

## **Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates der Eichhof Holding AG, Luzern**

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der Heineken Switzerland AG, Chur, Schweiz für alle Namenaktien der zu gründenden Eichhof Getränke Holding AG, Luzern, Schweiz

Zürich, 08. April 2008

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>4</b>
1.1	Ausgangslage	4
1.2	Auftrag	4
1.3	Beurteilungsvorgehen	5
1.4	Beurteilungsgrundlagen	5
<b>2</b>	<b>Geschäftstätigkeit der Eichhof Gruppe</b>	<b>7</b>
2.1	Überblick	7
2.2	Geschäftsbereich Eichhof Getränke	8
<b>3</b>	<b>Wertüberlegungen zum Geschäftsbereich Eichhof Getränke</b>	<b>10</b>
3.1	DCF-Methode	10
3.2	Marktbewertung	13
<b>4</b>	<b>Schlussfolgerung</b>	<b>15</b>
<b>5</b>	<b>Anhang</b>	<b>16</b>
	Anhang 1: Beta- und Finanzierungsanalyse	16
	Anhang 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	17
	Anhang 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen	18

## Abkürzungsverzeichnis

CAGR	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche Wachstumsrate)
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
EGH	Eichhof Getränke Holding AG
EH	Eichhof Holding AG
EK	Eigenkapital
EV	Enterprise Value (Operativer Unternehmenswert zuzüglich nicht betrieblich notwendige Vermögenswerte, vor Abzug Net Debt Position)
EUR	Euro
FK	Fremdkapital
Mio.	Million(en)
p.a.	per annum (pro Jahr)
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
SWX	SWX Swiss Exchange
USD	Amerikanische Dollar
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewichtete Kapitalkosten)

## **1 Einleitung**

### **1.1 Ausgangslage**

Bei der Eichhof Gruppe handelt es sich um einen Mischkonzern bestehend aus den Geschäftsbereichen Eichhof Getränke, Datacolor sowie Eichhof Immobilien. Der Bruttoumsatz der Eichhof Gruppe betrug im Jahr 2007 CHF 308.9 Mio. Die Gruppe beschäftigt insgesamt rund 780 Mitarbeiter und ist an der Schweizer Börse kotiert.

Der Verwaltungsrat der Eichhof Holding AG ("EH") hat beschlossen, den Geschäftsbereich Immobilien der Eichhof Gruppe zu veräussern. In einem weiteren Schritt soll dann eine symmetrische Abspaltung der Getränkediision von der kotierten Eichhof Holding AG, Luzern, auf die im Rahmen der Spaltung neu zu gründende, nicht kotierte Zielgesellschaft Eichhof Getränke Holding AG erfolgen.

Die Heineken Switzerland AG, Chur, Schweiz unterbreitet in diesem Zusammenhang ein freiwilliges öffentliches Kaufangebot für alle Namenaktien der zu gründenden Eichhof Getränke Holding AG, Luzern, Schweiz ("EGH") mit einem Nennwert von je CHF 1.-

Die Getränkediision umfasst die nicht kotierten Divisionsgesellschaften Brauerei Eichhof AG, Bier-Import AG und Eichhof Getränke AG, welche ihrerseits die Kellerei St. Georg AG, die AG „Der fliegende Harass“ und die Ulmer & Knecht AG hält. Bei der Gründung der Zielgesellschaft Eichhof Getränke Holding AG werden die derzeit von der Eichhof Holding AG gehaltenen Beteiligungen an den Divisionsgesellschaften in die Zielgesellschaft eingebracht.

Dem Angebot geht der Abschluss eines Share Purchase Agreement und eines Transaction Agreement der Muttergesellschaft der Anbieterin, Heineken International B.V., mit der Eichhof Holding AG und deren Hauptaktionären voraus. In diesem Rahmen haben sich die Eichhof Holding AG und ihre Hauptaktionäre gegenüber Heineken International B.V. verpflichtet, ihre Beteiligung von insgesamt 48.8 % des Aktienkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft in das Angebot anzudienen.

Der im Rahmen dieses Angebots von der Heineken Switzerland AG offerierte Preis pro Namenaktie der zu gründenden EGH beträgt CHF 1'657.30 netto. Bei einer Anzahl von insgesamt 168'044 Namenaktien entspricht dieses Angebot einem Equity-Value von total CHF 278.5 Mio. Werden zudem die durch die Heineken Switzerland AG übernommenen Schulden der EGH in der Höhe von CHF 11.5 Mio. berücksichtigt, entspricht das Angebot einem Enterprise Value ("EV"; reflektiert den operativen Unternehmenswert zusätzlich der nicht betrieblich notwendigen Vermögenswerte, vor Abzug Net Debt Position) in der Höhe von CHF 290 Mio.

### **1.2 Auftrag**

Der Verwaltungsrat der EH hat PricewaterhouseCoopers AG ("PwC") mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt, welche das oben erwähnte Angebot aus Sicht der Publikumsaktionäre der EH resp. der zu gründenden EGH auf dessen finanzielle Angemessenheit überprüft. Dieses Gutachten fasst die Ergebnisse unserer Analysen zusammen. Es darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

Die Fairness Opinion soll als neutrale Meinung dem Verwaltungsrat und den Aktionären von EH resp. der zu gründenden EGH die Sicherheit geben, dass der offerierte Preis aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.

