



Lombard Odier Darier Hentsch

Corporate Finance

Gutachten zuhanden des Verwaltungsrates der Büro-Fürrier AG

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des
öffentlichen Kaufangebots von Holding Lyreco
Internationale S.A.S. für alle sich im Publikum
befindenden Inhaberaktien der Büro-Fürrier AG

14. April 2005

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie
Corporate Finance

Sihlstrasse 20 · 8021 Zürich | Postfach 1831 · 8032 Zürich | Schweiz
Telefon +41 (0)1 214 11 11 · Fax +41 (0)1 214 13 39 · www.lodh.com

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	III
Beilagenverzeichnis.....	IV
1 Einleitung	1
1.1 Ausgangslage.....	1
1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Büro-Fürrer an LODH Corporate Finance	2
2 Beurteilungsgrundlagen	3
3 Darstellung Büro-Fürrer Gruppe	5
3.1 Kurzbeschrieb	5
3.2 Übersicht Geschäftsmodell und -strategie.....	5
3.3 Marktübersicht.....	7
3.4 Beziehungen zwischen Lyreco-Gruppe und Büro-Fürrer Gruppe	9
4 Analyse und Bewertung.....	10
4.1 Bewertungsmethoden	10
4.2 Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse.....	10
4.3 Discounted Cashflow Methode.....	11
4.4 Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen	15
4.5 Marktbewertung anhand vergleichbarer Unternehmenstransaktionen	15
5 Gesamtbeurteilung	17

Abkürzungsverzeichnis

Beta	Relatives Eigenkapitalrisiko
Büro-Fürrer	Büro-Fürrer AG
Büro-Fürrer Aktie	Inhaberaktie der Büro-Fürrer AG zu CHF 0.50 Nennwert
Büro-Fürrer Gruppe	Büro-Fürrer AG sowie ihre Tochtergesellschaften und Beteiligungen
CAPM	Capital asset pricing model
CHF	Schweizer Franken
Fürrer-Aktionärsgruppe	Rudolf H. Fürrer, Rudolf M. Fürrer, Danielle Gloor-Fürrer und Renée Queloz-Fürrer
DCF	Discounted Cashflow
Mia.	Milliarde(n)
Mio.	Million(en)
Lyreco	Holding Lyreco Internationale S.A.S.
Lyreco-Gruppe	Lyreco S.A., deren Tochtergesellschaft Holding Lyreco Internationale S.A.S. und weitere direkte und indirekte Tochtergesellschaften und Beteiligungen
WACC	Weighted average cost of capital

Beilagenverzeichnis

- Beilage 1: Kursentwicklung der Büro-Fürrrer Aktie
- Beilage 2: Volumenanalyse der Büro-Fürrrer Aktie
- Beilage 3: Beta- und Kapitalstruktur-Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen
- Beilage 4: Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen
- Beilage 5: Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer Transaktionen

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Am 10. März 2005 haben Lyreco und die Fürer-Aktionärsgruppe einen Aktienkaufvertrag abgeschlossen. Gemäss diesem Aktienkaufvertrag verkauft die Fürer-Aktionärsgruppe an Lyreco 400'000 nicht kotierte Namenaktien der Büro-Fürer mit einem Nennwert von je CHF 0.10 sowie 15'618 kotierte Inhaberaktien der Büro-Fürer mit einem Nennwert von je CHF 0.50, was insgesamt ca. 79.9% der Stimmrechte der Büro-Fürer entspricht. Mittels Voranmeldung vom 11. März 2005 hat Lyreco angekündigt, dass sie das im Entwurf des Angebotsprospekts vom 13. April 2005 beschriebene öffentliche Kaufangebot unter der Bedingung unterbreiten wird, dass der Aktienkaufvertrag gemäss seinen Bestimmungen vollzogen wird. Am 13. April 2005 haben die Parteien den Aktienkaufvertrag vollzogen.

Lyreco's hauptsächliche Geschäftstätigkeiten bestehen im Verkauf und Vertrieb von Büroverbrauchsmaterial an Unternehmenskunden (business to business). Lyreco ist Teil der privat gehaltenen Lyreco-Gruppe. Die Lyreco-Gruppe erzielte in 2004 einen konsolidierten Umsatz von EUR 1'561 Mio., ist in 19 Ländern aktiv und beschäftigt mehr als 8'200 Mitarbeiter.

Mit dem Kaufangebot beabsichtigt Lyreco, sämtliche sich im Publikum befindenden Büro-Fürer Aktien zu erwerben, mit Ausnahme der durch Büro-Fürer selbst gehaltenen Aktien (ca. 2.5% aller Stimmrechte). Lyreco beabsichtigt zudem, nach dem Vollzug des Kaufangebots die Inhaberaktien von der Börse zu dekotieren und Büro-Fürer als private Gesellschaft als Teil der Lyreco-Gruppe weiter zu führen.

Gemäss Voranmeldung wird der Angebotspreis des öffentlichen Kaufangebotes CHF 500 je Büro-Fürer Aktie betragen.

1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Büro-Fürrier an LODH Corporate Finance

Der Verwaltungsrat von Büro-Fürrier hat LODH Corporate Finance mit der Erstellung eines Gutachtens (Fairness Opinion) zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots von Lyreco an die Publikumsaktionäre von Büro-Fürrier beauftragt. Dieses Gutachten ist als Beurteilungsgrundlage für den Verwaltungsrat und dessen Bericht bestimmt. Es darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

Das Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Es enthält auch keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche der Entscheid einer Annahme oder Ablehnung ergeben kann. Das Gutachten enthält weiter keine Beurteilung über den künftigen Wert der Büro-Fürrier Aktie und zu welchen Preisen im Kaufangebot nicht angediente Büro-Fürrier Aktien zukünftig gehandelt werden können.

