

Gutachten

zur Beurteilung der finanziellen **Angemessenheit des Austauschverhältnisses** beim beabsichtigten Zusammenschluss der **Hiestand Holding AG** und der **IAWS Group plc**



SARASIN

Bank Sarasin & Cie AG
Corporate Finance
Löwenstrasse 11
8022 Zürich

Zürich, 9. Juni 2008

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	3
1.1. Ausgangslage	3
1.2. Auftrag des Verwaltungsrates der Hiestand Holding AG an die Bank Sarasin & Cie AG	5
2. Beurteilungsgrundlagen	6
3. Hiestand im Überblick	7
3.1. Die Hiestand Gruppe	7
3.2. Geschäftsbereiche und Marktüberblick	8
4. IAWS im Überblick	10
4.1. Die IAWS Gruppe.....	10
4.2. Geschäftsbereiche und Marktüberblick	11
5. Bewertungsanalysen.....	16
5.1. Bewertungsumfang	16
5.2. Verwendete Planrechnungen	17
5.3. Verwendete Analysemethoden.....	20
5.4. Discounted Cash Flow Methode.....	20
5.5. Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Compco).....	24
5.6. Marktkapitalisierung	28
5.7. Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses.....	30
6. Ergebnis des Gutachtens.....	31
7. Anhang.....	32
Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen	32
Beilage 2: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften	34
Beilage 3: Abkürzungsverzeichnis / Glossar.....	36



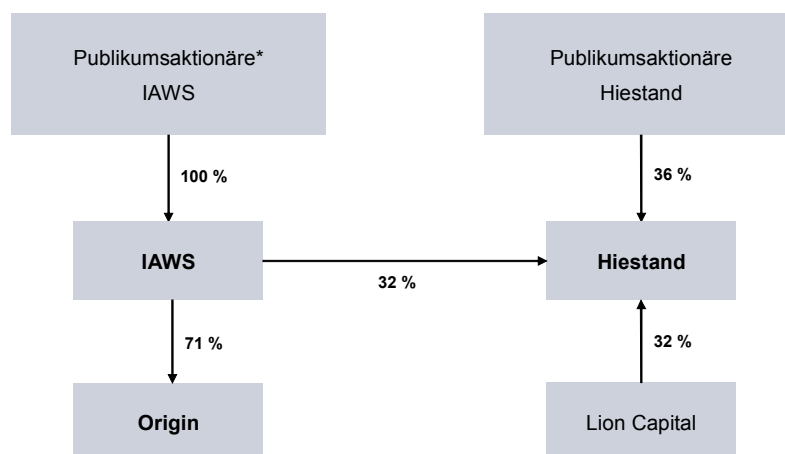
1. Einleitung

1.1. Ausgangslage

Die Hiestand Holding AG, Zürich („Hiestand“) ist ein an der SWX Swiss Exchange kotiertes Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung per 30. Mai 2008 von rund CHF 945 Mio. Hiestand ist in der Backwarenindustrie tätig und hat sich auf die Produktion und den Vertrieb von Tiefkühlbackwaren spezialisiert. Die Gesellschaft beliefert mit ihren Produkten insbesondere Convenience Stores (z.B. Tankstellen), Bäckereien, Lebensmittelhandel und den sogenannten Foodservice (Hotels, Restaurants, Coffee Shops, Take away).

IAWS Group plc, Dublin („IAWS“) ist an den Börsen in Dublin und London kotiert. Das Unternehmen ist wie Hiestand im Backwaren- und Convenience Food-Bereich tätig und vertreibt ihre Waren in Kanada, den USA, Irland, Grossbritannien und Frankreich. IAWS hält zudem eine Beteiligung von 71.4% an Origin Enterprises plc („Origin“). Origin ist an den Börsen in Dublin und London kotiert und ist in den Bereichen Agri-Nutrition und Ambient Food tätig.

Die heutigen Beteiligungsverhältnisse von IAWS und Hiestand präsentieren sich wie folgt:



* Grösster Einzelaktionär von IAWS ist gemäss Bloomberg Fidelity Management & Research mit einem Anteil von 12.4%. Kunden der Bank of Ireland halten rund 24.3%.

Am 8. Juni 2008 haben Hiestand und IAWS eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen, welche das Zusammenführen der industriellen Tätigkeiten der Gesellschaften unter dem Dach einer neuen Gesellschaft mit dem Namen Aryzta AG („Aryzta“) vorsieht.

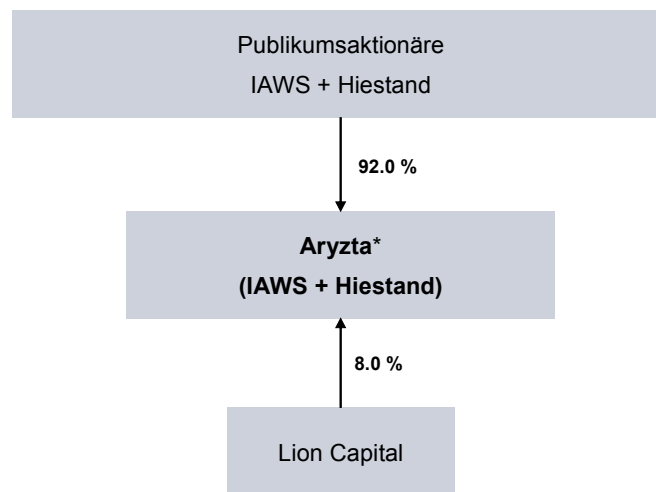
Die geplante Transaktion besteht im Wesentlichen aus den folgenden drei Komponenten:

1. Lion Capital (Guernsey) II Limited („Lion“) tauscht seine Hiestand Aktien in IAWS Aktien. Damit erhöht IAWS seine Beteiligung an Hiestand auf rund 64%. Für ihre Hiestand Aktien erhält Lion 12.7 Mio. IAWS Aktien zuzüglich einer Barkomponente von EUR 30 Mio.
2. Die IAWS Aktionäre tauschen ihre IAWS Aktien gegen Aryzta Aktien. Das vereinbarte Austauschverhältnis beträgt 0.5 Aryzta Aktien für 1 IAWS Aktie (0.5:1).

3. Die Hiestand Aktionäre beschliessen die Fusion mit Aryzta und erhalten neu Aryzta Aktien. Das vereinbarte Austauschverhältnis beträgt 36 Aryzta Aktien für eine Hiestand Aktie (36:1).

Aufgrund der unter 2. und 3. erwähnten Austauschverhältnisse von Aryzta mit IAWS (0.5:1) und Aryzta mit Hiestand (36:1) ergibt sich ein direktes Austauschverhältnis zwischen Hiestand und IAWS von 72:1. Die Ausführungen in dieser Bewertung beziehen sich auf das direkte Austauschverhältnis zwischen Hiestand und IAWS (also 72:1).

Nach Abschluss der Transaktion werden sich die Beteiligungsverhältnisse voraussichtlich wie folgt präsentieren:



Der Anteil der heutigen Publikumsaktionäre von Hiestand wird nach erfolgter Transaktion 8.7% betragen. Lion wird voraussichtlich 8.0% der Aryzta Aktien halten.

1.2. Auftrag des Verwaltungsrates der Hiestand Holding AG an die Bank Sarasin & Cie AG

Der Verwaltungsrat der Hiestand hat die Bank Sarasin & Cie AG, Zürich („Sarasin“) am 16. Mai 2008 mit der Erstellung eines Gutachtens zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des vorgeschlagenen Austauschverhältnisses im Rahmen des Zusammenschlusses von Hiestand und IAWS beauftragt. Das Gutachten ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat der Hiestand bestimmt und stellt keine Empfehlung zu Handen der Publikumsaktionäre der Hiestand dar, der Fusion mit Aryzta zuzustimmen bzw. sie abzulehnen.

Das Gutachten von Sarasin richtet sich zudem nicht an Aryzta, die IAWS bzw. an deren Aktionäre und ist nicht zur Beurteilung der Transaktion aus Sicht der Aryzta, der IAWS bzw. deren Aktionäre bestimmt.

Sarasin erhält keine Entschädigung, die von Aussagen dieses Gutachtens oder vom Erfolg der Transaktion bzw. des bezahlten Preises abhängt. Sarasin ist somit unabhängig in ihrem Urteil.

Das Gutachten von Sarasin stützt sich auf die Beurteilung von Informationen, deren Genauigkeit und Vollständigkeit Sarasin annimmt und auf die sich Sarasin verlässt, ohne diese Informationen von einem Dritten bestätigen oder prüfen zu lassen. Bezüglich der gemachten Angaben, Informationen und Daten, die Sarasin zur Verfügung gestellt wurden, nimmt Sarasin an, dass diese ordnungsgemäss erstellt worden sind. Wie in Kapitel 5.2 unter Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen näher erläutert, wurden die wichtigsten Einflussfaktoren zur Bestimmung des Unternehmenswertes („Value Driver“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz durch Sarasin geprüft.

Das Gutachten darf mit Ausnahme der zu erfolgenden Veröffentlichung im Zusammenhang mit der vorgeschlagenen Fusion zwischen Aryzta und Hiestand ohne die Erlaubnis von Sarasin für keinen anderen Zweck verwendet werden.

2. Beurteilungsgrundlagen

Sarasin hat für ihre Beurteilung die folgenden Grundlagen verwendet:

- Entwurf vom 4. Juni 2008 der Transaktionsvereinbarung (Business Combination Agreement) zwischen IAWS, Lion und Hiestand
- Eingabe der Rechtsberater von IAWS an die UEK vom 18. Mai 2008
- Öffentlich zugängliche Informationen über Hiestand, IAWS und Origin, welche unseres Erachtens für die Bewertung bzw. für die Beurteilung der Angemessenheit des Austauschverhältnisses relevant sind. Dazu gehören vor allem die revidierten Geschäftsberichte (2004 - 2007) sowie die Halbjahresberichte per 31. Januar 2008 von IAWS und Origin (nicht revidiert)
- Kotierungsprospekt von Origin vom Juni 2007
- Businesspläne von Hiestand, IAWS und Origin 2008 – 2010 inklusive Vorschau 2008
- Besprechungen mit den CFO von Hiestand und von IAWS insbesondere bezüglich Finanz- und Ertragslage, Geschäftsaussichten, Werttreibern und Annahmen des Businessplans, Markt- und Wettbewerbsumfeld (inkl. Besprechungsprotokoll)
- Durchsicht der Verwaltungsratsprotokolle von IAWS seit 1. September 2007
- Kapitalmarkt und Finanzdaten ausgewählter kotierter Unternehmen (Peer-Gruppe)
- Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung bewertungsrelevanter Parameter
- Entwurf des Disclosure Letters (Offenlegungsbrief) von IAWS
- Protokolle der Interviews mit den Verwaltungsratspräsidenten von Hiestand und IAWS
- Protokolle der CEO Interviews mit Hiestand und IAWS

Die Beurteilung von Sarasin basiert auf aktuellen markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Bedingungen und berücksichtigt die Kapitalmarktverhältnisse sowie weitere Fakten, welche zum Zeitpunkt der Beurteilung bestanden haben oder erwartet wurden und ausgewertet werden konnten.

Sarasin führte keine Besichtigung der Produktionsanlagen und Einrichtungen der Hiestand, IAWS oder Origin durch. Sarasin hat auch keine Schätzungen oder Bewertungen der Aktiven und Passiven für eine der Gesellschaften vorgenommen oder erstellen lassen.

Bei der Erstellung des Gutachtens hat Sarasin die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen zu Hiestand, IAWS oder Origin vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne die Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.

Im Weiteren hat sich Sarasin auf Zusicherungen des Managements der Hiestand, IAWS und Origin gestützt, dass diese sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst sind, wonach die verwendeten Informationen ungenau, irreführend oder unvollständig wären.

