

**Bewertungsgutachten im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot der Nestlé
Schweiz AG für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Sources Minérales
Henniez SA**

15. Oktober 2007

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do

Louis Siegrist
Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 30 21

M +41 58 289 30 21

F +41 58 286 30 25

E Louis.Siegrist@ch.ey.com

Stefan Seiler
Partner

Legal

T +41 58 286 32 23

M +41 58 289 32 23

F +41 58 286 32 40

E Stefan.Seiler@ch.ey.com

Jürg Stucker
Senior Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 30 34

M +41 58 289 30 34

F +41 58 286 30 25

E Juerg.Stucker@ch.ey.com

Michaela Bonderer
Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 30 30

M +41 58 289 30 30

F +41 58 286 30 25

E Michaela.Bonderer@ch.ey.com

Abkürzungsverzeichnis

BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BEHV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die Börsen und den Effektenhandel
Beta	Relatives Eigenkapitalrisiko
BIP	Bruttoinlandsprodukt
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF-Methode	Diskontierte Cashflow Methode
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern (Earnings Before Interest and Tax)
EBITDA	Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)
EGSSA	Eckes Granini Suisse SA
EK	Eigenkapital
EPAL	European Pallet Association (Synonym für den Vertriebskanal Gross- und Einzelhandel)
EUR	Euro
FK	Fremdkapital (zinstragend)
FY06A	Geschäftsjahr 2006 akutell (Fiscal Year 06 Actual)
FY07B	Geschäftsjahr 2007 budgetiert (Fiscal Year 07 Budget)
GBP	Britische Pfund
HORECA	Hotel, Restaurants, Cafés (Vertriebskanal)
JV	Joint Venture
MCHF	Millionen Schweizer Franken
MDD	Hanelsmarken und White Labeling Produkte (marques de distributeur)
Mio.	Million
MK	Marktkapitalisierung
MXN	Mexikanische Peso

Abkürzungsverzeichnis

n.a.	nicht erhältlich (not available)
Nestlé	Nestlé Schweiz AG, Vevey, Schweiz
NOPAT	Operativer Nettogewinn nach Steuern (Net Operating Profit After Tax)
p.a.	pro Jahr (per annum)
SMH	Mineralquellen Henniez AG (Sources Minérales Henniez SA), Henniez, Schweiz
SMH-Aktie	Namenaktie der Mineralquellen Henniez AG (Sources Minérales Henniez SA), Henniez Schweiz mit Nennwert in Höhe von CHF 125
SMH Gruppe	Mineralquellen Henniez Gruppe (Groupe Sources Minérales Henniez)
TCHF	Tausend Schweizer Franken
u.a.	unter anderem
USD	US-Dollar
UW	Unternehmenswert
WACC	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital)

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	1
Einleitung	3
Grundlagen der Bewertung	6
Marktübersicht	10
Unternehmensbeschreibung	13
Bewertung einer Namenaktie von SMH	17
Gesamtbeurteilung	28
1. Ausgangslage	4
2. Auftrag von Nestlé an Ernst & Young	5
3. Beurteilungsgrundlagen.....	7
4. Bewertungsmethoden und -vorgehen	9
5. Marktübersicht	11
6. Kurzprofil und Organisationsstruktur.....	14
7. Geschäftsmodell und Produktübersicht.....	15
8. Diskontierte Cashflow Methode	18
9. Marktwertansatz.....	24
10. Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse	27
11. Übersicht der Resultate.....	29
12. Ergebnis des Gutachtens	30

Inhaltsverzeichnis

Anhang

31

13. Beta und Kapitalstruktur der Vergleichsgruppe für DCF-Methode	32
14. Berechnung der EBITDA-Multiples aus der Vergleichsgruppe börsennotierter Unternehmen (Trading Multiples)	33
15. Unternehmensbeschreibungen der Unternehmen der Vergleichsgruppe für Beta, Kapitalstruktur und Trading Multiples	34
16. Berechnung der EBITDA-Multiples aus vergleichbaren Transaktionen (Transaction Multiples).....	36
17. Unternehmensbeschreibungen der Unternehmen der Vergleichsgruppe für Transaction Multiples.....	37

Executive Summary

Das Kaufangebot seitens Nestlé in Höhe von CHF 5'303 pro Namenaktie liegt über dem auf unseren Bewertungsüberlegungen basierenden Wert

Logo Henniez

Quelle: Unternehmenshomepage



Logo Nestlé

Quelle: Unternehmenshomepage



Executive Summary

Nestlé Schweiz AG, Vevey, Schweiz („Nestlé“) hat mit der Familie Rouge, Hauptaktionärin der Sources Minérales Henniez SA, Henniez, Schweiz („SMH“), am 3. September 2007 einen Aktienkaufvertrag über den Erwerb von 61.66% des Unternehmens zu einem Preis von CHF 3'000 pro Aktie abgeschlossen.

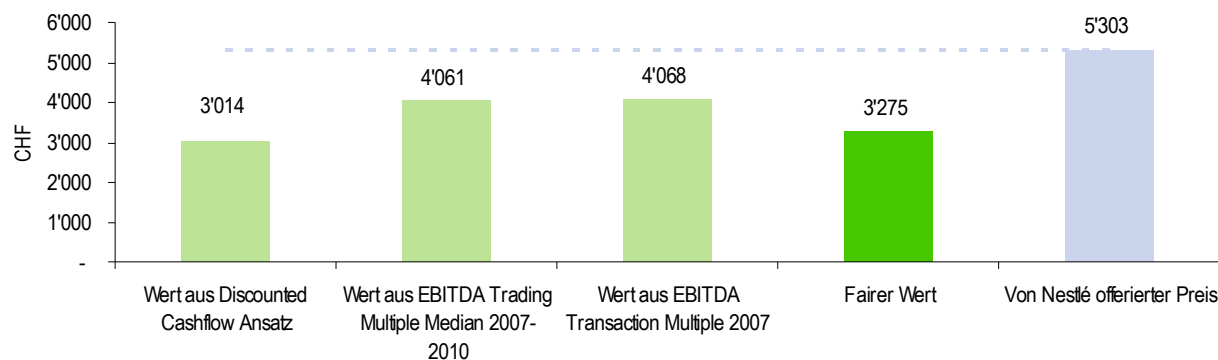
In diesem Zusammenhang wird Nestlé ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien unterbreiten. Der Angebotspreis ist für die kotierten, jedoch nicht liquiden Aktien von SMH gemäss Art. 37 Abs. 4 BEHV-EBK auf die Bewertung einer Prüfstelle abzustellen.

Nestlé hat Ernst & Young AG, Zürich, Schweiz („Ernst & Young“) mit der Bewertung der SMH Gruppe und damit des Wertes einer Namenaktie von SMH mit Nennwert CHF 125 beauftragt.

Basierend auf den von uns ausgeführten Analysen und Bewertungsüberlegungen berechnen wir einen Wert für eine Namenaktie von SMH in Höhe von CHF 3'275. Bei unseren Überlegungen gehen wir grundsätzlich vom DCF-Wert aus, berücksichtigen aber auch die auf der Marktwert-Methode basierenden Werte. Das Kaufangebot seitens Nestlé von CHF 5'303 pro Namenaktie liegt über dem von uns ermittelten Wert. Der von Nestlé offerierte Preis entspricht dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsenhandelstage.¹

Wert je Namenaktie mit Nennwert CHF 125 von SMH

Quelle: Ernst & Young, Voranmeldung für das öffentliche Kaufangebot von Nestlé vom 4. September 2007



¹ Berechnungsformel = $\sum [(Eröffnungskurs + Schlusskurs)/2 * Tagesvolumen] / \text{Volumen total während 60 Handelstagen}$

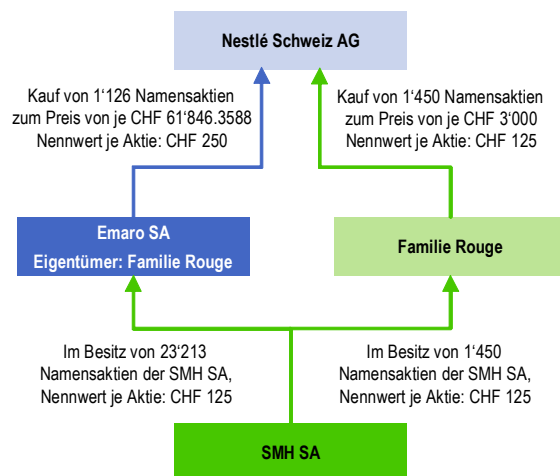
Einleitung

1. Ausgangslage
2. Auftrag von Nestlé an Ernst & Young

Gemäss Voranmeldung wird der Angebotspreis des öffentlichen Kaufangebots CHF 5'303 pro SMH-Aktie betragen

Parteien des Aktienkaufvertrages

Quelle: Ernst & Young, Voranmeldung für das öff. Kaufangebot von Nestlé vom 4. Sep. 07



Ausgangslage

Am 3. September 2007 haben Nestlé und Frau Françoise Rouge sowie die Herren Pascal und Nicolas Rouge (zusammen „die Verkäufer“) einen Aktienkaufvertrag abgeschlossen.

Gemäss diesem Aktienkaufvertrag kauft Nestlé einerseits 1'126 Namenaktien der Familiengesellschaft Emaro SA, Romanel-sur-Lausanne, Schweiz (nachfolgend „Emaro“) mit einem Nennwert von je CHF 250, welche ihrerseits 23'213 Namenaktien von SMH mit einem Nennwert von je CHF 125 hält, und andererseits 1'450 direkt von den Verkäufern gehaltene Namenaktien von SMH mit einem Nennwert von je CHF 125. Beide Aktienpakete zusammen entsprechen 61.66% der Stimmrechte von SMH. Laut Aktienkaufvertrag beträgt der Kaufpreis für die Aktien der Emaro CHF 61'846.3588 pro Aktie¹, derjenige für die Aktien von SMH CHF 3'000 pro Aktie.

Mittels Voranmeldung vom 4. September 2007 hat Nestlé angekündigt, zwecks vollständiger Übernahme der Aktien von SMH für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von SMH mit einem Nennwert von je CHF 125 ein öffentliches Übernahmeangebot im Sinne von Art. 22 ff. BEHG zu unterbreiten. Gemäss Voranmeldung wird der Angebotspreis des öffentlichen Kaufangebots CHF 5'303 netto pro SMH-Aktie betragen.

Da die SMH-Aktien aufgrund ihres sehr tiefen Handelsvolumens an den 60 Handelstagen vor der Veröffentlichung der Voranmeldung für das öffentliche Kaufangebot von Nestlé vom 4. September 2007 als illiquide bezeichnet werden müssen, ist die Festsetzung des Angebotspreises von Nestlé im Sinne von Art. 37 Abs. 4 BEHV-EBK auf eine Bewertung einer Prüfstelle abzustützen.