2 Beurteilungsgrundlagen

LODH Corporate Finance verwendete zu ihrer Beurteilung namentlich die folgenden Grundlagen:

- Publierte Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots von Lyreco für alle sich im Publikum befindenden Büro-Fürer Aktien, datiert vom 11. März 2005;
- Entwurf des Angebotsprospekts vom 13. April 2005 des öffentlichen Kaufangebots von Lyreco zum Kauf aller sich noch im Publikum befindenden Büro-Fürer Aktien;
- Bestimmte öffentlich zugängliche Informationen betreffend die Büro-Fürer Gruppe, welche für die Analyse von LODH Corporate Finance als relevant betrachtet wurden, einschliesslich der revidierten Jahresberichte 2001/02, 2002/03 und 2004 sowie der ungeprüften Halbjahresberichte 2001/02, 2002/03 und 2004, Pressemitteilungen, Zeitungsberichte;
- Bestimmte unternehmensinterne Informationen (operative und finanzielle) und Dokumente der Büro-Fürer Gruppe, welche für die Analyse von LODH Corporate Finance als relevant betrachtet wurden, einschliesslich der strategischen Pläne und der Budgets/Finanzprojektionen seitens des Managements der Büro-Fürer Gruppe;
- Kapitalmarktanalyse von Pictet & Cie: Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2004), aufdatiert vom Januar 2005 (siehe Ziffer 4.3);
- Kapitalmarktanalysen von Pratt, S. P./Reilly, R. F./Schweih, R. P.: Valuing small businesses & professional practices; Koeplin, J./Sarin, A.C.: The private company discount, in Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. 4, Winter 2000 (siehe Ziffer 4.3, 4.4 und 4.5);
- Historische Kurs- und Volumenanalyse der Büro-Fürer Aktie;
- Bestimmte Kapitalmarkt- und Finanzdaten sowie Geschäftsinformationen ausgewählter kotierter Unternehmen (siehe *Beilagen 3 und 4*);

- Bestimmte Transaktions- und Finanzinformationen ausgewählter Unternehmenstransaktionen (siehe *Beilage 5*).

LODH Corporate Finance hat die operativen und finanziellen Informationen, einschliesslich der strategischen Pläne, finanziellen Budgets und Projektionen des Büro-Fürer Managements auf Plausibilität überprüft und mit Vertretern des Managements von Büro-Fürer besprochen.

LODH Corporate Finance hat im Rahmen ihrer Arbeiten keine Besichtigungen der Gebäude und Einrichtungen der Büro-Fürer Gruppe durchgeführt. Des weiteren hat LODH Corporate Finance keine Schätzungen oder Bewertungen der Aktiven und Passiven vorgenommen oder erstellen lassen.

Die Beurteilung von LODH Corporate Finance basiert auf markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und berücksichtigt die Kapitalmarktverhältnisse sowie weitere Gegebenheiten, welche zum Zeitpunkt der Beurteilung bestanden oder erwartet wurden und ausgewertet werden konnten.

Bei der Erstellung des Gutachtens hat LODH Corporate Finance die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.

Im Weiteren hat sich LODH Corporate Finance auf Zusicherungen des Managements von Büro-Fürer gestützt, dass dieses sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, wonach die verwendeten Informationen ungenau oder irreführend wären.

3 Darstellung Büro-Fürrer Gruppe

3.1 Kurzbeschrieb

Die Büro-Fürrer Gruppe mit Hauptsitz in Zürich ist in der Schweiz im Verkauf und Vertrieb von Büroverbrauchsmaterial, Kaffeemaschinen und Kaffeekapseln einerseits, andererseits in der Beratung und im Verkauf von Büroeinrichtungen tätig. Die Büro-Fürrer Gruppe erwirtschaftete 2004 einen konsolidierten Umsatz von CHF 136.2 Mio. (die 42.5% Beteiligung Ergodata AG wird nach der Equity-Methode konsolidiert). Hauptaktionärin von Büro-Fürrer ist seit dem 13. April 2005 Lyreco, welche gemäss Entwurf des Angebotsprospekts vom 13. April 2005 ca. 82% der Stimmrechte der Büro-Fürrer hält (nach Abzug der eigenen Aktien der Büro-Fürrer); die restlichen ca. 18% der Stimmrechte werden durch Publikumsaktionäre gehalten.

3.2 Übersicht Geschäftsmodell und -strategie

Das Geschäftsmodell der Büro-Fürrer Gruppe ist auf Unternehmenskunden ausgerichtet und setzt sich aus zwei Unternehmenssegmenten zusammen. Das Segment *Office Supplies* beinhaltet das Büroverbrauchsmaterialgeschäft (Office Direct / Office Contracting) und das Kaffeegeschäft (Office Coffee) mit Nespresso Maschinen und Kaffeekapseln. Das Segment *Office Design* umfasst Beratung, Verkauf und Vertrieb von Büroeinrichtungen.