3. Hiestand im Überblick

3.1. Die Hiestand Gruppe

Gruppenstruktur

Die Hiestand Gruppe ist ein international tätiges Dienstleistungsunternehmen im Bereich Convenience-Tiefkühl-Backwaren mit Ländergesellschaften in der Schweiz, in Deutschland, Österreich, Polen, Malaysia, Japan und in der Türkei. Gesamthaft waren per 31. Dezember 2007 3'197 Mitarbeiter für Hiestand tätig. Die innovativen Backwaren (Gipfel, Brot, Brötchen, Plunder, Snacks, Laugengebäck), das breite Sortiment sowie die umfassenden Dienstleistungen zur aktiven Verkaufsförderung für B2B-Kunden sind das Kerngeschäft der Hiestand Gruppe. Durch ein breit aufgestelltes Logistik- und Distributionsnetz wird sichergestellt, dass Produkte zeitgerecht und frisch bei den Kunden eintreffen und verkauft werden können.

2007 erzielte die Gruppe einen Umsatz von CHF 742.1 Mio. (CHF 517.7 Mio. im 2006), ein EBIT von CHF 67.3 Mio. (CHF 52.3 Mio. im 2006) und einen Reingewinn von CHF 48.3 Mio. (CHF 36.8 Mio. im 2006).

Zur Hiestand Holding AG gehören die in untenstehender Tabelle aufgeführten wesentlichen Gesellschaften.

Gesellschaft	Zweck	Beteiligung
Hiestand Holding AG, Lupfig (CH)	Holding	
Hiestand International AG, Schlieren (CH)	Sonstige	100.0%
Hiestand Schweiz AG, Schlieren (CH)	Produktion- / Vertrieb	100.0%
TK-Center Birrfeld AG, Lupfig (CHF)	Vertrieb	100.0%
HiCoPain AG, Dagmersellen (CH)	Produktion	60.0%
Hiestand Beteiligungsholding GmbH, Gerolzhofen (DE)	Sonstige	100.0%
Hiestand Deutschland GmbH, Gerolzhofen (DE)	Produktion- / Vertrieb	100.0%
Hiestand & Suhr Handels- und Logistik GmbH, Vogtsburg-Acjkarren (DE)	Vertrieb	100.0%
Fricopan Back GmbH, Berlin (DE)	Produktion- / Vertrieb	100.0%
Fricopan Back GmbH, Immekath, Immekath (DE)	Produktion- / Vertrieb	100.0%
Hiestand Japan Co. Ltd, Tokio (JP)	Vertrieb	100.0%
Hiestand Austria GmbH, Wiener Neudorf (AT)	Produktion- / Vertrieb	100.0%
Hiestaand Polska SP. Z.O.O., Grodzisk Mazowiecki (PL)	Produktion- / Vertrieb	100.0%
Hiestand Malaysia Sdn Bhd, Bandur Baru Bangi (MY)	Produktion- / Vertrieb	100.0%
La Nouvelle Boulangerie Backwaren und -technik Vetriebs GmbH, Berlin (DE)	Vertrieb	25.0%
Hiestand Istanbul Dondurulmus Gida Tic. Ltd Sti., Istanbul (TR)	Vertrieb	100.0%
Hiesand Services AG, Lupfig (CH)	Sonstige	100.0%

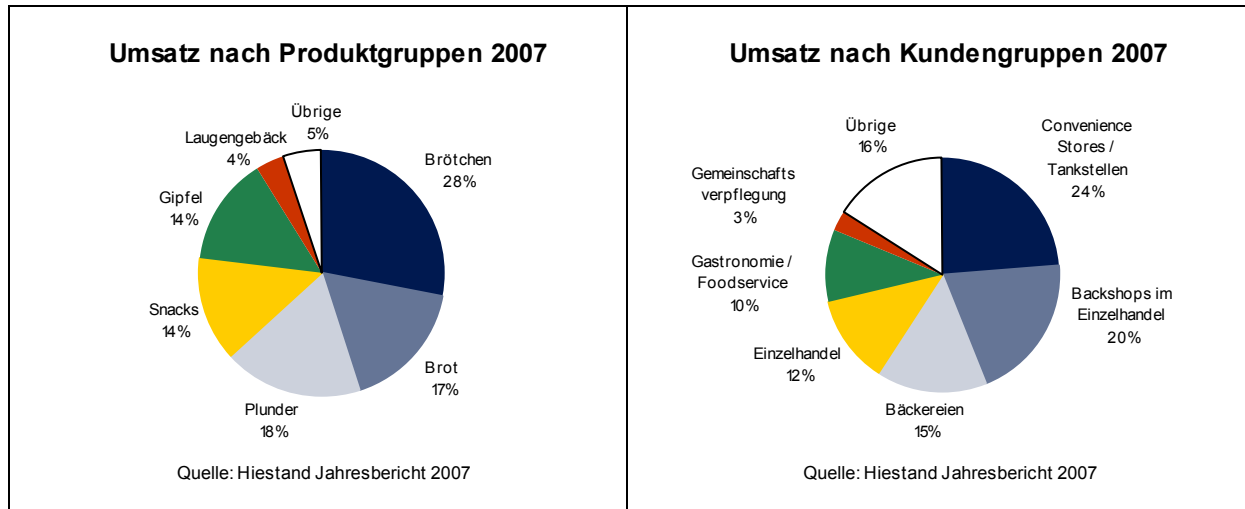
Quelle: Hiestand Jahresbericht 2007, Hiestand

Umsatzverteilung

Die von Hiestand erwirtschafteten Umsätze im Jahr 2007 stammen zu 45% aus Brot und Brötchen Produkten, zu 50% aus Plunder, Snacks, Gipfel und Laugengebäck. Die restlichen 5% („Übrige“) setzen sich hauptsächlich aus diversen Produkten und Handelswaren zusammen, welche nicht zum Kerngeschäft gehören. Mit ca. 24% Umsatzanteil zählen die Conve-

nience Stores und die Tankstellen und mit weiteren 20% die Backshops im Einzelhandel zu den wichtigsten Kundengruppen.

Die sieben Länder mit eigenen Standorten werden direkt durch lokale Vertriebsgesellschaften von Hiestand beliefert. Zusätzlich werden in weiteren 42 Exportmärkten ausgewählte Hiestand-Kunden bedient.



3.2. Geschäftsbereiche und Marktüberblick

Marktüberblick

Die internationalen Märkte im Tiefkühl-Backwaren-Bereich sind trotz erster Konsolidierungserscheinungen immer noch stark fragmentiert. In allen Märkten Europas besteht ein hohes Wachstumspotential durch Erschliessung neuer Absatzgebiete oder durch aktive Konsolidierung der bestehenden Märkte. Voraussetzung für einen erfolgreichen Wettbewerber ist ein Geschäftsmodell, welches akquisitorisches wie auch organisches Wachstum parallel vorantreiben kann.

Die Veränderung des Konsumverhaltens durch die Nachfrage nach offenfrischen, innovativen Produkten eröffnet neues Absatzpotential für Wettbewerber, welche über moderne Produktions- und Vertriebsstrukturen verfügen. Eine erstklassige Logistik und Organisation ist nötig, um den Kunden zeitgerecht frische und qualitativ hochstehende Produkte zu liefern. Als wichtigste Absatzmärkte gelten Nordamerika und Westeuropa, welche zusammen rund 63% der globalen Gebäckverkäufe generieren.

Zum Europäischen Gebäckmarkt, in welchem rund 38.7 Mio. Tonnen Gebäck pro Jahr produziert werden, steuern Deutschland (24%), Italien (19%), Frankreich (15%) und Spanien (10%) den grössten Teil bei. Beim Wachstum hingegen liegen Norwegen (12%), die Schweiz (9%), Österreich (8%) und Holland (7%) an der Spitze. Gemäss einer Studie von Gira¹ wird der Markt für Convenience Backwaren im EU-Raum zwischen 2006 und 2011 mit durchschnittlich 5.7% wachsen.

Global betrachtet zeichnet sich der asiatische Markt, und vor allem der japanische Markt, durch das weltweit höchste Marktwachstum aus. Ein weiterer Markt mit grossem Wachs-

¹ www.girafood.com

tumspotential ist Australien. Die Australier, mit vielfach europäischen Wurzeln, sind vertraut mit Backwaren und weisen einen Pro-Kopf-Backwarenkonsum auf, der europäischen Verhältnissen entspricht.

Konsumentenseitig lassen sich derzeit im Wesentlichen drei nachhaltige Trends eruieren:

- Tendenz zu einem vermehrten Einsatz von Convenience-Produkten: die Gründe dafür dürften insbesondere in der kleineren Haushaltsgrösse, der generell höheren Arbeitszeit und dem höheren Anteil an im Erwerbssektor tätigen Frauen liegen.
- Vergnügen: Die Produkte müssen Spass machen, gut schmecken und den Konsumenten zugleich unterhalten. Vergnügen kann durch Innovationen, durch Spassprodukte, resp. durch Genuss- oder Premiumprodukte generiert werden.
- Gesundheit: Faktoren wie Gesundheit, Natürlichkeit und Frische der Produkte beeinflussen den Kaufentscheid der Konsumenten immer stärker.

Eine aktuelle Herausforderung für alle Wettbewerber sind die steigenden Rohstoffpreise, welche nur mit einer Verzögerung an die Endkonsumenten weitergegeben werden können und folglich die Margen schmälern können.

Produkt Portfolio und Dienstleistungsangebot

Das Produkt Portfolio von Hiestand umfasst Gipfel, Brot, Brötchen, Plunder, Snacks und Laugengebäck. Die am stärksten wachsende Produktgruppe war die der Brötchen und Snacks, dies vor allem dank der erstmaligen 12-monatigen Konsolidierung von Fricopan in Deutschland. Ebenfalls ein starkes Wachstum weist die Produktgruppe Gipfel auf, wo die Lancierung von neuen Kreationen wesentlicher Umsatztreiber war.

Mit der „Bake Off Academy“ bietet Hiestand seinen Kunden die Möglichkeit, Schulungen für die Handhabung mit den Aufbackgeräten zu absolvieren, welche von Hiestand an den Verkaufs-Standorten installiert werden. Diese Dienstleistung von Hiestand trägt massgebend zur hohen Qualität und Frische der am Verkaufspunkt fertig gebackenen Produkte bei und ermöglicht die Wissensvermittlung an die Verkäufer.

Marktanteil Hiestand

Der Marktanteil von Hiestand ist im eigentlichen Heimmarkt Schweiz hoch, gerade auch wenn die oben angesprochene starke Fragmentierung des Tiefkühl-Backwaren-Bereichs berücksichtigt wird. Im deutschen Markt, der für europäische Verhältnisse durch einen starken Preiswettbewerb gekennzeichnet ist, konnte Hiestand ebenfalls Fuss fassen. Nach der Akquisition der Fricopan Gruppe wurde der deutsche Markt bezogen auf den Umsatz zum wichtigsten Markt von Hiestand. Die traditionellen Kundengruppen Convenience Stores und Tankstellen sowie der Foodservice (Hotel, Restaurant, Coffee shops, Take away) trugen im Wesentlichen zum organischen Wachstum der Hiestand Gruppe bei.

Strategischer Fokus

Das Business Modell von Hiestand beruht auf einer Kontrolle der gesamten Wertschöpfungskette von der Beschaffung der Rohstoffe und Herstellung der Backwaren bis zur Distribution an den Kunden (Bäckereien, Convenience Stores etc.). Rund 80% der verkauften Backwaren werden selbst produziert. Hiestand liefert die gefrorenen Backwaren ausschliesslich an Kunden aus, welche in der Lage sind, diese verkaufsfertig zuzubereiten. Dadurch soll die hohe Qualität der Produkte sichergestellt werden.

Die Integration der gesamten Wertschöpfungskette bietet verschiedene Vorteile. Einerseits lassen sich die Produktionskapazitäten besser steuern, andererseits sind die Kosten eines Anbieterwechsels (switching costs) sehr hoch, da Konkurrenten meistens nicht gleichzeitig Produktion und Vertrieb abdecken. Aufgrund der relativ hohen Kundenloyalität konnten in der Vergangenheit Anstiege der Rohstoffpreise weitgehend an die Kunden überwältzt werden. Des Weiteren lässt sich durch die integrierte Wertschöpfungskette das Sortiment relativ leicht an sich ändernde Kundenwünsche anpassen.

Die Kundenretention soll ausserdem dadurch gefördert werden, dass ein umfassendes Sortiment von gefrorenen Backwaren angeboten wird. Dadurch muss der Kunde nicht für einzelne gewünschte Produkte auf alternative Anbieter ausweichen, sondern kann alle Backwaren ausschliesslich bei Hiestand beziehen.