Dieses Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Es enthält auch keine Einschätzungen über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebotes haben kann.

### **1.3 Beurteilungsvorgehen**

Für die Beurteilung des offerierten Kaufpreises stellte PwC umfassende Wertüberlegungen zur EGH an. Daraus resultierte eine Wertbandbreite für den EV resp Equity Value sowie daraus abgeleitet eine Wertbandbreite pro EGH-Namenaktie, in welcher ein plausibles und als finanziell fair erachtetes Kaufangebot liegen muss.

Die Wertüberlegungen zur EGH basierten dabei auf einer "Stand-alone"-Betrachtung. Allfällige Synergien und Integrationskosten wurden somit nicht berücksichtigt.

Unsere Analyse basierte auf einer Betrachtung der Werte auf Stufe der EGH. Effekte, welche beim einzelnen Aktionär anfallen – insbesondere steuerliche Auswirkungen – blieben in dieser Analyse unberücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der unterschiedlichen Voraussetzungen der jeweiligen Aktionäre praktisch unmöglich.

Die Wertbandbreite für die EGH als Ganzes resp. daraus abgeleitet der Wert pro Namenaktie wurde primär anhand der Discounted Cash Flow ("DCF")-Methode ermittelt. Diese Wertbandbreite wurde zusätzlich mittels einer Marktbewertung, d.h. einem Multiplikatorenvergleich mit ähnlichen kotierten Gesellschaften und Transaktionen ("Comparables") plausibilisiert.

### **1.4 Beurteilungsgrundlagen**

Zur Beurteilung wurden von PwC namentlich die folgenden Grundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über EH und EGH, welche für die Analyse als relevant betrachtet wurden, einschliesslich der Jahresberichte, Analystenberichte, Pressemitteilungen und Zeitungsberichte.
- Unternehmensinterne Informationen von EH, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich des Budgets 2008 sowie der Mittelfristplanung 2009 bis 2010 für die EGH.
- Unternehmensbezogene Informationen von EH, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich der Jahresabschlüsse 2005 bis 2007.
- Besprechungen mit dem Management bzw. dem Verwaltungsrat von EH betreffend des aktuellen und erwarteten Marktumfeldes, der Finanz- und Ertragslage, Geschäftsaussichten, Werttreiber und Annahmen in den Planungsunterlagen.
- Kapitalmarktanalysen von Pictet & Cie ("Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926-2007", aufdatiert per Januar 2008), von Ibbotson Associates ("2007

Yearbook“), von Damodaran (Betas und Kapitalkosten nach Branche) sowie von Valmetrics (Industry Multiples Global Report, Dezember 2007).

- Kapitalmarkt- und Finanzdaten von EH und EGH sowie von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen, vorwiegend aus Bloomberg.
- Daten von als vergleichbar erachteten Transaktionen, vorwiegend aus der Datenbank von Mergermarket sowie von Bloomberg.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen. PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. PwC hat die von EH zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen nicht geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind.

## 2 Geschäftstätigkeit der Eichhof Gruppe

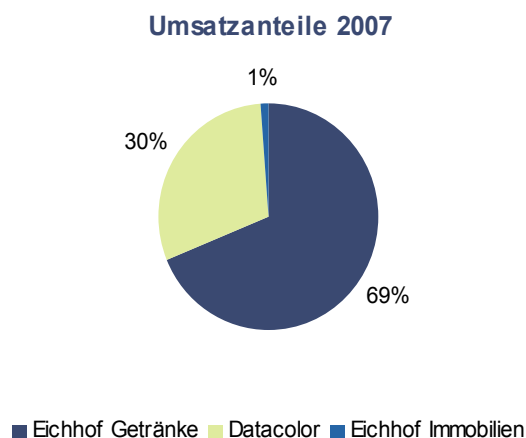
### 2.1 Überblick

Wie bereits in der Einleitung erwähnt, ist die Eichhof Gruppe in drei verschiedene Geschäftsbereiche unterteilt:

- **Eichhof Getränke** (Getränkeherstellung und -vertrieb Schweiz, vgl. Abschnitt 2.2)
- **Datacolor** (der Geschäftsbereich Datacolor bietet weltweit massgeschneiderte Lösungen und Systeme für die Farbmessung, Farbabstimmung, Qualitätskontrolle und Farbkommunikation im Farbmanagement von der Produktion bis zum Marketing an und belegt im internationalen Markt für Farbmanagement-Lösungen Platz zwei. Im Vergleich zum Vorjahr konnte der Bruttoumsatz um 3.2 Prozent auf CHF 89.0 Mio. gesteigert werden. Der EBIT erhöhte sich um 34.2 Prozent auf CHF 7.8 Mio.).
- **Eichhof Immobilien** (das im Geschäftsbereich Eichhof Immobilien aktiv bewirtschaftete Immobilienportfolio umfasst sowohl Renditeliegenschaften als auch rund 57'000 Quadratmeter Baulandreserve für Neubauprojekte. Im Geschäftsjahr 06/07 konnten die Mieteinnahmen um 15.0 Prozent auf CHF 2.7 Mio. gesteigert werden. Der EBIT nahm insgesamt um CHF 0.2 Mio und damit um rund 7 Prozent zu.).

