



BEWERTUNGSGUTACHTEN

Hügli Holding AG

23. FEBRUAR 2018

INHALTSVERZEICHNIS

1	Einleitung	4
	Ausgangslage	5
	Auftrag an BDO und Informationsgrundlagen	6
	Beurteilungsvorgehen und Bewertungsgrundsätze	7
	Bewertungsmethoden und Vorgehen	8
2	Hügli Holding AG	9
	Geschichte und Entwicklung	10
	Divisionen der Gesellschaft	11
	Geografische Segmente	13
	Historische Finanzkennzahlen	14
3	Bewertungsüberlegungen	16
	Methodik	17
	Bewertungsmethoden	18
	DCF-Methode	19
	Herleitung Kapitalkosten	20
	Berechnung DCF-Methode	21
	Marktwertmethoden	22
	Analyse Liquidität der Aktie	24
	Analyse des Aktienkurses	25
	Prognosen und Schätzungen von Analysten in Bezug auf Hügli	26
4	Ergebnis der Bewertungsüberlegungen	27
	Schlussfolgerungen	28

Inhaltsverzeichnis

5	Beilagen	29
	Beta Analyse - Vergleichsfirmen	30
	Handelsmultiplikatoren - Vergleichsfirmen	31
	Transaktionsmultiplikatoren - Vergleichbare Industrien und Firmen	32
	Abkürzungs- und Begriffsverzeichnis	33

EINLEITUNG

Themen	Seite
Ausgangslage	5
Auftrag an BDO	6
Beurteilungsvorgehen und Bewertungsgrundsätze	7
Beurteilungsgrundlagen	8

AUSGANGSLAGE

Zielgesellschaft			
Firma	Valor	Symbol	Börsenplatz
Hügli Holding AG	464'795	HUE	SIX Swiss Exchange

Quelle: SIX Swiss Exchange

Angebot

- Gemäss Kaufangebot vom 26. Februar 2018 unterbreitet die Bell Food Group («Bell» oder «Anbieterin») ein öffentliches Kaufangebot («Angebot») für alle sich im Publikum befindlichen Inhaberaktien der Hügli Holding AG, («Hügli» oder "Zielgesellschaft") mit einen Nennwert von CHF 1 pro Aktie. Dem Angebot ging die Voranmeldung vom 15. Januar 2018 voraus.
- Die Zielgesellschaft ist eine nach schweizerischem Recht eingetragene Aktiengesellschaft mit Sitz in Steinach. Die Firma wurde 1935 gegründet. Die Aktien der Gesellschaft sind seit 1986 an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert.
- Das Angebot für die sich im Publikum befindenden Inhaberaktien von Hügli besteht gemäss Angebotsprospekt aus einem Barangebot von CHF 915.00 pro Aktie.

Gesetzliche Grundlage

- Das Handelsvolumen der Hügli Inhaberaktien lag im relevanten Betrachtungszeitraum vor der Veröffentlichung der Voranmeldung (Januar 2017 bis und mit Dezember 2017) in fünf von zwölf Monaten unter der Liquiditätsschwelle von 0.0400% bezogen auf den Free Float (Streubesitz).
- Folglich sind die Inhaberaktien von Hügli in Einklang mit dem UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 4. März 2010 («Liquidität im Sinne des Übernahmerechts») als illiquid zu betrachten (vgl. dazu auch das Kapitel «Wertüberlegung» des hier vorliegenden Bewertungsberichts).
- Sind die Aktien der Zielgesellschaft vor der Veröffentlichung des Angebots beziehungsweise der Voranmeldung nicht liquid, so ist gemäss Art. 42 Abs. 4 der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA (FinfraV-FINMA) auf die Bewertung einer Prüfstelle abzustellen.
- Der Bericht der Prüfstelle beschreibt dabei die angewandten Bewertungsmethoden und herangezogenen Bewertungsgrundlagen und begründet, ob und in welchem Umfang bei der Festsetzung des Mindestpreises auf den Börsenkurs beziehungsweise auf den ermittelten Unternehmenswert abzustellen ist.

