanden der Übernahmekommission**

betreffend

Öffentliches Umtauschangebot der ANPHI Holding AG für alle sich im Publikum befindenden  
Namenaktien der Hiestand Holding AG

zur Bewertung der Aktien der ANPHI Holding AG und zur Einhaltung der Mindestpreisregeln  
gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG

Zürich, 7. Juni 2008

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>4</b>
1.1	Ausgangslage	4
1.2	Auftrag von PwC	4
1.3	Beurteilungsgrundlagen und -vorgehen	5
<b>2</b>	<b>Gesellschaften im Überblick</b>	<b>8</b>
2.1	Hiestand	8
2.1.1	Geschäftstätigkeit	8
2.1.2	Kommentare zu den Finanzprognosen für Hiestand	9
2.2	IAWS	10
2.2.1	Geschäftstätigkeit	10
2.2.2	Kommentare zu den Finanzprognosen für IAWS	12
<b>3</b>	<b>Wertüberlegungen zu Hiestand</b>	<b>14</b>
3.1	DCF-Methode	14
3.2	Anwendung DCF	15
3.3	Marktbewertung	16
<b>4</b>	<b>Wertüberlegungen zu IAWS</b>	<b>18</b>
4.1	DCF-Methode	18
4.2	Anwendung DCF	18
4.3	Marktbewertung	20
<b>5</b>	<b>Überlegungen zum Wert von ANPHI unter Berücksichtigung der Stand-alone-Werte von Hiestand und IAWS unter Ausschluss von allfälligen Synergien sowie Transaktions- / Integrationskosten</b>	<b>21</b>
<b>6</b>	<b>Analyse des volumengewichteten Durchschnittskurses der Hiestand-Aktie – Einhaltung von Art. 37 BEHV-EBK</b>	<b>22</b>
<b>7</b>	<b>Analyse des Kaufgeschäfts mit Lion – Einhaltung von Art. 38 BEHV-EBK</b>	<b>24</b>
<b>8</b>	<b>Schlussfolgerung</b>	<b>25</b>
<b>9</b>	<b>Appendix</b>	<b>26</b>
9.1	Appendix 1: Beta- und Finanzierungsanalyse	26
9.2	Appendix 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	27
9.3	Anhang 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen	28

## Abkürzungsverzeichnis

ANPHI	ANPHI Holding AG
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995
BEHV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (operatives Ergebnis)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EK	Eigenkapital
EUR	Euro
FK	Fremdkapital
Hiestand	Hiestand Holding AG
IAWS	IAWS Group, plc
IAWS Food	IAWS Geschäftssegmente Food Europe und Food North America
Lion	Lion/Hotel Cayman 1 Ltd
Lion Capital	Lion Capital (Guernsey) II of Tudor House
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
Origin	Origin Enterprises, plc
p.a.	per annum (pro Jahr)
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
Scheme	Scheme of Arrangement
SWX	Swiss Exchange
UK	United Kingdom
WACC	Weighted Average Cost of Capital

## 1 Einleitung

### 1.1 Ausgangslage

IAWS Group, plc, Dublin, Irland, ("IAWS") hält über ihre Tochtergesellschaft Blixen Limited, Irland, 32% der Stimmrechte an der Hiestand Holding AG, Lupfig, ("Hiestand"). Am 7. Juni 2008 hat IAWS mit Lion/Hotel Dutch 1 B.V., Niederlande, ("Lion"), einer indirekten Tochtergesellschaft der Lion Capital LLP, United Kingdom, ("Lion Capital"), einen Aktienkaufvertrag über den Erwerb weiterer 170'000 Namenaktien von Hiestand ("Hiestand-Aktien") abgeschlossen, entsprechend rund 32% der Stimmrechte an Hiestand. Lion soll dafür 12'700'000 Stammaktien der IAWS ("IAWS-Aktien") sowie eine Barabgeltung in der Höhe von EUR 30 Mio. von IAWS erhalten. Die Vereinbarung ist noch nicht vollzogen worden. Der Erwerb steht vor dem Hintergrund eines Zusammenschlusses von IAWS und Hiestand unter der ANPHI Holding AG, Zürich, ("ANPHI"), einer Tochtergesellschaft von IAWS. Dieser Zusammenschluss beinhaltet folgende Schritte:

1. Hiestand wird von ANPHI in einer Absorptionsfusion gemäss Fusionsgesetz übernommen ("Fusion"). Dabei sollen die Aktionäre von Hiestand für jede Hiestand-Aktie 36 Namenaktien von ANPHI ("ANPHI-Aktien") erhalten. Durch die Fusion wird Hiestand aufgelöst.
2. Unter einem Scheme of Arrangement nach irischem Recht ("Scheme") sollen die Aktionäre von IAWS für jede IAWS-Aktie 0.5 ANPHI-Aktien erhalten. Die IAWS wird dadurch eine 100%-Tochtergesellschaft von ANPHI.

Nach Durchführung des Zusammenschlusses wird ANPHI somit die neue Muttergesellschaft der kombinierten Gruppe sein.

IAWS, Hiestand und ANPHI haben am 7. Juni eine entsprechende Zusammenschlussvereinbarung unterzeichnet. Die Umsetzung des Zusammenschlussvorhabens erfordert unter anderem die Zustimmung durch die Aktionäre der drei Gesellschaften sowie die Zustimmung bzw. Freistellungsbescheinigung diverser Wettbewerbsbehörden. Die für die Fusion und das Scheme benötigten ANPHI-Aktien sollen durch Übernahme von bestehenden ANPHI-Aktien durch ANPHI von IAWS sowie entsprechende Kapitalerhöhungen beschafft werden, und alle ANPHI-Aktien sollen auf den Vollzug des Zusammenschlusses an der SWX und der Dubliner Börse kotiert werden. Der Vollzug des Zusammenschlusses ist für August 2008 vorgesehen.

Mit dem Vollzug des Kaufvertrages mit Lion wird IAWS ihren Stimmrechtsanteil an Hiestand von 32% auf rund 64% erhöhen und wird dadurch verpflichtet, den übrigen Aktionären ein Pflichtangebot gemäss Art. 32 BEHG zu unterbreiten ("Angebot"). Das Angebot soll am 9. Juni 2008 elektronisch vorangemeldet werden (zeitgleich mit der Ankündigung der Fusion und des Scheme sowie mit der Bekanntgabe des Abschlusses des Kaufvertrages zwischen IAWS und Lion) und am 11. Juni 2008 in den Zeitungen. Im Rahmen des Angebotes sollen die Aktionäre von Hiestand – wie bei der Fusion - für jede Hiestand-Aktie 36 ANPHI-Aktien erhalten.

### 1.2 Auftrag von PwC

Auf das Angebot ist die Mindestpreisregel gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG anwendbar. Aufgrund der beabsichtigten Transaktionsstruktur ist PwC als Prüfstelle beauftragt worden, bereits vor

der Voranmeldung des Angebotes dazu Stellung zu nehmen, ob das im Rahmen des Angebotes offerierte Umtauschverhältnis (1 Hiestand-Aktie soll gegen 36 ANPHI-Aktien getauscht werden) der Mindestpreisregel entspricht. Dieser Auftrag beinhaltet auch eine Bewertung der ANPHI-Aktien gemäss Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK, da die zum Umtausch angebotenen Titel nicht kotiert sind.

Wir weisen darauf hin, dass Ziffer 9 der Zusammenschlussvereinbarung zwischen IAWS, ANPHI und Hiestand die Möglichkeit einer Anpassung des Austauschverhältnisses für die Hiestand-Aktien bei der Fusion und für die IAWS-Aktien beim Scheme vorsieht, falls zwischen Abschluss und Vollzug der Zusammenschlussvereinbarung wesentliche Ereignisse eintreten, die zu einer Veränderung der Werte von Hiestand oder IAWS, welche die Grundlage für die Festlegung des Austauschverhältnisses bilden, von mehr als 10% führen können. Weiter haben sich ANPHI und IAWS gemäss der uns vorgelegten Entwurf für die Voranmeldung des Angebots im Falle eines Nichtzustandekommens der Fusion das Recht vorbehalten, das Umtauschangebot dahingehend zu ändern, dass anstelle von ANPHI-Aktien IAWS-Aktien zum Umtausch angeboten werden auf Basis des beabsichtigten Umtauschverhältnisses. Im Falle einer solchen Anpassung der Austauschverhältnisse oder Auswechslung der Umtauschtitel wären die Auswirkungen auf unsere Bewertungsüberlegungen zu überprüfen und festzustellen, ob die Mindestpreisregel nach wie vor eingehalten ist.

Dieser Bericht äussert sich ausschliesslich zur Einhaltung der Mindestpreisregel gemäss BEHG. Er gibt insbesondere kein Urteil darüber ab, ob das Angebot oder die Fusion aus finanzieller oder anderer Sicht fair oder angemessen ist, beinhaltet keine Empfehlung an die Aktionäre von Hiestand, ob sie das Angebot annehmen oder ablehnen oder der Fusion zustimmen sollen oder nicht, und ist nicht zur Beurteilung des Zusammenschlussvorhabens von IAWS und Hiestand aus der Sicht von IAWS bestimmt.