¹ Unter Vorbehalt von Anpassungen, um andere Aktiven der Emaro zu berücksichtigen.

Auftrag: Erstellung eines Bewertungsgutachtens gemäss Art. 37 Abs. 4 BEHV-EBK

Auftrag von Nestlé an Ernst & Young

Nestlé hat Ernst & Young als Prüfstelle mit der Erstellung einer Bewertung einer Namenaktie von SMH mit Nennwert CHF 125 im Sinne von Art. 37. Abs. 4 BEHV-EBK beauftragt. Dieses Gutachten darf nur in Zusammenhang mit diesem Bericht veröffentlicht und nicht für sonstige Zwecke verwendet werden.

Das Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Des Weiteren enthält es keine Beurteilung der folgenden Punkte:

- ▶ Eine Einschätzung über die Auswirkungen, welche der Entscheid einer Annahme oder Ablehnung ergeben kann.
- ▶ Eine Einschätzung des künftigen Werts einer SMH-Aktie und des Preises, zu welchem im Kaufangebot nicht angediente SMH-Aktien zukünftig gehandelt werden können.
- ▶ Eine Einschätzung, ob nach Vollzug des Angebots die Börsennotierung der Aktien bestehen bleibt, die Aktien weiterhin gehandelt werden, und – sollte dies der Fall sein – zu welchen Kursen.

Grundlagen der Bewertung

- 3. Beurteilungsgrundlagen
- 4. Bewertungsmethoden und -vorgehen

Eine wesentliche Grundlage des Gutachtens bilden die Finanzplandaten

Übersicht über die Informationsdokumente

Quelle: diverse

Geprüfte konsolidierte Jahresabschlüsse von SMH 2004-2006

Detaillierter unkonsolidierter Businessplan von SMH 2007-2011

Anlagespiegel und Investitionsplan von SMH 2006

Handelsregistrauszug von SMH

Protokolle der Generalversammlung von SMH für das Geschäftsjahr 2006

Statuten von SMH

Analyse der Credit Suisse über die Kreditwürdigkeit von SMH von 2003

Diverse Steuerelemente von SMH 2003-2006

Diverse Image- und Markenanalysen aus dem Datenraum von Lenz & Staehelin in Genf

Datamonitor, Softdrinks in Switzerland to 2010, September 2006

Böhler, Dr. Guido, Mineralwassermarkt wächst dynamisch, in: Food & Near-Food, Asg. 02/05

Geprüfte Jahresabschlüsse der EGSSA 2003-2006

Geprüfte Jahresabschlüsse der Alpwater SA 2001-2006

Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 2007 Yearbook, 2007

Langfristige Kapitalmarktanalyse von Pictet "The Performance of Shares and Bonds in Switzerland", Januar 2006

Beurteilungsgrundlagen

Die Grundlage für das Bewertungsgutachten bilden historische Finanzdaten sowie zukunftsgerichtete Finanzplandaten, welche das Management von SMH erstellt hat. Unsere Bewertungsüberlegungen basieren vorwiegend auf:

- ▶ öffentlich zugänglichen Informationen
- ▶ einem Businessplan des Managements von SMH, eingesehen vom Verwaltungsrat
- ▶ den Due Diligence-Unterlagen aus dem Datenraum von Lenz & Staehelin, Genf
- ▶ aus dem Markt und öffentlichen Informationen hergeleiteten Vergleichswerten der Getränkeindustrie

Zusätzlich wurde uns Gelegenheit gegeben, Fragen zu obigen Dokumenten an den CFO von SMH zu richten und Annahmen des Businessplans kritisch zu diskutieren. Anhand der Interviews, historischen Performance- und Marktanalysen sowie öffentlich verfügbaren Vergleichsinformationen wurde der Businessplan plausibilisiert.

Ernst & Young hat im Rahmen der Bewertung keine Besichtigung der Aktiven von SMH vorgenommen und geht von der Richtigkeit der an uns übermittelten Informationen aus. Ebenso gehen wir von der Richtigkeit der uns übermittelten Werte für das Fremdkapital aus.

Bei der Erstellung des Gutachtens setzt Ernst & Young generell die Richtigkeit und Vollständigkeit der uns zur Verfügung gestellten Informationen voraus und verlässt sich auf die plausibilisierten Aussagen des Managements von SMH.

Bewertungszeitpunkt

Als Bewertungszeitpunkt haben wir den 4. September 2007, das Datum der Veröffentlichung der Voranmeldung zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebotes bestimmt. Das Datum der Bewertung ist insofern relevant, als dass der im 2007 realisierte Cashflow nur anteilig berücksichtigt wird und die zukünftigen Cashflows exakt auf dieses Datum diskontiert werden.

Eine wesentliche Grundlage des Gutachtens bilden die Finanzplandaten

Art der Bewertung

Wir leiten für SMH einen sogenannten fairen Unternehmenswert her. Dieser Wert betrachtet SMH unter einer Stand-alone Weiterführungsannahme. Gewisse Grössen haben wir basierend auf Durchschnittswerten der Vergleichsunternehmen angepasst. So wird z.B. die Kapitalstruktur der Vergleichsgruppe angewendet, um den Kapitalkostensatz von SMH zu bestimmen. Grundlage dieses Vorgehens bildet die Annahme, dass sich die Kapitalstruktur von SMH in der langen Frist an den Industriedurchschnitt anpassen wird.

Effekte einer möglichen Übernahme und allfällige Synergiepotentiale werden nicht in unsere Bewertung miteinbezogen, da wir keinen so genannten Transaktionswert berechnen.

Wir gehen ferner davon aus, dass die operative Ausrichtung der Gruppe keine wesentlichen Änderungen erfährt und im gleichen Stil weitergeführt wird. Die juristischen Gesellschaften der Gruppe betrachten wir als operative Einheit und bewerten deren kumulierte Fähigkeit, in Zukunft positive Cashflows zu generieren.

Die gewählten Bewertungsmethoden bewerten die Fähigkeit von SMH, in Zukunft positive Cashflows zu erwirtschaften

Bewertungsmethoden und -vorgehen

Die Bewertung des operativen Unternehmenswertes von SMH wurde mittels folgender Bewertungsmethoden ermittelt:

- ▶ Diskontierte Cashflow Methode (DCF-Methode)
- ▶ Marktwertansätze
 - Multiplikatoren-Analyse anhand vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen (Trading Multiples)
 - Multiplikatoren-Analyse anhand vergleichbarer Transaktionen (Transaction Multiples)

Mittels den oben aufgeführten und im Hauptteil erläuterten Bewertungsmethoden wurde der operative Unternehmenswert per 4. September 2007 ermittelt. Um den Eigenkapitalwert zu berechnen, wurden die verzinslichen Verbindlichkeiten subtrahiert und nicht betriebsnotwendige Barmittel sowie betriebsfremde Investitionsliegenschaften hinzu addiert. Der berechnete Wert pro Namenaktie resultiert durch die Division mit der Anzahl der ausstehenden Aktien. Ein allfälliger Minderheits- resp. Illiquiditätsabschlag wurde im vorliegenden Bewertungsgutachten in der Grössenprämie mitberücksichtigt, welche wir den Eigenkapitalkosten zugeschlagen haben.

Bei unseren Überlegungen gehen wir grundsätzlich vom DCF-Wert aus, berücksichtigen jedoch im Rahmen der Wertfestlegung vorliegend auch die Multiple-Analyse. Anschliessend wurde der ermittelt Wert mit dem Angebotspreis verglichen.

Zusätzlich wurde eine Analyse der Entwicklung des Aktienpreises und -volumens der Gesellschaft durchgeführt. Die Aktienkursentwicklung spiegelt den Wertverlauf des Eigenkapitals über die letzten drei Jahre wider.

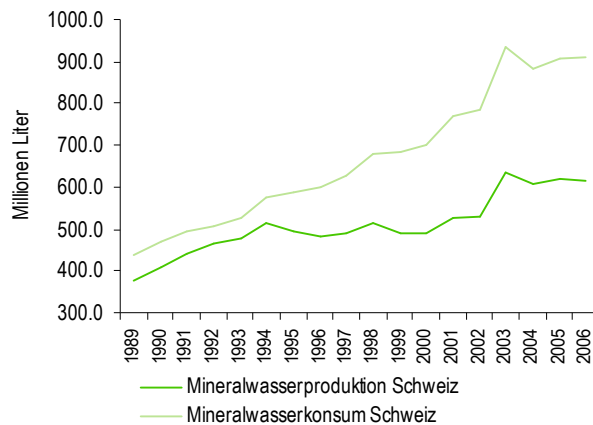
Marktübersicht

5. Marktübersicht

“Near Water” Produkte werden zukünftig noch bedeutender werden und bieten Differenzierungspotential

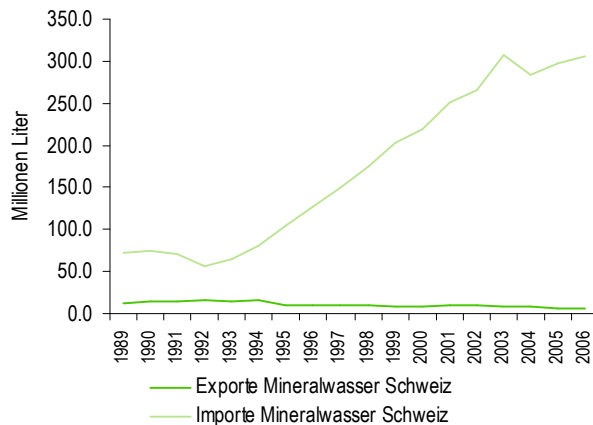
Vergleich von Konsum und Produktion von Mineralwasser in der Schweiz 1989-2006

Quelle: www.mineralwasser.ch



Vergleich der Importe und Exporte von Mineralwasser in der Schweiz 1989-2006

Quelle: www.mineralwasser.ch



Definition des Begriffes „natürliches Mineralwasser“ gemäss Schweizer Lebensmittelgesetzgebung

Die gesetzlichen Anforderungen an den Begriff „natürliches Mineralwasser“ sind in der Schweizer Lebensmittelgesetzgebung geregelt. Demnach ist „natürliches Mineralwasser“ mikrobiologisch einwandfreies Wasser, welches aus einer oder mehreren natürlichen Quellen oder künstlich erschlossenen unterirdischen Wasservorkommen besonders schonend gewonnen wird. Es muss sich durch „besondere geologische Herkunft, Art und Menge der mineralischen Bestandteile, ursprüngliche Reinheit sowie durch die im Rahmen natürlicher Schwankungen gleich bleibende Zusammensetzung und Temperatur“ auszeichnen.