In geographischer Hinsicht sind die beiden Märkte Schweiz und Deutschland von vorrangiger Bedeutung, zumal sie einen beträchtlichen Teil des Gesamtumsatzes und Gewinns des Unternehmens ausmachen. Die Penetration weiterer europäischer Märkte ist in Umsetzung. Obwohl organisches Wachstum im Vordergrund steht, sind Akquisitionen im Zuge des sich fortschreitenden Konsolidierungsprozesses im europäischen Backwarenmarkt ebenfalls denkbar.

Mit dem erfolgten Eintritt in den asiatischen Raum (Standorte in Malaysia und Japan) bieten sich enorme Wachstumschancen, da diese Märkte noch vergleichsweise unerschlossen sind. Im Unterschied zum europäischen Raum, in welchem Hiestand vergleichsweise wenig Markenbranding betreibt, besteht in Asien durch das Shop-in-Shop Konzept die Möglichkeit Hiestand als Marke beim Endkonsumenten zu etablieren.

4. IAWS im Überblick

4.1. Die IAWS Gruppe

Gruppenstruktur

Die IAWS ist im Marktsegment Lifestyle Food („IAWS Food“) international mit Standorten in den USA, Kanada (als Joint Venture mit Tim Hortons), Irland, Grossbritannien und Frankreich vertreten. Der Bereich IAWS Food² produziert und vertreibt qualitativ hochwertige Backprodukte und Convenience Food. Es besteht ein Joint Venture mit Tim Hortons in Kanada sowie Lieferverflechtungen mit Hiestand in der Schweiz, Deutschland, Polen, Türkei und Asien/Australien. IAWS verfügt ausserdem über eine Kapitalbeteiligung an Hiestand in der Höhe von rund 32%. Ferner besitzt die IAWS mit 71.4% einen Mehrheitsanteil an Origin, welche in den Bereichen Agri-Nutrition sowie Ambient Food in Irland und Grossbritannien tätig ist. Origin wird in den Geschäftsberichten der IAWS vollkonsolidiert. Per 31. Juli 2007 beschäftigte IAWS Food weltweit 4'538 Mitarbeiter.

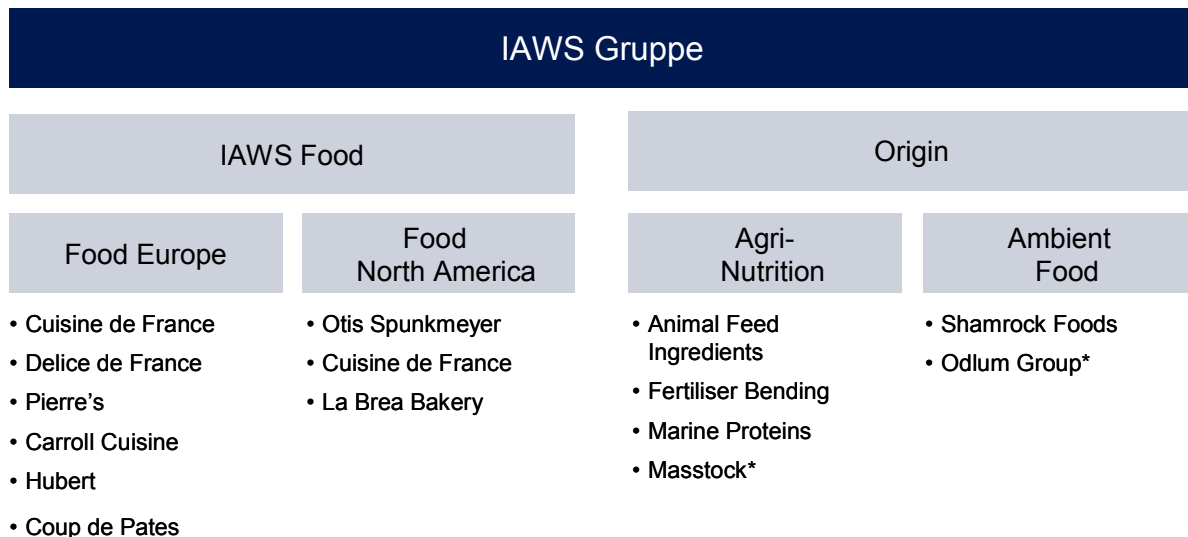
Im Geschäftsjahr 2007 (Abschluss per 31. Juli 2007) erzielte die Gruppe einen Umsatz von EUR 1'908 Mio. (EUR 1'557 Mio. im 2006), ein EBIT von EUR 153.3 Mio. (EUR 106.1 Mio. im 2006) und einen Reingewinn von EUR 123.5 Mio. (EUR 99.1 Mio im 2006).

² Beinhaltet die Bereiche Food Europe und Food North America

4.2. Geschäftsbereiche und Marktüberblick

Geschäftsbereiche, Standorte und Vertrieb

Das operative Geschäft der IAWS ist wie folgt gegliedert:



* Akquisitionen im Geschäftsjahr 2007

IAWS Food

Food Europe

Food Europe beschäftigt 2'170 Mitarbeiter und betreibt einen Direktvertrieb ihrer Produkte in Irland, Grossbritannien und Frankreich. Die Märkte Schweiz, Deutschland, Polen, Türkei und Asien/Australien werden über die Kooperation mit Hiestand bedient. Die Produktmarken von Food Europe umfassen Cuisine de France, Delice de France, Pierre's, Carroll Cuisine, Hubert und Coup de Pates. Die Warenproduktion wird durch 3 Produktionsstätten sichergestellt wobei der Vertrieb über 23 Verteilungsstandorte organisiert ist. Das Vertriebsnetz erschliesst mehr als 300 DSD Routen (direct store deliveries = direkte Laden Lieferung), welche mehr als 50'000 Kunden beliefern.

Food North America

Food North America beschäftigt 2'368 Mitarbeiter und betreibt ein eigenes Vertriebsnetz in den USA, wobei der kanadischen Markt durch die Kooperation mit Tim Hortons erschlossen wird. Die Produkte werden unter den Marken Otis Spunkmeyer, Cuisine de France und La Brea Bakery angeboten. Um den nordamerikanischen Markt mit Produkten zu beliefern, werden in den USA 7 Produktionsstätten betrieben. Das Vertriebsnetz besteht aus 53 Verteilungsstandorten und erschliesst mehr als 300 DSD Routen wobei mehr als 70'000 Kunden beliefert werden.



Origin

Agri-Nutrition

Der Bereich Agri-Nutrition umfasst drei Hauptaktivitäten, Tierfutter Zusatzstoffe („Animal Feed Ingredients“), Dünger Vermischung („Fertiliser Blending“) und Distribution sowie die Herstellung von Fischmehl und Fischöl („Marine Proteins“), welche bei der Fischzucht eingesetzt werden.

Durch die Akquisition der Masstock Guppe („Masstock“) im Februar 2008 hat Origin ein etabliertes Agrar-Beratungsunternehmen mit Standorten in Grossbritannien und Polen in die Gruppenstruktur integriert. Die Beratungsdienstleistungen umfassen unter anderem die Sortenwahl, Pflanzenschutz, Düngewahl sowie Verabreichungstechniken.

Ambient Food

Der zweite Geschäftsbereich, Ambient Food, besteht aus den Segmenten Shamrock Foods und Odlums. Shamrock Foods tritt hauptsächlich auf dem irischen Lebensmittelsektor mit sogenannten Ambient Food Produkten und Marketing Dienstleistungen auf. Unter den etablierten Markennamen Shamrock und Roma vertreibt Shamrock Foods Heimback Produkte und Zutaten für die italienische Küche wie Teigwaren, Saucen, Reis und Olivenöl. Ferner bietet Shamrock Foods Vertriebsdienstleistungen für konzernfremde Nahrungsmittelhersteller an. Odlums, das zweite Segment innerhalb des Ambient Food Bereichs, betreibt drei Mühlen für Mehl eine Mühle für Hafer in Irland. Odlums ist eine bekannte Marke für Mehl in Irland und exportiert unter dem Namen McCann's auch Haferflocken nach Grossbritannien und Nordamerika.

Gesamthaft betreibt Origin 25 Standorte in Grossbritannien und Irland. Zudem besitzt Origin in grösserem Umfange Entwicklungsliegenschaften an den Standorten Cork, Newhall bei Naas und Kilcock.

Development Properties

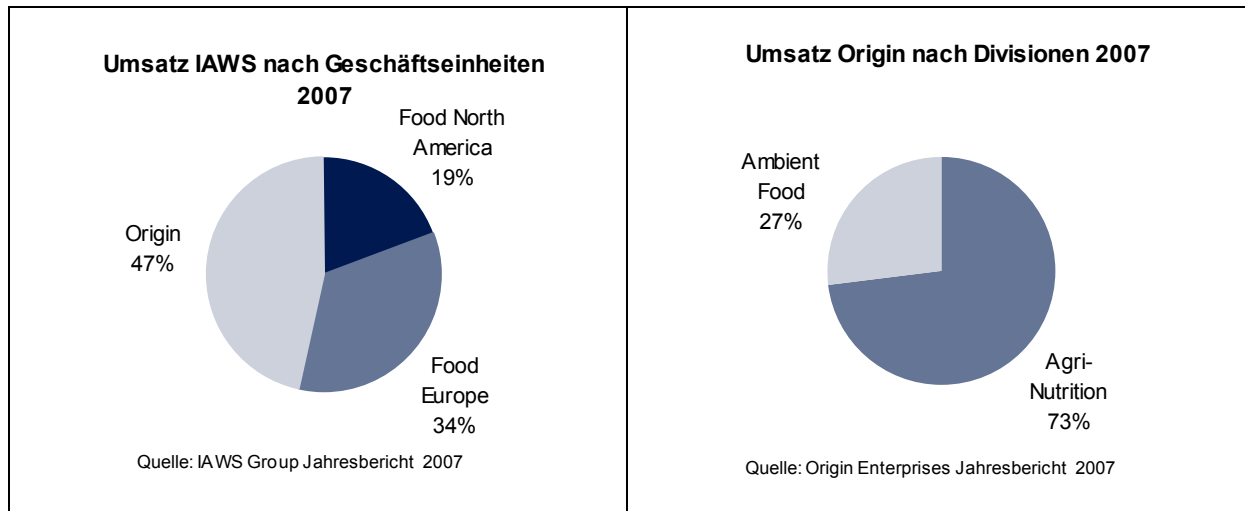
Origin verfügt über Entwicklungsobjekte, deren Gesamtwert durch das Immobilienberatungsunternehmen Savills Hamilton Osborne King auf EUR 165 Mio. geschätzt und in dieser Höhe durch Origin im Geschäftsjahr 2007 aktiviert wurde. Das wertmässig bedeutendste Grundstück liegt in den Docklands von Cork in der Nähe des Stadtzentrums und umfasst eine Fläche von 32 Acres³. Diese Anlage verfügt aufgrund ihrer Lage nicht nur über das Potenzial, das Stadtzentrum von Cork zu erweitern, sondern nimmt ebenfalls die Rolle eines „Gateways“ zwischen den Hafenanlagen und dem Stadtzentrum ein. Daneben besitzt Origin Entwicklungsobjekte in Newhall bei Naas (55 Acres) und Kilcock (11 Acres).

Umsatzverteilung

Die IAWS Gruppe hat im Geschäftsjahr 2007 EUR 649.1 Mio. (EUR 601.4 Mio. im 2006) mit Food Europe und EUR 369.1⁴ Mio. (EUR 139.1 Mio. im 2006) mit Food North America umgesetzt. Zusätzlich hat Origin im Geschäftsjahr 2007 EUR 889.4 Mio. (EUR 816.9 Mio. im 2006) zum Gruppenumsatz beigetragen.

³ 1 Acre entspricht einer Fläche von ungefähr 0.4 Hektar

⁴ Starkes Umsatzwachstum durch Akquisition von Otis Spunkmeyer im Oktober 2006



Marktüberblick

IAWS Food

Die Grundcharakteristika des Marktes für Bäckereiwaren im generellen und des europäischen Marktes im speziellen wurden bereits im Kapitel zu Hiestand beschrieben.