### **1.3 Beurteilungsgrundlagen und -vorgehen**

Für die Beurteilung des Angebotspreises führten wir auf Basis der unten aufgeführten Informationsgrundlagen insbesondere folgende Tätigkeiten durch:

1. Durchsicht und Analyse öffentlich zugänglicher Geschäfts- und Finanzinformationen über IAWS und Hiestand, z.B. Geschäftsberichte der letzten zwei Geschäftsjahre, Zwischenbericht der IAWS (und ihrer an der Dubliner Börse kotierten Tochtergesellschaft Origin Enterprises plc ("Origin")) per 31. Januar 2008, Analystenpräsentationen sowie relevante Pressemitteilungen der Gesellschaften;
2. Analyse der über Hiestand, IAWS und Origin publizierten Analystenreports und der in den relevanten Datenbanken (z.B. Bloomberg) publizierten Konsensschätzungen;
3. Analyse der Handelsaktivitäten in Hiestand und IAWS seit 1.1.2007 bzw. Origin seit deren IPO am 5. Juni 2007 unter Berücksichtigung der EUR/CHF Wechselkursentwicklung;
4. Ermittlung des volumengewichteten Durchschnittskurses über die letzten 60 Börsentage (exkl. gesetzliche Feiertage) für die Hiestand-Aktie auf Basis von SWX-Daten;
5. Analyse interner Geschäfts- und Finanzinformationen von IAWS (inkl. Origin) und Hiestand, z.B. vorläufige Ergebniszahlen, Budget 2009 und 2010 sowie finanzielle Vorscheurechnungen für die laufenden Geschäftsjahre;

6. Managementgespräche am 22. Mai 2008 mit IAWS und Hiestand bezüglich der Vermögens- und Ertragslage und der zukünftigen Entwicklung und der wesentlichen Annahmen, die den Vorscheurechnungen zugrunde liegen sowie Vergleich der internen Planungen mit den Konsensschätzungen aus publizierten aktuellen Analystenberichten;
7. Vornahme von Einzelbewertungen von IAWS und Hiestand auf Basis der Discounted Cash Flow-Methode, wobei sich die verwendeten Finanzplanungen grundsätzlich auf die Konsenserwartungen abstützen und einzelne Vermögenswerte (z.B. Mehrheitsbeteiligung an Origin, nicht-betriebsnotwendige Immobilien in Irland) - wo sinnvoll - zu Marktwerten eingesetzt sind. Im weiteren wurden die jeweiligen Langfristplanungen so angepasst, dass unter Berücksichtigung eines angemessenen Weighted Average Cost of Capital ("WACC", inkl. Zuschlag für "Small Cap") Unternehmenswerte resultieren, die innerhalb der Schwankungsbreite der aktuellen Markteinschätzungen von IAWS bzw. Hiestand liegen;
8. Vergleich der Resultate in Ziffer 7 mit Daten vergleichbarer Transaktionen (Hauptquellen: Datenbanken Mergermarket, Dealogic und Thomson);
9. Vergleich der Resultate in Ziffer 7 mit Finanzinformationen und Kapitalmarktdaten vergleichbarer kotierter Unternehmen (Hauptquellen: Bloomberg und Geschäftsberichte der bzw. Analystenberichte über die vergleichbaren Unternehmen);
10. Durchsicht der Zusammenschlussvereinbarung zwischen IAWS, Hiestand und ANPHI vom 7. Juni 2008, des Fusionsvetrages zwischen ANPHI und Hiestand vom 7. Juni 2008, des Kaufvertrages zwischen IAWS und Lion vom 7. Juni 2008, der Voranmeldung für das Angebot (Entwurf vom 7. Juni 2008) sowie weiterer Transaktionsdokumente.

Bei unseren Arbeiten haben wir uns darauf verlassen, dass uns die Managements von IAWS als auch von Hiestand sämtliche relevanten Informationen nach bestem Wissen und Gewissen mitgeteilt haben und dass diese Informationen die zukünftigen Aussichten und Risiken der jeweiligen Unternehmung angemessen berücksichtigen. Diese Informationen und Annahmen überprüften wir auf ihre Plausibilität und haben teilweise Anpassungen vorgenommen, die aus unserer Sicht mit den aktuellen Markterwartungen übereinstimmen. Das Management von IAWS und Hiestand hat uns in einer schriftlichen Erklärung vom 7. Juni 2008 die Vollständigkeit und Richtigkeit zur Offenlegung aller wesentlichen Informationen und die Anerkennung der Verantwortung hinsichtlich der Annahmen, welche den finanziellen Prognosen zugrunde liegen, bestätigt. Im Übrigen haben wir uns auf die Zuverlässigkeit und Vollständigkeit der uns zur Verfügung gestellten oder öffentlich zugänglichen Informationen verlassen. Wir haben insbesondere keine Revision, andere Prüfungshandlungen oder Due Diligence bei IAWS, Hiestand oder einer anderen Gesellschaft durchgeführt. Ausserdem haben wir keine Besuche oder Inspektionen von Produktionsanlagen oder Einrichtungen von IAWS oder Hiestand vor Ort vorgenommen.

Alle Annahmen bezüglich der künftigen Entwicklung des volkswirtschaftlichen und technologischen Umfeldes und deren Auswirkungen auf die operative Entwicklung der Unternehmung sind mit den üblichen Unsicherheiten behaftet. Die im Rahmen der Mittelfristplanung getroffenen Annahmen spielen jedoch eine entscheidende Rolle bei der Bewertung. Da unsere Arbeiten weitgehend auf den Angaben der Gesellschaften bzw. der aktuellen Markteinschätzungen (Analystenberichte) beruhen, beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte Durchführung des Auftrags.

---

## 2 Gesellschaften im Überblick

### 2.1 Hiestand

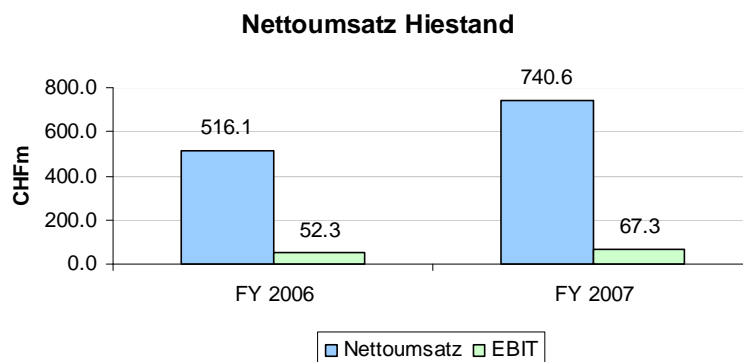
#### 2.1.1 Geschäftstätigkeit

Die Hiestand Gruppe ist das international führende Dienstleistungsunternehmen im Bereich Convenience- / und Tiefkühlbackwaren mit Ländergesellschaften in der Schweiz, Deutschland, Österreich, Polen, Malaysia, Japan und in der Türkei. Zu den Kunden von Hiestand gehören u.a. Convenience Stores, Tankstellen, Lebensmittelgeschäfte, Bäckereien sowie auch Gastronomiebetriebe. Dabei ist das Unternehmen hauptsächlich in den drei folgenden Segmenten tätig:

- Das Segment *Tiefkühlbackwaren / -produkte* umfasst die Produktion von tiefgeköhlten Backwaren und deren Vertrieb an verschiedene Kunden, inkl. Exportkunden.
- Das Segment *Frischgebäck* umfasst die Produktion von frischen Backwaren und deren Vertrieb (frisch gebacken) an ausgewählte Kundschaft.
- Das *Retail*-Segment umfasst den Verkauf der Backwaren über eigene Bäckereien und Backshops (Hiestand besitzt 16 Tochtergesellschaften und ist an einem Joint Venture beteiligt).

Die registrierten Hiestand-Aktien sind an der Schweizer Börse (SWX Swiss Exchange) kotiert.

Im Finanzjahr 2007, welches bei Hiestand am 31. Dezember endet, wurde ein Nettoumsatz von CHF 740.6 Mio. erwirtschaftet, was einer Steigerung von 43.5% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Dabei können etwa 26.6% dieses Umsatzwachstums durch die Akquisition der deutschen Fricopan und weitere 2.4% durch positive Währungseffekte erklärt werden, wodurch schlussendlich ein organisches Umsatzwachstum von 14.5% resultiert. Der EBIT von Hiestand betrug im Jahr 2007 gemäss den Angaben des Geschäftsberichts CHF 67.3 Mio., was im Vergleich zum Vorjahr einer Steigerung von 28.7% entspricht. Die Entwicklung des Nettoumsatzes ist in der untenstehenden Graphik aufgezeigt.