Im Folgenden werden die Strategien der wichtigsten Geschäftseinheiten der Büro-Fürrer Gruppe kurz erläutert:

Office Supplies

Office Direct ist im Katalog- und Online-Geschäft mit mittelgrossen Unternehmenskunden tätig. In diesem Bereich werden bereits heute fast 70% der Aufträge mittels standardisierten E-Commerce-Lösungen online abgewickelt. Mit dem Ausbau des Dienstleistungsanteils, durch attraktive Kundenbindungsprogramme und vor allem durch eine verstärkte

Bearbeitung der mittelgrossen Kunden sollen die Umsätze gesteigert werden. Office Direct soll in Zukunft noch stärker als „single source“ Anbieter positioniert werden, um sich den künftigen Herausforderungen eines preissensitiveren Käuferverhaltens, dem Verdrängungskampf unter den bestehenden Wettbewerbern und dem zurzeit stattfindenden Eintritt starker ausländischer Konkurrenten in den schweizerischen Markt zu stellen. Diese Herausforderungen lassen eine Umverteilung von Marktanteilen und einen weiteren Druck auf die Absatzpreise erwarten.

Office Contracting konzentriert sich auf Grossunternehmen, die mit klaren Forderungen nach individuellen, wirtschaftlich attraktiven und sehr oft auch entsprechend komplexen Beschaffungs- und Bewirtschaftungslösungen (E-Commerce) an die Büro-Fürer Gruppe herantreten. Durch eine Erweiterung der Logistikdienstleistungen mit z.B. kundenspezifischen Artikeln sollen bestehende Kunden noch stärker an die Büro-Fürer Gruppe gebunden und Neukunden hinzugewonnen werden.

Neben dem direkten Unternehmenskundengeschäft (business to business) verfügt die Büro-Fürer Gruppe über einen Papeterieladen (retail) in Zürich.

Office Coffee ist im Vertrieb von Kaffeesystemen, Kaffee und Zubehör für Unternehmungen und Betriebe (inkl. Hotellerie und Gastronomie) tätig. Die Büro-Fürer Gruppe ist der exklusive Vertriebspartner für Nespresso Professional Produkte in der deutschen Schweiz. Gegenwärtig sind über 26'000 Maschinen platziert, die täglich rund 170'000 Kaffees generieren. Die bestehende Marktposition soll dank neuer Produkte, dem weiteren Ausbau des Aussendienstes sowie dem Aufbau von Maschinenverkaufspartnern weiter ausgebaut werden.

Office Design

Office Design konzentriert sich auf Mittel- und Grossunternehmen sowie öffentliche Institutionen und ist als Anbieter von Büromöbel-Systemen und Zubehör sowie als Berater (Konzeption, Planung) für massgeschneiderte Lösungen tätig. Office Design lässt ihre Produkte bei Drittunternehmen herstellen, um sich vollumfänglich auf die Planung, den Verkauf und die Einrichtung zu konzentrieren. Die Büro-Fürrer Gruppe ist zudem mit zwei Partnern (2 W Witzig Waser Büromöbel AG und Büro Schoch AG) am Joint-Venture Ergodata AG (42.5% Beteiligung) beteiligt, welche Gemeinschaftsprodukte entwickelt. Für die Belieferung von einigen Grosskunden bilden die drei Partnerfirmen Arbeitsgemeinschaften, welche mehrheitlich unter der Führung der Büro-Fürrer Gruppe stehen. Die Marktposition, welche durch das bestehende Geschäftsmodell sowie durch die Kooperation mit der Ergodata AG erreicht wurde, soll durch eine Ausweitung des Angebotes auf neue Zielgruppen gefestigt werden. Modulare Büromöbel-Systeme, Top Qualitätsprodukte („Swiss made“) und ein umfangreiches Know-how im Bereich Design sollen das künftige Wachstum sicherstellen.

3.3 Marktübersicht

Büroverbrauchsmaterial

Das Management der Büro-Fürrer Gruppe schätzt, dass der Schweizer Markt im Bereich Office Supplies für Unternehmenskunden ca. CHF 1 Mia. beträgt. Davon entfallen rund 60% auf Mittel- und Grossunternehmen, dem Zielmarkt der Büro-Fürrer Gruppe.

Aufgrund der rezessionsbedingten Umsatzrückgänge der letzten Jahre und der schleppenden Verbesserung des aktuellen konjunkturellen Umfeldes, sind von den Abnehmern nur geringe Wachstumsimpulse für den Gesamtmarkt zu erwarten. Da im Dienstleistungssektor künftig nur punktuell neue Arbeitsplätze geschaffen werden dürften, muss Wachstum primär durch Verdrängung von Konkurrenten erzielt werden.

Die Büro-Fürrer Gruppe ist mit einem Marktanteil von 14% klarer Marktführer im Bereich Mittel- und Grossunternehmen, der nächst grössere

Konkurrent hält noch einen halb so grossen Marktanteil. Im Bereich Kleinunternehmen, der nicht Zielmarkt der Büro-Fürer Gruppe ist, sind die Unternehmen Office World, iba sowie Viking Direkt (Office Depot) führend. Der restliche Markt ist stark fragmentiert und auf viele lokale Konkurrenten verteilt.

Kaffeegeschäft

Gemäss Schätzungen vom Management der Büro-Fürer Gruppe gibt es in der Schweiz insgesamt 280'000 Unternehmen, welche potentielle Zielkunden im Bereich Office Coffee wären. Diese werden als Unternehmen mit mehr als 2 Mitarbeitern und regelmässigem Kaffeekonsum definiert. Zurzeit beziehen rund 16'000 Unternehmen respektive ca. 6% der Zielkunden Produkte der Nespresso Professional Linie.

Das Marktpotential liegt bei Unternehmen, welche durch die zunehmende Sensibilisierung für qualitativ hochstehenden Espresso auf neue Kaffeesysteme wechseln. Diese Marktgegebenheit soll das bisherige Wachstum im Bereich Office Coffee aufrechterhalten.

Die Büro-Fürer Gruppe ist klarer Marktführer in ihrem Marktsegment, daneben existiert zurzeit nur ein direkter Konkurrent.