Mit Otis Spunkmeyer ist IAWS Food in den USA im Markt für gefrorenen Gebäckteig („frozen cookie dough“) tätig und hat gemäss IAWS internen Marktstudien einen Marktanteil von 35% bis 40%. Dieser Markt weist ein moderates Wachstum von ca. 6% p.a. auf. Die zweite grosse Aktivität von IAWS Food in den USA ist LaBrea, welche sogenanntes „Artisan Bread“ produziert und vertreibt. Deren relevanter Markt wächst jährlich mit ca. 10% p.a. und wird im Jahr 2007 auf rund 660 Mio USD geschätzt.

Origin

Agri-Nutrition

Origin operiert in Märkten, deren Volumen langsam wachsen oder gar stagnieren. Folglich sind die Möglichkeiten, hohes organisches Wachstum zu erzielen, eingeschränkt. Für die Zukunft bestehen indessen durch das veränderte Umfeld bei den Rohstoffen Chancen, etwas höhere Wachstumsraten zu erzielen.

Beim Markt für Tierfutter und Agrardünger wird davon ausgegangen werden, dass durch den Anstieg der Konsumentenpreise für Nahrungsmittelpreise in den letzten zwei Jahren in Zukunft wieder vermehrt in die landwirtschaftliche Produktion investiert wird und die Produzenten durch gezielten Mitteleinsatz (z.B. Dünger) eine höhere Produktivität anstreben. Mit dem Marine Proteins Geschäft ist Origin als einer der drei grössten Fischmehl und Fischöl Hersteller im EU-Raum gut im Markt positioniert. Die Standorte für die Fischverarbeitung von Origin liegen alle günstig bei Häfen mit bedeutender Fischereiindustrie. Da die Menge verarbeitungsfähiger Fische durch Quoten der EU beschränkt ist, wird von einer stetigen Entwicklung ausgegangen.

Ambient Food

Origin's Ambient Food Bereich ist in Irland mit den Produkten der Marken Shamrock und Roma vertreten, welche in den vergangenen Jahren im Premium Sektor positioniert wurden. Zudem verfügt Origin mit ihrem Vertriebsnetz über eine Marktstellung, welche marktübliches Wachstum ermöglicht. Mit Odlums verfügt Origin über eine etablierte Getreidemühle mit starkem Markennamen. Odlums ist gut positioniert, um von der wachsenden Mehl und Hafer Nachfrage zu profitieren.

Marktanteil IAWS Group

IAWS Food

Food Europe

Das geschätzte Marktvolumen des Life Style Food Segments in Westeuropa wird mit zirka 13 Milliarden Euro beziffert. Der Umsatz von EUR 649 Mio. welcher im 2007 von Food Europe erzielt wurden, entspricht einem Anteil von etwa 5% am Gesamtmarkt.

Food North America

Das Marktvolumen des Life Style Food Segments in den USA wird auf rund EUR 7.7 Mia.⁵ geschätzt. Der Umsatz von Food North America in diesem Segment belief sich im Geschäftsjahr 2007 auf rund EUR 370 Mio., was einem Marktanteil von ungefähr 5% entspricht.

Origin

Agri-Nutrition

Der Agri-Nutrition Bereich von Origin weist eine führende Stellung in Irland und Grossbritannien auf. Der Anteil von Origin am Markt für Düngemittelmischung wird für Irland im Jahr 2007 auf 30% geschätzt, währenddessen er für Grossbritannien 10% beträgt. Origin gehört ausserdem zu den grössten Marine Protein Herstellern (Fischmehl und Fischöl) in Irland und Grossbritannien, mit einem geschätzten volumenmässigen Anteil von 15% am Output in der EU für das Jahr 2007. Das Unternehmen ist der grösste Importeur für Tierfutter Zuschlagsstoffe in Irland mit einem Marktanteil von ungefähr 50%.

Ambient Food

Shamrock ist das führende Unternehmen im Bereich des Verkaufs und der Vermarktung von Ambient Food Produkten in Irland. Odlums ist der grösste Verarbeiter von Getreide in Irland.

Strategischer Fokus

IAWS Food

IAWS bietet analog zu Hiestand eine sehr breite Palette an Backwaren an, um alle vom Kunden gewünschte Produkten in diesem Bereich aus einer Hand abdecken zu können und dadurch einen Mehrwert im Vergleich zur Konkurrenz zu bieten. Der Fokus liegt auf dem Angebot von qualitativ hochwertigen Life Style Esswaren, wobei insbesondere Backwaren eine wichtige Rolle einnehmen. Damit hat sich IAWS analog zu Hiestand in einem wachsenden

⁵ USD 12 Mia. umgerechnet mit USD/EUR 1.5554 per 30.Mai 2008

Nischenmarkt positioniert. Food Europe setzt seine Produkte in Grossbritannien, Irland und Frankreich durch das bereits angesprochene umfassende Distributionsnetz direkt beim Kunden ab. Food North America ist schwergewichtig als Produktionsunternehmen positioniert. Nur etwa ein Drittel der Produkte werden selbst ausgeliefert.

Die Kombination eines umfassenden Produkteangebots mit der eigenen Distribution war in den letzten Jahren der wesentliche Treiber für das Wachstum des Unternehmens. Ferner hat sich IAWS durch verschiedene Akquisitionen aktiv an der fortschreitenden Konsolidierung im Life Style Food Sektor beteiligt. In den vergangenen zehn Jahren erfolgten sechs grössere Zukäufe (Cuisine de France, Delice de France, Pierre's, La Brea Bakery, Carroll Cuisine, Groupe Hubert, Otis Spunkmeyer).

Im Gegensatz zu Hiestand lässt IAWS einen beträchtlichen Anteil der verkauften Lifestyle Food Produkte durch Drittparteien herstellen. In Europa beläuft sich der Anteil fremdproduzierter Produkte auf ungefähr 70%, währenddessen dieser Anteil in den USA nur ca. 10% beträgt und rund 90% der Produkte selbst produziert werden.

Die Eigenproduktion war bis dato durch die Fabrikkapazitäten beschränkt. IAWS beabsichtigt durch signifikante Investitionen in neue Produktionskapazitäten den Anteil der Eigenproduktion zu erhöhen. Zu diesem Zweck werden z.B. rund € 200 Mio. in eine neue Produktionsanlage in Dublin investiert, was die Steigerung der Eigenproduktion im europäischen Markt von 30% auf 50% erlauben sollte. Damit ergibt sich eine weitere Annäherung des Geschäftsmodells an jenes von Hiestand (grösserer Anteil eigener Produkte).

Mit der Erhöhung des Anteils von eigenproduzierten Food Produkten wird auch eine Verbesserung der operativen Marge angestrebt. Ferner wird davon ausgegangen, dass erhöhte Rohstoffpreise leichter auf den Kunden überwälzt werden können.

Mit La Brea Bakery scheint IAWS gut positioniert, um von der steigenden Nachfrage im Bereich der Frischbackwaren in den USA profitieren zu können. Eine weitere Option für IAWS kann (analog Hiestand in Asien) in der Vorwärtsintegration bestehen, d.h. dass bestimmte Produkte direkt beim Endkonsumenten abgesetzt werden. So wird bspw. in Dublin ein Café betrieben, welches Tim Hortons Donuts und Kaffee neben einer Auswahl von Cuisine De France Produkten anbietet.

Origin

Durch das IPO von Origin im Juni 2007 erfolgte eine Abspaltung der Geschäftsbereiche, welche keinen direkten Zusammenhang zum Kerngeschäft von IAWS hatten, womit sowohl bei IAWS wie auch bei Origin eine grössere Fokussierung erreicht werden konnte.

Origin verfügt über sehr unterschiedliche Geschäftsbereiche, folglich lässt sich der strategische Fokus sich nicht so leicht darlegen. Insgesamt handelt es sich um Geschäftssparten mit relativ stabilen Cash Flows und verhältnismässig tiefem organischem Wachstum. Die Opportunitäten und Risiken in diesen Bereichen werden auch wesentlich auch durch das regulatorische Umfeld geprägt. Das Management beabsichtigt in den kommenden Jahren vor allem akquisitorisch zu wachsen. Insbesondere mit der erst kürzlich erfolgten Akquisition von Masstock will Origin auch Wachstumschancen ausserhalb der heutigen Heimmärkte Irland und Grossbritannien wahrnehmen.



5. Bewertungsanalysen

5.1. Bewertungsumfang

Stand-alone / Synergien / Kontrollprämie

Die von Sarasin verwendeten Planrechnungen zur Bewertung betrachten Hiestand, IAWS Food und Origin je einzeln und unabhängig von einander. Das heisst, es wird in den Planrechnungen von einer selbständigen, zukünftigen Geschäftsentwicklung der Gesellschaften ausgegangen (stand-alone).

Durch die Fusion von Aryzta mit Hiestand und der gleichzeitigen Akquisition von IAWS durch Aryzta eröffnen sich der neuen Gesellschaft in bestimmten Bereichen Synergiepotenziale (Umsatz und Kosten). Das Vorliegen solcher Synergiepotenziale zwischen Hiestand und IAWS Food wurde sowohl von Hiestand wie auch von IAWS betont.

Die stand-alone Bewertungen von Hiestand und IAWS Food berücksichtigen diese Synergiepotenziale nicht, da diese durch die Gesellschaften auf einer stand-alone Basis nicht realisiert werden können.

Nach Abschluss der Transaktion werden die heutigen Aktionäre von Hiestand und IAWS an Aryzta beteiligt sein und erhalten damit die Möglichkeit, an den Synergiepotenzialen aus der Transaktion zu partizipieren. Der Anspruch auf eine Kontrollprämie, der üblicherweise mit dem Synergiepotenzial des Käufers gerechtfertigt wird, besteht somit nicht. Auf die Anwendung entsprechender Bewertungsmethoden (Comparable Acquisition Analysis, Prämienanalyse) wurde deshalb verzichtet.

Berücksichtigung des Aktientauschs zwischen Lion und IAWS

IAWS und Lion haben vereinbart, dass Lion seine Beteiligung an Hiestand im Rahmen der Transaktion an die IAWS verkauft und als Entschädigung dafür 12.7 Mio. IAWS Aktien sowie eine Entschädigung von EUR 30 Mio. erhält. Sarasin hat bei ihren Analysen diese Transaktion berücksichtigt und die Anzahl ausgegebener Aktien bei IAWS entsprechend erhöht (und die Beteiligung von Lion an Hiestand IAWS zugerechnet). Die zu bezahlende Barkomponente wurde IAWS belastet.

Bewertungsstichtag und anschliessende Ereignisse

Als Bewertungsstichtag wurde der 31. Mai 2008 festgelegt. Ausgangspunkt für die Planrechnungen waren die Bilanzen per 31. Juli 2007 (IAWS und Origin) sowie 31. Dezember 2007 (Hiestand). Das Management aller drei Gesellschaften hat gegenüber Sarasin bestätigt, dass seither keine Ereignisse eingetreten sind, welche nicht in den Planrechnungen dargestellt sind und einen materiellen Einfluss auf die Bewertung hätten.

Wechselkurse EUR/CHF

Bei den nachfolgend erwähnten Analysemethoden Discounted Cash Flow und Compco wurde ein EUR/CHF-Wechselkurs von 1.6211 angewandt (Schlusskurs⁶ per 30. Mai 2008). Für

⁶ Quelle: Bloomberg

die Analyse der Marktkapitalisierung wurden die täglichen, volumengewichteten Durchschnittskurse mit dem zu diesem Zeitpunkt aktuellen Wechselkurs in CHF umgerechnet.