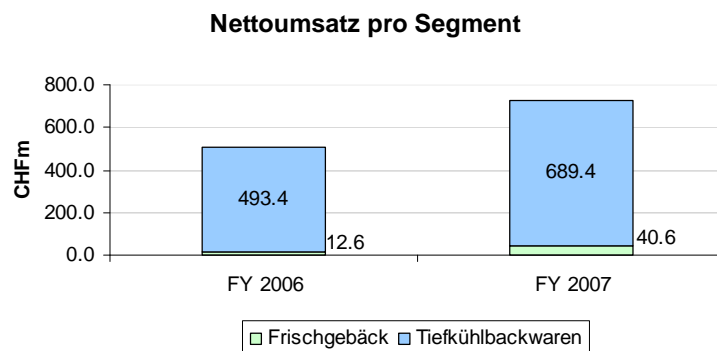


Quelle: Geschäftsberichte von Hiestand.

Der Hauptteil des Nettoumsatzes (94%) wurde im Jahr 2007 vom Geschäftssegment Tiefkühlbackwaren erbracht. Dies entspricht CHF 689.4 Mio. (+39.7% im Vergleich zum Vorjahr). Das Geschäftssegment Frischgebäck generierte im Jahr 2007 einen Nettoumsatz von CHF



40.6 Mio., was gegenüber dem letzten Jahr einer Steigerung von 222.7% entspricht, wobei dieses starke Wachstum wiederum im Zusammenhang mit der Akquisition der Fricopan Gesellschaften gesehen werden muss. Die folgende Graphik zeigt die Aufteilung der Nettoumsätze nach Geschäftssegment. Hierbei sei noch erwähnt, dass die Summe der Nettoumsätze pro Geschäftssegment aufgrund von zwischenbetrieblichen Effekten nicht dem Gesamtumsatz der Gruppe entspricht.



Quelle: Geschäftsberichte von Hiestand.

### 2.1.2 Kommentare zu den Finanzprognosen für Hiestand

Für die Bewertung von Hiestand anhand der DCF-Methode wurden auf Basis des vom Management erstellten Budgets 2008 sowie des Businessplans für die Jahre 2009 bis 2010 zukünftige Free Cash Flows geschätzt. Im Allgemeinen haben wir uns für die Planungsperiode dabei auf Managementschätzungen sowie aktuelle Analystenschätzungen abgestützt.

Die wichtigsten Annahmen im Hinblick auf die Prognoseperiode von 2011 bis 2015 werden nachfolgend kurz aufgezeigt:

- **Nettoumsatz:** Für den Nettoumsatz wurde ein Wachstum von 4.8% p.a. angenommen.
- **EBITDA-Marge:** Die geschätzte EBITDA-Marge beträgt in der Prognoseperiode 15.48%.
- **Investitionen ("CAPEX") in % vom Nettoumsatz:** Im Jahr 2011 betragen die CAPEX 8.5%, in den Jahren 2012 bis 2015 6.5% vom Nettoumsatz.
- **Veränderung des Net Working Capital ("NWC") in % vom Nettoumsatz:** Die geschätzten Veränderungen des NWC betragen in der Prognoseperiode 0.6% vom Nettoumsatz.
- Die Schätzungen und die zu Grunde gelegten Annahmen wurden mit dem Management von Hiestand besprochen. Wo wir es für angebracht gesehen haben, sind wir in unseren Annahmen gegenüber den Aussagen des Managements nach unten abgewichen, um Analystenschätzungen sowie allgemeine Marktinformationen in den Prognosen zu reflektieren.

Auf Basis dieser Annahmen und Berichtigungen sowie der Anwendung eines angemessenen Endwertszenarios und eines spezifischen WACC, welcher die relativ geringe Grösse sowie die eingeschränkte Liquidität der Hiestand-Aktie berücksichtigt, konnte für die Hiestand-Aktie

ein Stand-alone-Wert abgeleitet werden, welche der im Mai 2008 beobachtbaren Handelsbandbreite von Hiestand entspricht.

## **2.2 IAWS**

### **2.2.1 Geschäftstätigkeit**

Das Irische Unternehmen IAWS ist in der Produktion und im Vertrieb von Fertignahrung ("Convenience Food") sowie über die im Juni 2007 an die Börse gebrachte Tochtergesellschaft Origin in der Produktion und im Vertrieb von Pflanzenschutz- / Düngemitteln, Fischfutter sowie Nahrungsmitteln tätig.

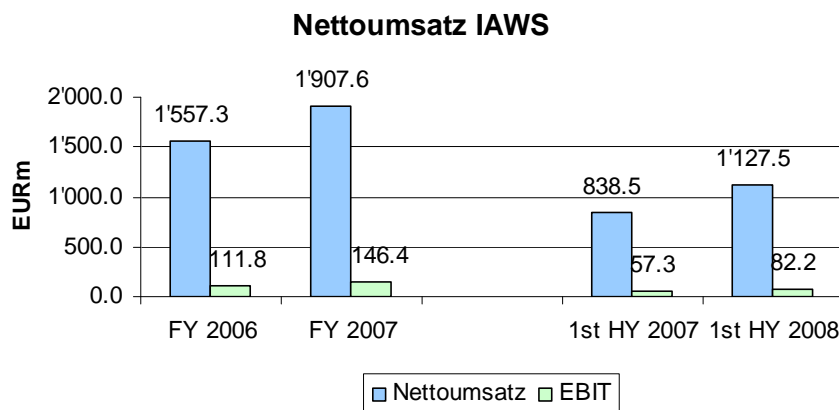
IAWS agiert in drei Geschäftssegmenten:

- Food Europe und Food North America: Das Lifestyle Foods Business fokussiert sich auf das stark wachsende Nischengeschäft im Bereich für qualitativ hoch stehende Backwaren und Fertignahrung.
- Origin: IAWS ist Mehrheitsaktionär von Origin, einem führenden Unternehmen im Agri-Nutrition Sektor in Irland und UK. Origin ist an der irischen (IEX) sowie an der Londoner Börse kotiert.

IAWS hat Produktions-, Handels- und Vertriebsstandorte in Irland, UK, Kontinentaleuropa, USA und Kanada. Zu den Marken von IAWS gehören Cuisine de France, Delice de France, Pierre's, Carroll Cuisine, Coup de Pates, Otis Spunkmeyer und La Brea Bakery. Weiter hat IAWS eine 50%-Beteiligung an einem Joint Venture namens Cillryan's Bakery Ltd. Die restlichen 50% sind im Besitz der Tim Hortons Gruppe. IAWS ist an den Börsen in Dublin und London kotiert.

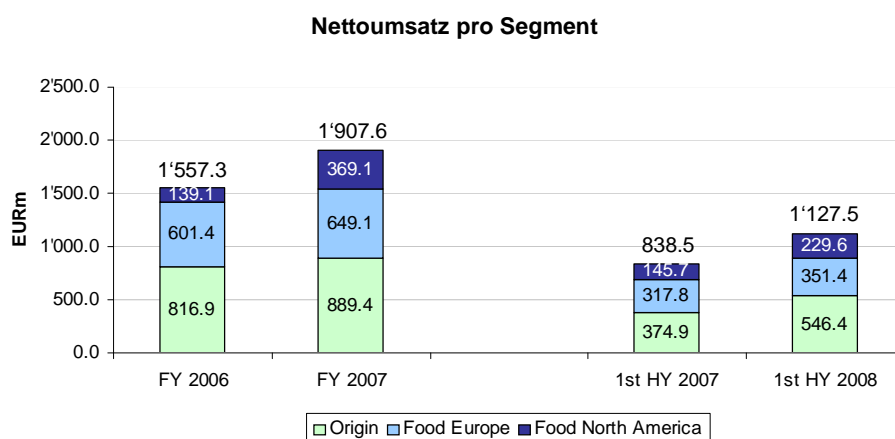
Im Finanzjahr 2007, welches bei IAWS jeweils am 31. Juli endet, erwirtschaftete IAWS einen Nettoumsatz von EUR 1'907.6 Mio., was einer Steigerung von 22.5% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Der EBIT betrug 2007 EUR 146.4 Mio. vor Intangible-Amortisationen und ausserordentlichen Beträgen (+ 31.0% im Vergleich zum Vorjahr).

In der ersten Hälfte des Finanzjahres 2008 betrug der Nettoumsatz von IAWS EUR 1'127.5 Mio. (+34.5% im Vergleich zum Vorjahr). Der erwirtschaftete EBIT vor Intangible-Amortisationen und ausserordentlichen Beträgen betrug EUR 82.2 Mio. (+43.5% im Vergleich zum Vorjahr). Die Entwicklung des Nettoumsatzes und EBIT der IAWS Gruppe für die Jahre 2006 und 2007 ist in untenstehender Graphik aufgezeigt.