Büroeinrichtungen

Das Management der Büro-Fürer Gruppe schätzt, dass der Schweizer Markt für Büroeinrichtungen ca. CHF 450 Mio. beträgt.

Der Markt bewegt sich gemäss Schätzungen des Managements noch immer rund 50% unter dem Höchststand des Jahres 2001. Der Markt ist weiterhin geprägt von einem massiven Angebotsüberhang, vielen leer stehenden Büroflächen und nicht besetzten Arbeitsplätzen.

Der Markt für Büroeinrichtungen ist stark von volkswirtschaftlichen Zyklen abhängig. Gemäss Einschätzungen des Managements wurde die Talsohle in 2004 erreicht bzw. durchschritten. Ein Nachfrageboom wie Ende der Neunzigerjahre bis zum Platzen der Technologieblase kann zukünftig aber nicht erwartet werden. Der Investitionsstau der vergangenen 3 Jahre sollte jedoch ab 2005 zu einer leichten Belebung führen.

Die generell verbesserten Unternehmensabschlüsse sollen sich kurz- bis mittelfristig positiv auf Ersatzinvestitionen auswirken.

Marktführer im Bereich Büroeinrichtungen sind Lista, USM, Interoffice sowie die Ergodata-Gruppe (Büro-Fürrier, 2 W Witzig Waser Büromöbel AG und Büro Schoch AG). Der Marktanteil der Büro-Fürrier beträgt rund 6%, derjenige der Ergodata-Gruppe rund 12%.

3.4 Beziehungen zwischen Lyreco-Gruppe und Büro-Fürrier Gruppe

Seit der Übernahme von Büro-Fürrier durch Lyreco haben sich folgende Beziehungen zwischen der Lyreco-Gruppe und der Büro-Fürrier Gruppe ergeben:

Aktienbesitz

Lyreco hält gemäss Entwurf des Angebotsprospekts vom 13. April 2005 direkt und indirekt rund 82% der Büro-Fürrier Stimmrechte (nach Abzug der eigenen Aktien der Büro-Fürrier).

Verwaltungsratsmitglieder

An der Generalversammlung vom 12. April 2005 wurden auf Antrag von Lyreco folgende Mitglieder gewählt:

- Eric Bigeard, Verwaltungsratspräsident von Büro-Fürrier – Chief Executive Officer von Lyreco und Minderheitsaktionär der Muttergesellschaft von Lyreco;
- Marcel Queloz, Mitglied des Verwaltungsrates - Chief Executive Officer von Büro-Fürrier;
- Dr. Rudolf Tschäni, Mitglied des Verwaltungsrates von Büro-Fürrier – Partner der Anwaltskanzlei Lenz & Staehelin und Berater von Lyreco.

Die bisherigen Verwaltungsratsmitglieder Rudolf M. Fürrier, Rudolf H. Fürrier, Mario Fontana und Kurt E. Feller sind auf diese Generalversammlung zurückgetreten.

4 Analyse und Bewertung

4.1 Bewertungsmethoden

Zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots führte LODH Corporate Finance folgende Bewertungsmethoden durch:

- DCF-Methode
- Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen
- Marktbewertung anhand vergleichbarer Unternehmenstransaktionen

4.2 Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse

Beilage 1 stellt die Aktienkursentwicklung der Büro-Fürrer Aktie über die letzten drei Jahre vor Ankündigung der Transaktion am 10. März 2005 dar. Entsprechend der Darstellung erreichte die Büro-Fürrer Aktie zuletzt im März 2002 den Preis von CHF 500.

Der Angebotspreis von CHF 500 je Büro-Fürrer Aktie liegt ca. 36% über den durchschnittlichen Eröffnungskursen der Büro-Fürrer Aktie an der SWX Swiss Exchange während der letzten 30 Börsentage vor Publikation der Voranmeldung.

Die Analyse gemäss *Beilage 2* zeigt die wöchentlich gehandelten Volumen der Büro-Fürrer Aktie vor Ankündigung der Transaktion. Im Durchschnitt wurden wöchentlich 164 Büro-Fürrer Aktien gehandelt, womit die Aktienliquidität als äusserst niedrig zu beurteilen ist.

4.3 Discounted Cashflow Methode

Die Bewertungsergebnisse der DCF-Methode basieren einerseits auf den geschätzten zukünftigen freien Cashflows (vor Finanzierungsströmen), andererseits auf dem Gesamtkapitalkostensatz (WACC), mit welchem die freien Cashflows diskontiert werden.

Die Schätzung der freien Cashflows orientiert sich an der bestehenden Finanz- und Ertragslage und den zukünftigen wirtschaftlichen und finanziellen Erwartungen bezüglich der Büro-Fürer Gruppe. Der Gesamtkapitalkostensatz besteht aus den gewichteten zukünftig erwarteten Fremdkapitalkosten und einer angemessenen Eigenkapitalrendite gemäss CAPM.

Der abgeleitete gewichtete Gesamtkapitalkostensatz wurde auf 8.2%, der Eigenkapitalkostensatz auf 9.4% und der Fremdkapitalkostensatz auf 3.2% (nach Steuern) geschätzt.

Diese Kapitalkostensätze bzw. von Investoren geforderten Renditen sind vergleichbar mit solchen, welche Finanzanalysten in Aktienstudien für vergleichbare Unternehmen verwenden.

Die Bestandteile der berechneten Kapitalkosten leiten sich wie folgt ab:

Risikoloser Zinssatz	2.7%
Der risikolose Zinssatz entspricht der aktuellen Rendite auf Verfall der Schweizer Bundesobligation mit Verfall in 2033.	