5.2. Verwendete Planrechnungen

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen spezifischen Erfolgsfaktoren - einschliesslich seiner materiellen Substanz, Innovationskraft, Produkte und Marktpositionierung, innerer Organisation, Mitarbeiter und seines Managements - in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass letztlich ausschliesslich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

Planungshorizont und Residualwert

Um die zukünftigen finanziellen Überschüsse zu berechnen, hat Sarasin als Ausgangsbasis die historische Entwicklung, das Budget bzw. die Vorschau 2008 sowie den Businessplan bis 2010, den langfristigen Ausblick der bewerteten Gesellschaften sowie die Planrechnungen von Aktienanalysten als Grundlage für ihre Analysen herangezogen. Als Planungshorizont wurde der Zeitraum bis 2015 gewählt, wobei für das Jahr 2015 ein normalisierter, mit den Annahmen für die Berechnung des Residualwertes im Einklang stehender finanzieller Überschuss hergeleitet wurde. Im Rahmen der Normalisierung im Jahr 2015 wurde insbesondere darauf geachtet, dass das Wachstum, die Margen, die Investitionen und der Steuersatz vor dem Hintergrund historischer Werte und der Argumentation des Managements von Hiestand und IAWS/Origin plausibel erscheinen. Der so ermittelte finanzielle Überschuss des Jahres 2015 wurde verwendet, um den Residualwert mittels ewiger Rentenformel herzuleiten.

Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen

Im Rahmen der Bewertungsarbeiten hat Sarasin die für die Bewertung relevanten Planrechnungen erarbeitet und die wichtigsten Einflussfaktoren des Unternehmenswertes („Value Driver“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz unter Berücksichtigung der historischen Entwicklung untersucht. Zusätzlich wurden die Planrechnungen mit den CFOs von Hiestand und IAWS diskutiert, was insbesondere im Hinblick auf die Beurteilung von Wachstums- und Margenperspektiven wichtig war.

Es hat sich gezeigt, dass Hiestand und IAWS bzgl. Wachstum und Margen vergleichbare Gesellschaften sind. Unterschiedliche Annahmen zu den Value Driver der beiden Gesellschaften wurden nur gemacht, wo dies sachlich nachvollziehbar schien und allenfalls durch historische Daten unterlegt werden konnte. Die Geschäftsaktivitäten von Origin sind nur bedingt mit denjenigen der anderen beiden Gesellschaften vergleichbar und wurden separat beurteilt.

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die von Sarasin für die Bewertung verwendeten Annahmen zu den wichtigsten Value Driver:

Nominelles Umsatzwachstum 2008 bis 2015 (Durchschnitt p.a.)	Hiestand	IAWS Food	Origin
<p>Es wird erwartet, dass der Markt für tiefgekühlte Backwaren, in welchem Hiestand und IAWS Food namhafte Anbieter sind, jährlich mit gut 5% wächst (nur Volumen). Sowohl Hiestand als auch IAWS haben in der Vergangenheit Wachstumsraten von mehr als 10% pro Jahr erreichen können. Hiestand rechnet mit zusätzlichen Wachstumsimpulsen in neuen Märkten (z.B. Italien) während IAWS noch signifikantes Wachstumspotenzial in den USA sehen. Gesamthaft gesehen haben beide Unternehmen ähnliche Wachstumsaussichten weshalb nur die Inflationsdifferenz zwischen CHF (Hiestand) und EUR (IAWS Food) einen geringen Unterschied rechtfertigt.</p> <p>Origin ist ein Geschäft mit wenig zyklischer Entwicklung und moderaten Wachstumsraten. Das erwartete organische Realwachstum von Origin ist gering, da der Hauptabsatzmarkt die Landwirtschaft in gesättigten Märkten (Irland, UK) ist. Je nach Entwicklung der Rohstoffpreise könnte sich der Umsatz nominell rascher entwickeln, wobei davon ausgegangen wird, dass Preiserhöhungen an die Kunden weitergegeben werden können. Mit 1.5% p.a. liegt das angenommene Wachstum im Bereich der langfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum.</p>	6.1% p.a.	7.1% p.a.	1.5% p.a. ⁷

PROFITABILITÄT	Hiestand	IAWS Food	Origin
EBITDA Marge / EBITA Marge normalisiert (Jahr 2015) Hauptunterschiede zwischen Hiestand und IAWS Food sind die folgenden:	EBITDA Marge: 15.5%	EBITDA Marge: 15.5%	EBITDA Marge: 4.6%
<u>1. Anteil eigener Produkte</u> Hiestand produziert heute rund 80% der verkauften Produkte selbst, während bei IAWS Food dieser Anteil 55% ausmacht. Dies führt auf EBITDA Ebene zu einer besseren Marge bei Hiestand. IAWS Food tätigt zur Zeit Investitionen in Produktionsstätten im Umfang von rund € 200 Mio, was mittelfristig zu einer gewissen Angleichung der Modelle führt.			
<u>2. Geographischer Fokus, Fricopan (D) vs. La Brea (USA)</u> Grundsätzlich wird der US Markt, den IAWS bedient, als margenstärker eingestuft als der deutsche Markt, welchen Hiestand seit der Akquisition von Fricopan bedient. Dies	EBITA Marge: 11.0%	EBITA Marge: 12.0%	EBITA Marge: 3.8%

⁷ Ohne geplante nominelle Preiserhöhung 2009 (wertindifferent)



<p>hat sich auch im Margenrückgang auf Ebene EBITDA bei Hiestand von 15.8% (2006) auf 14.6% (2007) manifestiert. Grund für den kompetitiven Markt Deutschland ist der grosse Anteil des Absatzkanals (Discount-) Detailhandel bei Fricopan. IAWS Food ist in den USA mit der Marke La Brea im Hochpreissegment aktiv, was ebenfalls höhere Margen zulässt.</p> <p>Langfristig wird davon ausgegangen, dass die beiden beschriebenen Effekte zu einer identischen EBITDA Marge von 15.5% führen. Die mit dem grösseren Produktionsanteil verbundenen Investitionen führen bei Hiestand langfristig zu höheren Abschreibungen (mehr Produktionsstätten) was in den Planrechnungen zu einer Margendifferenz auf Ebene EBITA von 1 Prozentpunkt führt (IAWS Food 12.0%, Hiestand 11.0%).</p> <p>Aufgrund gestiegener Rohwarenpreise wird erwartet, dass Origin im Jahr 2009 ein namhaftes Nominalwachstum erzielt, ohne dass damit das EBITDA wesentlich gesteigert werden kann (Preiserhöhungen werden weitergegeben). Dies führt zu einem Rückgang der Margen. Ansonsten wird von einer stabilen Entwicklung der Profitabilität ausgegangen.</p>			
---	--	--	--

INVESTITIONEN	Hiestand	IAWS Food	Origin
<p>Investitionen in % des Umsatzes normalisiert (Jahr 2015)</p> <p>Da sich IAWS Food und Hiestand in einer Wachstumsphase befinden, betragen die Investitionen in % des Umsatzes mehr als die Abschreibungen in % des Umsatzes. Für die Normalisierung wird davon ausgegangen, dass sich die Investitionen den Abschreibungen annähern, wobei eine Differenz von 1 Prozentpunkt zwischen Hiestand und IAWS Food bestehen bleibt, da Hiestand einen höheren Produktionsanteil hat (siehe Erläuterungen zur Profitabilität oben).</p> <p>Bei IAWS Food wurde im Planungszeitraum die Grossinvestition in neue Produktionsfazilitäten berücksichtigt.</p> <p>Bei Origin gibt es keine wesentlichen Verschiebungen bei den Investitionen in % des Umsatzes aufgrund der stabilen Entwicklung und des geringen Realwachstums.</p>	4.5%	3.5%	0.8%

Weitere Value Driver

Residualwert: Wachstumsannahme nach dem Jahr 2014

Für die Bewertung der **Hiestand** wurde von Sarasin ein ewiges Wachstum von 0.5% p.a. angenommen, was einer moderaten Inflationserwartung in CHF entspricht.

Für die Bewertung von **IAWS Food und Origin** wurde ein ewiges Wachstum von 1.5% p.a. angenommen, was einer moderaten Inflationserwartung in EUR entspricht.

Die Differenz zwischen den zwei Wachstumsannahmen entspricht dem Unterschied zwischen dem sicheren Zinssatz in CHF und in EUR (siehe Berechnung der Gesamtkapitalkosten in Kapitel 5.4).

Steuersatz

Hiestand erachtet einen langfristigen durchschnittlichen Steuersatz von 23.0% als angemessen. Dieser liegt im Rahmen der international üblichen Zielgrösse. Die Verlustvorträge wurden nicht berücksichtigt, da sie gemäss Management nicht verwendbar sind. Für das Bewertungsmodell hat Sarasin langfristig einen Steuersatz von 23.0% angenommen.

Für **IAWS Food und Origin** wurde ein langfristiger Steuersatz von 22.0% verwendet. Dies entspricht vor allem bei Origin einer klaren Erhöhung, welche in der Akquisition von Maststock (UK) begründet ist.

5.3. Verwendete Analysemethoden

Zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Austauschverhältnisses steht die DCF-Methode im Vordergrund. Zur Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses wurde zusätzlich eine Analyse vergleichbarer Gesellschaften (Compco Analyse) und eine Analyse der Marktkapitalisierung durchgeführt.

5.4. Discounted Cash Flow Methode

Bei der DCF-Methode wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Als finanzielle Überschüsse werden die Free Cash Flows herangezogen, die den Aktionären und den Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen. Die Summe der Barwerte der Free Cash Flows (inkl. Residualwert) zuzüglich allfälliger nicht-betriebsnotwendiger Aktiven ergeben den Unternehmenswert brutto. Von diesem werden die zinstragenden Verbindlichkeiten, bereinigt um die überschüssigen flüssigen Mittel, in Abzug gebracht, um den Unternehmenswert netto, d.h. den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln.

Zur Berechnung der Barwerte der finanziellen Überschüsse werden als Diskontsatz die gewichteten Fremd- und Eigenkapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital) verwendet. Zur Berechnung der Kapitalkostenkomponenten wurde das Capital Asset Pricing Model angewandt. Auf Basis der von den Geschäftsleitungen der drei bewerteten Unternehmungen

angestrebten Zielkapitalstruktur (Finanzverbindlichkeiten entsprechen maximal 3.5 x dem EBITDA) wurden die langfristigen Fremdkapitalkosten in der Bewertung berücksichtigt.

Die Planrechnungen sind in CHF (Hiestand) und EUR (IAWS und Origin) dargestellt. Infolgedessen wurden die Diskontsätze auf Basis der Kapitalkosten der entsprechenden Währung bestimmt. Die folgenden Inputvariablen fanden bei der Berechnung des Diskontsatzes Verwendung:

Risikoloser Zinssatz

Zur Bestimmung des risikolosen Zinssatzes für die Gesellschaften wird vom Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Kapitalmarktanlage ausgegangen. Dabei ergibt sich der risikolose Zinssatz aus der langfristig erzielbaren Rendite von Anleihen öffentlicher Emittenten. Da Laufzeiten aber zeitlich begrenzt sind, muss eine Annahme bzgl. des Zinsniveaus bei der Wiederranlage getroffen werden. Zur Orientierung wurde dazu die Zinsentwicklung der Vergangenheit herangezogen.

Für Hiestand, IAWS und Origin wurden zur Bestimmung des risikolosen Zinssatzes irische und schweizerische Anleihen mit einer Laufzeit von 15 Jahren sowie ähnlicher Restlaufzeit berücksichtigt.

Am 29. Mai 2008 wies eine Anleihe der Schweizer Eidgenossenschaft mit einer Laufzeit von 15 Jahren und einer Fälligkeit per Ende 2023 eine nominale Rendite von 3.4%⁸ auf. In den letzten 10 Jahren lag die durchschnittliche Rendite von Schweizer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von mehr als 10 Jahren bei 3.2%⁹. Über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten war das Zinsniveau jedoch klar über 4.0%¹⁰. Unter Berücksichtigung der Zinsentwicklung in der Vergangenheit und der aktuellen Rendite dieser langfristigen Anleihen wurde für Hiestand ein Basiszinssatz in Höhe von 4.0% zugrunde gelegt.

Die nominale Rendite einer irischen Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 15 Jahren sowie Fälligkeit im Jahre 2020 betrug am 29. Mai 2008 4.8%¹¹. Dies entspricht in etwa der beobachteten durchschnittlichen nominalen Rendite von 4.6%¹² für irische Staatsanleihen in den letzten 10 Jahren. Über einen Zeitraum von 20 Jahren hinweg gesehen, lag die durchschnittliche jährliche Rendite indessen bei 6.4%¹³. Basierend auf diesen Werten wird für IAWS und Origin von einem langfristigen risikolosen Basiszinssatz in Höhe von 5.0% ausgegangen.