Marktübersicht

Der Mineralwasserkonsum in der Schweiz hat zunehmend an Bedeutung gewonnen. Lag der Verbrauch im Jahr 1989 noch bei insgesamt rund 438 Millionen Litern, so betrug die Nachfrage im Jahr 2006 913 Millionen Liter. Bezogen auf eine Gesamteinwohnerzahl von rund 7.4 Millionen Bürgern bedeutet dies einen Pro-Kopf-Verbrauch von rund 123 Litern Mineralwasser. Daraus ergibt sich eine annualisierte jährliche Wachstumsrate des Verbrauchs von 1989 bis 2006 von 4.4%. Längst reichen die Kapazitäten der rund 20 einheimischen Mineralwasserquellen nicht mehr aus, um den Bedarf an Mineralwasser zu stillen. So stammt bereits mehr als ein Drittel des konsumierten Wassers von Abfüllern ausserhalb der Schweiz. Insgesamt teilen sich rund 60 nationale und internationale Akteure den Markt auf. Im 2006 betrug in der Schweiz der Marktanteil von Henniez 9.6%. Damit steht das Unternehmen an dritter Stelle nach Coca-Cola mit 18.0% und Mirgos mit 10.7%.¹

Der Markt für Mineralwässer im Wandel

Der Markt für Mineralwässer in der Schweiz unterliegt mehreren Veränderungen. Zum einen lässt sich eine Tendenz weg von stark kohlesäurehaltigen Mineralwässern hin zu leicht kohlesäurehaltigen bis stillen Wässern feststellen. So ist der Markt für karbonisiertes Wasser von 1999 bis 2005 um rund 8.2% zurückgegangen, während der Absatz von stillem Wasser um rund 4.6 % gewachsen ist.² Andererseits wächst zwar der Mineralwasserkonsum, jedoch sind die Erlöse rückläufig, da immer mehr Verbraucher importiertes Billigwasser vorziehen.

¹ Vgl. Datamonitor, Softdrinks in Switzerland to 2010, September 2006, S.34

² Vgl. Böhler, Dr. Guido, Mineralwassermarkt wächst dynamisch, in: Food & Near-Food, Asg. 02/05, S. 20, <http://www.lebensmittelindustrie.com/admin/uploads/Artikel%20S.%2020-22.%20FNF%202.%20Juli%202005.pdf>, Stand: 26. September 2007

“Near Water” Produkte werden zukünftig noch bedeutender werden und bieten Differenzierungspotential

Es ist eine Verlagerung der Konsumentenpräferenzen hin zu natürlichen und gesunden Durstlöschern zu verzeichnen. Hierbei handelt es sich um geringfügig gesüsste Eisteeprodukte oder aromatisierte Mineralwässer, welche auch als „Near Water“ bezeichnet werden. Letztere wachsen derzeit mit rund 4% jährlich.¹ Der Vorteil der aromatisierten Mineralwässer liegt im Profilierungspotential des Produzenten gegenüber dem Verbraucher. Während bei normalem Mineralwasser kaum geschmackliche Unterschiede zwischen den einzelnen Marken auszumachen sind, kann bei aromatisiertem Wasser eine eindeutige Unterscheidung zwischen den einzelnen Anbietern vorgenommen werden. Die Mineralwasserindustrie erwartet hier für die Zukunft weiteres Marktpotential, denn mit den sogenannten „Near Water“ Produkten lässt sich die Lücke zwischen reinen Mineralwässern und stark zuckerhaltigen Softdrinks schliessen. Die Branche geht davon aus, dass der Markt für Mineralwasser in der Schweiz bis zum Jahr 2010 jährliche Zuwachsraten zwischen 2 und 3 % aufweisen wird.²

Schlussfolgerung für SMH

Gemäss Branchenschätzungen wird der Mineralwasserkonsum in der Schweiz bis zum Jahr 2010 zwischen 2 und 3% pro Jahr wachsen.

^{1,2} Vgl. Böhler, Dr. Guido, Mineralwassermarkt wächst dynamisch, in: Food & Near-Food, Asg. 02/05, S. 20, <http://www.lebensmittelindustrie.com/admin/uploads/Artikel%20S.%2020-22.%20FNF%202.%20Juli%202005.pdf>, Stand: 26. September 2007

Unternehmensbeschreibung

- 6. Kurzprofil und Organisationsstruktur
- 7. Geschäftsmodell und Produktübersicht

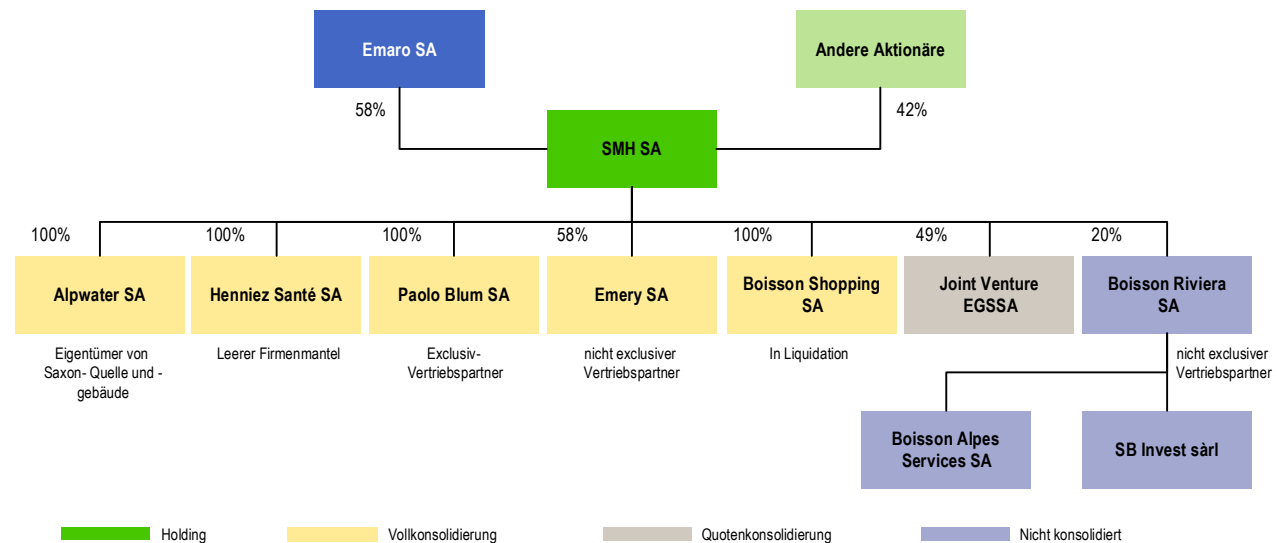
Die SMH Gruppe erwirtschaftete 2006 mit rund 270 Mitarbeitern einen konsolidierten Umsatz von MCHF 152

Kurzprofil der SMH Gruppe

Henniez als bisher inhabergeführtes Familienunternehmen innerhalb der Schweizer Mineralwasserbranche blickt auf eine jahrhundertlange Tradition zurück. Die Gesellschaft ist bereits in dritter Generation von Mitgliedern der Familie Rouge geführt worden, welche bis zum Übernahmezeitpunkt direkt oder indirekt 61.66% der Aktien der Gesellschaft gehalten haben. Die Gesellschaft mit Sitz in Henniez erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2006 einen konsolidierten Umsatz von MCHF 152 und beschäftigt mehr als 270 Mitarbeiter an insgesamt drei Standorten.

Organisationsstruktur der SMH Gruppe

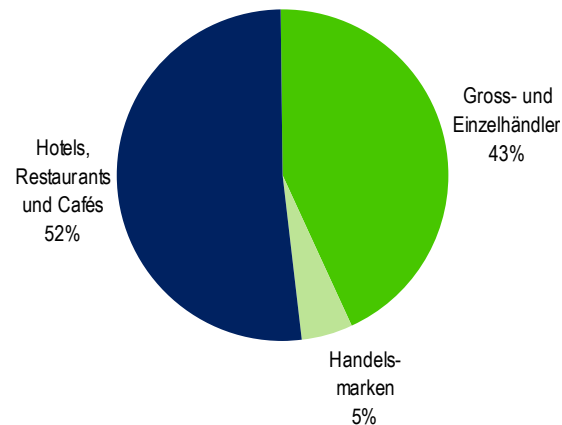
Quelle: Management SMH



SMH besitzt eigene Quellen und vertreibt ihre Produkte grösstenteils über Hotels, Restaurants und Cafés sowie über den Gross- und Einzelhandel

Umsatzübersicht nach Vertriebskanälen 2006

Quelle: Jahresbericht



Geschäftsmodell

SMH besitzt eigene Quellen, deren Wasser sie abfüllt und vertreibt. Neben dem Mineralwassergeschäft besteht für den Schweizer Markt weitere Abfüll- und Vertriebsvereinbarungen mit international renommierten Marken wie Eckes-Granini und Virgin Cola.

Vertrieb

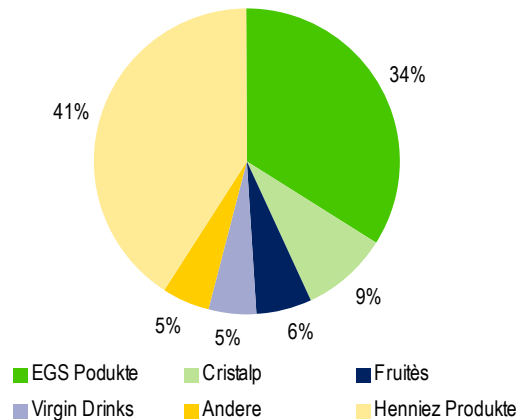
Der Vertrieb der vorgenannten Erzeugnisse erfolgt ausschliesslich innerhalb der Schweiz. Die Produkte werden über drei verschiedene Vertriebskanäle vermarktet:

- ▶ Hotels, Restaurants und Cafes (HORECA)
- ▶ Gross- und Einzelhändler (EPAL)
- ▶ Handelsmarkenabfüllung für Supermarktketten (MDD)

Mineralwässer und die Fruchtsäfte „Granini“ und „Hohes C“ generieren zusammen 75% des Gruppenumsatzes

Umsatzübersicht nach Produktparten 2006

Quelle: Jahresbericht



Produktübersicht

Das Produktportfolio der Gesellschaft umfasst die Marken „Henniez“, „Henniez esprit fruits“, „Cristalp“, „X-Drink“, „Virgin Cola“, „Virgin Icetea“, „hohes C“, „Granini“, und Vichy Célestins“. Ferner vertreibt die Firma unter der Marke „Cristalp Fontaine“ Wasserspender für den gewerblichen und privaten Gebrauch.