Insgesamt erwirtschaftete die Gruppe im Geschäftsjahr 06/07 einen Bruttoumsatz von rund CHF 309 Mio., was einer Steigerung von 4.7% gegenüber dem Vorjahr entspricht (Vorjahr + 7.4%). Weiter betrug der EBIT im letzten Geschäftsjahr CHF 20.8 Mio. (CHF 18.0 Mio. im Jahr 2006).

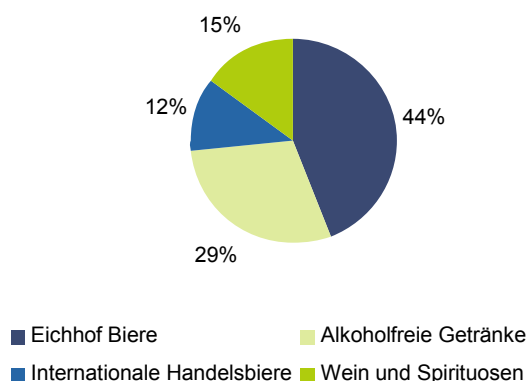
Der grösste Anteil des Bruttoumsatzes (69%) wurde dabei vom Geschäftsbereich Eichhof Getränke erbracht (brutto CHF 217.6 Mio.), während die Bereiche Datacolor und Eichhof Immobilien 30% (CHF 89.0 Mio.) bzw. 1% (CHF 2.7 Mio.) zum Bruttoumsatz beitrugen. Die folgende Darstellung zeigt die Umsatzverteilung nach Geschäftsbereichen graphisch auf.



## 2.2 Geschäftsbereich Eichhof Getränke

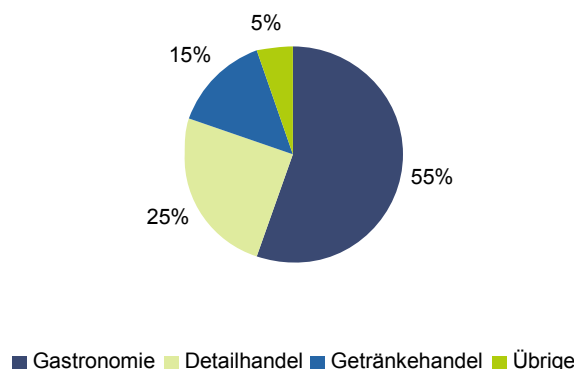
Der im Rahmen dieser Fairness Opinion zu bewertende, primär regional tätige Geschäftsbereich Eichhof Getränke, produziert und vertreibt in erster Linie Bier (diverse Eichhof Biere sowie in Lizenz z.B. „Miller Genuine Draft“ und „Clausthaler“). Des Weiteren werden auch Mineral- und Süssgetränke, Weine und Spirituosen sowie internationale Premium-Biere (z.B. „Löwenbräu München“, „Beck's“) vermarktet. Die folgende Abbildung zeigt die Aufteilung des Gesamtumsatzes in Bezug auf das Sortiment:

**Umsatzanteil nach Sortiment 2007**



Der Absatz der oben genannten Produkte erfolgt dabei hauptsächlich über die Kanäle Gastronomie, Detailhandel, Getränkehandel sowie übrige Absatzkanäle. Die Aufteilung des Gesamtumsatzes in Bezug auf die Absatzkanäle ist nachfolgend dargestellt:

**Umsatzanteil nach Absatzkanälen 2007**



Insgesamt ist der Bruttoumsatz im Jahr 2007 des Geschäftsbereichs Eichhof Getränke im Vergleich zum Vorjahr um 5.9 Prozent auf CHF 217.6 Mio. gestiegen. Der Umsatz mit den Eichhof-Bieren steigerte sich dabei um 5.1 Prozent, was im Vergleich zum Wachstum des Schweizer Biermarktes im Jahr 2007 der doppelten Wachstumsrate entspricht. Der Marktanteil von Eichhof Getränke im Schweizer Biermarkt beläuft sich dabei auf etwa 10 bis 11 Prozent. Zudem konnten die Umsatzzahlen auch beim übrigen Sortiment gesteigert werden. Des Weiteren übertraf der EBIT von CHF 16.1 Mio. den Wert des Vorjahres um 12.1 Prozent und es wurde eine EBIT-Marge von 8.2 Prozent erreicht (Vorjahr 7.8 Prozent).



Geografisch ist Eichhof Getränke hauptsächlich in den strategischen Wachstumsregionen Grossraum Zürich, Basel und Bern sowie im Tessin und erstmals auch in der Westschweiz gewachsen.