Risikozuschlag

Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme des Unternehmerrisikos lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelten. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen eingehen, ist ein Zuschlag zum risikolosen Zinssatz notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.

⁸ Quelle: Bloomberg

⁹ Quelle: Datastream

¹⁰ Quelle: Pictet & Cie, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2007), Januar 2008

¹¹ Quelle: Bloomberg

¹² Quelle: Datastream

¹³ Quelle: Datastream

Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dieses wurde hier angewendet.

Die spezifische Risikoprämie eines Unternehmens erhält man durch Multiplikation des Beta-Faktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Beta-Faktor ist ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta-Faktor grösser eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals gemessen am Aktienkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass sich der Wert im Durchschnitt unterproportional ändert.

Die Berechnung der Marktrisikoprämie erfolgt durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in Aktien und risikolosen Anlagen. Kapitalmarktuntersuchungen langjähriger Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Unter der Berücksichtigung der langfristigen Aktienmarktrendite in der Schweiz von ca. 8% bis ca. 10%¹⁴ errechnet sich nach Abzug des angenommenen risikolosen Zinssatzes von 4% eine der Bewertung zu Grunde gelegte Marktrisikoprämie von rund 5%. Unseres Erachtens gibt es keinen hinreichenden Grund unterschiedliche Marktrisikoprämien für den Euroraum und die Schweiz anzuwenden.

Zur Herleitung der Beta-Faktoren wurden die Beta-Faktoren vergleichbarer Gesellschaften verwendet (vgl. Beilage 2). Um die Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen vergleichbar zu machen, wurden diese um die unternehmensspezifische Verschuldung bereinigt. Der durchschnittliche verschuldungsbereinigte (schuldenfreie) Beta-Faktor dieser Vergleichsunternehmen beträgt 0.61 (Hiestand und IAWS) bzw. 0.56 (Origin).

Damit aus dem so ermittelten verschuldungsbereinigten Beta-Faktor der Vergleichsgruppe der Beta-Faktor abgeleitet werden kann, ist dieser wiederum der unternehmensspezifischen Verschuldung der Gesellschaften anzupassen. Zur Berechnung der Beta-Faktoren von Hiestand, IAWS und Origin wurde bei allen drei Gesellschaften eine Zielverschuldung von 30% Nettofinanzschulden zu 70% Eigenkapital (zu Marktwerten) angenommen.

Fremdkapitalkosten

Anhand unserer Gespräche mit den CFOs der Gesellschaften und unserer eigenen Überlegungen gehen wir davon aus, dass sich die Fremdkapitalkosten der Gesellschaften bei der zu Grunde gelegten Zielkapitalstruktur langfristig bei rund 100 Basispunkten über dem risikofreien Zinssatz befinden.

Gesamtkapitalkosten

Auf Basis der oben erläuterten Angaben errechnen sich die Gesamtkapitalkosten der drei Gesellschaften wie folgt:

¹⁴ Quelle: Pictet & Cie, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2007), Januar 2008

(Zahlen teilweise gerundet)	Hiestand	IAWS	Origin	Quelle:
Risikofreier Zinssatz	4.0%	5.0%	5.0%	Rendite Schweizer resp. europäischen Staatsanleihen inkl. Wiederanlageprämisse
Marktrisikoprämie	5.0%	5.0%	5.0%	Bloomberg; (Aktienmarktrendite - risikofreier Zinssatz)
Unlevered Beta	0.61	0.61	0.56	Peergruppenanalyse; Bloomberg
Relevered Beta	0.81	0.81	0.75	= Unlevered Beta * (1+(1-s) * Gearing)
Eigenkapitalkosten	8.05%	9.06%	8.74%	= Risikofreier Zinssatz + (Marktrisikoprämie*relevered Beta)
Risikofreier Zinssatz	4.00%	5.00%	5.00%	Rendite Schweizer resp. europäischen Staatsanleihen inkl. Wiederanlageprämisse
Risikozuschlag	1.00%	1.00%	1.00%	Basierend auf Zielverschuldung 3.5x EBITDA
Fremdkapitalkosten	5.00%	6.00%	6.00%	
Fremdkapitalkosten (steueradj.)	3.85%	4.68%	4.68%	= Fremdkapitalkosten * (1-s)
Gearing (net debt / equity*)	0.43	0.43	0.43	Unterstellte, langfristige Zielkapitalstruktur
Anteil Fremdkapital	30%	30%	30%	
Anteil Eigenkapital	70%	70%	70%	
Steuerrate (s)	23.0%	22.0%	22.0%	Grenzsteuersatz
WACC (steueradjustiert)	6.79%	7.75%	7.52%	Gewichtete Gesamtkapitalkosten steueradjustiert

* Marktwert

Besonderheiten

Als Sondervermögen wurden sowohl die nicht-betriebsnotwendigen Liegenschaften und Grundstücke zu geschätzten Marktwerten (unter Abzug von Steuern) als auch die Geldabflüsse aus Dividendenzahlung für das Geschäftsjahr 2007 berücksichtigt. Die von den Mitarbeitern bezahlten resp. (im Falle von noch nicht ausgeübten Optionen „in the money“) theoretisch zu bezahlenden Ausübungspreise von Mitarbeiteroptionen wurden ebenfalls berücksichtigt. Für die Berechnung der Anzahl Aktien wurden die eigenen Aktien abgezogen. Durch Ausübung von Mitarbeiteroptionen wurden neue Aktien hinzugerechnet.

Sensitivitätsanalyse

Die Wertbandbreite der DCF-Bewertung wurde durch eine Sensitivitätsanalyse festgelegt, mittels welcher bestimmte Value Driver innerhalb einer Wertspanne variiert wurden. Als Value Driver wurden der WACC, das Ewige Wachstum, die normalisierte EBITA Marge 2015 sowie den Grenzsteuersatz ab 2008ff bestimmt.

Bei gleichzeitiger Veränderung der Value Driver bei allen 3 Gesellschaften ergibt sich folgendes Resultat:

Sensitivitätsanalyse		
Value Driver	Δ Value Driver (alle 3 Gesellschaften)	Austauschverhältnis
WACC	+ 40 BP	68.0
	- 40 BP	67.8
Ewiges Wachstum	+ 25 BP	67.8
	- 25 BP	68.0
EBITA Marge 2015	+ 50 BP	67.4
	- 50 BP	68.5
Grenzsteuersatz	+ 100 BP	67.9
	- 100 BP	68.0



Die obige Sensitivitätsanalyse zeigt, dass bei gleichzeitiger Veränderung der Value Driver bei allen Gesellschaften das Resultat der Bewertung (und somit das Austauschverhältnis) nur leicht variiert. Verändert man dagegen bspw. nur die Value Driver von Hiestand und lässt jene von IAWS und Origin konstant, ergeben sich folgende Veränderungen beim Austauschverhältnis:

Sensitivitätsanalyse		
Value Driver	Δ Value Driver (nur Hiestand)	Austauschverhältnis
WACC	+ 40 BP	63.7
	- 40 BP	72.6
Ewiges Wachstum	+ 25 BP	69.9
	- 25 BP	66.0
EBITA Marge 2015	+ 50 BP	70.1
	- 50 BP	65.7
Grenzsteuersatz	+ 100 BP	67.1
	- 100 BP	68.8

Resultat DCF-Bewertung

Die Sensitivitätsanalyse der DCF-Bewertung führt zu einer Bandbreite des Austauschverhältnisses von 63.7 bis 72.6 IAWS Aktien pro Hiestand Aktie.

5.5. Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Compco)

Stellenwert

Diese Methode wird insbesondere in der Finanzanalyse bevorzugt, da die Kapitalmarktteilnehmer oft nicht über detaillierte Planrechnungen der Firmen verfügen. Sarasin wurden die relevanten Planrechnungen mit Ausnahme der Planbilanzen für IAWS und Origin zur Verfügung gestellt, welche in Diskussion mit dem Management sowie mittels zusätzlicher, durch die Gesellschaft bereit gestellter Informationen, plausibilisiert werden konnten. Aus diesem Grund beurteilt Sarasin die DCF-Bewertung im Vergleich zur Compco Analyse als die aussagekräftigere Bewertungsmethode.

Die Bewertung mit Hilfe von ähnlichen kotierten Gesellschaften dient somit primär der Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses der DCF-Methode.

Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes (aktueller Börsenwert plus Nettoschulden, Minoritäten) von vergleichbaren, kotierten Gesellschaften mit den aktuellen bzw. erwarteten finanziellen Kennzahlen (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT, P/E) für die letzten zwölf Monate und die beiden folgenden Geschäftsjahre werden Multiplikatoren errechnet und ein Durchschnitt gebildet (siehe Beilage 1). Die Anwendung dieser Durchschnittsmultiplikatoren auf die finanziel-

len Kennzahlen (Umsatz, EBITDA, EBIT, P/E) von Hiestand, IAWS Food und Origin ergibt ein Bewertungsergebnis für jeden berechneten Durchschnittsmultiplikator.

Die folgenden zwei Faktoren haben einen wesentlichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis:

der ermittelte Durchschnittsmultiplikator und

die Auswahl und Ermittlung der finanziellen Kennzahlen der betrachteten Gesellschaften, auf die der Multiplikator angewendet wird.

Der Durchschnittsmultiplikator ist primär abhängig von der Auswahl der Vergleichsgesellschaften. Nur wenn Gesellschaften zur Verfügung stehen, die in Bezug auf die wesentlichen Charakteristika der zu bewertenden Gesellschaft vergleichbar sind, ergibt sich ein aussagekräftiger Multiplikator.

Da die Bewertung mittels Vergleichsgesellschaften auf dem aktuellen bzw. den erwarteten Ergebnissen der nächsten 1 bis 2 Jahre basiert (LTM, 2008E, 2009E), widerspiegeln diese Ergebnisse den Unternehmenswert aus einer eher kurzfristigen Optik. Mittelfristig realisierbares Wachstums- und Margensteigerungspotenzial sowie ein spezifisches Stadium im Rahmen eines Geschäftszyklus werden in der Regel nur erfasst, wenn die Vergleichsgesellschaften ähnliche Wachstums- und Margenpotenziale aufweisen bzw. sich im selben Stadium des Geschäftszyklus befinden.

Auswahl der Vergleichsgesellschaften für Hiestand, IAWS Food und Origin

Für Hiestand und IAWS Food wurden aufgrund des ähnlichen Geschäftsmodells von Hiestand und IAWS dieselben Vergleichsgesellschaften ausgewählt. Die wesentlichen Charakteristika dieses Geschäftsmodells sind:

- Fokus auf Life Style bzw. Convenience Food, beide Gesellschaften mit einem hohen Anteil von tiefgekühlten Backwaren
- Kombination von Produktion und Distribution (aktuell etwas ausgeprägter bei Hiestand)
- Primärer Absatzmarkt ist Europa
- Sich angleichender, hoher Anteil eigenproduzierter Backwaren / Convenience Food
- Ähnliche Grösse der Unternehmungen
- Vergleichbare Margen und vergleichbares Wachstum

Die Selektion vergleichbarer Gesellschaften war anspruchsvoll, da beide Gesellschaften in einem Nischenmarkt tätig sind und somit kaum direkte, börsenkotierte Konkurrenten aufweisen.