AUFTRAG AN BDO UND INFORMATIONSGRUNDLAGEN

Zusammenfassung des Auftrags an BDO

BDO erstellt eine unabhängige Bewertung für die Berechnung des Mindestpreises im Rahmen der Publikation des öffentlichen Kaufangebots von Bell für alle sich Publikum befindenden Inhaberaktien von Hügli.

Wesentliche Datengrundlagen / Quellen

Publizierte Jahresabschlüsse
Geprüfte und öffentlich publizierte
Jahresabschlüsse für die Jahre 2014, 2015, 2016

Weitere publizierte Informationen,
Medienmitteilungen, Analystenpräsentationen,
Kennzahlen und Halbjahresabschluss 2017

Hochrechnungen / Business Plan
Hochrechnung für das Jahr 2017
Aktueller vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft
genehmigter Businessplan 2018-2020

Finanzmarktdaten
Thomson Reuters EIKON, SIX Swiss Exchange,
mergermarket.com

Auftrag an BDO

- Basierend auf der vorstehend beschriebenen Ausgangslage hat Bell die BDO AG, Zürich («BDO» oder «uns») damit beauftragt, eine unabhängige Bewertung der illiquiden Inhaberaktien der Zielgesellschaft vorzunehmen. Die Details sind in der Auftragsbestätigung vom 6. Dezember 2017 definiert.
- Der Bewertungszeitpunkt ist der 26. Februar 2018, dem Tag der Unterbreitung des Angebots für sich alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Gesellschaft.
- Das hier vorliegende Bewertungsgutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Angebot anzunehmen oder abzulehnen. Im Weiteren enthält es keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann und macht auch keine Aussage über den zukünftigen Wert einer im Rahmen dieses Angebots nicht angedienten Inhaberaktie der Zielgesellschaft.

Informationsgrundlagen

- Grundlage für die Wertermittlung bilden sowohl historische Finanzdaten als auch zukunftsgerichtete Planzahlen und Informationen, welche uns vom Management von Hügli zur Verfügung gestellt wurden, oder von der Homepage der Gesellschaft direkt bezogen werden können. Diese Dokumente und Informationen sind in der nebenstehenden Aufstellung aufgeführt.
- Im Weiteren hatten wir die Möglichkeit, schriftliche und mündliche Fragen an das Management der Zielgesellschaft zu richten und die erhaltenen Informationen und die grundsätzlich geplante Entwicklung kritisch zu hinterfragen und zu diskutieren.
- Unsere hier vorliegende Bewertung basiert grösstenteils auf Informationen, welche uns von der Zielgesellschaft zur Verfügung gestellt worden sind. Unsere Verantwortung beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung dieser Informationen.
- BDO ist bei der Erstellung des Bewertungsgutachtens davon ausgegangen, dass die Finanzinformationen und anderen Daten zu Hügli richtig und vollständig sind. BDO hat sich auf diese Informationen verlassen, ohne die Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.
- BDO wurde in diesem Zusammenhang vom Management von Hügli bestätigt, dass sie sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst sind, wonach die zur Verfügung stehenden Informationen und Daten unvollständig, unrichtig oder irreführend wären.
- Die Informationen und Kriterien in diesem Dokument basieren auf dem vorherrschenden Markt-, Unternehmens- und Wirtschaftsumfeld zum Zeitpunkt der Berichtsabgabe 23. Februar 2018. Später eintretende Umstände können sich auf die Informationen auswirken, die als Grundlage für die hier vorliegende Analyse verwendet wurden. BDO ist nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen später zu aktualisieren, zu überprüfen oder zu bestätigen.

BEURTEILUNGSVORGEHEN UND BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

Berechnung Anzahl relevanter Aktien		
	Anzahl Aktien	
	Namenaktien CHF 0.5 Nennwert	Inhaberaktie CHF 1 Nennwert
Ausgegeben	410'000	280'000
Eigene Aktien	0	1'369
Total Ausstehend	410'000	278'631
Namenaktien Äquivalent in Inhaberaktien		205'000
Total ausstehende Inhaberaktien Äquivalente		483'631