Die Produkte der Firma lassen sich in 6 Kategorien unterteilen:

- ▶ Henniez Produkte: Mineralwässer
- ▶ EGS-Produkte: Fruchtsaftherstellung aus dem Joint Venture mit Eckes Granini, Deutschland
- ▶ Christalp: Mineralwasser und Wasserspendergeschäft
- ▶ Fruitès: aromatisierte Mineralwässer
- ▶ Virgin drinks: Virgin Cola und Virgin Icetea
- ▶ Andere: Handelsmarkenabfüllung

Beispiele von SMH-Produkten:



Mineralwasser



Cristalp Fontaine



hohes C



Virgin Cola



X-Drink

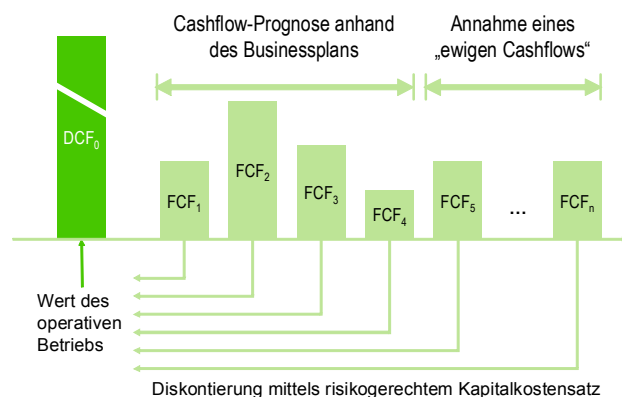
Bewertung einer Namenaktie von SMH

- 8. Diskontierte Cashflow Methode
- 9. Marktwertansatz
- 10. Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse

Diskontierte Cashflow Methode

Graphische Darstellung DCF-Methode

Quelle: Ernst & Young



Diskontierte Cashflow Methode

Die DCF-Methode bestimmt den operativen Wert eines Unternehmens mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital, kurz WACC). Die von uns verwendeten freien Cashflows beschreiben dabei die Finanzströme der Firma vor Finanzierungsaktivitäten und damit diejenigen Cashflows, die Fremd- und Eigenkapitalgebern zusammen zur Verfügung stehen. Deshalb muss zur Bewertung des Eigenkapitals der Marktwert des Fremdkapitals vom Unternehmenswert in Abzug gebracht werden.

Die freien Cashflows wurden von uns anhand des plausibilisierten Businessplans für SMH auf konsolidierter Basis geschätzt. Da der Businessplan nur auf unkonsolidierter Basis für SMH zur Verfügung stand, wurden der Netto-Beitrag der Gruppengesellschaften, insbesondere des EGSSA JV und der Alpwater SA, basierend auf den Angaben des Managements modelliert. Ferner wurde die Annahme getroffen, dass das Geschäft mit den Wasserspendern zum Bewertungszeitpunkt zu einem Marktwert pro Kunde (basierend auf vergleichbaren Transaktionen) verkauft wird. So konnte eine Gruppenbetrachtung hergeleitet werden, welche die juristischen Gesellschaften ökonomisch als operative Einheit betrachtet.

Gewichteter Gesamtkapitalkostensatz WACC (engl. Weighted Average Cost of Capital)

Der WACC beschreibt die gewichtete Renditeforderung von Fremd- und Eigenkapitalgebern und wird entsprechend nachfolgend illustrierter Formel berechnet. Eine Steueradjustierung der Fremdkapitalkosten ist nötig, da die in den freien Cashflows enthaltenen Steuern auf Basis des EBIT berechnet werden.

Für SMH berechnen wir einen WACC von 8.6%. Dieser setzt sich aus einer Renditeforderung für das Eigenkapital von 10.0% und einer geforderten Fremdkapitalverzinsung von 4.0% zusammen. Die Eigenkapitalkosten werden dabei nach dem anerkannten Capital Asset Pricing Model CAPM hergeleitet. Die Fremdkapitalkosten wurden um den Gruppensteuersatz von SMH von 22.5% adjustiert.

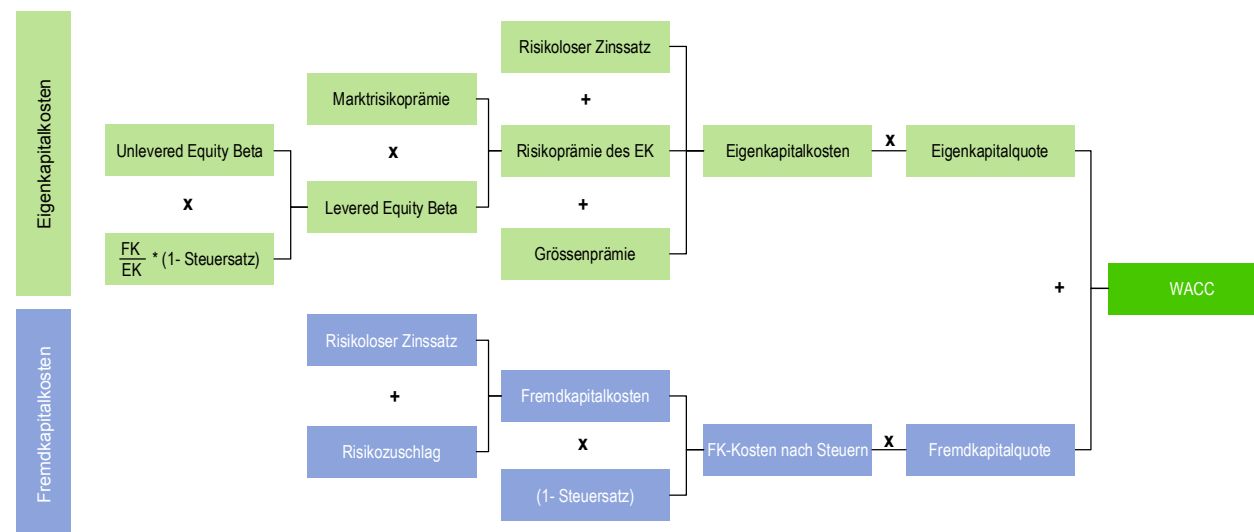
Schlussfolgerung für SMH

Der WACC für die SMH Gruppe beträgt 8.6%.

Diskontierte Cashflow Methode

Berechnungsschema für den steueradjustierten WACC

Quelle: Ernst & Young



Nachfolgend werden die Elemente des steueradjustierten WACC und deren Herleitung beschrieben:

Kapitalstruktur und Steuersatz (gerundete Werte)

Element	Wert	Erklärung	Quellenangabe
Fremdkapitalquote	20%	Die Fremdkapitalquote beschreibt den zu Marktwerten erfassten Fremdkapitalanteil der Unternehmen der Vergleichsgruppe. Sie dient zur Gewichtung der Fremdkapitalkosten im WACC.	Zu Marktwerten erfasster FK-Anteil gemäss Median der Vergleichsgruppe; siehe Anhang (Quelle: Bloomberg)
Eigenkapitalquote	80%	Die Eigenkapitalquote beschreibt den zu Marktwerten erfassten Eigenkapitalanteil der Unternehmen der Vergleichsgruppe. Sie dient zur Gewichtung der Eigenkapitalkosten im WACC.	Zu Marktwerten erfasster EK-Anteil gemäss Median der Vergleichsgruppe; siehe Anhang (Quelle: Bloomberg)

Diskontierte Cashflow Methode

Steuersatz	22.5%	Der Steuersatz ist als Gruppensteuersatz zu interpretieren und quantifiziert die steuerliche Gesamtbelastung auf das Nettoergebnis vor Steuern der SMH Gruppe. Der Steuersatz wird im Prozess des „Re-levering“ für die Betaberechnung und die Steueradjustierung der Fremdkapitalkosten verwendet.	Gruppensteuersatz (Quelle: Management SMH)
------------	-------	---	--

Eigenkapitalkosten (gerundete Werte)

Element	Wert	Erklärung	Quellenangabe
Risikoloser Zinssatz	3.0%	Der risikolose Zinssatz beschreibt die nominelle Renditeerwartung für risikolose Anlagen. Als nominelle Grösse enthält der risikolose Zinssatz eine Erwartung über die Realverzinsung und die Inflation.	Rendite der 10-jährigen Schweizer Bundesobligation per 4. September 2007 (Quelle: Bloomberg)
Adjustiertes „un-levered“ Beta	0.51x	Der Beta-Wert reflektiert das nach dem CAPM hergeleitete systematische Risiko einer Aktie. Die Betas wurden für die Vergleichsgruppe am Kapitalmarkt beobachtet und entsprechend ihrer Kapitalstruktur „un-levered“. Der Prozess des „un-levering“ bereinigt die Betas und neutralisiert Effekte, die durch die unterschiedliche Fremdkapitalstruktur entstehen. Formel: $\text{Beta (un-levered)} = \text{adjustiertes Beta} / (1 + \text{FK/EK} * (1 - \text{Steuersatz}))$	Das adjustierte „un-levered“ Beta basiert auf dem Median der Vergleichsgruppe; siehe Anhang (Quelle: Bloomberg)
Ajustiertes „re-levered“ Beta	0.61x	Um das systematische Risiko für die SMH Gruppe zu errechnen, wird das adjustierte „un-levered“ Beta entsprechend der durchschnittlichen Kapitalstruktur der Vergleichsgruppe „re-levered“. Formel: $\text{Beta (re-levered)} = \text{Beta (un-levered)} * (1 + \text{FK/EK} * (1 - \text{Steuersatz}))$	(Quelle: Bloomberg)

Diskontierte Cashflow Methode

Marktrisikoprämie	5.0%	Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des Schweizerischen Aktienmarktes und der risikolosen Rendite von Bundesobligationen über die letzten 80 Jahre hinweg.	Marktrisikoprämie für die Schweiz (Quelle: Pictet "The Performance of Shares and Bonds in Switzerland", Januar 2006 und Ernst & Young)
Grössenprämie	4.0%	Am Aktienmarkt kann beobachtet werden, dass Investoren bei kleineren Firmen (mangelnde Markttransparenz) resp. bei illiquiden Aktien einen Renditezuschlag verlangen. Unsere Formel zur Berechnung der Eigenkapitalkosten basiert jedoch auf dem CAPM und damit auf Annahmen über einen effizienten und liquiden Markt. Um die erhöhte Renditeforderung bei einer Firma wie der SMH Gruppe zu kompensieren, nehmen wir einen entsprechenden Aufschlag auf die Eigenkapitalkosten vor.	Grössenzuschlag für KMU unter 500 Mio. Marktwert (Quelle: Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 2007 Yearbook, 2007)
Eigenkapitalkosten SMH Gruppe		10.0%	