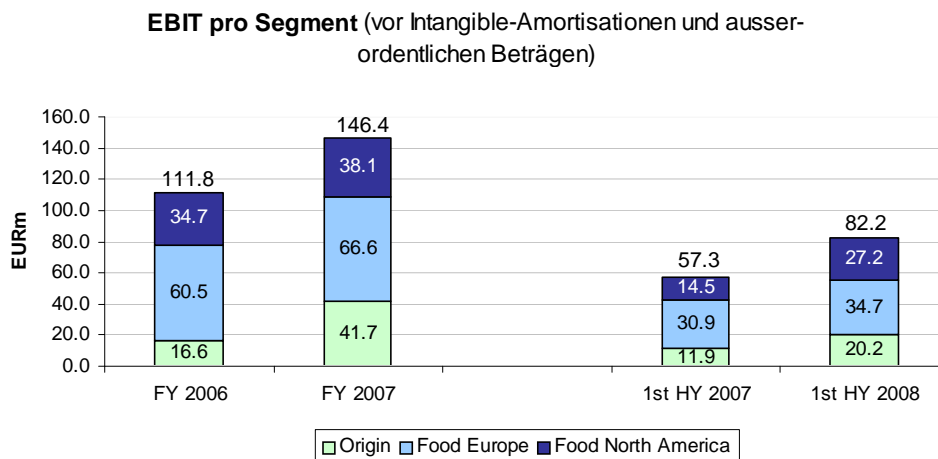
Quelle: Geschäftsberichte und Zwischenberichte von IAWS.

Im Jahr 2007 erwirtschaftete IAWS einen Nettoumsatz von EUR 369.1 Mio. im Food North America Segment (+165.4% im Vergleich zum Vorjahr) bzw. EUR 649.1 Mio. im Food Europe Segment (+7.9% im Vergleich zum Vorjahr). Weiter betrug der Nettoumsatz von Origin EUR 889.4 Mio. (+8.9% im Vergleich zum Vorjahr). Die folgende Graphik zeigt die Aufteilung der Nettoumsätze nach Segmenten.



Quelle: Geschäftsberichte und Zwischenberichte von IAWS.

Die beiden Food Geschäftssegmente sind profitabler als das Geschäftssegment Origin. Im Finanzjahr 2007 betrug der EBIT vor Intangible-Amortisationen und ausserordentlichen Beträgen EUR 38.1 Mio. für Food North America (+9.9% im Vergleich zum Vorjahr) und EUR 66.6 Mio. für Food Europe (+10.1 im Vergleich zum Vorjahr). Im Segment Origin betrug der entsprechende EBIT 41.7 Mio. (+151.0% im Vergleich zum Vorjahr). Die folgende Graphik zeigt die Aufteilung des EBIT nach Segmenten.



Quelle: Geschäftsberichte und Zwischenberichte von IAWS.

### 2.2.2 Kommentare zu den Finanzprognosen für IAWS

Für die Bewertung von IAWS anhand der DCF-Methode wurden auf Basis der vom Management erstellten Vorscheurechnung 2007/08 sowie des Businessplans für die Jahre 2008/09 bis 2009/10 zukünftige Free Cash Flows für das Food Europe- und das Food North America Segment ("IAWS Food") geschätzt. Weiter wurde die Vorscheurechnung 2007/08 basierend auf den Ergebnissen der ersten 9 Monate (bis 30. April 2008) des Finanzjahres 2007/08 plausibilisiert. In den Planjahren 2008/09 und 2009/10 wurden die Business Plan Prognosen jeweils dann angepasst, wenn diese die Analystenschätzungen überstiegen.

Die wichtigsten Annahmen im Hinblick auf die Prognoseperiode von 2010/11 bis 2014/15 werden nachfolgend kurz aufgezeigt:

- **Nettoumsatz:** Für den Nettoumsatz wurde ein Wachstum von 5.2% p.a. angenommen.
- **EBITDA-Marge:** Die geschätzte EBITDA-Marge steigt in der Prognoseperiode von 14.0% auf 14.5% (steigender Anteil der selbst gefertigten Produkte im Vergleich zu den von Drittparteien bezogenen Produkten).
- **Investitionen ("CAPEX") in % vom Nettoumsatz:** Die CAPEX betragen in der Prognoseperiode 5.0% vom Nettoumsatz.
- **Veränderung des NWC in % vom Nettoumsatz:** Die geschätzten Veränderungen des NWC belaufen sich in der Prognoseperiode auf 0.5% bis 0.6% vom Nettoumsatz.
- Die Schätzungen und die zu Grunde gelegten Annahmen wurden mit dem Management von IAWS besprochen. Wo wir es für angebracht gesehen haben, sind wir in unseren Annahmen gegenüber den Aussagen des Managements nach unten abgewichen, um Analystenschätzungen sowie allgemeine Marktinformationen in den Prognosen zu reflektieren.

Zusätzlich zu dem mittels DCF abgeleiteten Stand-alone-Wert für IAWS Food wurde die Beteiligung, welche IAWS an Origin hält, anhand des Börsenkurses vom 1. Mai 2008 bewertet.

Das kanadische IAWS Joint Venture mit Tim Hortons wurde auf Basis der Jahresergebnisse 2007 anhand eines Marktmultiplikatorenmodells, unter Berücksichtigung der Net Cash-/Net Debt Positionen per 31.12.2007 (aktuellste verfügbare Finanzinformationen), bewertet.

IAWS'-Beteiligung an Hiestand (Gesamtanteil von IAWS an Hiestand nach Lion-Transaktion neu rund 64%) wurde anhand des unter Abschnitt 3.2 erläuterten Bewertungsverfahrens ermittelt und zum Wechselkurs von EUR-CHF 1.61637 (Stand 1. Mai 2008) umgerechnet.

Zusätzlich wurde berücksichtigt, dass im Zusammenhang mit der Lion-Transaktion eine Barabgeltung seitens IAWS in der Höhe von EUR 30 Mio. erfolgen soll, was als entsprechende Wertminderung bei IAWS berücksichtigt wurde.

Aufsummiert ergeben diese verschiedenen Komponenten den Unternehmenswert von IAWS.

---

### 3 Wertüberlegungen zu Hiestand

Zur Ermittlung des Eigenkapitalwertes von Hiestand wurden Wertüberlegungen mittels der folgenden Methoden durchgeführt:

- Discounted Cash Flow ("DCF")-Methode
- Marktbewertung mittels Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen

Die nach der DCF-Methode abgeleitete Bandbreite des Eigenkapitalwertes stand dabei im Zentrum der Wertüberlegungen. Zur Plausibilisierung dieser Wertbandbreite wurden die mittels Marktbewertung hergeleiteten Vergleichsgrößen verwendet.

#### 3.1 DCF-Methode

Nach dem theoretisch richtigen Ansatz der Investitionsbewertung für die Unternehmensbewertung entspricht der Unternehmenswert den zu erwartenden Netto-Einnahmen des Investors, welche auf Grund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden müssen.

In der Praxis wird als Annäherung dieser Grösse von zukünftig zu erwartenden Free Cash Flows ausgegangen, welche im Rahmen der DCF-Methode mit Hilfe der Kapitalkosten auf den Gegenwartswert diskontiert werden. Dabei wird unter dem Free Cash Flow der sogenannte operative Brutto Cash Flow abzüglich Investitionen in das Anlage- und das Umlaufvermögen verstanden.

Die Kapitalkosten werden aus Eigen- und Fremdkapitalkosten ermittelt. Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus zwei Komponenten zusammen: Dem risikolosen Zinssatz und der Eigenkapitalrisikoprämie. Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt das CAPM zugrunde, wonach die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des "levered" Betas mit der Marktrisikoprämie entspricht. Dabei ist das "levered" Beta ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktrisiko und hängt unter anderem von der Finanzierungsstruktur ab. Die Fremdkapitalkosten setzen sich aus dem risikolosen Zinssatz und der Fremdkapitalprämie zusammen. Durch Einbezug einer Fremdkapitalprämie wird berücksichtigt, dass ein Unternehmen nicht zum risikolosen Zinssatz Fremdkapital aufnehmen kann, sondern aufgrund des Unternehmensrisikos den Fremdkapitalgebern einen Zinsaufschlag bezahlen muss.

Um den operativen Unternehmenswert zu erhalten, wird die Summe aus den diskontierten zukünftigen Free Cash Flows und aus dem Endwert gebildet, wobei letzterer die Annahme der Bewertung auf Fortführung der Geschäftstätigkeit darstellt.

Durch die Addition des nicht betrieblich notwendigen Vermögens und nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals sowie der Minderheiten ergibt sich der Eigenkapitalwert aus einer kapitalmarktorientierten Perspektive.

### 3.2 Anwendung DCF

Für die DCF-Bewertung von Hiestand anhand der DCF-Methode wurden auf Basis der in Abschnitt 2.1.2 aufgezeigten Annahmen die Free Cash Flows für die explizite Prognoseperiode (2008 bis 2015) geschätzt.

Die wichtigsten Annahmen im Hinblick auf die Berechnung des Endwerts werden nachfolgend kurz aufgezeigt:

- *Nachhaltiges Wachstum*: Es wurde ein nachhaltiges Wachstum von 1.5% angenommen. Dieses liegt leicht über der langfristig erwarteten Inflationsrate in der Schweiz.
- *EBIT-Marge*: Für die Berechnung des Endwertes wurde von einer nachhaltigen EBIT-Marge von 9.78% ausgegangen. Diese liegt leicht unter der EBIT-Marge in der expliziten Prognoseperiode
- *CAPEX*: Es wurde die Annahme getroffen, dass für die Endwertberechnung die CAPEX 5.5% vom Nettoumsatz betragen und den Abschreibungen entsprechen.
- *WACC*: Der abgeleitete WACC für Hiestand wurde auf 7.74% geschätzt. Dabei wurden ein Eigenkapitalkostensatz von 8.84% und ein Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 3.34% ermittelt.