Quelle: Hügli Holding AG

Beurteilungsvorgehen

- BDO stellte für die Bewertung einer Inhaberaktie von Hügli eigene Wertüberlegungen an. Im Wesentlichen waren die folgenden Schritte Bestandteil unserer Arbeiten:
 - Beschaffung und Analyse relevanter Informationen;
 - Interviews und schriftliche Fragen an das Management von Hügli;
 - Marktrecherche zur Industrie (Analyse von Vergleichsfirmen und Erstellen einer Vergleichsgruppe)
 - Bewertungsüberlegungen zu Hügli auf der Grundlage von angemessenen und anerkannten Bewertungsmethoden;
 - Konklusion des Wertes durch BDO.
- Die hier vorliegende Bewertung wurde von uns aus Sicht aller Publikumsaktionäre von Hügli erstellt. Es wurden keine steuerlichen und anderen Effekte als Folge der Annahme des Angebots auf Seiten der Aktionäre berücksichtigt, dies wäre aufgrund der verschiedenen individuellen Voraussetzungen der Aktionäre nicht möglich und darstellbar.

Anzahl berücksichtigter Aktien

- Zum Bewertungszeitpunkt besteht das Aktienkapital von Hügli aus 280'000 ausgegebenen kotierten Inhaberaktien mit einem Nennwert von CHF 1 pro Aktie und 410'000 nicht kotierten Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 0.50 pro Aktie, was einem Äquivalent von 205'000 Inhaberaktien entspricht. Zusätzlich hält die Gesellschaft zum Bewertungsstichtag 1'369 eigene Inhaberaktien, welche vom Total der ausstehenden Aktien in Abzug gebracht werden.
- Auf der Grundlage dieser Berechnung ergeben sich total 483'631 Inhaberaktien-Äquivalente, wie in der nebenstehenden Abbildung dargestellt.

Bewertungsgrundsätze

- Für Hügli wird der Mindestpreis pro Inhaberaktie zum Stichtag 26. Februar 2018 ermittelt. Dabei wird von der unabhängigen Weiterführung («Going Concern») von Hügli ausgegangen.
- Die Bewertung basiert auf dem aktuellen Geschäftsmodell beziehungsweise der aktuellen operativen Ausrichtung von Hügli. Effekte von zukünftigen Übernahmen und allfällige Synergien, welche durch eine Kooperation mit Investoren erzielt werden können, wurden nicht berücksichtigt. Basis für unsere Arbeiten bildet folglich eine «stand-alone» Betrachtung.

BEWERTUNGSMETHODEN UND VORGEHEN

Analyse- und Bewertungsmethoden

Discounted Cash Flow-Methode («DCF-Methode»)

Marktwertmethoden:

- Handelsmultiplikatoren (Trading Multiples)
- Transaktionsmultiplikatoren (Transaction Multiples)

Analyse des Aktienkurses in Bezug auf gehandelte Volumen und bezahlte Preise

Wahl der Bewertungsmethoden und Vorgehen

- Vom allgemeinen Verständnis ausgehend entspricht der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft einer ausreichenden Indikation für den Wert einer Aktie beziehungsweise den Wert eines Unternehmens. Dies setzt jedoch voraus, dass der Handel ausreichend liquid ist, das heisst, dass regelmässig eine genügend hohe Anzahl von Aktien der Gesellschaft gehandelt werden. Der Massstab, der darüber entscheidet, ob der Handel für eine Aktie ausreichend liquid ist oder nicht, ist im Rundschreiben Nr. 2 der Schweizerischen Übernahmekommission festgelegt. Wie im nachfolgenden Kapitel «Wertüberlegung» aufgezeigt wird, ist der Handel der Aktien von Hügli nicht ausreichend liquid. Folglich eignet sich der Börsenkurs nicht als Basis für den Mindestpreis. Um einen fairen Wert einer Aktie von Hügli zu ermitteln, kommen daher alternative Bewertungsmethoden, wie in der nebenstehenden Tabelle aufgeführt, zur Anwendung.
- Der Unternehmenswert von Hügli als und der daraus resultierende Wert pro Hügli Inhaberaktie wurde primär auf Basis der Discounted Cash Flow-Methode («DCF-Methode») ermittelt. Im Rahmen dieser Analyse wurden auch Sensitivitätsanalysen durch Anpassungen verschiedener relevanter Werttreiber durchgeführt.
- Zur Plausibilisierung der Resultate mit dieser Methode wurden zusätzliche Bewertungsmethoden wie eine Analyse vergleichbarer Gesellschaften (Vergleichsgruppenanalyse) und historischer Transaktionen in der Industrie herangezogen.
- Ebenfalls analysiert wurden die historische Entwicklung der bezahlten Preise pro Aktie und das Handelsvolumens an der SIX, letzteres auch unter dem Gesichtspunkt der Liquidität im Sinne des FinfraG beziehungsweise des Rundschreibens Nr. 2 der Schweizerischen Übernahmekommission.
- Die Bewertung basiert auf den Annahmen der von der Geschäftsleitung von Hügli erstellen Planung für die nächsten drei Jahre und weiterer uns erteilter Informationen. Die von Hügli bereitgestellten Informationen enthielten keine technischen Annahmen zur Bewertung wie z.B. Kapitalkosten.