Inwiefern ein solches Wachstum auch in Zukunft erreicht werden kann, ist unklar. Allgemein ist in der Schweiz (wie z.B. auch in Deutschland) eher von einem stagnierenden bzw. rückgängigen Bierkonsum auszugehen. Neue gesetzliche Regelungen im Zusammenhang mit dem überdurchschnittlichen Konsum von Alkohol durch Jugendliche und die aufkommenden Rauchverbote in Restaurants und Bars dürften sich gemäss den Aussagen des Managements der EH negativ auf den Bierkonsum bzw. -absatz auswirken. Hinzu kommt, dass Eichhof Getränke gerade im Detailhandel eher schwach positioniert ist, obwohl gerade dieser Absatzkanal das grösste Wachstumspotenzial aufweist. Eine Diversifikation in andere geographische Märkte stellt für Eichhof zudem keine realistische Option dar, da nach Meinung des Managements der EH die Schweiz international nicht als „Bierland“ bekannt ist und auch die geografische Lage der Schweiz dafür als nicht ideal angesehen werden kann. Aus diesen Gründen ist daher in Zukunft eher von einem stagnierenden bzw. geringen Umsatzwachstum auszugehen.

### 3 Wertüberlegungen zum Geschäftsbereich Eichhof Getränke

Zur Ermittlung des Unternehmenswerts der EGH wurden Wertüberlegungen mittels der folgenden Methoden durchgeführt:

- Discounted Cash Flow-Methode,
- Marktbewertung mittels Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen.

Die nach der DCF-Methode abgeleitete Wertbandbreite für die EGH sowie daraus abgeleitet die Wertbandbreite pro EGH Namenaktie stehen im Zentrum der Wertüberlegungen. Zur Plausibilisierung dieser Wertbandbreiten 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 aufgrund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden müssen.

In der Praxis wird als Annäherung dieser Grösse von zukünftig zu erwartenden Freien Cash Flows ausgegangen, welche im Rahmen der DCF-Methode mit Hilfe der Kapitalkosten auf den Gegenwartswert diskontiert werden. Dabei wird unter dem Freien 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, wobei die Eigenkapitalkosten mit Hilfe des Capital Asset Pricing Modells ("CAPM") über den Kapitalmarkt hergeleitet werden.

Um den operativen Unternehmenswert zu erhalten, wird die Summe aus den diskontierten zukünftigen Freien Cash Flows und aus dem Endwert gebildet, wobei letzterer die Annahme der Bewertung auf Fortführung der Geschäftstätigkeit darstellt. Durch Addition des nicht betrieblich notwendigen Vermögens (z.B. nicht betrieblich notwendige Liquidität) gelangt man zum im Rahmen dieser Bewertung benötigten Firm Value.

Für die DCF-Bewertung EGH wurde auf die zukünftigen Freien Cash Flows aus dem vom Management erstellten Budgets 2008 und der Mehrjahresplanung 2009 bis 2010 zurückgegriffen. Als Ergänzung zu diesem „Management-Case“ wurde von PwC ein Alternativszenario („Growth-Case“) gerechnet, um die Auswirkungen von Veränderungen von wichtigen Werttreibern auf den Wert analysieren zu können.

In der Endwertberechnung (ab dem Jahr 2011) wurde der nachhaltige Freie Cash Flow mit dem Kapitalkostensatz unter Berücksichtigung des nachhaltigen Wachstums in die Ewigkeit fortgeschrieben (sogenannte Fortführungsformel<sup>1</sup>). Die nachhaltige Wachstumsrate wurde mit 1.0% p.a. angenommen (vgl. hierzu auch Abschnitt 2.2), während der Kapitalkostensatz im Vergleich zur Planperiode unverändert blieb. Der nachhaltige Freie Cash Flow wurde unter anderem basierend auf dem Umsatz des letzten prognostizierten Jahres (2010) multipliziert mit der langfristigen Wachstumsrate von 1.00% sowie der mit dem Management von EH diskutierten und als nachhaltig erreichbar angesehenen EBITDA-Marge von 13.00% abgeleitet.

---

<sup>1</sup> Endwert = Nachhaltiger Freier Cash Flow / (WACC - nachhaltige Wachstumsrate).

Der Diskontierungssatz, mit welchem die Freien Cash Flows abgezinst werden, entspricht dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital – “WACC”). Dieser besteht aus den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten nach Steuern. 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.

Der abgeleitete WACC für die EGH wurde auf 8.60% geschätzt, welcher wiederum auf einem Eigenkapitalkostensatz von 9.23% und einem Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 3.04% beruht.

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

#### **Risikoloser Zinssatz**

Risikoloser Zinssatz von 3.30% analog der Rendite von Schweizer Bundesobligationen per Ende März mit einer Restlaufzeit von 20 Jahren.<sup>2</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>3</sup> Zur Berechnung der Marktrisikoprämie wurde ein Zuschlag von 0.50% 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 der EGH wurde eine Prämie von 2.30% verwendet. Diese basiert auf einer jährliche Studie von Ibbotson Associates<sup>4</sup> und PwC internen Analysen.