Fremdkapitalkosten (gerundete Werte)

Element	Wert	Erklärung	Quellenangabe
Risikoloser Zinssatz	3.0%	Der risikolose Zinssatz beschreibt die nominelle Renditeerwartung für risikolose Anlagen. Als nominelle Grösse enthält der risikolose Zinssatz eine Erwartung über die Realverzinsung und die Inflation.	Rendite der 10-jährigen CHF Bundesobligation per 4. September 2007 (Quelle: Bloomberg)
Risikozuschlag für FK-Kosten	1.0%	Entsprechend dem Kreditrating von SMH verlangen die FK-Geber einen Risikozuschlag auf dem risikolosen Zinssatz. Da es sich beim verzinslichen FK von SMH um Hypotheken und ein Aktionärsdarlehen an Emaro handelt, beträgt der Risikozuschlag nur 1.0%, was den angenommenen Refinanzierungskosten entspricht.	Risikozuschlag für FK-Kosten (Quelle: Management SMH und Ernst & Young)
Fremdkapitalkosten SMH Gruppe		4%	

Diskontierte Cashflow Methode

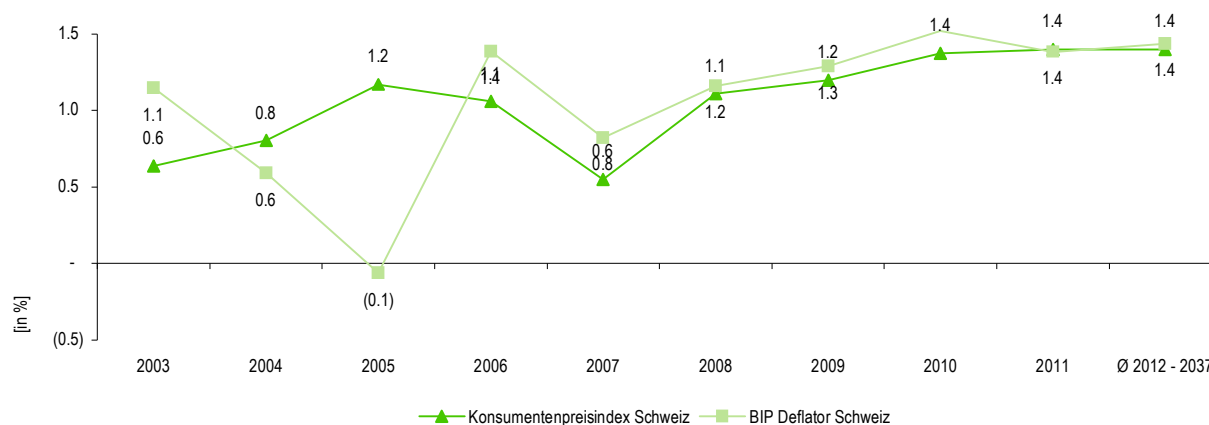
Ewiges Wachstum: Inflation und Realwachstum der Industrie

Bei der Anwendung der DCF-Methode wird nach der Businessplanperiode eine Annahme über einen nachhaltigen freien Cashflow getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwertes dient. Dieser Residualwert beinhaltet den Wert aller zukünftigen Cashflows, die auf die Businessplanperiode folgen. Bei der Berechnung des Residualwertes wird ein ewiges Cashflow-Wachstum unterstellt. Dieses kompensiert einerseits die Inflation, die im WACC bereits enthalten ist, und geht von einem Realwachstum des Geschäftsfeldes der zu bewertenden Firma aus.

Die Inflation analysieren wir anhand der Konsensusschätzung über die zukünftige Entwicklung des Konsumentenpreisindexes. Diese wird nach 2012 auf 1.4% p.a. geschätzt.

Historische und geschätzte zukünftige Entwicklung der Inflation

Quelle: Global Insight



Für das Realwachstum der Cashflows unterstellen wir einen Wert von 0.6% p.a. nach 2012. Zusammen ergibt dies ein ewiges Wachstum der Cashflows nach 2012 von 2%.

Schlussfolgerung für SMH

Das ewige Cashflowwachstum ab 2012 wird mit 2% angenommen.

Diskontierte Cashflow Methode

DCF-Bewertung

Entsprechend den oben ausgeführten Elementen der DCF-Bewertung und den Bewertungsgrundlagen berechneten wir für die SMH Gruppe einen Unternehmenswert. Abzüglich des verzinslichen FK zum Bewertungszeitpunkt ergibt dies einen Wert für das EK von MCHF 121.

Schlussfolgerung für SMH

Der DCF-Wert pro Aktie liegt bei CHF 3'014.

Ausgehend von 40'000 ausstehenden Namenaktien resultiert dies in einem gerundeten Wert pro Namenaktie mit einem Nennwert von CHF 125 von CHF 3'014. Durch die Variation des WACC zwischen 7.1%-10.1% ergibt sich eine Sensitivität des DCF-Wertes einer Aktie zwischen CHF 2'614-3'648.

Berechnung des Wertes pro Aktie anhand der DCF-Methode

Position	Einheit	2007
DCF-Wert des Eigenkapitals per 4. September 2007	TCHF	120'547
Anzahl Namenaktien mit Nennwert CHF 125		40'000
DCF-Wert einer Namenaktie mit Nennwert CHF 125	TCHF	3'014

Quelle: Ernst & Young Berechnungen

Sensitivität des DCF-Wertes einer Aktie auf Veränderungen des WACC

	Einheit	2007						
Variation des WACC	%	7.1%	7.6%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%
DCF-Wert einer Namenaktie mit Nennwert CHF 125	TCHF	3'648	3'399	3'191	3'014	2'862	2'729	2'614

Quelle: Ernst & Young Berechnungen

Marktwertansatz

Graphische Darstellung Multiple Analyse

Quelle: Ernst & Young



Marktwertansatz

Der Marktwertansatz beinhaltet grundsätzlich zwei Methoden:

- ▶ den „Trading Multiple-Ansatz“
- ▶ den „Transaction Multiple-Ansatz“

Der Trading Multiple-Ansatz betrachtet Finanzkennzahlen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen, deren Kennzahlen mit denjenigen des Zielunternehmens verglichen werden. Die Auswahl geeigneter Unternehmen erfolgt aufgrund diverser Kriterien wie u.a. Branche, Markt, Unternehmensgröße, Kapitalstruktur, Eigentümerschaft. Die erhaltenen Daten werden dann um auffällige statistische Ausreisser (beispielsweise nur marginaler Umsatzanteil in der gleichen Branche) korrigiert. Häufig verwendete Multiples sind Umsatzkennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert / Umsatz) und ertragsorientierte Kennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert / Gewinngröße oder Cashflow).

Trading Multiples sind nur beschränkt für die konkrete Wertermittlung von nicht börsenkotierten Unternehmen geeignet. Es besteht zwischen kotierten und nicht kotierten Unternehmen eine Wertdiskrepanz aufgrund der geringeren Liquidität nicht kotierter Unternehmen. Dem entgegen steht das Faktum, dass bei börsennotierten Unternehmen grundsätzlich Minderheitsanteile gehandelt werden, also ein Minderheitsabschlag impliziert wird. Tendenziell liefert eine Multiple Analyse für private Firmen einen Unternehmenswert an der oberen Wertgrenze.

Der Transaction Multiple-Ansatz bezieht sich auf Preise für effektiv abgewickelte Unternehmenstransaktionen. Aufgrund von publizierten Transaktionen, bei denen vergleichbare Unternehmen übernommen wurden, ergeben sich ebenfalls „Marktindices“, die für die Verifizierung bzw. zur Herleitung eines Unternehmenswerts verwendet werden können. Häufig werden ebenfalls Umsatzkennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert / Umsatz) und ertragsorientierte Kennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert / EBITDA, EBIT oder Cashflow) als Multiple verwendet.

Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen (Trading Multiples)

Wahl einer geeigneten Vergleichsgrösse für die Trading Multiple-Berechnung

Um die operative Ertragskraft zu bewerten, stützen wir uns auf den EBITDA, welcher ins Verhältnis zum beobachteten Unternehmenswert gesetzt wird. Diese Gewinngrösse ist frei von Effekten wie Abschreibungen, Finanzierungskosten oder steuerlichen Aspekten und spiegelt die operative Ertragskraft eines Unternehmens am besten wider.

Bewertung entsprechend dem Median der Trading Multiples

Der Wert des operativen Betriebs berechnet sich aus der Multiplikation der durchschnittlichen Trading Multiples¹ mit den zukünftigen EBITDAs. Diese Methodik wenden wir auf die Jahre 2007-2010 an und beziehen damit auch die Zukunftsschätzung der Analysten am Aktienmarkt mit ein. Dazu addieren wir die nicht betriebsnotwendige Liquidität und die betriebsfremden Investitionsliegenschaften sowie den Marktwert des Kundenstammes des Wasserspendergeschäfts, um auf den Unternehmenswert zu kommen. Dieser wird um das verzinsliche FK reduziert und anschliessend durch die Anzahl ausstehender Namenaktien dividiert. Die Berechnungen werden nachfolgend illustriert.

Schlussfolgerung für SMH

Der Trading Multiple-Wert pro Aktie liegt bei CHF 4'061.

Berechnung des Wertes pro Aktie anhand der Trading Multiple-Methode

Position	Einheit	2007
Trading Multiple-Wert des Eigenkapitals	TCHF	162'459
Anzahl Namenaktien mit Nennwert CHF 125		40'000
Trading Multiple-Wert einer Namenaktie mit Nennwert CHF 125	TCHF	4'061

Quelle: Ernst & Young Berechnungen

¹ Anhand des Medians der Vergleichsgruppe ermittelt; siehe Anhang

Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer Transaktionen (Transaction Multiples)

Wahl einer geeigneten Vergleichsgrösse für die Transaction Multiple-Berechnung

Um die operative Ertragskraft zu bewerten, stützen wir uns auf den EBITDA, welcher ins Verhältnis zum beobachteten Unternehmenswert gesetzt wird. Diese Gewinngrösse ist frei von Effekten wie Abschreibungen, Finanzierungskosten oder steuerlichen Aspekten und spiegelt die operative Ertragskraft eines Unternehmens am besten wider.