Beta	1.1
Das Beta orientiert sich am durchschnittlichen (Median) Beta vergleichbarer kotierter Unternehmen. Die Betas der vergleichbaren Unternehmen gemäss <i>Beilage 3</i> wurden über den Zeitraum der letzten zwei Jahre berechnet.	

Marktrisikoprämie	3.9%
Die geschätzte Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des schweizerischen Aktienmarktes und der risikolosen Rendite von Bundesobligationen über die letzten 80 Jahre. Basis der Berechnungen ist eine publizierte Studie einer unabhängigen Drittbank ¹ .	

¹ Vgl. Pictet & Cie: Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2004), Januar 2005

Renditezuschlags- satz für Illiquidität der Aktien	35%
<p>Die Ableitung der Kapitalkosten basiert auf Parametern von liquiden Anlageinstrumenten (Aktien, Anleihen).</p> <p>Aktienliquidität wird als Eigenschaft definiert, Aktien jederzeit mit minimalen Transaktions- und Administrationskosten und einer hohen Wahrscheinlichkeit bezüglich dem Nettoerlös in flüssige Mittel wandeln zu können. Verschiedene US-amerikanische Studien Dritter, welche dieses Element untersucht haben, kommen zum Schluss, dass illiquide gegenüber liquiden Aktien einen Preisabschlag in der Bandbreite von 23% - 63% aufweisen.²</p> <p>Dieser hergeleitete Preis- bzw. Wertabschlag basiert implizit auf einer Erhöhung (Zuschlag) der von Eigenkapitalinvestoren geforderten Rendite, um diese für die Illiquidität solcher Aktien zu entschädigen. Dieser Renditezuschlag wird auf den Eigenkapitalkostensatz/Eigenkapitalrendite) vor Berücksichtigung der Aktienilliquidität angewandt.³</p> <p>Der gewählte Zuschlagssatz von 35% auf dem Eigenkapitalkostensatz erscheint daher im konkreten Fall aufgrund der äusserst geringen Liquidität der Büro-Fürrier Aktie und der oben erwähnten Bandbreite als angemessen.</p>	

² Bei den Studien handelt es sich z.B. um Restricted Stock Studies, Pre-IPO Discount Studies, Acquisition Approach Studies. Vgl. Pratt, S. P./Reilly, R. F./Schweih, R. P.: Valuing small businesses & professional practices und Koeplin, J./Sarin, A./Shapiro, A.C.: The private company discount, in Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. 4, Winter 2000

³ Berechnung: Eigenkapitalkostensatz vor Renditezuschlag multipliziert mit 1 + Renditezuschlagssatz

Fremdkapitalkosten	4.2%
<p>Die geschätzten Fremdkapitalkosten (vor Steuereffekt) weisen gegenüber der Rendite der obenerwähnten Bundesobligation eine Risikoprämie von 1.5% auf. Die Risikoprämie wurde über einen Vergleich der Renditen auf Verfall von Anleihen von mit der Büro-Fürer Gruppe vergleichbaren Unternehmen (vgl. <i>Beilage 3</i>) und den entsprechenden Renditen risikofreier Staatsanleihen geschätzt.</p>	

Ertragssteuersatz	24%
<p>Der verwendete Steuersatz entspricht dem zukünftig erwarteten, durchschnittlichen Steuersatz der Büro-Fürer Gruppe.</p>	

Verhältnis Fremdkapital / Eigenkapital	20/80
<p>Das unterstellte, langfristige Finanzierungsverhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital basiert auf Marktwerten, lehnt sich an die Finanzierungsstruktur vergleichbarer kotierter Unternehmen (vgl. <i>Beilage 3</i>) an und berücksichtigt eine geschätzte zukünftige Verschuldungskapazität der Büro-Fürer Gruppe.</p>	

Sowohl die jährlichen freien Cashflows des Planungszeitraums (2005 - 2007) als auch der Endwert (terminal value) werden mit dem Gesamtkapitalkostensatz auf den Gegenwartswert diskontiert. Der Endwert berücksichtigt den auf den Planungshorizont folgenden, nachhaltigen freien Cashflow. In der Endwertberechnung (einstufig gemäss Gordon-Growth Model) wird der nachhaltige freie Cashflow mit dem Gesamtkapitalkostensatz, unter Berücksichtigung eines zukünftigen Wachstums von 0.5% p.a., kapitalisiert.

Weiter hat LODH Corporate Finance Sensitivitätsberechnungen aufgrund Variation verschiedener Parameter (z.B. Gesamtkapitalkosten,

EBITDA-Marge, Wachstum der freien Cashflows) im Endwert durchgeführt.

Auf die Beurteilung dieser Bewertung wird in Ziffer 5 eingegangen.

4.4 Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen

Beilage 4 stellt die relativen Bewertungen (Wertmultiplikatoren) kotierter Unternehmen dar, welche als vergleichbar eingestuft wurden.

Bei der Berechnung der Eigenkapitalwerte wurde primär auf die zukünftigen EBITDA- und EBIT-Wertmultiplikatoren der Vergleichsunternehmen und auf Finanzprojektionen für die Büro-Fürer Gruppe abgestellt. Die so ermittelten Werte wurden um einen Abschlag von 35% reduziert, um die relevanten Eigenkapitalwerte für Büro-Fürer zu erhalten. Dieser Abschlag berücksichtigt die Illiquidität der Büro-Fürer Aktie gegenüber der Marktliquidität der Aktien der Vergleichsunternehmen (vgl. Ziffer 4.3).

Auf die Beurteilung dieser Bewertung wird in Ziffer 5 eingegangen.