Nachfolgend werden die einzelnen Parameter für die WACC-Herleitung kurz beschrieben:

**Risikoloser Zinssatz**

Risikoloser Zinssatz von 3.43% analog der Rendite von Schweizer Bundesobligationen per Mai 2008 mit einer Restlaufzeit von 15 Jahren.<sup>1</sup>

**Marktrisikoprämie**

Der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten liegt eine Marktrisikoprämie von 5.00% zu Grunde. Diese basiert auf der Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite des schweizerischen Aktienmarktes und derjenigen von Schweizer Obligationen seit 1926.<sup>2</sup> Zur Berechnung der Marktrisikoprämie wurde ein Zuschlag von 0.5% auf die Differenz zwischen der Rendite der Aktien und der Rendite der Obligationen gemacht, da die Obligationen ein Portfolio aus inländischen Schuldnern anstatt Bundesobligationen enthalten.

**Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen**

Die Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen reflektiert die erhöhten Risiko- und Renditeerwartungen, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmungen verbunden sind. Sie berechnet sich als Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite tiefer kapitalisierter Unternehmen und der für diese Firmen mittels CAPM (Capital Asset Pricing Model) geschätzten Rendite. Für die Bewertung von Hiestand wurde eine Prämie von 2.00% verwendet. Diese basiert auf einer jährlichen Studie von Ibbotson Associates<sup>3</sup> und PwC internen Analysen.

<sup>1</sup> Quelle: Bloomberg, Mai 2008

<sup>2</sup> Quelle: Pictet & Cie.: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2007), Januar 2008.

<sup>3</sup> Quelle: Ibbotson Associates, 2008 Yearbook.

**Beta**

Das "levered" Beta entspricht dem um die Ziel-Kapitalstruktur von Hiestand bereinigten "unlevered" Beta. Zur Ermittlung des "unlevered" Betas wurde auf die "unlevered" Betas vergleichbarer kotierter Unternehmen abgestützt. Das verwendete "unlevered" Beta in der Höhe von 0.55 basiert dabei auf dem Medianwert der vergleichbaren Unternehmen. Details zu den Betas der Vergleichsunternehmen sind im Anhang 1 dargestellt.

**Finanzierungsverhältnis**

Basierend auf dem Finanzierungsverhältnis der Vergleichsunternehmen sowie auf Gesprächen mit dem Management, wird eine langfristige Zielkapitalstruktur mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 20% angenommen. Details zu den Finanzierungsverhältnissen der Vergleichsunternehmen sind ebenfalls im Anhang 1 dargestellt.

**Fremdkapitalrisikoprämie**

Basierend auf Gesprächen mit dem Management wurde von einer Fremdkapitalrisikoprämie von 0.85% ausgegangen.

**Steuersatz**

Basierend auf Gesprächen mit dem Management wurde der Berechnung des WACC ein mittelfristig zu erwartender effektiver Steuersatz von 22% zu Grunde gelegt.

Um den Eigenkapitalwert der Hiestand zu erhalten, wurde der aus der DCF-Bewertung resultierende operative Unternehmenswert um sämtliche nicht-betrieblichen Vermögenswerte erhöht und anschliessend um die verzinslichen Finanzschulden per Ende April 2008 reduziert.

Diese Berechnungen ergaben für eine Hiestand-Aktie einen Stand-alone-Wert von CHF 1'865.39 bei einer Gesamtaktienzahl von 530'769 (ohne Berücksichtigung von 1'161 eigenen Aktien). Dieser Wert pro Aktie ist mit der im Mai 2008 beobachteten Bandbreite des Marktwerts der Hiestand-Aktie konsistent.

**3.3 Marktbewertung**

Bei der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen wird der über den Börsenkurs hergeleitete Marktwert des kotierten Unternehmens zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen ins Verhältnis gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren werden dann auf die Finanzkennzahlen von Hiestand angewendet, um den hypothetischen Marktwert zu erhalten.

Als Vergleichsunternehmen wurden an schweizerischen und europäischen Börsen kotierte Firmen herangezogen, welche mit Hiestand vergleichbar sind. Aufgrund fehlender Finanzdaten für die erwarteten Ergebnisse in den Jahren 2008 resp. 2009 bei direkt vergleichbaren Unternehmen, musste die Vergleichsgruppe breiter gefasst werden als bei der Beta-Analyse. Als Kriterien der Vergleichbarkeit dienten in erster Linie die Zugehörigkeit zur Foodproduktbranche sowie die Aktivitäten entlang der Wertschöpfungskette.

Für die Marktbewertung der Hiestand wurden die aktuellen Unternehmenswerte respektive Eigenkapitalwerte (per Mai 2008) der vergleichbaren kotierten Unternehmen ins Verhältnis zu den Kennzahlen EBITDA, EBIT und Reingewinn gesetzt, jeweils für die Jahre 2008 und 2009.



Dabei wurde für die Jahre 2008 und 2009 von den durchschnittlichen Analystenschätzungen ausgegangen. Von den resultierenden Multiplikatoren für jedes Vergleichsunternehmen wurde der Median gebildet, und dieser dann mit den aktuellen, respektive erwarteten Kennzahlen EBITDA, EBIT und Reingewinn von Hiestand multipliziert. Da die Umsatzmultiples keine Aussage über die Profitabilität einer Unternehmung machen, wurde auf eine Anwendung von Umsatz-Multiples verzichtet. Multiples, welche die Kostenstruktur einbeziehen, sind aussagekräftiger. Deshalb wurden für die Bestimmung der Wertbandbreite nur EBITDA-, EBIT- und Reingewinn-Multiples berücksichtigt.

Die hergeleiteten Multiplikatoren vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sind in Anhang 2 dargestellt.

Basierend auf der Bewertung anhand der Multiplikatoren der kotierten Vergleichsunternehmen ergab sich für den Wert einer Hiestand-Aktie eine Stand-alone-Wertbandbreite von CHF 1'781 bis CHF 2'037.

In Ergänzung zur Analyse der Börsenbewertung wurde eine Recherche nach Transaktionen von Vergleichsunternehmen durchgeführt, welche in den letzten drei Jahren stattgefunden haben. Diese wurden mit den gleichen Grössen auf ihren impliziten Transaktionswert untersucht und zur Plausibilisierung herangezogen.

Basierend auf der Bewertung anhand der Multiplikatoren der vergleichbaren Transaktionen ergab sich für den Wert einer Hiestand-Aktie eine Stand-alone-Wertbandbreite von CHF 1'861 bis CHF 2'823.

Damit liegt der mittels DCF-Analyse ermittelte Stand-alone-Wert einer Hiestand-Aktie von CHF 1'865.39 am unteren Ende der Bandbreite, welche mittels den Marktbewertungs-Ansätzen hergeleitet wurde.

---

## 4 Wertüberlegungen zu IAWS

Zur Ermittlung des Eigenkapitalwertes von IAWS wurden Wertüberlegungen mittels der folgenden Methoden durchgeführt:

- Discounted Cash Flow ("DCF")-Methode
- Marktbewertung mittels Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen

Die nach der DCF-Methode abgeleitete Bandbreite des Eigenkapitalwertes stand dabei im Zentrum der Wertüberlegungen. Zur Plausibilisierung dieser Wertbandbreite wurden die mittels Marktbewertung hergeleiteten Vergleichsgrößen verwendet.

### 4.1 DCF-Methode

Zur Beschreibung der DCF-Methode wird auf Abschnitt 3.1 verwiesen.

### 4.2 Anwendung DCF

Für die DCF-Bewertung von IAWS Food anhand der DCF-Methode wurden auf Basis der in Abschnitt 2.1.2 aufgezeigten Annahmen die Free Cash Flows für die explizite Prognoseperiode (2008 bis 2015) geschätzt.

Die wichtigsten Annahmen im Hinblick auf die Berechnung des Endwerts werden nachfolgend kurz aufgezeigt:

- *Nachhaltiges Wachstum*: Es wurde ein nachhaltiges Wachstum von 2.5% angenommen. Dieses liegt leicht über der langfristig erwarteten Inflationsrate im Euroraum.
- *EBIT-Marge*: Für die Berechnung des Endwerts wurde von einer nachhaltigen EBIT-Marge von 9.5% ausgegangen. Diese liegt leicht unter der geschätzten EBIT-Marge in der expliziten Prognoseperiode.
- *CAPEX*: Es wurde die Annahme getroffen, dass für die Endwertberechnung die CAPEX 5.0% vom Nettoumsatz betragen und den Abschreibungen entsprechen.
- *WACC*: Der abgeleitete WACC für IAWS Food wurde auf 8.55% geschätzt. Dabei wurden ein Eigenkapitalkostensatz von 10.63% und ein Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 4.16% ermittelt.