Bewertung entsprechend dem Median der Transaction Multiples

Der Wert des operativen Betriebs berechnet sich aus der Multiplikation der durchschnittlichen Transaction Multiples¹ mit dem erwarteten EBITDA 2007. Dazu addieren wir die nicht betriebsnotwendige Liquidität und die betriebsfremden Investitionsliegenschaften sowie den Marktwert des Kundenstammes des Wasserspendergeschäfts, um auf den Unternehmenswert zu kommen. Dieser wird um das verzinsliche FK reduziert und anschliessend durch die Anzahl ausstehender Namenaktien dividiert. Die Berechnungen werden nachfolgend illustriert.

Schlussfolgerung für SMH

Der Transaction Multiple-Wert pro Aktie liegt bei CHF 4'068.

Berechnung des Wertes pro Aktie anhand der Transaction Multiple-Methode

Position	Einheit	2007
Transaction Multiple-Wert des Eigenkapitals	TCHF	162'708
Anzahl Namenaktien mit Nennwert CHF 125		40'000
Transaction Multiple-Wert einer Namenaktie mit Nennwert CHF 125	TCHF	4'068

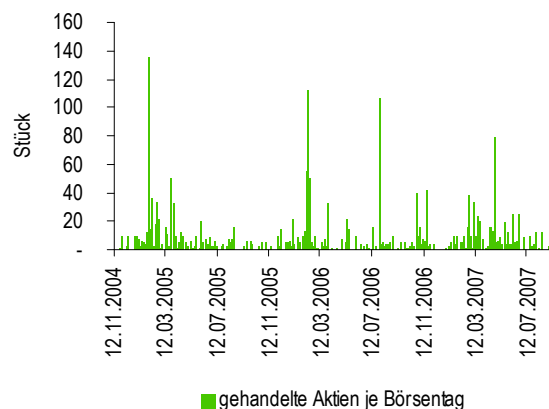
Quelle: Ernst & Young Berechnungen

¹ Anhand des Medians der Vergleichsgruppe ermittelt; siehe Anhang

Das Handelsvolumen lag während der letzten 60 Handelstage unter 0.1% der Anzahl der ausstehenden Namenaktien – die SMH-Aktie kann daher als nicht liquide bezeichnet werden

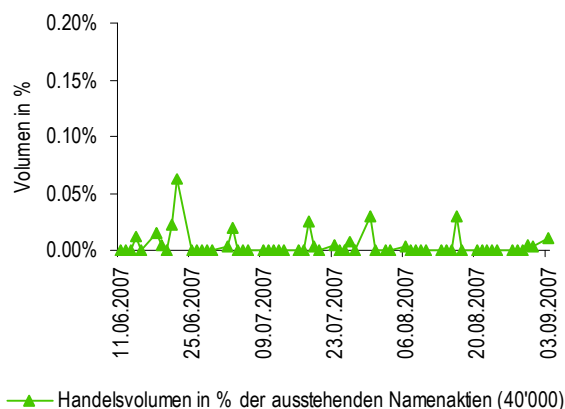
Handelsvolumen Ende 2004 bis 3. September 2007

Quelle: Bloomberg



Handelsvolumen in % der ausstehenden Namenaktien (40'000)

Quelle: Bloomberg



Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse

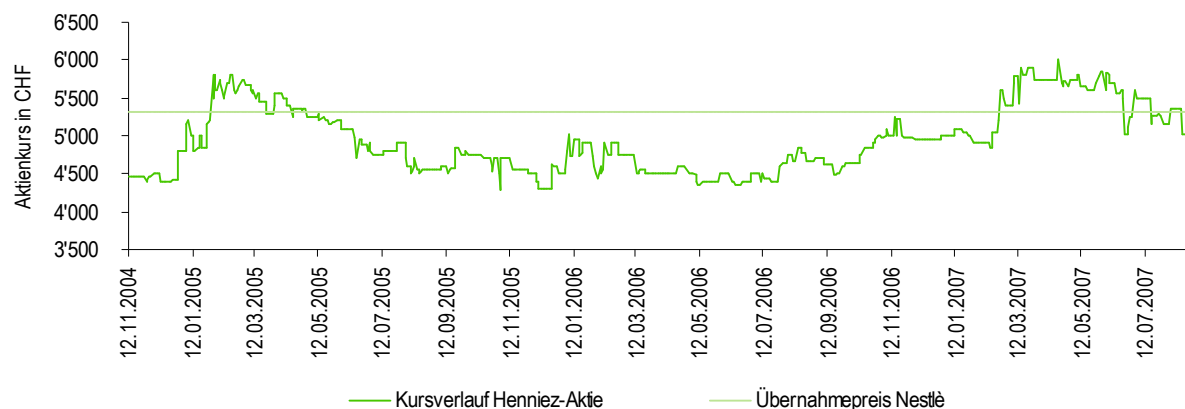
Die nachfolgende Grafik zeigt die Kursentwicklung der SMH-Aktie seit Ende des Jahres 2004 vor Veröffentlichung der Transaktion am 4. September 2007.

Der Angebotspreis von CHF 5'303 je SMH Aktie entspricht dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots.¹

Das durchschnittliche Handelsvolumen der SMH Aktie der letzten 60 Börsentage vor Bekanntmachung des Übernahmeangebotes durch Nestlé lag bei 2 Aktien pro Tag und entspricht weniger als 0.1% der ausstehenden Aktien. Daher ist die Aktienliquidität von SMH als äusserst gering einzustufen.

Aktienkursverlauf Ende 2004 bis einschliesslich 3. September 2007

Quelle: Bloomberg, Voranmeldung für das öffentliche Kaufangebot von Nestlé vom 4. September 2007



¹ Berechnungsformel = $\sum [(Eröffnungskurs + Schlusskurs)/2 * Tagesvolumen] / \text{Volumen total während 60 Handelstagen}$

Gesamtbeurteilung

- 11. Übersicht der Resultate
- 12. Ergebnis des Gutachtens

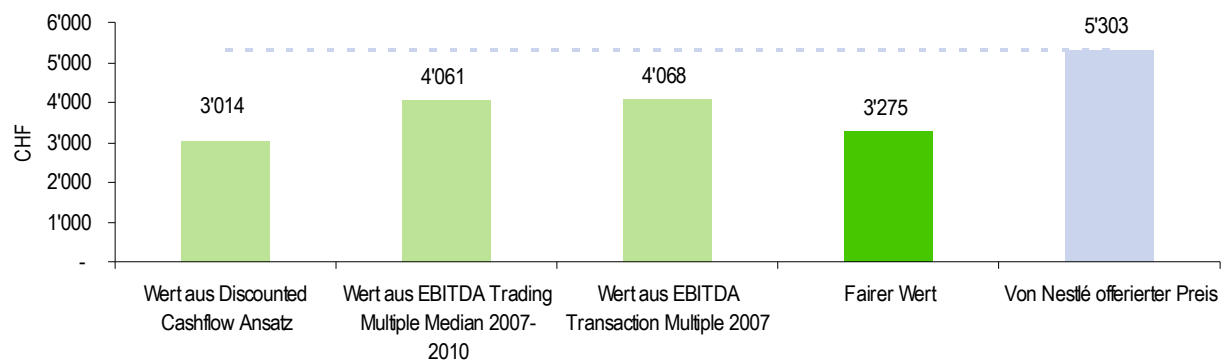
Basierend auf den durchgeführten Bewertungsüberlegungen ergibt sich ein Wert von CHF 3'275 pro SMH-Aktie

Übersicht der Resultate

Die untenstehende Grafik fasst die über die Anwendung der verschiedenen Methoden berechneten Werte je SMH-Aktie zusammen.

Wert je Namenaktie von SMH mit Nennwert CHF 125

Quelle: Ernst & Young, Voranmeldung für das öffentliche Kaufangebot von Nestlé vom 4. September 2007



Basierend auf dem vom Management von SMH entwickelten Business Plan resultiert mittels DCF-Methode ein Wert pro Aktie von CHF 3'014. Der mittels Trading Multiples ermittelte Wert liegt bei CHF 4'061 und der durch Transaction Multiple errechnete Wert bei CHF 4'068.

Basierend auf der DCF-Bewertung, jedoch unter Berücksichtigung der aus den Marktwertansätzen ermittelte Wert, legen wir einen fairen Wert von CHF 3'275 pro SMH-Aktie fest.

Der Angebotspreis seitens Nestlé von CHF 5'303 je SMH-Aktie liegt über dem von uns ermittelten Wert von CHF 3'275 je SMH-Aktie

Gesamtbeurteilung

Im Vordergrund der Bewertungsüberlegung stand die DCF-Analyse, da der Wert eines Unternehmens grundsätzlich anhand seines Potentials, zukünftige Cashflows zu generieren, bestimmt wird. Die diskontierte Cashflow Methode gilt als Best Practice in der Unternehmensbewertung.

Zusätzlich wurden die Marktbewertungsmethoden anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen und vergleichbarer Unternehmenstransaktionen herangezogen. Ferner wurde auch die Aktienkursentwicklung der SMH-Aktie über die letzten Jahre im Vergleich zum Angebotspreis beurteilt. Aufgrund des geringen Handelsvolumens ist diese jedoch nicht aussagekräftig.

Basierend auf den von Ernst & Young ausgeführten Analysen und Bewertungsüberlegungen ergibt sich einen fairen Wert für eine Namenaktie von SMH von CHF 3'275. Unsere Bewertungsüberlegung stützt grundsätzlich auf dem DCF-Wert ab, berücksichtigt aber auch die auf der Marktwert-Methode basierenden Werte.