HÜGLI HOLDING AG

Themen	Seite
Geschichte und Entwicklung	10
Divisionen	11
Geografische Segmente	13
Historische Finanzkennzahlen	14

GESCHICHTE UND ENTWICKLUNG

Hügli Holding AG

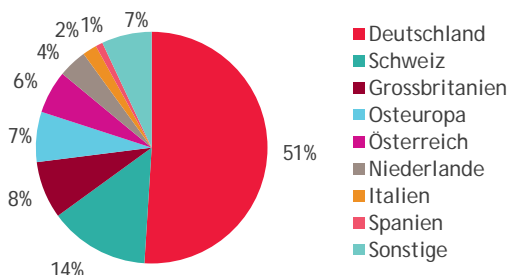


Quelle: Hügli

Divisionen

Divisionen bis 2016	Umsatzanteil 2016
Food Service	39%
Private Label	20%
Brand Solutions	13%
Food Industry	9%
Consumer Brands	15%
Übrige	4%
Divisionen ab 2017	Erwarteter Umsatzanteil
Food Service	35% - 40%
Consumer Brands	10% - 15%
Customer Solutions	35% - 40%
Food Ingredients	5% - 10%

Umsatz nach Absatzländern 2016



Quelle: Geschäftsbericht Hügli 2016

Geschichte

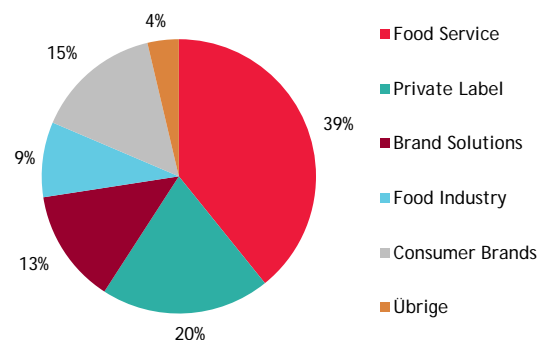
- Hügli ist ein in der Schweiz gegründetes auf den nationalen und internationalen Markt ausgerichtetes Lebensmittelunternehmen. Gegründet von Beat Stoffel im Jahr 1935 als Hersteller von industriell gefertigten Bouillonwürfeln, ist Hügli heute eines der führenden europäischen Lebensmittelunternehmen im Bereich der Entwicklung, der Produktion und der Vermarktung von Lebensmitteln im Bereich Convenience.
- Im Jahr 1959 erfolgte mit der Schaffung einer Tochtergesellschaft in Österreich der erste Schritt ins Ausland. Im Jahr 1964 folgte mit dem Kauf der Radolf-Werke in Radolfzell (Deutschland) der zweite Schritt ins Ausland und gleichzeitig die erste Akquisition.
- Im Jahr 1986 wurden die Aktien erfolgte der Börsengang mit der Kotierung an der SIX. Hauptaktionärin der Gesellschaft ist die Familie Stoffel, welche zum Bewertungsstichtag über die Dr. A. Stoffel Holding AG 50.5% des Aktienkapitals, bzw. 65.2% der Stimmrechte hält.
- Aktuell beschäftigt Hügli knapp 1'500 Mitarbeitende an zehn operativen Standorten und fünf Vertriebsgesellschaften in insgesamt elf europäischen Ländern.
- Im Geschäftsjahr 2016 erwirtschaftete Hügli einen Nettoumsatz von CHF 385.2 Millionen und einen EBITDA von CHF 42.8 Millionen.