Die Auswahl von Vergleichsgesellschaften musste insbesondere dem Umstand Rechnung tragen, dass Hiestand und IAWS Food ihr Produktangebot auf qualitativ hochstehende Backwaren fokussiert haben. So sind nach Auffassung von Sarasin stark diversifizierte Anbieter von Nahrungsmitteln (z.B. Nestle, Unilever) als Vergleichsgesellschaften in Bezug auf Marktstellung, Grösse und Geschäftsmodell weniger geeignet. Ebenso sind Gesellschaften, welche sich auf die Produktion bzw. auf die Distribution von Nahrungsmitteln allgemein bzw. im Convenience Food Bereich beschränken, wenig geeignet. Es wurden also primär Unternehmen berücksichtigt, welche idealerweise die folgenden Anforderungen erfüllen:

- Gesellschaften, die im Convenience Food Bereich tätig sind und bei denen Backwaren zumindest ein wichtiges Geschäftssegment ist
- Kombination von Produktion und Distribution
- Kein oder verhältnismässig geringer Anteil von Direktverkauf der Produkte an den Endkonsumenten
- Vergleichbare Wachstums- und Profitabilitätserwartungen
- Westeuropa und/oder USA als primäre Absatzmärkte
- Small bis Mid Cap

Als vergleichbare Unternehmen wurden ermittelt:

Vergleichsunternehmen Hiestand und IAWS Food	
- Greencore	- Danone
- Kerry Group	- Northern Foods
- Canada Bread Company	- Sara Lee
- Flower Foods	- Uniq
- Panera Bread	- Cranswick
- Greggs	

Auf Basis der obgenannten Kriterien erachten wir diese Unternehmen als grundsätzlich geeignet für die Bestimmung der Durchschnittsmultiplikatoren. Für die Durchschnittsbildung wurden jeweils der tiefste und höchste Wert ausgeschlossen, um Verzerrungen des Ergebnisses durch einzelne „Ausreisser“ zu vermeiden.

Zusätzlich zur Bewertung der Food Sparte von IAWS wurde auch die DCF Bewertung von Origin durch eine eigenständige Compco Analyse plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden Unternehmen ermittelt, deren Geschäftsmodell mit demjenigen von Origin vergleichbar sind.

Die Auswahl von Vergleichsgesellschaften für Origin wird dadurch erschwert, dass das Unternehmen stark diversifiziert ist. Origin ist in den Sparten Agri-Nutrition (Tierfutter, Dünger, Fischmehl und Fischöl) und Food (Ambient Food sowie Mehl) tätig. Daneben werden auch Beratungsdienstleistungen für Bauern angeboten. Die Produkte der Sparte Agri-Nutrition sind insgesamt ziemlich generisch, so dass der Wettbewerb primär über den Preis spielt, wobei allerdings Origin über eine relativ starke Marktstellung in den relevanten Märkten verfügt. Die EBIT-Margen in diesem Segment sind eher gering. Im Bereich Ambient Food vertreibt Origin Heimbackprodukte und Zutaten für die italienische Küche. In diesem Nischenmarkt kann durch starke Marken der Preiswettbewerb bis zu einem gewissen Grad neutralisiert werden.

Es existieren keine börsenkotierten Gesellschaften, welche über ein vergleichbares Aktivitätsportfolio verfügen. Deshalb wurden Vergleichsgesellschaften so ausgewählt, dass Gesellschaften, die zumindest in einzelnen Bereichen vergleichbar sind (z.B. Düngermitteldistribu-

toren, Hersteller von Fischfutter, etc.), in ihrer Gesamtheit alle wesentlichen operativen Aktivitäten von Origin reflektieren.

Für Origin wurden somit Vergleichsunternehmen ausgewählt, die folgende Charakteristika aufwiesen:

- Gesellschaften, die in den Geschäftsbereichen Agri-Nutrition und/oder Ambient Food tätig sind
- Vergleichbare Wachstums- und Profitabilitätserwartungen
- Small bis Mid Cap
- Westeuropa als Hauptabsatzmarkt

Folgende Gesellschaften wurden bestimmt:

Vergleichsunternehmen Origin	
- Associated British Foods	- Carr's Milling Industries
- George Weston	- Yara International
- Austevoll	- K+S
- Nutreco	- Northern Foods
- Glanbia	- Donegal Creameries

Auf Basis der obgenannten Kriterien erachten wir diese Unternehmen als grundsätzlich geeignet für die Bestimmung der Durchschnittsmultiplikatoren. Für die Durchschnittsbildung wurden jeweils der tiefste und höchste Wert ausgeschlossen, um Verzerrungen des Ergebnisses durch einzelne „Ausreisser“ zu vermeiden.

Bei allen drei Gesellschaften wurden die nicht operativen Assets separat berücksichtigt. Ebenso wurde die geplante Transaktion zwischen Lion und IAWS berücksichtigt. Da IAWS und Origin mit Geschäftsjahren planen (Geschäftsjahr bis Ende Juli des jeweiligen Kalenderjahres), die nicht mit den Kalenderjahren übereinstimmen, wurden aus Gründen der Vergleichbarkeit das Plan EBIT und der Plan Reingewinn 2008E und 2009E der beiden Gesellschaften auf das Kalenderjahr adjustiert.

Die Multiplikatoren für die letzten 12 Monate (LTM) wurden durch unternehmensspezifische Umstände bei gewissen Vergleichsgesellschaften verzerrt. Ebenso sind aufgrund unterschiedlicher Geschäftsmodelle und unterschiedlicher Profitabilitätserwartungen die Umsatz-Multiplikatoren wenig aussagekräftig. Die unterschiedliche Investitionsintensität bei Hiestand und IAWS führt beim EBITDA Multiplikator zu Ergebnisverzerrungen.

Deshalb erachten wir das Bewertungsergebnis auf Basis der EBIT und der P/E Multiples für die Jahre 2008E und 2009E als am aussagekräftigsten, weshalb für die Plausibilisierung der DCF auf diese Kennzahlen abgestellt wird.

Untenstehend ist das Austauschverhältnis basierend auf den EBIT und P/E – Multiples für die nächsten 1- 2 Jahre (2008E, 2009E) dargestellt.

	(w/o min/max)		
	2008 E	2009 E	Average
EBIT - Multiples	63.6	65.6	64.6
P/E - Multiples	64.6	67.2	65.9

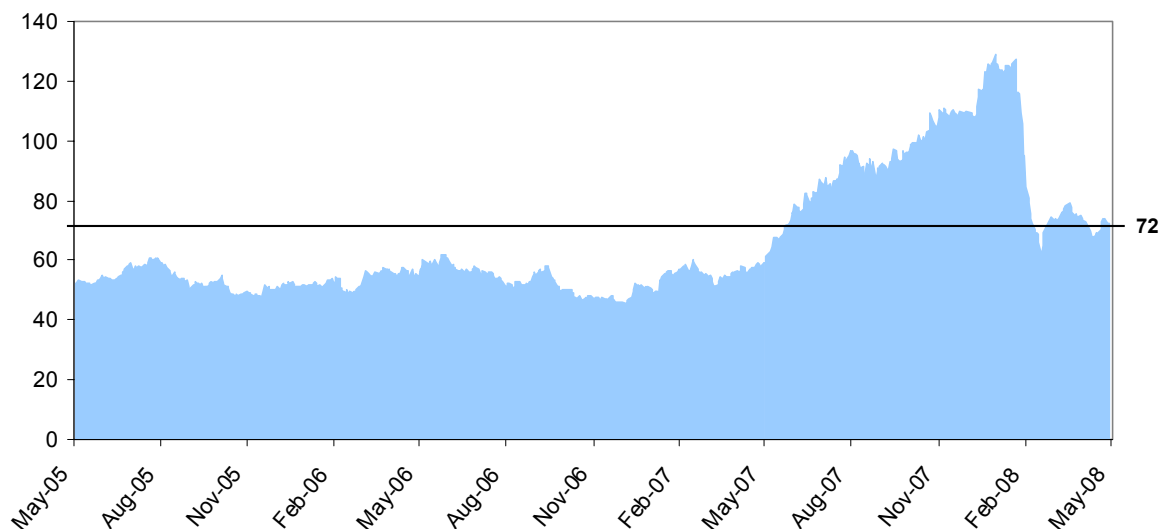
Im Vergleich zu den Resultaten der Discounted Cash Flow Analyse liegen die berechneten Austauschverhältnisse insgesamt etwas tiefer. Die Differenz ist indessen geringfügig, so dass die Ergebnisse das Resultat der DCF Bewertung bestätigen.

5.6. Marktkapitalisierung

Die Analyse der Marktkapitalisierung von Hiestand und IAWS ergibt folgendes Bild:

Entwicklung des Austauschverhältnisses

(Mai 2005 - Mai 2008)



72 = vorgeschlagenes Austauschverhältnis Hiestand – IAWS

Das Austauschverhältnis¹⁵ aufgrund der Marktkapitalisierung hat sich in den vergangenen drei Jahren bis Mai 2007 in einem relativ engen Korridor zwischen 50 und 60 bewegt. Ab Februar 2007 begann Focus Capital ihren damaligen Anteil an Hiestand innerhalb weniger Monate von knapp über 20% kontinuierlich auf rund 30% (evt. mehr) auszubauen. Diese Zukäufe führten in einem illiquiden Markt¹⁶ ab Ende Mai 2007 zu einem ungewöhnlich starken Kursanstieg der Hiestand Aktien, was das Austauschverhältnis zwischenzeitlich auf über

¹⁵ Das Austauschverhältnis versteht sich nach Anpassung der Verwässerung durch den Aktientausch (IAWS Aktien für Hiestand Aktien) zwischen IAWS und Lion

¹⁶ Free Float: ca. 35%, Ø Tagesvolumen der letzten 12 Monate: 1'036 Stück

130 ansteigen liess. Infolge Finanzierungsschwierigkeiten war Focus Capital zu Beginn dieses Jahres gezwungen, ihren Anteil an Hiestand zu verkaufen. Dies brachte den Aktienkurs wieder auf ein Niveau, welches in etwa vor den Zukäufen von Focus Capital beobachtet werden konnte.

Die Kurssteigerung zwischen Mai 2007 und Februar 2008 ist unseres Erachtens weniger auf Veränderungen der Fundamentaldaten von Hiestand, sondern vorwiegend auf die umfangreichen Zukäufe von Focus Capital in einem engen Markt zurückzuführen. Die Berechnung des durchschnittlichen Austauschverhältnisses hängt vorliegend wesentlich vom Betrachtungszeitraum ab. In unserer Analyse haben wir deshalb bewusst auf eine Berücksichtigung von Zeitperioden verzichtet, bei denen der temporäre, durch Focus Capital verursachte Effekt besonders stark ins Gewicht fällt. Dies gilt insbesondere für die 6- und 12-monatigen Beurteilungszeiträume.

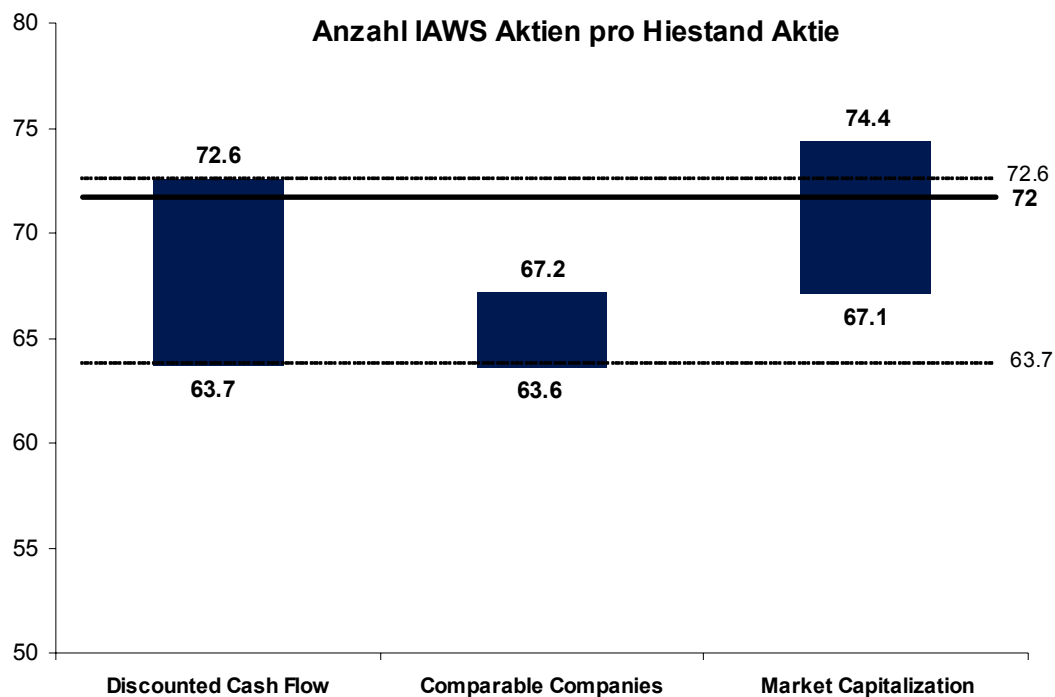
	Hiestand		IAWS		Austausch- verhältnis
	Totale Marktkap. ¹	Preis pro Aktie	Totale Marktkap. ¹	Preis pro Aktie	
	in CHFm	in CHF	in CHFm	in CHF	
last 36 months	833.8	1'571.0	3'460.3	23.4	67.1
last 24 months	968.6	1'824.8	3'735.7	25.3	72.2
last 3 months	949.4	1'788.7	3'552.4	24.0	74.4
last month	982.5	1'851.0	3'775.8	25.6	72.4
as per 30.5.2008	953.7	1'796.9	3'681.5	24.9	72.1

¹ Berechnung auf Basis täglicher, volumengewichteter Durchschnittskurse; Umrechnung der IAWS Aktienkurse erfolgte zum damals gültigen Wechselkurs

Basierend auf der Marktkapitalisierung per 30. Mai 2008 ergibt sich ein Austauschverhältnis von 72.1 IAWS Aktien für 1 Hiestand Aktie. Beobachtungen über einen längeren Zeitraum (36 Monate) ergeben ein deutlich tieferes (67.0) - kürzere Perioden (1 und 3 Monate) dagegen ein geringfügig höheres durchschnittliches Austauschverhältnis (72.4 resp. 74.3). Aufgrund der Analyse der momentan zu beobachtenden und der historischen Marktkapitalisierung von Hiestand und IAWS erachten wir eine Bandbreite des Austauschverhältnisses von 67.1 bis 74.4 als adäquat.