Nachfolgend werden die einzelnen Parameter für die WACC-Herleitung kurz beschrieben:

<b>Risikoloser Zinssatz</b>
Risikoloser Zinssatz von 4.61% analog der Rendite von Anleihen des Irischen Staates per Mai 2008 mit einer Restlaufzeit von 15 Jahren. <sup>4</sup>
<b>Marktrisikoprämie</b>

<sup>4</sup> Quelle: Bloomberg, Mai 2008

Der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten liegt eine Marktrisikoprämie von 5.00% zu Grunde. Diese basiert auf Kapitalmarktstudien, welche von PwC UK durchgeführt wurden.

#### **Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen**

Die Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen reflektiert die erhöhten Risiko- und Renditeerwartungen, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmungen verbunden sind. Sie berechnet sich als Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite tiefer kapitalisierter Unternehmen und der für diese Firmen mittels CAPM (Capital Asset Pricing Model) geschätzten Rendite. Für die Bewertung von IAWS wurde eine Prämie von 2.00% verwendet. Diese basiert auf einer jährliche Studie von Ibbotson Associates<sup>5</sup> und PwC internen Analysen.

#### **Beta**

Das "levered" Beta entspricht dem um die Ziel-Kapitalstruktur von IAWS bereinigten "unlevered" Beta. Zur Ermittlung des "unlevered" Betas wurde auf die "unlevered" Betas vergleichbarer kotierter Unternehmen abgestützt. Das verwendete "unlevered" Beta in der Höhe von 0.55 basiert dabei auf dem Medianwert der vergleichbaren Unternehmen. Details zu den Betas der Vergleichsunternehmen sind im Anhang 1 dargestellt.

#### **Finanzierungsverhältnis**

Basierend auf dem Finanzierungsverhältnis der Vergleichsunternehmen sowie auf Gesprächen mit dem Management wird eine langfristige Zielkapitalstruktur mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 32.2% angenommen. Details zu den Finanzierungsverhältnissen der Vergleichsunternehmen sind ebenfalls im Anhang 1 dargestellt.

#### **Fremdkapitalrisikoprämie**

Basierend auf Gesprächen mit dem Management wurde von einer Fremdkapitalrisikoprämie von 0.60% ausgegangen.

#### **Steuersatz**

Basierend auf Gesprächen mit dem Management wurde der Berechnung des WACC ein mittelfristig zu erwartender effektiver Steuersatz von 20.0% zu Grunde gelegt.

Um den Eigenkapitalwert der IAWS zu erhalten, wurde der aus der DCF-Bewertung resultierende operative Wert von IAWS Food um den Wert der Beteiligungen an Origin und Hiestand sowie um den Wert des kanadischen Joint Ventures und um sämtliche nicht-betrieblichen Vermögenswerte (die an Lion zu bezahlende Barabgeltung in der Höhe von EUR 30 Mio. wurde dabei von den nicht-betrieblichen Vermögenswerten abgezogen) erhöht und anschliessend um die verzinslichen Finanzschulden per Ende April 2008 reduziert.

Diese Berechnungen ergaben für die IAWS-Aktie einen Stand-alone-Wert von EUR 15.52 oder CHF 25.09 zu einem Wechselkurs von EUR-CHF 1.61637 (Stand 1. Mai 2008) bei einer Gesamtaktienzahl von 144'255'567. Dieser Stand-alone-Wert ist mit der im Mai 2008 beobachteten Bandbreite des Marktwerts von IAWS konsistent.

<sup>5</sup> Quelle: Ibbotson Associates, 2008 Yearbook.

In unseren Berechnungen ist berücksichtigt, dass im Rahmen der Lion-Transaktion 170'000 Hiestand-Aktien erworben werden sollen. Zusammen mit den bereits vorher im Besitz der IAWS gehaltenen 170'218 Hiestand-Aktien, beläuft sich der Gesamtanteil von IAWS an Hiestand dann auf rund 64%.

#### 4.3 Marktbewertung

Für die Marktbewertung der IAWS Food wurden die aktuellen Unternehmenswerte respektive Eigenkapitalwerte (per Mai 2008) der vergleichbaren kotierten Unternehmen ins Verhältnis zu den Kennzahlen EBITDA, EBIT und Reingewinn gesetzt, jeweils für die Jahre 2008 und 2009. Dabei wurde für die Jahre 2008 und 2009 von den durchschnittlichen Analystenschätzungen ausgegangen. Von den resultierenden Multiplikatoren für jedes Vergleichsunternehmen wurde der Median gebildet, und dieser dann mit den aktuellen, respektive erwarteten Kennzahlen EBITDA, EBIT und Reingewinn der IAWS Food multipliziert. Da die Umsatzmultiples keine Aussage über die Profitabilität einer Unternehmung machen, wurde auf eine Anwendung von Umsatz-Multiples verzichtet. Multiples, welche die Kostenstruktur einbeziehen, sind aussagekräftiger. Deshalb wurden für die Bestimmung der Wertbandbreite nur EBITDA-, EBIT- und Reingewinn-Multiples berücksichtigt.

Die hergeleiteten Multiplikatoren vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sind in Anhang 2 dargestellt.

Um den Eigenkapitalwert der IAWS zu erhalten, wurde der mittels Multiplikatoren der kotierten Vergleichsunternehmen resp. der vergleichbaren Transaktionen abgeleitete Wert von IAWS Food um den Wert der Beteiligungen an Origin und Hiestand sowie um den Wert des kanadischen Joint Ventures und um sämtliche nicht-betrieblichen Vermögenswerte erhöht und anschliessend um die Zins tragenden Finanzschulden per Ende April 2008 reduziert.

Diese Berechnungen ergaben für den Wert einer IAWS-Aktie unter Berücksichtigung der im Rahmen der Lion-Transaktion zu erwerbenden Anteile an Hiestand (Gesamtanteil von IAWS an Hiestand neu rund 64%) eine Stand-alone-Wertbandbreite von EUR 15.0 bis EUR 16.9 resp. EUR 12.8 bis EUR 20.4.

Damit liegt der mittels DCF-Analyse ermittelte Stand-alone-Wert einer IAWS-Aktie unter Berücksichtigung der im Rahmen der Lion-Transaktion zu erwerbenden Anteile an Hiestand (Gesamtanteil von IAWS and Hiestand neu rund 64%) von EUR 15.52 innerhalb der Bandbreite, welche mittels den Marktbewertungs-Ansätzen hergeleitet wurde.

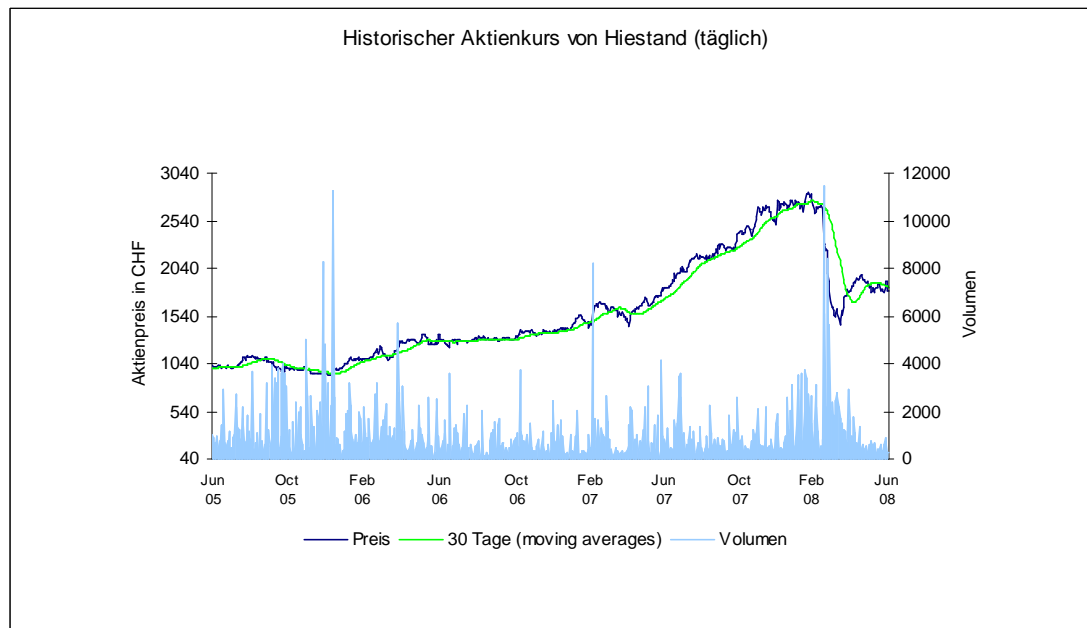
## **5 Überlegungen zum Wert von ANPHI unter Berücksichtigung der Stand-alone-Werte von Hiestand und IAWS unter Ausschluss von allfälligen Synergien sowie Transaktions- / Integrationskosten**

Der kombinierte Wert von IAWS und Hiestand unter ANPHI setzt sich dabei aus den im Rahmen der Kapitel 3 und 4 ermittelten Stand-alone-Werten der beiden Gesellschaften zusammen. Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass die 340'218 Hiestand-Aktien von IAWS an Hiestand (nach erfolgter Lion-Transaktion) bereits in der Wertermittlung von IAWS berücksichtigt sind und somit bei einer Addition der Werte von IAWS und Hiestand im kombinierten Fall nicht nochmals einfließen dürfen, um eine Doppelzählung zu vermeiden. Basierend auf den reinen Stand-alone-Bewertungen von IAWS sowie Hiestand sowie unter Berücksichtigung des geplanten Austauschverhältnisses (36 ANPHI-Aktien für eine Hiestand-Aktie) ergibt sich ein geschätzter Wert pro ANPHI-Aktie von CHF 50.32 bei einer Gesamtaktienzahl von 78'987'720. Allfällige Synergien sowie einmalige Transaktions- / Integrationskosten wurden bei diesen Überlegungen nicht berücksichtigt.