4.5 Marktbewertung anhand vergleichbarer Unternehmenstransaktionen

Beilage 5 enthält die relativen Bewertungen (Wertmultiplikatoren) vergleichbarer Unternehmenstransaktionen, für welche die finanziellen Bedingungen veröffentlicht wurden.

Die ausgewählten Transaktionen unterscheiden sich sowohl untereinander als auch im Vergleich mit dem öffentlichen Kaufangebot von Lyreco an die Publikumsaktionäre der Büro-Fürer bezüglich Grösse der zugrunde liegenden Unternehmen und dem Verkauf von Kontrollmehrheit- bzw. Minderheitsanteilen.

Bei der Berechnung der Eigenkapitalwerte wurde primär auf die EBITDA- und EBIT-Wertmultiplikatoren der vergleichbaren Unterneh-

menstransaktionen und auf Finanzzahlen der Büro-Fürrier Gruppe abgestellt.

Die mittels den erwähnten Wertmultiplikatoren abgeleiteten Eigenkapitalwerte wurden um einen Abschlag von 15% angepasst. Dieser Abschlag berücksichtigt den Unterschied der jeweils erzielten Preise beim Verkauf von Minderheitsanteilen gegenüber Mehrheitsanteilen, mit welchen die Kontrolle über ein Unternehmen ausgeübt werden kann. Rund die Hälfte der beurteilten Transaktionen stellen Verkäufe einer Kontrollmehrheit seitens eines Verkäufers dar, die andere Hälfte umfasst Verkäufe von Minderheitsaktionären analog der Transaktion zwischen Lyreco und den Publikumsaktionären der Büro-Fürrier. Basis zur Ermittlung der Höhe des Abschlags von 15% stellen verschiedene US-amerikanische Studien Dritter dar. Die Studien zeigen auf, dass Preise für Minderheitsanteile gegenüber solchen von Kontrollmehrheiten einen Abschlag von 27% - 33% aufweisen⁴.

⁴ Vgl. Valuing small businesses & professional practices und Koeplin, J./Sarin, A./Shapiro, A.C.: The private company discount, in Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. 4, Winter 2000

5 Gesamtbeurteilung

Im Vordergrund der Bewertungsüberlegungen stand die DCF-Methode, wobei zur Plausibilisierung die Marktbewertungsmethoden anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen und vergleichbarer Unternehmenstransaktionen herangezogen wurden. Insbesondere wurde auch die Aktienkursentwicklung der Büro-Fürrer Aktie über die letzten Jahre im Vergleich zum Angebotspreis beurteilt.

Die zur Plausibilisierung herangezogenen Marktbewertungsmethoden stützen die Ergebnisse der DCF-Methode.

Unter Berücksichtigung aller Analysen und Bewertungsüberlegungen ergibt sich eine Wertbandbreite für eine Büro-Fürrer Aktie von CHF 412 bis CHF 471. Diese Wertbandbreite versteht sich exklusive der Auszahlung der von der Generalversammlung am 12. April 2005 beschlossenen Dividende von brutto CHF 15 je Büro-Fürrer Aktie, welche den Publikumsaktionären vor Beginn der Angebotsfrist des öffentlichen Kaufangebots ausgeschüttet werden soll. Gestützt darauf kommt Lombard Odier Darier Hentsch Corporate Finance zum Schluss, dass der Angebotspreis des öffentlichen Kaufangebots an die Publikumsaktionäre seitens Lyreco von CHF 500 je Aktie finanziell angemessen und fair ist.

Mit freundlichen Grüssen

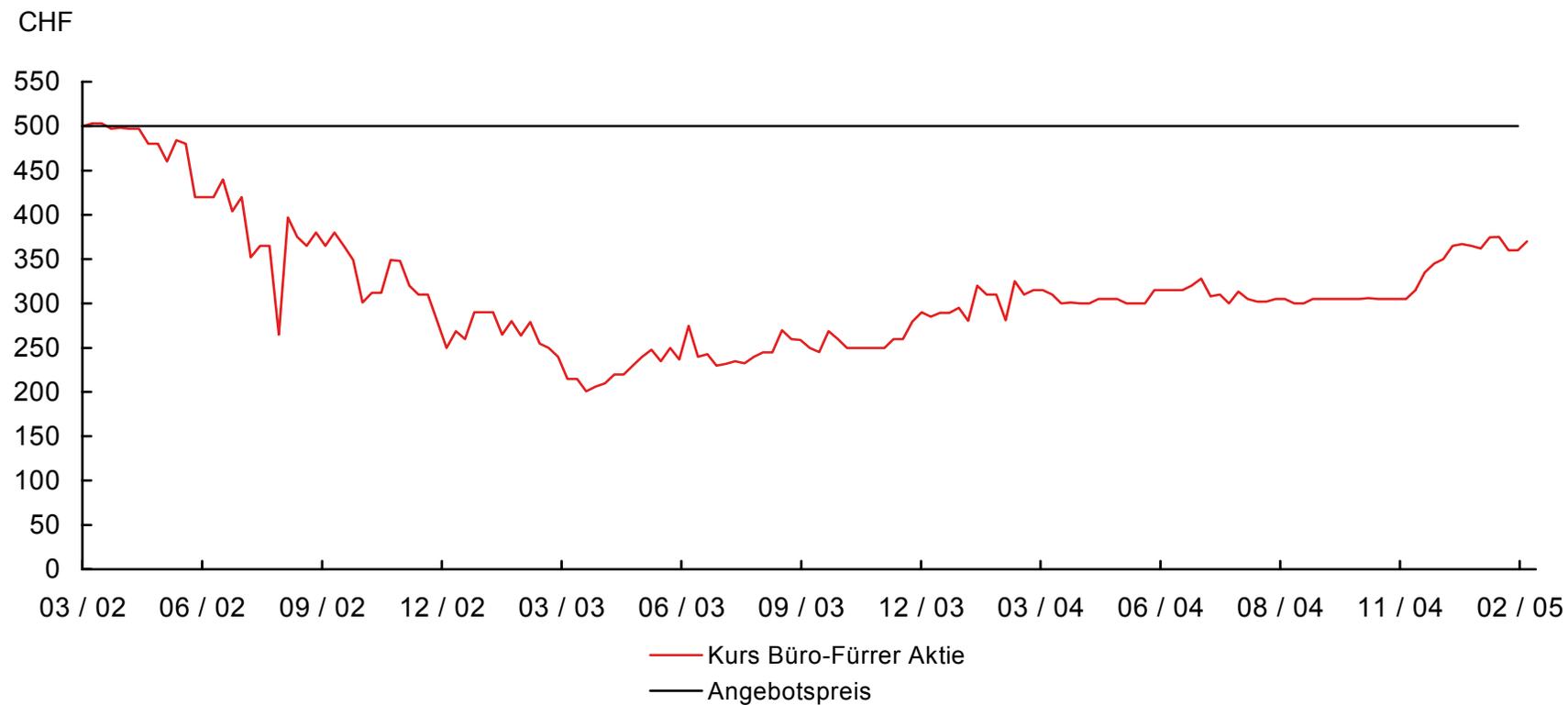
Lombard Odier Darier Hentsch & Cie
Corporate Finance