#### **Beta**

Das “levered” Beta entspricht dem um die Ziel-Kapitalstruktur der EGH bereinigten “unlevered” Beta. Zur Ermittlung des “unlevered” Betas wurde auf die “unlevered” Betas verglichen.

<sup>2</sup> Quelle: Schweizerische Nationalbank

<sup>3</sup> Quelle: Pictet & Cie.: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2007), Januar 2008.

<sup>4</sup> Quelle: Ibbotson Associates, 2007 Yearbook.

<sup>5</sup>  $\text{Unlevered Beta} = \text{Levered Beta} / (1 + (\text{Fremdkapital} / \text{Eigenkapital}))$ . Dabei entspricht das Fremdkapital dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich der nicht operativen flüssigen Mittel (Annahme: operative flüssige Mittel = 0.53% des Umsatzes). Quelle der Betas der Vergleichsunternehmen: Bloomberg, 08.04.2008. Quelle Industrie-Betas: Damodaran Homepage, 08.04.2008

barer kotierter Unternehmen sowie auf Industrie-Betas zurückgegriffen.<sup>5</sup> Das verwendete "unlevered" Beta in der Höhe von 0.65 basiert dabei auf dem Medianwert der vergleichbaren Unternehmen. Details zu den Betas der Vergleichsunternehmen sind im Anhang 1 dargestellt.

### Finanzierungsverhältnis

Basierend auf dem durchschnittlichen Finanzierungsverhältnis vergleichbarer kotierter Unternehmen sowie dem Industriewert in der Getränkeindustrie gemäss Damodaran, wurde eine langfristige Zielkapitalstruktur zu Marktwerten mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 10.3% angenommen. Details zu den Finanzierungsverhältnissen der Vergleichsunternehmen sind ebenfalls im Anhang 1 dargestellt.

### Fremdkapitalkosten

Gemäss Angaben des Managements von EH belaufen sich die Fremdkapitalkosten der EGH im Durchschnitt auf 3.75%. Diese setzen sich aus den Kosten für kurzfristige Vorschüsse (1-5 Monate) von 3.1% bis 3.3% sowie den Kosten für langfristige Vorschüsse von 3.61% (Dezember 2009) bis 3.86% (Oktober 2012) zusammen. Es wird davon ausgegangen, dass sich die aktuelle Finanzierungsstruktur der EGH nicht wesentlich verändert.

### Steuersatz

Basierend auf Gesprächen mit dem Management von EH sowie den Angaben des Steueramtes des Kantons Luzern wurde der Berechnung des WACC ein mittelfristig zu erwartender effektiver durchschnittlicher Steuersatz von 18.89% zugrunde gelegt.

Für die Plausibilisierung des DCF-Wertes hat PwC Sensitivitätsrechnungen mittels Variation der Parameter Kapitalkosten, EBITDA-Marge und nachhaltiger Wachstumsrate im Endwert durchgeführt. Im Folgenden sind die wichtigsten Erkenntnisse illustriert.

### Sensitivitätsanalyse

Veränderung des Kapitalkostensatzes	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Veränderung des EV	14.04%	6.53%	0.00%	-5.72%	-10.78%
Veränderung der EBITDA-Marge im Endwert	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Veränderung des EV	-9.46%	-4.73%	0.00%	4.73%	9.46%
Veränderung der nachhaltigen Wachstumsrate im Endwert	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Veränderung des EV	-9.39%	-4.98%	0.00%	5.69%	12.23%

An dieser Stelle sei noch erwähnt, dass PwC die wichtigsten operativen Werttreiber (Umsatzwachstum, EBITDA-Marge, Investitionshöhe, Veränderungen Net Working Capital) mit den Daten der Vergleichsunternehmen verglichen hat und diese auf Basis dieses Vergleichs als plausibel einstufen konnte.

Basierend auf der DCF-Bewertung sowie den durchgeführten Sensitivitätsanalysen ergibt sich für den EV der EGH eine Wertbandbreite von CHF 190 Mio. bis CHF 210 Mio.

Neben der oben aufgeführten Bewertung des so genannten Management-Cases wurde von PwC ein zusätzlicher Growth-Case betrachtet. Hierbei wurde die Planperiode um zwei weitere Jahre ergänzt und weitere Investitionen in eine Abfüllanlage von total CHF 15 Mio. (gleichmässig über die Jahre 2009 bis 2011 verteilt) berücksichtigt, welche ein insgesamt grösseres Absatzvolumen und damit auch ein gesteigertes Umsatzwachstum ermöglichen

dürften (durchschnittliches Umsatzwachstum 2008 bis 2012 von 5.3% p.a. im Vergleich zu 3.9% 2008 bis 2010 im Management-Case). Die durchschnittliche EBITDA-Marge während des Planungszeitraums 2008 bis 2012 wurde konstant auf 13% festgesetzt. Ansonsten wurden für die Bewertung dieselben Parameter und ähnliche Sensitivitätsanalysen wie beim Management-Case berücksichtigt.