Für 36 ANPHI-Aktien ergibt sich somit ein geschätzter Wert von CHF 1'811.69.

## 6 Analyse des volumengewichteten Durchschnittskurses der Hiestand-Aktie – Einhaltung von Art. 37 BEHV-EBK

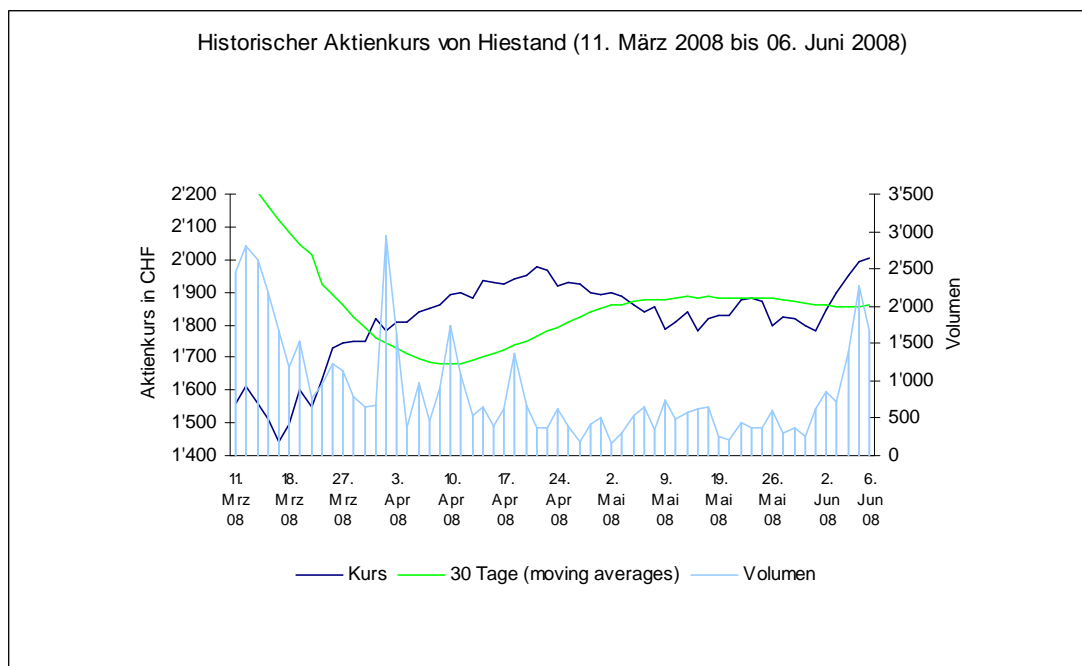
Der Aktienpreis von Hiestand ist seit Anfang Juni 2005 bis Ende Januar 2008 um 180% gestiegen. Der Anstieg des Aktienkurses muss vor dem Hintergrund des relativ attraktiven Marktes für Convenience- und Tiefkühlbackwaren sowie der allgemein positiven Konsumentenstimmung gesehen werden. Folgende Graphik zeigt die Entwicklung des Aktienkurses sowie der gehandelten Volumen in den letzten 3 Jahren bis und mit 6. Juni 2008.



Quelle: SWX

Ab Anfang Februar 2008 bis Mitte März erlitt der Aktienkurs einen substanziellen Einbruch von ca. 46%. Dieser Kurszerfall widerspiegelt einerseits die negativen Börsenmärkte der letzten Monate und andererseits insbesondere den Kollaps des Hedge Funds "Focus", welcher seine Hiestand-Beteiligung von rund 32% an Lion Capital verkauft hat.

Seit dem 11. März 2008 (Beginn der relevanten 60-Tage-Periode) hat sich der Kurs der Hiestand-Aktie erholt und ist um 28.4% gestiegen. Folgende Graphik zeigt die Entwicklung des Aktienkurses sowie der gehandelten Volumen seit dem 11. März bis und mit 6. Juni 2008.



Quelle: SWX

Der Anstieg reflektiert sicherlich die publizierten positiven Ergebnisse für das Finanzjahr 2007 und das starke Wachstum von Hiestand im ersten Quartal 2008 sowie mögliche Übernahme-spekulationen (aufgrund des Eintritts der Lion Capital).

Die Mehrheit der Hiestand-Aktien wird von institutionellen Anlegern gehalten. Hauptaktionäre von Hiestand sind IAWS und Lion Capital mit 170'218 (IAWS) resp. 170'000 (Lion Capital) Hiestand-Aktien. Der Rest der Aktien wird im Publikum gehandelt, woraus sich ein relativ geringer Free Float ergibt. Während des letzten Jahres wurden durchschnittlich 5'068 Hiestand-Aktien pro Woche gehandelt.

Der volumengewichtete Durchschnittskurs der Hiestand-Aktie über die letzten 60 Börsentage vor der Voranmeldung des Angebotes (d.h. vom 11. März bis und mit 6. Juni 2008) beträgt CHF 1'770.36.

## **7 Analyse des Kaufgeschäfts mit Lion – Einhaltung von Art. 38 BEHV-EBK**

IAWS und die Anbieterin haben uns schriftlich bestätigt, dass weder sie noch die übrigen mit der Anbieterin für die Zwecke des Angebotes in gemeinsamer Absprache handelnden Personen Beteiligungspapiere der Hiestand in den letzten 12 Monaten vor der Voranmeldung des Angebotes erworben haben mit Ausnahme des Erwerbs über 170'000 Hiestand-Aktien, welcher am 7. Juni 2008 mit Lion vereinbart wurde.

Gemäss Empfehlung der Übernahmekommission vom 6. Juni 2008 ist die Transaktion zwischen Lion und IAWS als vorausgegangener Erwerb im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG zu qualifizieren, sofern die Vereinbarung in der Fassung, wie sie der Übernahmekommission am 6. Juni 2008 eingereicht worden ist, vor der Veröffentlichung der Voranmeldung zum Angebot unterzeichnet wird, was geschehen ist. Die Prüfstelle hat deshalb zu prüfen, ob der zu bezahlende Preis den Vorschriften von Art. 38 BEHV-EBK entspricht.

Gemäss Kaufvertrag zwischen IAWS und Lion vom 7. Juni 2008 soll Lion für die 170'000 Hiestand-Aktien 12'700'000 IAWS-Aktien sowie EUR 30 Mio. als Barabgeltung erhalten.

Art. 32 Abs. 4 BEHG schreibt vor, dass der Angebotspreis höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen darf, den der Anbieter in den 12 letzten Monaten vor der Voranmeldung des Angebotes für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gezahlt hat.

Basierend auf den massgebenden Schlusskursen vom 6. Juni 2008 von EUR 16.38 (IAWS-Aktie) bzw. von CHF 2'003.00 (Hiestand-Aktie) sowie den oben erwähnten Bedingungen gemäss Kaufvertrag mit Lion vom 7. Juni 2007 ergibt sich ein Preis von CHF 2'258.78 pro Hiestand-Aktie, welcher IAWS an Lion zu bezahlen hat. Dabei wurde ein Wechselkurs von EUR-CHF 1.61324 (Stand 6. Juni 2008) unterstellt.

Auf Basis der in Abschnitt 5 beschriebenen Stand-alone-Werte der beiden Gesellschaften und einem so geschätzten Wert der ANPHI-Aktie von CHF 50.32 ergibt sich ein geschätzter Angebotspreis an die Hiestand-Aktionäre von CHF 1'811.69. Basierend auf diesem Wert liegt der Angebotspreis an die Hiestand-Aktionäre somit 19.8% unter dem Preis, den IAWS gemäss Kaufvertrag an Lion zu zahlen verpflichtet ist.

Unter Anwendung der massgebenden Schlusskurse vom 6. Juni 2008 von EUR 16.38 (IAWS-Aktie) bzw. von CHF 2'003.00 (Hiestand-Aktie) und einem so ermittelten Wert der ANPHI-Aktie von CHF 53.08 ergibt sich ein Angebotspreis an die Hiestand-Aktionäre von CHF 1'911.00. Basierend auf diesem Wert liegt der Angebotspreis an die Hiestand-Aktionäre somit 15.4% unter dem Preis, den IAWS gemäss Kaufvertrag an Lion zu zahlen verpflichtet ist.