Das Kaufangebot seitens Nestlé von CHF 5'303 pro Namenaktie liegt damit über dem von uns ermittelten Wert. Der von Nestlé offerierte Preis entspricht dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsenhandelstage.¹

Zürich, 12. Oktober 2007

Ernst & Young AG

Louis Siegrist

Partner

Jürg Stucker

Senior Manager

¹ Berechnungsformel = $\sum [(Eröffnungskurs + Schlusskurs)/2 * Tagesvolumen] / \text{Volumen total während 60 Handelstagen}$

Anhang

- 13. Beta und Kapitalstruktur der Vergleichsgruppe für DCF-Methode
- 14. Berechnung der EBITDA-Multiples aus der Vergleichsgruppe börsennotierter Unternehmen (Trading Multiples)
- 15. Unternehmensbeschreibungen der Unternehmen der Vergleichsgruppe für Beta, Kapitalstruktur und Trading Multiples
- 16. Berechnung der EBITDA-Multiples aus vergleichbaren Transaktionen (Transaction Multiples)
- 17. Unternehmensbeschreibungen der Unternehmen der Vergleichsgruppe für Transaction Multiples

Beta und Kapitalstruktur der Vergleichsgruppe zur Berechnung des Unternehmenswertes anhand der DCF-Methode, gerundete Werte

Firma (alphabetisch)	Ticker	Land	Währung	MK FY06A	FK FY06A	UW	FK / UW in % FY06A	Adjustiertes Beta FY06A	Unternehmenssteuersatz ¹	"un-levered" Beta FY06A
<i>[in Mio.]</i>										
Barr (A.G.) Plc	BAG LN	BRITAIN	GBP	237	-	237	0.0%	0.5	30.0%	0.5
Coca-Cola Enterprises Inc	CCE US	UNITED STATES	USD	11'687	10'022	21'709	46.2%	0.7	35.0%	0.5
Cott Corp	BCB CN	CANADA	USD	778	385	1'184	32.5%	0.8	22.1%	0.6
Grupo Continental SA	CONTAL* MM	MEXICO	MXN	17'250	-	17'256	0.0%	0.6	29.0%	0.6
Hansen Natural Corp	HANS US	UNITED STATES	USD	4'548	0	4'548	0.0%	1.6	35.0%	1.6
Jones Soda Co	JSDA US	UNITED STATES	USD	241	0	241	0.0%	1.0	35.0%	1.0
Mineralbrunnen Ueberkingen-Teinach AG	MUT GR	GERMANY	EUR	177	35	211	16.3%	0.3	25.0%	0.3
National Beverage Corp	FIZZ US	UNITED STATES	USD	395	-	396	0.0%	1.1	35.0%	1.1
Pepsi Bottling Group Inc	PBG US	UNITED STATES	USD	8'417	5'128	14'085	36.4%	0.9	35.0%	0.6
PepsiAmericas Inc	PAS US	UNITED STATES	USD	3'868	1'703	5'571	30.6%	0.6	35.0%	0.5
Spadel SA	SPA BB	BELGIUM	EUR	312	13	325	4.1%	0.5	33.0%	0.5
Staatl Mineralbrunnen AG Bad Brueckenau	SLB GR	GERMANY	EUR	24	8	32	24.6%	0.3	25.0%	0.3
Sumolis Comp IND Fruta Bebid	SUMO PL	PORTUGAL	EUR	97	65	164	39.7%	0.5	25.0%	0.4
Vermont Pure Holdings Ltd	VPS US	UNITED STATES	USD	41	4	82	50.4%	0.6	35.0%	0.3
Durchschnitt				3'434	1'243	4'717	20.1%	0.7	31.0%	0.6
Median				354	24	360	20.4%	0.6	34.0%	0.5
Standardabweichung				5'382	2'885	7'388	19.2%	0.3	4.9%	0.4

Quelle: Bloomberg, 14. September 2007

¹ Steuersatz für Unternehmen für die Einkommenssteuer im entsprechenden Land (Quelle: Ernst & Young)

Berechnung der EBITDA-Multiples aus der Vergleichsgruppe börsennotierter Unternehmen (Trading Multiples), gerundete Werte

Firma (alphabetisch)	Ticker	Land	Währung	UW	EBITDA FY07B	UW / EBITDA FY07B	EBITDA FY08F	UW / EBITDA FY08F	EBITDA FY09F	UW / EBITDA FY09F	EBITDA FY10F	UW / EBITDA FY10F
<i>[in Mio.]</i>												
Barr (A.G.) Plc	BAG LN	BRITAIN	GBP	237	24	9.9	26	9.1	27	8.8	29	8.2
Coca-Cola Enterprises Inc	CCE US	UNITED STATES	USD	21'709	2'546	8.5	2'668	8.1	2'789	7.8	2'901	7.5
Cott Corp	BCB CN	CANADA	USD	1'184	146	8.1	174	6.8	180	6.6	207	5.7
Grupo Continental SA	CONTAL* MM	MEXICO	MXN	7'256	2'492	6.9	2'732	6.3	3'007	5.7	n.a.	n.a.
Hansen Natural Corp	HANS US	UNITED STATES	USD	4'548	249	18.3	330	13.8	390	11.7	n.a.	n.a.
Jones Soda Co	JSDA US	UNITED STATES	USD	241	5	48.1	9	26.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mineralbrunnen Ueberkingen-Teinach AG	MUT GR	GERMANY	EUR	211	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
National Beverage Corp	FIZZ US	UNITED STATES	USD	396	47	8.4	40	9.9	43	9.2	n.a.	n.a.
Pepsi Bottling Group Inc	PBG US	UNITED STATES	USD	14'085	1'747	8.1	1'839	7.7	1'903	7.4	1'951	7.2
PepsiAmericas Inc	PAS US	UNITED STATES	USD	5'571	617	9.0	666	8.4	703	7.9	n.a.	n.a.
Spadel SA	SPA BB	BELGIUM	EUR	325	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Staatl Mineralbrunnen AG Bad Brueckenau	SLB GR	GERMANY	EUR	32	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sumolis Comp IND Fruta Bebid	SUMO PL	PORTUGAL	EUR	164	19	8.6	20	8.2	22	7.5	22	7.5
Vermont Pure Holdings Ltd	VPS US	UNITED STATES	USD	82	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Durchschnitt						13.4		10.5		8.1		7.2
Median						8.6		8.3		7.8		7.5
Standardabweichung						12.6		6.1		1.7		0.9

Quelle: Bloomberg, 14. September 2007

Unternehmensbeschreibungen der Unternehmen der Vergleichsgruppe zur Berechnung von Beta, Kapitalstruktur und Trading Multiples

Unternehmensbeschreibungen (Trading Multiples)

Barr (A.G.) Plc

A.G. Barr p.l.c. produziert und verkauft Softdrinks. Die Firma produziert Orangina, Irm-Bru, Tizer, St. Clements, D & B, Strike Cola, Barr, und andere Marken in ihren Fabriken, welche über ganz Grossbritannien verteilt sind. A.G. Barr vertreibt seine Produkte national.

Grupo Continental SAB de CV

Grupo Continental, S.A.B. produziert und vermarktet Softdrinks. Die Gesellschaft füllt Coca-Cola und andere Markengetränke ab, inklusive Coca-Cola, Coca-Cola Light, Fanta, Sprite, Sprite Light, Fresca, Lift, Delaware Punch, Senzao, und Ciel Mineralwasser. Continental unterhält Fabriken in Durango, Coahuila, Zacatecas, Aguascalientes, San Luis Potosi, Jalisco, und Colima.

Mineralbrunnen Ueberkingen-Teinach AG

Mineralbrunnen Ueberkingen-Teinach AG produziert und vermarktet verschiedene Mineralwassergetränke. Zu den Produkten zählen medizinische Quellwässer, Tafel- und Mineralwasser, Fruchtsäfte und Limonaden. Darüber hinaus betreibt Mineralbrunnen ein Spa Hotel. Die Produkte "Ueberkingen", "Staatl. Fachingen" and "Teinacher" sind etablierte Markennamen in Europa.

Coca-Cola Enterprises Inc

Coca-Cola Enterprises Inc. produziert und vermarktet Produkte der Coca-Cola Company. Zum Produktportfolio gehören flüssige nichtalkoholische Erfrischungsgetränke inklusive Sprudelwässer, Säfte, isotonische Getränke, Tees und Sodagetränke. Coca-Cola Enterprises ist in den USA, Kanada und Teilen Europas tätig.

Hansen Natural Corp

Hansen Natural Corporation vermarktet Fruchtsäfte, Fruchtsaftshakes, Fruchtcocktails, Iceteas, Limonaden, Energy Drinks, und stilles Wasser. Hansen vertreibt seine Produkte unter dem Hansen's Natural Markennamen in den USA und in Übersee.

National Beverage Corp

National Beverage Corp. ist eine Holdinggesellschaft die über ihre Tochterfirmen Getränke produziert und vermarktet. Zu den Produkten zählen geschmacklich angereicherte Softdrinks, Säfte und Saftprodukte, sowie mit Aromen und Kohlensäure angereicherte Quellwasserprodukte und Spezialprodukte.

Cott Corp

Cott Corporation produziert und vertreibt eine Reihe von Premiumgetränken. Zu den Produkten zählen alkoholfreie Getränke, alkoholfreie Trendgetränke, Iceteas, Fruchtgetränke, Sports Drinks und Wasser. Cott betreibt Abfüllbetriebe in Kanada, USA und Grossbritannien. Die Gesellschaft vermarktet ihre Getränke über Wiederverkäufer weltweit.

Jones Soda Co

Jones Soda Co. produziert und vertreibt eine Reihe von Soda- und Fruchtgetränken. Die Getränke werden unter den Jones Soda and Jones Juices Markennamen vermarktet. Jones Soda verkauft seine Produkte über traditionelle Getränkehändler in Kanada und den USA.

Pepsi Bottling Group Inc

Pepsi Bottling Group, Inc. produziert und vertreibt kohlenensäurehaltige und kohlenensäurefreie Pepsi-Cola Getränke. Die Firma verkauft ihre Produkte in den USA, Kanada, Spanien, Griechenland und Russland. Pepsi Bottling vertreibt ausserdem andere Markenprodukte wie Mountain Dew, Lipton Brisk, Slice, Aquafina, und Starbucks Frappuccino.

Unternehmensbeschreibungen der Unternehmen der Vergleichsgruppe zur Berechnung von Beta, Kapitalstruktur und Trading Multiples

PepsiAmericas Inc

PepsiAmericas, Inc. produziert, verpackt und vertreibt Softdrinkprodukte und Wasser in den USA und der Karibik. Zu den Produkten der Gesellschaft zählen Pepsi, Lipton Brisk, Mountain Dew, FruitWorks, AquaFina, 7-up, Welch's, Slice, Mug Root Beer, Frappuccino, Sunkist, Dr. Pepper und Hawaiian Punch.

Sumolis Comp IND Fruta Bebid

Sumolis - Companhia Industrial de Frutas e Bebidas, S.A. produziert, und vertreibt Softdrinks, Wasser, Fruchtsäfte, Malzgetränke und Bier. Die Gesellschaft vermarktet ausserdem Konzentrate, Bonbons und Gelees. Sumolis' Hauptprodukt ist ein kohlenensäurehaltiges Fruchtgetränk, welches unter dem Sumol-Markennamen verkauft wird. Die Gesellschaft vertreibt ausserdem 7up und Pepsi Getränke in Portugal.

Spadel SA

Spadel SA produziert und vermarktet Mineralwasser, Limonade und Fruchtsäfte. Die Gesellschaft vertreibt ausserdem Wasserkühler und Wasserspender an gewerbliche Kunden. Ausserdem betreibt Spadel eine Thermalquelle bei Spa, Belgien, und ein Forschungslabor für Wasser.