Auch in diesem Fall wurden für die Plausibilisierung des DCF-Wertes Sensitivitätsrechnungen mittels Variation der Parameter Kapitalkosten, EBITDA-Marge und nachhaltiger Wachstumsrate im Endwert durchgeführt. Nachfolgend sind die wichtigsten Erkenntnisse illustriert.

#### Sensitivitätsanalyse

Veränderung des Kapitalkostensatzes	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Veränderung des EV	15.51%	7.21%	0.00%	-6.31%	-11.87%
Veränderung der EBITDA-Marge im Endwert	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Veränderung des EV	-8.03%	-4.01%	0.00%	4.01%	8.03%
Veränderung der nachhaltigen Wachstumsrate im Endwert	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Veränderung des EV	-8.93%	-4.74%	0.00%	5.41%	11.63%

Im Rahmen dieser Bewertung ergibt sich für den EV der EGH eine Wertbandbreite von CHF 220 Mio. bis CHF 240 Mio.

### 3.2 Marktbewertung

Bei der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen wurde der über den Börsenkurs hergeleitete Marktwert des kotierten Unternehmens zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen ins Verhältnis gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren wurden dann auf die Finanzkennzahlen des zu bewertenden Unternehmens bzw. Geschäftsbereichs angewendet, um den hypothetischen Marktwert zu erhalten.

Als Vergleichsunternehmen wurden an europäischen und amerikanischen Börsen kotierte Firmen herangezogen, welche mit der EGH vergleichbar sind. Als Kriterien der Vergleichbarkeit dienten in erster Linie die Branchenzugehörigkeit, die geographische Ausprägung der Geschäftstätigkeit (vorwiegend Europa) sowie die Aktivitäten entlang der Wertschöpfungskette.

Für die Marktbewertung der EGH wurden die aktuellen Unternehmenswerte (Marktkapitalisierungen per 08.04.2008 plus Net Debt) der vergleichbaren kotierten Unternehmen ins Verhältnis zu deren EBITDA und EBIT gesetzt. Dies jeweils für die Jahre 2007, 2008 sowie 2009. Dabei wurde für die Jahre 2008 und 2009 von den durchschnittlichen Analystenschätzungen ausgegangen. Von den daraus resultierenden Multiplikatoren für jedes Vergleichsunternehmen wurden der Median sowie der arithmetische Mittelwert gebildet, und diese dann mit den aktuellen, respektive den erwarteten Kennzahlen EBITDA und EBIT der EGH multipliziert. Dabei wurden für die Jahre 2008 und 2009 die mit dem Management von EH diskutierten Business Plan-Zahlen herangezogen. Der Sales-Multiple wurde bei der hier durchgeführten Marktbewertung nicht berücksichtigt, da die Margen der EGH nicht mit denjenigen der Vergleichsunternehmen vergleichbar waren und eine derartige Bewertung somit zu unrealistischen Werten geführt hätte.

Die hergeleiteten Multiplikatoren der vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen finden sich in Anhang 2.

Basierend auf der Bewertung anhand der Multiplikatoren der kotierten Vergleichsunternehmen lässt sich für den EV der EGH eine Wertbandbreite von CHF 170 Mio. bis CHF 210 Mio. ableiten.

In Ergänzung zur Analyse der Börsenbewertung wurde eine Recherche zur Identifikation von Transaktionen von Vergleichsunternehmen durchgeführt, welche in den letzten drei Jahren stattgefunden haben. Analog dem oben beschriebenen Vorgehen wurden die gleichen Multiplikatoren abgeleitet und die impliziten Transaktionswerte von der EGH zur Plausibilisierung der DCF-Wertbandbreite herangezogen. Im Unterschied zu den Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen können Transaktions-Multiplikatoren durch bezahlte Prämien für die Übernahme einer Kontrollmehrheit nach oben verzerrt sein. An dieser Stelle gilt es zu erwähnen, dass in diesem Fall die Aussagekraft der verfügbaren Transaktionen und der damit verbundenen Multiplikatoren eingeschränkt ist, da die übernommenen Unternehmen teilweise als Premium Brands gelten oder in Regionen tätig sind, in welchen sich die Wachstumsraten deutlich von denjenigen der Schweiz unterscheiden.

Die hergeleiteten Multiplikatoren der Transaktionen von Vergleichsunternehmen sind in Anhang 3 dargestellt.

Basierend auf der Bewertung anhand der vergleichbaren Transaktionen ergibt sich für den EV der EGH eine Wertbandbreite von CHF 240 Mio. bis CHF 300 Mio.

Zusammenfassend kann aus diesen beiden Marktbewertungs-Ansätzen für den EV der EGH eine Wertbandbreite von CHF Mio. 170 bis CHF Mio. 300 abgeleitet werden. Damit liegen die mittels DCF-Analysen ermittelten Wertbandbreiten für den EV der EGH von CHF 190 Mio. bis CHF 210 Mio. (Management-Case) resp. CHF 220 Mio. bis CHF 240 Mio. (Growth-Case) innerhalb der Bandbreite, welche mittels den Marktbewertungs-Ansätzen hergeleitet wurde.