5.7. Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses



Das Bewertungsergebnis der DCF-Methode wird durch die Ergebnisse der ergänzenden Methoden bestätigt. Wie in der obigen Grafik ersichtlich, liegt das vorgesehene Austauschverhältnis von 72 am oberen Ende der DCF-Bewertungsbreite. Das Austauschverhältnis auf Basis der Marktkapitalisierung liegt leicht über dem Resultat der DCF Bewertung. Wir führen diesen Unterschied auf das vorteilhafte Kapitalmarktumfeld für Nahrungsmittelgesellschaften in der Schweiz zurück (im Vergleich zu Irland).

Aufgrund der Tatsache, dass die DCF-Methode einerseits den fairen Wert der Gesellschaften am besten reflektiert und andererseits Sarasin umfassenden Informationszugang hatte, stellen wir primär auf die DCF-Bewertung ab, was eine Bandbreite des Austauschverhältnisses von 63.7 bis 72.6 pro Aktie ergibt.

6. Ergebnis des Gutachtens

Basierend auf den diesem Gutachten zugrunde liegenden Bewertungsanalysen und Überlegungen liegt das von den Verwaltungsräten von Hiestand und IAWS vorgeschlagene **Austauschverhältnis von 72 IAWS Aktien für 1 Hiestand Aktie** respektive **36 Aryzta Aktien für 1 Hiestand Aktie**¹⁷ am oberen Ende der ermittelten Bewertungsbandbreite und ist somit finanziell angemessen. Diese Aussage stützt sich in erster Linie auf das Resultat der DCF-Bewertung und wird durch die dargestellten zusätzlichen Analysen plausibilisiert.

Zürich, 9. Juni 2008

Bank Sarasin & Cie AG

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

¹⁷ Da die IAWS Aktionäre in der vorliegenden Transaktionsstruktur (siehe Kapitel 1.1) 0.5 Aryzta Aktien für eine IAWS Aktie erhalten, entspricht das **Austauschverhältnis zwischen Hiestand und Aryzta 36:1**

7. Anhang

Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen

IAWS Food und Hiestand

Company	Country	Currency	Market Cap (in mio of LC)	Sales Multiples			EBITDA Multiples			EBIT Multiples			P/E Multiples		
				LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E
Greencore	Ireland	EUR	708	0.8x	0.7x	0.7x	8.1x	7.7x	7.3x	10.8x	10.0x	9.4x	11.4x	10.8x	10.4x
Kerry Group	Ireland	EUR	3'593	1.0x	1.0x	0.9x	9.7x	9.4x	9.0x	12.5x	12.0x	11.4x	14.6x	13.9x	13.1x
Canada Bread Company	Canada	CAD	1'652	1.1x	1.0x	1.0x	9.6x	10.7x	9.2x	13.4x	15.9x	12.7x	19.7x	23.3x	18.0x
Flowers Foods	United States	USD	2'210	1.1x	1.0x	0.9x	10.4x	9.5x	8.8x	15.1x	14.5x	13.4x	23.4x	21.0x	19.0x
Panera Bread	United States	USD	1'567	1.4x	1.2x	1.1x	10.9x	9.1x	8.1x	18.5x	15.9x	13.9x	28.6x	24.9x	20.7x
Greggs	United Kingdom	GBP	428	0.7x	0.7x	0.6x	5.6x	5.6x	5.4x	8.3x	8.2x	8.8x	12.5x	12.8x	12.0x
Danone	France	EUR	27'340	2.9x	2.4x	2.2x	18.1x	13.1x	11.9x	22.6x	16.2x	14.6x	26.1x	20.4x	17.7x
Northern Foods	United Kingdom	GBP	426	0.7x	0.7x	0.7x	6.0x	6.6x	6.2x	10.8x	10.8x	10.1x	11.9x	11.4x	10.1x
Sara Lee	United States	USD	9'933	1.0x	0.9x	0.9x	10.4x	7.8x	7.2x	18.6x	12.1x	10.8x	18.2x	14.6x	13.2x
Uniq	United Kingdom	GBP	143	0.3x	0.2x	0.2x	10.4x	8.3x	5.9x	NA	133.3x	21.4x	110.3x	43.7x	14.2x
Cranswick	United Kingdom	GBP	338.835	0.7x	0.6x	0.6x	8.6x	8.0x	7.4x	10.8x	10.1x	9.3x	14.2x	13.1x	11.8x
AVERAGE (All Comparables)				1.1x	1.0x	0.9x	9.8x	8.7x	7.8x	14.2x	23.5x	12.3x	26.4x	19.1x	14.6x
AVERAGE (w/o Min & Max)				0.9x	0.9x	0.8x	9.3x	8.6x	7.7x	13.8x	13.1x	11.7x	18.8x	17.3x	14.4x

Origin

Company	Country	Currency	Market Cap (in mio of LC)	Sales Multiples			EBITDA Multiples			EBIT Multiples			P/E Multiples		
				LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E
Associated British Foods	United Kingdom	GBP	6'977	1.1x	1.1x	1.0x	9.3x	9.1x	8.3x	13.9x	13.1x	11.8x	17.5x	16.0x	14.7x
George Weston	Canada	CAD	6'641	0.4x	0.4x	0.4x	6.5x	6.6x	6.2x	9.7x	9.5x	8.7x	11.3x	11.6x	10.7x
Austevoll	Norway	NOK	7'096	2.8x	2.8x	2.6x	20.1x	13.6x	11.7x	34.8x	19.8x	16.0x	28.6x	16.6x	13.5x
Nutreco	Netherlands	EUR	1'687	0.5x	0.4x	0.4x	10.1x	8.1x	7.4x	13.3x	10.8x	9.8x	14.2x	13.5x	12.0x
Glanbia	Ireland	EUR	1'485	0.8x	0.8x	0.8x	11.4x	10.8x	10.1x	14.8x	13.3x	12.2x	18.0x	15.6x	14.3x
Carr's Miling Industries	United Kingdom	EUR	57	0.3x	0.3x	0.3x	11.1x	10.0x	9.2x	17.2x	12.1x	11.9x	10.7x	12.6x	9.5x
Yara International	Norway	NOK	122'753	2.0x	1.5x	1.4x	12.3x	8.2x	8.0x	14.5x	9.1x	8.8x	15.7x	10.6x	10.4x
K+S	Germany	EUR	13'694	3.5x	3.0x	3.0x	27.3x	13.9x	9.4x	36.0x	15.8x	10.2x	254.5x	21.6x	14.0x
Northern Foods	United Kingdom	GBP	426	0.7x	0.7x	0.7x	6.0x	6.6x	6.2x	10.8x	10.8x	10.1x	11.9x	11.4x	10.1x
Donegal Creameries	Ireland	EUR	63	0.6x	0.6x	0.6x	7.1x	7.5x	7.2x	8.9x	9.2x	8.7x	5.7x	9.6x	9.0x
AVERAGE (All Comparables)				1.3x	1.2x	1.1x	12.1x	9.4x	8.4x	17.4x	12.3x	10.8x	38.8x	13.9x	11.8x
AVERAGE (w/o Min & Max)				1.1x	1.0x	1.0x	11.0x	9.2x	8.2x	16.1x	11.8x	10.5x	16.0x	13.5x	11.8x

Beilage 2: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften

IAWS Food und Hiestand

Company	Beta-Index	Currency	Adjusted Beta ¹⁾	Capital Structure ²⁾	Unlevered Beta
Greencore	Irish Overall Index	EUR	0.463	39%	0.35
Kerry Group	Irish Overall Index	EUR	0.539	35%	0.42
Canada Bread Company	TSX Composite Index	CAD	0.348	2%	0.34
Flowers Foods	S&P 500	USD	0.834	-1%	0.84
Panera Bread	S&P 500	USD	1.254	3%	1.23
Greggs	FTSE 100	GBP	0.604	-3%	0.62
Danone	CAC 40	EUR	0.87	40%	0.68
Northern Foods	FTSE 100	GBP	0.882	51%	0.63
Sara Lee	S&P 500	USD	0.738	21%	0.64
Uniq	FTSE 100	GBP	0.478	31%	0.39
Cranswick	FTSE 100	GBP	0.666	22%	0.54
AVERAGE			0.70		0.61

1) Source: Bloomberg

2) Capital Structure: Net Debt / Market Cap

Origin

Company	Beta-Index	Currency	Adjusted Beta ¹⁾	Capital Structure ²⁾	Unlevered Beta
Associated British Foods	FTSE 100	GBP	0.605	12%	0.55
George Weston	TSX Composite Index	CAD	0.624	79%	0.39
Austevoll	OBX Stock Index	NOK	0.641	35%	0.49
Nutreco	Amsterdam Exch. Index	EUR	0.743	17%	0.65
Glanbia	Irish Overall Index	EUR	0.429	15%	0.38
Carr's Miling Industries	FTSE 100	EUR	0.397	47%	0.29
Yara International	OBX Stock Index	NOK	0.889	6%	0.84
K+S	DAX Index	EUR	1.208	7%	1.15
Northern Foods	FTSE 100	GBP	0.882	51%	0.63
Donegal Creameries	Irish Overall Index	EUR	0.277	29%	0.22
AVERAGE			0.67		0.56

1) Source: Bloomberg

2) Capital Structure: Net Debt / Market Cap

Beilage 3: Abkürzungsverzeichnis / Glossar

Ambient Food	Lebensmittel, welche bei Raumtemperatur gelagert werden können
Beta	Relativer Eigenkapitalrisikofaktor
BP / bp	Basispunkt / basis point
Compco Analyse	Bewertungsmethode, die einen Vergleich mit ähnlichen kotierten Gesellschaften vornimmt
DCF	Discounted Cash Flow
FCF	Free Cash Flow (vor Fremdkapitalzinsen); wurden als finanzielle Überschüsse in der DCF-Bewertung verwendet
EBIT	Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
Free Float	Streubesitz
LTM	Last twelve months (Erfolgsrechnungszahlen basierend auf den veröffentlichten Finanzaufstellungen der letzten 12 Monate)
Residualwert	Unternehmenswert am Ende der Planungsperiode
Unternehmenswert brutto	Wert einer Gesellschaft vor Abzug des verzinslichen Fremdkapitals (allenfalls bereinigt um überschüssige Liquidität)
Unternehmenswert netto	Wert einer Gesellschaft nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals; entspricht dem Wert des Eigenkapitals
Value Driver	Bewertungsparameter, der einen wesentlichen Einfluss auf das Resultat der DCF-Bewertung hat
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Gewichtete Gesamtkapitalkosten, bestehend aus Eigen- und Fremdkapitalkosten)