Philippe Leuenberger

Robin Richiger

Beilagen

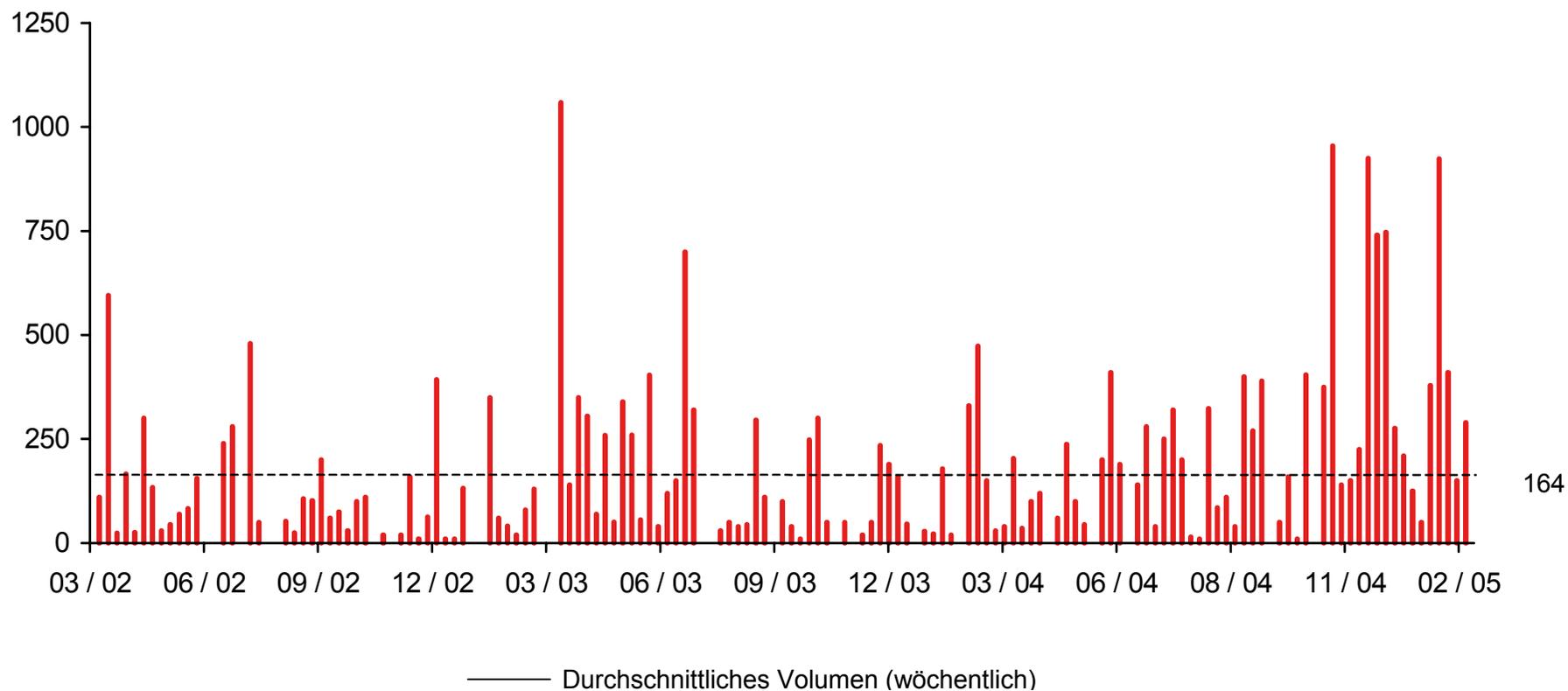
Beilage 1: Kursentwicklung Büro-Fürer Aktie (3 Jahre)



Quelle: Bloomberg

Beilage 2: Volumenanalyse der Büro-Fürrier Aktie (3 Jahre)

Volumen in Stück



Quelle: Bloomberg

Beilage 3: Beta- und Kapitalstruktur-Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen

Company	Currency	Market Data				Beta Equity	Beta Business Risk ³⁾
		Market cap. 05.04.2005	Net debt ¹⁾	Capital structure ²⁾	Marg. tax rate	Bloomberg 05.04.2005	Bloomberg 05.04.2005
Beltton-Yhtiot Oyi	EUR	36.1	5.4	15.0%	29.0%	n.m.	n.m.
Buhrmann	EUR	1'373.4	707.0	51.5%	29.0%	n.m.	n.m.
Office Depot Inc	USD	6'959.3	-356.0	-5.1%	40.0%	1.00	1.03
Staples Inc	USD	15'674.9	-910.4	-5.8%	40.0%	1.08	1.12
United Stationers Inc	USD	1'494.5	2.3	0.2%	40.0%	1.25	1.25
	Average	5'107.6	-110.3	11.1%	35.6%	1.11	1.13
	Median	1'494.5	2.3	0.2%	40.0%	1.08	1.12

1) Interest bearing debt minus cash and cash equivalents

2) Capital structure: net debt / market cap.

3) Beta business risk = beta equity / [1+ capital structure x (1 - marginal tax rate)]

Quelle: Bloomberg

Beilage 4: Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen

Company	Cur.	Market cap. ¹⁾ 05.04.2005	EV 05.04.2005	Enterprise Value											
				Sales Multiples				EBITDA Multiples				EBIT Multiples			
				2003A	2004A	2005E	2006E	2003A	2004A	2005E	2006E	2003A	2004A	2005E	2006E
Belton-Yhtiot Oyj	EUR	36.1	42.3	0.7x	0.7x	0.7x	0.6x	7.1x	12.0x	10.6x	8.5x	9.7x	22.5x	11.8x	10.1x
Buhrmann NV	EUR	1'373.4	2'135.4	0.3x	0.4x	0.4x	0.4x	6.5x	7.4x	6.4x	5.7x	12.5x	13.3x	9.1x	7.8x
Office Depot Inc	USD	6'959.3	6'603.3	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x	8.3x	8.3x	7.3x	3.9x	14.2x	12.5x	10.8x	10.0x
Staples Inc	USD	15'674.9	14'764.5	1.1x	1.0x	0.9x	0.8x	13.7x	10.5x	9.1x	7.9x	18.5x	13.1x	11.5x	9.9x
United Stationers Inc	USD	1'494.5	1'496.8	0.4x	0.4x	0.4x	0.3x	8.4x	8.5x	7.2x	n.a.	10.3x	10.0x	8.0x	7.1x

Abbreviations

Cur. Currency
EV Enterprise value

**Average
Median**

0.6x 0.6x 0.6x 0.5x 8.8x 9.3x 8.1x 6.5x 13.0x 14.3x 10.3x 9.0x
0.5x 0.5x 0.5x 0.4x 8.3x 8.5x 7.3x 6.8x 12.5x 13.1x 10.8x 9.9x

1) Reporting currency

Beilage 4: Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen (Fort.)

Company	Cur.	Market cap. ¹⁾ 05.04.2005	Equity Value (Price)			
			Earnings Multiples			
			2003A	2004A	2005E	2006E
Belton-Yhtiot Oyj	EUR	36.1	11.5x	16.9x	13.4x	12.0x
Buhrmann NV	EUR	1'373.4	n.m.	17.2x	11.3x	8.4x
Office Depot Inc	USD	6'959.3	23.3x	20.7x	17.0x	15.0x
Staples Inc	USD	15'674.9	32.0x	22.1x	19.0x	16.4x
United Stationers Inc	USD	1'494.5	18.9x	16.6x	13.7x	12.2x
Abbreviations		Average	21.4x	18.7x	14.9x	12.8x
Cur. Currency		Median	21.1x	17.2x	13.7x	12.2x

1) Reporting currency

Quelle: Bloomberg, IBES Konsensus-Schätzungen

Beilage 5: Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer Transaktionen

Completion Date	Target	Nat.	Bidder	Nat.	Stake	EV ¹⁾ Transaction	Equity Value ¹⁾ Transaction	Enterprise Value		
								Sales Multiples	EBITDA Multiples	EBIT Multiples
02.08.2004	National 1 Ltd	AUS	Lyreco	F	100.0%	55.9	33.8	0.4x	n.m.	n.m.
28.06.2004	OyezStraker Group Ltd	UK	Investor Group	UK	100.0%	80.0	43.9	0.6x	5.6x	6.6x
08.05.2004	Globus Office World Plc	UK	Staples Inc	US	100.0%	32.5	59.2	0.3x	4.3x	6.4x
10.12.2003	OfficeMax	US	Boise Cascade	US	100.0%	1'366.0	1'384.3	0.3x	11.1x	n.m.
03.06.2003	Guilbert SA	F	Office Depot	US	100.0%	815.0	n.a.	0.6x	n.a.	12.9x
18.07.2002	ISA International	UK	Daisytek International	US	100.0%	48.6	4.4	0.1x	14.1x	n.m.
17.04.2001	Samas Office Products	NL	Buhrmann NV	NL	100.0%	320.0	n.a.	0.8x	n.a.	12.6x
06.04.2001	Van Dorp Despec Groep	NL	Bravelend Holding BV	NL	100.0%	154.6	61.9	0.3x	12.2x	16.3x
12.02.2001	Ahrend NV	NL	Stonehaven Holding BV	NL	100.0%	322.3	342.8	0.7x	6.0x	8.1x

Abbreviations

Nat. Nationality

n.a. Not applicable

n.m. Not meaningful

1) Seller reporting currency

**Average
Median**

**0.5x 8.9x 10.5x
0.4x 8.6x 10.4x**

Quelle: Bloomberg, Factiva, SDC