## 8 Schlussfolgerung

Basierend auf den in Abschnitt 5 gemachten Überlegungen unter Berücksichtigung der reinen Stand-alone-Bewertungen von Hiestand und IAWS, d.h. ohne allfällige Synergien resp. einmalige Transaktions- / Integrationskosten, schätzen wir den Wert von 36 ANPHI-Aktien auf CHF 1'811.69. Der volumengewichtete Durchschnittskurs der Hiestand-Aktie über die letzten 60 Börsentage vor der Voranmeldung des Angebotes beträgt CHF 1'770.36.

Der höchste bezahlte Preis, den die Anbieterin IAWS und die mit ihnen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen für Beteiligungspapiere der Hiestand in den letzten 12 Monaten vor der Voranmeldung des Angebotes bezahlt haben, ist der Preis, den IAWS im Rahmen des Kaufvertrages an Lion zu zahlen verpflichtet ist. Dieser beträgt basierend auf den massgebenden Schlusskursen vom 6. Juni 2008 und gemäss den weiteren Ausführungen in Abschnitt 7 CHF 2'258.78 pro Hiestand-Aktie. Sowohl der geschätzte Angebotspreis von CHF 1'811.69 als auch der auf Basis der Schlusskurse vom 6. Juni 2008 ermittelte Angebotspreis von CHF 1'911.00 liegen somit weniger als 25% unter dem Preis, der im Kaufvertrag mit Lion vereinbart wurde.

Wir kommen deshalb zum Schluss, dass das im Rahmen des beabsichtigten Angebotes vorgesehene Umtauschverhältnis (1 Hiestand-Aktie soll gegen 36 ANPHI-Aktien umgetauscht werden) die Mindestpreisregel gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG einhält.

Unsere Schlussfolgerung äussert sich ausschliesslich zur Einhaltung der Mindestpreisregel gemäss BEHG. Wir geben kein Urteil darüber ab, ob das Angebot oder die Fusion aus finanzieller oder anderer Sicht fair oder angemessen ist, und keine Empfehlung an die Aktionäre von Hiestand, ob sie das Angebot annehmen oder ablehnen oder der Fusion zustimmen sollen oder nicht. Ausserdem ist dieser Bericht nicht zur Beurteilung des Zusammenschlussvorhabens von IAWS und Hiestand aus der Sicht von IAWS bestimmt.

PricewaterhouseCoopers AG

Heinz Hartmann  
Partner  
Corporate Finance

Martin Schilling  
Senior Manager  
Corporate Finance

Zürich, 7. Juni 2008

## 9 Appendix

### 9.1 Appendix 1: Beta- und Finanzierungsanalyse

Vergleichbare Unternehmen		Marktdaten				Kapitalstrukturen		Beta	
Unternehmen	Währung	EK (1)	Fin. FK (2)	Überschüssige FlüMi (3)	Netto fin. FK	Net fin. FK/ EK	Net fin. FK/ Gesamtkapital	Levered Adj. betas (4) 3 Jahre	Unlevered Adj. betas (5) 3 Jahre
<i>Beträge in jeweiliger Landeswährung</i>									
GREGGS PLC	GBp	443.8	0.0	11.6	-11.6	-2.61%	-2.68%	0.59	0.61
FROSTA AG	EUR	117.3	53.7	4.0	49.7	42.34%	29.75%	0.64	0.45
ELBISCO HOLDING SA	EUR	44.1	115.5	7.6	108.0	244.90%	71.01%	0.58	0.17
BROSSARD SA	EUR	50.7	94.9	7.2	87.7	173.13%	63.39%	0.46	0.17
FINSBURY FOOD GROUP PLC	GBp	33.4	25.8	0.0	25.8	77.24%	43.58%	0.51	0.29
BAKERY SERVICES PLC	GBp	0.7	0.1	0.1	0.0	3.04%	2.95%	0.96	0.93
EBRO PULEVA SA	EUR	2'017.2	1'071.9	111.8	960.2	47.60%	32.25%	0.72	0.49
CSM	EUR	1'707.9	493.3	47.9	445.4	26.08%	20.68%	0.80	0.63
<b>Durchschnitt</b>						<b>76.5%</b>	<b>32.6%</b>	<b>0.66</b>	<b>0.47</b>
<b>Median</b>						<b>45.0%</b>	<b>29.7%</b>	<b>0.61</b>	<b>0.55</b>
<b>Gewähltes Beta</b>									<b>0.55</b>
<p>(1) Marktkapitalisierung, Bloomberg, Mai 2008</p> <p>(2) Finanzielles Fremdkapital = Verzinsliches FK plus Leasing plus andere Ausserbilanzverbindlichkeiten</p> <p>(3) Nicht-operative flüssige Mittel</p> <p>(4) Quelle Bloomberg, Mai 2008</p> <p>In Berechnungen nicht berücksichtigt</p>									

## 9.2 Appendix 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Vergleichbare Unternehmen		Währung	FK	Cash	Netto FK	Enterprise Value (EV)		P/E		EV/EBITDA		EV/EBIT	
Beträge in jeweiliger Landeswährung						2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
1	ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	GBp	723	428	295	7'201		15.9x	14.6x	8.1x	7.4x	11.7x	10.6x
2	GROUPE DANONE	EUR	12'302	1'041	11'261	38'729		20.5x	17.8x	13.3x	12.1x	16.3x	14.7x
3	CADBURY PLC	GBp	3'714	495	3'219	12'587		25.3x	20.7x	15.5x	13.5x	21.2x	17.7x
4	DANISCO A/S	DKK	12'580	372	12'208	29'373		15.4x	15.5x	9.5x	9.6x	14.3x	14.2x
5	ELGEKA SA	EUR	113	7	106	167		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
6	NATRA SA	EUR	310	35	275	576		19.0x	14.3x	10.1x	8.5x	14.7x	11.8x
7	NESTLE SA-REG	CHF	30'670	9'496	21'174	220'645		18.1x	16.8x	11.6x	10.8x	14.1x	13.1x
8	RIEBER & SON ASA	NOK	1'194	22	1'172	4'690		19.0x	17.3x	8.9x	8.5x	14.7x	13.7x
9	BARRY CALLEBAUT AG-REG	CHF	975	41	934	4'898		17.1x	14.3x	10.0x	8.8x	13.6x	11.7x
Durchschnitt								18.8x	16.4x	10.9x	9.9x	15.1x	13.4x
Median								18.5x	16.1x	10.1x	9.2x	14.5x	13.4x

Quelle: Bloomberg, Geschäftsberichte, Analysten Reports etc.

## 9.3 Anhang 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Abschluss- Datum	"Target"- Unternehmen	"Target"- Nation	"Bidder"- Unternehmen	Enterprise Value in EUR m	Multiples		
					EBITDA	EBIT	P/E
7. Apr 08	A & P Foods; Yorkshire Farm Bakery	United Kingdom	Finsbury Food Group Plc (formerly known as Megalomedia Plc)	11	10.9x	n/a	n/a
17. Jan 08	The United Bakers Group	Russia	Kellogg Company	80	n/a	n/a	n/a
7. Aug 07	Kate's Cakes Ltd.	United Kingdom	CSM NV	48	8.8x	10.2x	9.1x
12. Jun 07	Titterington's	USA	CSM NV	17	n/a	n/a	n/a
1. Jun 07	Delices de la Tour (Frozen bread operations)	France	Neuhauser Group	8	n/a	n/a	n/a
30. Mai 07	Druckers Vienna Patisserie	United Kingdom	Risk Capital Partners Ltd.	29	10.0x	994.7x	1663.4x
24. Mai 07	Britannia Biscuits Company (International) Ltd.	United Kingdom	Zetar Plc	10	37.2x	-23.1x	-11.3x
16. Feb 07	Katselis S.A.	Greece	Northern Greece Cereals S.A.	109	14.2x	21.4x	37.5x
4. Dez 06	RHM Plc	United Kingdom	Premier Foods Plc	2'847	13.9x	14.0x	100.9x
30. Jan 07	Lightbody Group Ltd.	United Kingdom	Finsbury Food Group Plc	70	12.4x	22.4x	-295.2x
24. Jan 07	Delices de la Tour (Le Mans factory)	France	Panavi - Le Ty Vorn	15	n/a	n/a	n/a
22. Nov 06	Fletchers Bakeries Ltd.; Northern Foods Plc;	United Kingdom	Vision Capital Ltd.	237	n/a	n/a	20.9x
16. Okt 06	Otis Spunkmeyer Inc	USA	IAWS Group Plc	448	11.0x	18.2x	n/a
19. Dez 05	Chipita International S.A.	Greece	Vivartia S.A. (formerly Delta Holdings SA)	369	10.3x	21.5x	29.5x
25. Mai 06	Albea 90 Srl	Italy	Colussi S.p.A	30	n/a	n/a	n/a
18. Apr 06	La Croissanterie	France	Pragma Capital	72	8.0x	n/a	n/a
7. Apr 06	Food Partners Holdings Ltd.	United Kingdom	Duke Street Capital	91	17.0x	28.6x	142.8x
Durchschnitt					11.7x	19.5x	24.3x
Median					11.0x	21.4x	25.2x

In Berechnungen nicht berücksichtigt

Quelle: Mergermarket