#### 4 Schlussfolgerung

Basierend auf den in dieser Fairness Opinion dargestellten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen ergibt sich für den EV der EGH auf einer „Stand-alone“ Betrachtungsbasis eine Bandbreite von **CHF 190 Mio. bis CHF 210 Mio.** Nach Abzug der Schulden der EGH in der Höhe von CHF 11.5 Mio. beläuft sich die Bandbreite für den Equity Value der EGH auf einer „Stand-alone“ Basis somit auf **CHF 178.5 Mio. bis CHF 198.5 Mio.** Bei einer Anzahl von insgesamt 168'044 Namenaktien der EGH entspricht dies einem Wert pro Namenaktie von **CHF 1'062.20 bis CHF 1'181.25.**

Gestützt darauf beurteilen wir den im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots von der Heineken Switzerland AG offerierten Preis pro Namenaktie der zu gründenden EGH von **CHF 1'657.30** netto aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Freundliche Grüsse

PricewaterhouseCoopers AG



Markus Bucher



Martin Schilling

## 5 Anhang

### Anhang 1: Beta- und Finanzierungsanalyse

Vergleichbare Unternehmen			Marktdaten			Kapitalstruktur		Beta	
Unternehmen	Währung	EK (1)	Fin. FK (2)	Lokalwährung in Mio. Überschuss FlüMi (3)	Netto Fin. FK	Netto Fin. FK/ EK	Netto Fin. FK/ Gesamtkap.	Levered Adjustierte Betas (4) 3 Jahre	Unlevered Adjustierte Betas (4) 3 Jahre
Actris AG (5)	EUR	165	8	29	-21	-12%	-14%	0.37	0.42
Duvel Moortgat	EUR	232	16	25	-9	-4%	-4%	0.57	0.59
Heineken NV	EUR	18840	2676	758	1918	10%	9%	0.71	0.65
Inbev SA	EUR	35629	6703	1433	5270	15%	13%	0.95	0.82
Federico Paternina SA (5)	EUR	46	5	0	5	11%	10%	0.51	0.46
Park & Bellheimer AG	EUR	8	3	5	-2	-23%	-30%	0.45	0.59
Young & Company Brewery PLC (5)	GBp	231	102	0	102	44%	31%	0.38	0.26
Harboes Bryggeri A/S	DKK	810	73	20	53	7%	6%	0.72	0.68
Carlsberg AS-B	DKK	48192	23254	2067	21187	44%	31%	0.80	0.56
Sabmiller PLC	GBp	16789	7231	416	6815	41%	29%	1.12	0.79
Mittelwert						10%	5%	0.76	0.67
Median						8%	8%	0.72	0.65
Industrie Beta (6)									0.81
Gewähltes Beta									0.65

(1) Marktkapitalisierung, Bloomberg, 08.04.2008

(2) Finanzielles Fremdkapital = Verzinsliches FK plus Leasing plus andere Ausserbilanzverbindlichkeiten

(3) Nicht-operative Flüssige Mittel

(4) Quelle: Bloomberg, 08.04.2008

(5) Nicht berücksichtigt, da Betas aufgrund eingeschränkter Titelliquidität im Vergleich zu Industriewerten zu tief sind

(6) Quelle: Damodaran Homepage, 08.04.2008



**Anhang 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen**

Unternehmen		Währung	Fremd- kapital	Cash	Netto FK	Firm Value (FV)	FV/Sales			FV/EBITDA			FV/EBIT		
(Alle Beträge in LW Mio.)							2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
1	Actris AG	EUR	8	29	-21	147	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2	Duvel Moortgat	EUR	16	25	-9	223	2.6x	2.4x	2.2x	8.2x	7.7x	7.2x	12.3x	11.8x	10.7x
3	Heineken NV	EUR	2'676	820	1'856	21'238	1.7x	1.5x	1.3x	8.3x	7.1x	6.4x	12.2x	10.2x	9.0x
4	Inbev SA	EUR	6'703	1'503	5'200	42'114	2.9x	2.7x	2.6x	8.6x	7.8x	7.3x	11.1x	9.9x	9.2x
5	Federico Paternina SA	EUR	5	0	5	51	2.2x	2.0x	1.9x	n/a	-146.4x	35.8x	n/a	-30.5x	448.2x
6	Park & Bellheimer AG	EUR	3	5	-2	6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
7	Young & Company Brewery	GBp	102	1	101	332	2.6x	2.6x	2.5x	14.7x	11.8x	11.3x	20.4x	15.8x	15.0x
8	Harboes Bryggeri A/S	DKK	73	27	46	857	0.6x	0.6x	0.6x	4.3x	5.6x	5.3x	8.9x	19.3x	14.4x
9	Carlsberg AS-B	DKK	23'254	2'283	20'971	70'486	1.6x	1.4x	1.2x	8.8x	6.9x	6.1x	14.2x	10.4x	8.6x
10	Sabmiller PLC	GBp	7'231	481	6'750	24'134	1.4x	1.3x	1.2x	6.0x	5.3x	4.8x	7.6x	6.5x	5.9x
Durchschnitt							2.0x	1.8x	1.7x	8.4x	7.5x	6.9x	12.4x	12.0x	10.4x
Median							1.9x	1.8x	1.6x	8.3x	7.1x	6.4x	12.2x	10.4x	9.2x

..... In Berechnungen nicht berücksichtigt

Quellen: Bloomberg 08.04.2008, Geschäftsberichte, Analysten Reports etc.