Vermont Pure Holdings Ltd

Vermont Pure Holdings, Ltd. betätigt sich als Abfüller und Vermarkter von natürlichem Quellwasser. Das Hauptgeschäftsfeld der Gesellschaft ist die Vermarktung von Quellwasser unter dem Vermont Pure-Markennamen an Wiederverkäufer, private und gewerbliche Endkunden in New England, New York, und den mittleren Atlantik-Regionen.

Staatl Mineralbrunnen AG Bad Brueckenau

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brueckenau produziert und vertreibt Mineralwasser und andere Getränke inklusive Limonade und verschiedene aromatisierte Wasserprodukte unter den Markennamen Bad Brueckenauer, Pocco und Siegsdorfer Petrusquelle.

Quelle: Bloomberg, 14. September 2007

Berechnung der EBITDA-Multiples aus vergleichbaren Transaktionen (Transaction Multiples), gerundete Werte

Zielunternehmen (alphabetisch)	Käufer	Umsatz	Impliziter EK-Wert	FK	UW	EBITDA	UW / EBITDA	Transaktionsvolumens
<i>[in MUSD]</i>								
Apollinaris & Schweppes GmbH & Company	Cadbury Schweppes plc	127	203	14	217	25	8.7	160
Coca-Cola FEMSA, SAB de CV (8.02% Minderheitsanteil)	Fomento Economico Mexicano, S.A. de C.V. (Femsa)	4'724	5'329	1'478	6'807	683	10.0	1'906
Dr Pepper / Seven Up Bottling Group LP (53.00% Anteil)	Cadbury Schweppes plc	2'000	630	587	1'217	204	6.0	921
DS Waters of America, L.P.	Kelso & Company	n.a.	500	n.a.	500	90	5.6	500
Efes Sinai Yatirim Holding AS	Coca Cola Icecek AS	90	274	31	305	18	16.9	305
Glas Moerdijk BV	Rexam plc	n.a.	54	n.a.	54	11	4.9	54
Grupo Empresarial Bavaria	SABMiller Plc (früher South African Breweries Plc (SAB))	1'904	4'875	2'820	7'695	765	10.1	6'695
Hartwall Oy (Tochtergesellschaft von S&N)	Scottish & Newcastle plc	705	1'724	120	1'845	196	9.4	1'845
Lanitis Bros Public Limited	3E (Cyprus) Limited	122	90	n.a.	90	11	8.5	90
Marie Brizard et Roger International SA (69.30% Anteil)	Belvedere SA	457	365	n.a.	365	34	10.7	365
Merrydown Plc	SHS Group Ltd	38	69	(4)	66	4	18.1	58
Orangina SA (früher Cadbury Schweppes European Beverages)	Blackstone Group Holdings LLC; Lion Capital (früher Hicks Muse Tate & Furst Inc European division)	1'243	2'169	n.a.	2'169	265	8.2	2'169
Panamerican Beverages, Inc.	Coca-Cola FEMSA, SAB de CV	2'651	2'769	858	3'627	520	7.0	3'627
Refresco Holding BV	FL Group hf (formerly Flugleidir); Vifilfell hf	733	558	n.a.	558	78	7.2	558
Sanafrutta SpA (80% Anteil)	La Doria SpA	68	19	28	47	5	10.1	43
Teisseire France SA (72.00% Anteil)	Fruite Entreprises SA	208	119	12	132	21	6.2	98
Durchschnitt		1'077	1'234	595	1'606	183	9.2	1'212
Median		581	432	76	432	56	8.6	433
Standardabweichung		1'348	1'720	925	2'421	252	3.7	1'787

Quelle: www.mergermarket.com, 17. September 2007

Unternehmensbeschreibungen der Unternehmen der Vergleichsgruppe zur Berechnung von Transaction Multiples

Unternehmensbeschreibungen (Transaction Multiples)

Apollinaris & Schweppes GmbH & Company

Apollinaris & Schweppes produziert Mineralwasser und Softdrinks in Deutschland. Zum Markenportfolio gehören Apollinaris Mineralwasser und Schweppes Soda-Getränke.

Coca-Cola FEMSA, SAB de CV (8.02% stake)

Coca-Cola FEMSA, S.A. de C.V. ist der zweitgrösste Coca-Cola-Abfüller in der Welt und trägt mit nahezu 10% zum weltweiten Umsatz von Coca-Cola bei. Coca-Cola FEMSA produziert Coca-Cola, Sprite, Fanta, Lift und andere Markengetränke von Coca-Cola. Die Gesellschaft vermarktet Wasser, Bier und andere Getränke in Ländern wie Mexiko, Guatemala, Brasilien und Argentinien.

Dr Pepper / Seven Up Bottling Group LP (53.00% stake)

Dr. Pepper ist die älteste Softdrink-Marke in Amerika. Die ersten Getränke wurde bereits im Jahr 1885 verkauft. 1986 schloss sich Dr.Pepper mit Seven-Up, Inc zusammen und wurde 1995 von Caburry Schweppes aufgekauft.

DS Waters of America, L.P.

DS Waters produziert SA-weit Wasserprodukte und vertreibt diese an gewerbliche Wiederverkäufer, private und gewerbliche Endkunden. Die Gesellschaft unterhält ausserdem einen Kaffee-Lieferservice. DS Waters ist führend in der Vermarktung von Wasser in Einzelflaschen, 1-Liter und 5-Liter-Gallonen an private und gewerbliche Kunden in den USA. Der Hauptsitz befindet sich in Atlanta, Georgia. Das Wasser wird in insgesamt 25 Fabriken abgefüllt.

Efes Sinai Yatirim Holding AS

Efes zählt zu einer Gruppe von Gesellschaften die Bier, Malz- und Softdrinks in der Türkei, Russland, Südosteuropa und dem nahen Osten verkaufen. Efes unterhält 15 Brauereien, 6 malz- und einen hopfenverarbeitenden Betrieb in 5 Ländern. Die Gesellschaft zählt zu den führenden Brauereien in ihrer Region. Aktuell umfasst das Softdrink-Geschäft 12 Abfüllfabriken mit einer Jahreskapazität von rund 573 Millionen Behältnisse.

Glas Moerdijk BV

Glas Moerdijk BV, eine frühere Tochtergesellschaft der Heineken NV wurde im Jahr 2004 von Rexam gekauft. Rexam ist ein weltweit führender Verpackungsmittelproduzent und der weltweit grösste Hersteller von Getränkedosen und Plastikflaschen. Pro Jahr werden mehr als 54 Millionen Behältnisse produziert.

Grupo Empresarial Bavaria

Die Bavarias Gruppe in Kolumbien produziert und vertreibt Bier-, Malz-, Fruchtgetränke und Wasser. Das Produktportfolio beinhaltet Marken wie Cervuniön & Leona, Maltería Tropical, Productora de Jugos e Impresora. Die Gesellschaft unterhält landesweit 7 Fabriken.

Hartwall Oy (subsidiary of S&N)

Hartwall Ltd ist ein Getränkeproduzent in Finnland. Zu den wichtigsten Marken der Gesellschaft zählen Hartwall Jaffa Softdrinks, Hartwall Novelle Wasser und Upcider Cider genauso wie die Biersorten Lapin Kulta, Karjala and Foster's. Hartwall ist Teil der britischen Scottish & Newcastle Group, welche eine der grössten Brauerein Europas ist.

Lanitis Bros Public Limited

Die in Zypern ansässige Gesellschaft engagiert sich in der Produktion und dem Vertrieb von Getränken und besitzt eine Lizenz für Coca-Cola-Produkte in Zypern. Zum Produktportfolio gehören Fruchtsäfte, Molkereiprodukte, und weitere Getränke.

Unternehmensbeschreibungen der Unternehmen der Vergleichsgruppe zur Berechnung von Transaction Multiples

Marie Brizard et Roger International SA (69.30% stake)

Marie Brizard ist ein französischer Produzent und Verkäufer von Likören und Getränken, basierend auf Pflanzen, Früchten und Gewürzen. Die Gruppe verkauft über ihre beiden Vertriebsgesellschaften in Frankreich und Spanien circa 230 Millionen Flaschen in über 120 Länder weltweit.

Panamerican Beverages, Inc.

Panamerican Beverages, Inc., auch bekannt unter dem Namen Panamco LLC, ist der zweitgrösste Abfüller von Coca-Cola Softdrinkprodukten auf der Welt und der führende Getränkeabfüller in Lateinamerika. Panamco unterhält eine exklusive Abfüll-Lizenz von Coca-Cola. Die Geschäfte erstrecken sich über weite Teile Südamerikas. Die Gesellschaft vertreibt auch andere Coca-Cola-Marken wie Beat, Delaware Punch, Firescolita, Hit, Sprite, Fanta, Kuat, Quatro, Lift und Canada Dry.

Teisseire France SA (72.00% stake)

Teisseire ist ein französischer Softdrink-Hersteller. Zu den Produkten zählen Säfte und Fruchtsäfte, Fruchtpurees und Sirups. Mit den beiden Markennamen Teisseire und Moulin de Valdonne zählt Teisseire zu den führenden Anbietern für Fruchtsirup in Supermärkten.

Merrydown Plc

Die englische Merrydown fokussiert sich auf die Herstellung von qualitativ hochwertigem Cider. Die Hauptmarken sind Merrydown Vintage und Merrydown Gold.

Refresco Holding BV

Refresco Holding ging 1999 durch einen Spin-off von Menken Drinks B.V und Refrescos de Sur Europa S.A. aus der niederländischen Molkerei-Gruppe Campina hervor. Die Gruppe produziert ein breites Spektrum an nicht alkoholischen Getränken, von Fruchtsäften und Gemüsesäften bis hin zu Energy und Functional Drinks.

Orangina SA (formerly Cadbury Schweppes European Beverages)

Orangina zählt zu den ältesten Softdrink-Marken auf der Welt. Die Gesellschaft produziert kohlenensäurehaltige Getränke und Fruchstäfte. Das Produktportfolio umfasst Orangina Standard, Orangina Orange Sanquine, Orangina Fire & Orangina Ice, genauso wie Orangina Light and Light Tentation.

Sanafrutta SpA (80% stake)

Sanafrutta war eine italienische Holdinggesellschaft im Fruchtsaft-Sektor und gehört nun zu La Doria. Die La Doria Gruppe ist ein führender Anbieter in der Nahrungsmittel-Service-Industrie. Sie verarbeitet und vertreibt Produkte auf Tomaten-Basis, konservierte Hülsenfrüchte und Pasta, Fruchtsäfte und andere verwandte Produkte.

Quelle: Unternehmenshomepages