**Anhang 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen**

Ankündigungs-Datum	Abschluss-Datum	"Target-" Unternehmen	"Target-" Nation	"Bidder-" Unternehmen	Währung	Unternehmenswert (Mio.)	EV/Rev	EV/EBITDA	EV/EBIT
19.11.2007	05.02.2008	Royal Grolsch N.V	Netherlands	SABMiller PLC	EUR	878	2.8	15.0	34.2
03.08.2007	09.01.2008	Browar Belgia Sp. z o. o	Poland	Kompania Piwowarska SA	EUR	65	1.1	n/a	n/a
14.11.2007	13.11.2007	New Century Inns Ltd	United Kingdom	Greene King plc	EUR	46	n/a	10.9	n/a
01.02.2007	29.03.2007	Lakeport Brewing Income Fund	Canada	Labatt Brewing Company Ltd	EUR	137	1.3	11.8	14.3
01.11.2006	01.11.2006	Grupo Alhambra	Spain	Grupo Mahou-San Miguel	EUR	200	2.6	n/a	n/a
08.11.2005	30.09.2006	George Gale and Company Limited	United Kingdom	Fuller Smith & Turner PLC	EUR	142	2.5	15.2	19.6
15.06.2006	05.09.2006	Hardys & Hansons plc	United Kingdom	Greene King plc	EUR	398	3.3	15.5	18.9
13.04.2006	09.08.2006	Quilmes Industrial SA (Quinsa) (34.46% stake)	Argentina,Luxembourg	InBev SA	EUR	3'031	3.8	9.4	12.8
16.03.2006	06.04.2006	Union de Cervecerias Peruanas B. (85.52% stake)	Peru	Racetrack Peru LLC	EUR	2'258	1.4	n/a	n/a
19.07.2005	06.12.2005	Grupo Empresarial Bavaria	Colombia	SABMiller PLC	EUR	6'392	4.6	11.3	14.1
22.08.2005	30.09.2005	The Belhaven Group plc	United Kingdom	Greene King PLC	EUR	378	2.2	11.0	12.5
17.08.2005	30.09.2005	Ivan Taranov Breweries (ITB)	Russia	Heineken NV	EUR	456	n/a	18.7	n/a
02.09.2005	02.09.2005	K.K. Brewery (30.00% stake)	China	InBev SA	EUR	49	n/a	4.1	n/a
06.07.2005	01.08.2005	Stepan Razin Brewery	Russia	Heineken NV	EUR	101	1.7	n/a	n/a
21.03.2005	14.06.2005	Shaw Wallace & Company (55.00% stake)	India	McDowell & Company Ltd	EUR	226	1.3	24.9	35.7
27.04.2005	20.05.2005	Jennings Brothers plc	United Kingdom	Marston's PLC	EUR	98	3.7	12.7	15.0
04.04.2005	30.04.2005	Perla-Browary Lubelskie SA (48.00% stake)	Poland	Royal Unibrew A/S	EUR	30	1.0	n/a	n/a
03.12.2004	06.01.2005	Burtonwood Brewery Plc	United Kingdom	Marston's Plc	EUR	225	2.8	9.5	12.6
28.10.2004	08.11.2004	Hunan Debier Brewery Company (45.00% stake)	China	InBev SA	EUR	32	n/a	7.7	n/a
28.12.2007	Pendent	Quilmes Industrial SA (8.82% stake)	Argentina,Luxembourg	Cia. de Bebidas das Americas	EUR	2'969	3.4	8.8	11.3
20.11.2007	Pendent	Elidis Boissons Services S.A.	France	Centrale Europeenne de distr.	EUR	118	0.2	n/a	n/a
21.11.2006	Pendent	W.H. Brakspear & Sons plc (70.10% stake)	United Kingdom	J.T.D. Investments Limited	EUR	153	8.9	20.2	21.5
09.11.2006	Pendent	Quilmes Industrial SA (Quinsa) (8.82% stake)	Argentina,Luxembourg	Beverage Associates Holding	EUR	3'054	3.1	7.9	10.0
25.10.2005	Pendent	Union de Cervecerias Peruanas B. (3.00% stake)	Peru	Racetrack Peru LLC	EUR	2'276	9.6	n/a	30.1
03.06.2005	Pendent	Jinro Co., Ltd.	South Korea	Hite Brewery Co Ltd. usw.	EUR	2'743	5.6	n/a	20.0
Durchschnitt							<b>3.2</b>	<b>12.6</b>	<b>18.8</b>
Median							<b>2.8</b>	<b>11.3</b>	<b>15.0</b>

Quellen: Mergermarket, 08.04.2008, Bloomberg