Geschäftsmodell

- Bis Ende des Geschäftsjahres 2016 umfasste Hügli die fünf entlang der Kundenbedürfnissen ausgerichteten Vertriebsdivisionen Food Service, Private Label, Brand Solutions, Food Industry und Consumer Brands.
- Mit Beginn des Geschäftsjahres 2017 wurden die Divisionen Private Label, Brand Solutions und Food Industry in der neuen Division Customer Solutions zusammengefasst, ein weiterer Bereich «Halbfabrikate» der bisherigen Division Food Industry wurde in die neu geschaffene Division Food Ingredients abgespalten. Die Divisionen Food Service und Consumer Brands wurden beibehalten. Somit umfasst Hügli ab 2017 vier Divisionen. Die Berichterstattung mit der neuen Divisionalisierung erfolgt erstmals für das Geschäftsjahr 2017. Zahlen und Informationen lagen uns bei Abgabe des vorliegenden Berichts noch nicht vor, weshalb wir uns auf die Informationen aus dem Geschäftsbericht 2016 mit der alten Struktur abstützen.
- Seit dem Jahr 2005 hat Hügli im Rahmen des Ausbaus des Produktesortiments, der Erweiterung von Produktionstechnologien und dem Markteintritt in neue Länder verschiedene strategische Akquisitionen vorgenommen:
 - 17. August 2005: Inter-Planing GmbH, Deutschland
 - 8. September 2005: Supro AG, Schweiz
 - 26. Juni 2007: ALI-BIG Industria Alimentare s.r.l., Italien
 - 4. Februar 2008: Contract Foods Limited, Grossbritannien
 - 23. August 2016: Erwerb von 80% der Aktien an Bresc B.V., Niederlande (rückwirkend auf 1. Januar 2016)

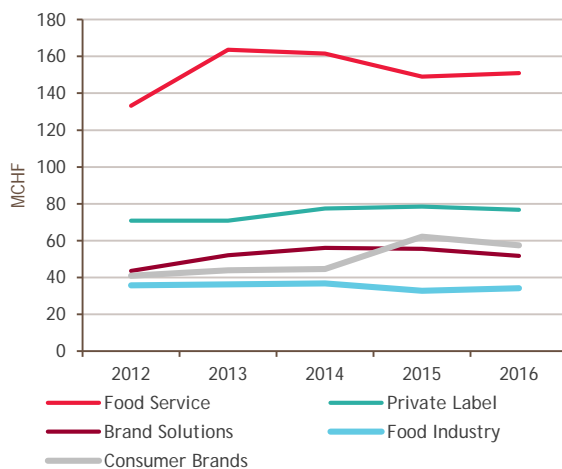
DIVISIONEN DER GESELLSCHAFT

Anteil Divisionen am Umsatz



Quelle: Geschäftsbericht Hügli 2016

Umsatzentwicklung nach Divisionen



Quelle: Geschäftsbericht Hügli 2016

Division Food Service (ab 2017 weiterhin Division Food Service)

- Die Division Food Service fokussiert sich ausschliesslich auf den Ausserhaus-Verpflegungsmarkt. Rund 40'000 Kunden, insbesondere aus den Segmenten Restaurants, Hotels, Kantinen, Spitäler und Caterer, werden beliefert.
- Die Produktpalette umfasst nebst dem Kernsortiment, bestehend aus Saucen, Bouillons und Suppen, weitere Produkte wie Desserts, Basisprodukte, Dressings und italienische Spezialitäten. Länderspezifisch werden weitere ausgewählte Handelswaren angeboten.
- Die Produkte werden unter den Markennamen Hügli, Supro, Tutto Gusto und Vogeley verkauft.
- Diese Division ist die umsatzstärkste innerhalb von Hügli. Im Jahr 2016 wurde ein Nettoumsatz von CHF 151 Millionen erwirtschaftet, was rund 39% des Gesamtumsatzes von Hügli entspricht.

Division Private Label (ab 2017 neu in Division Consumer Solutions)

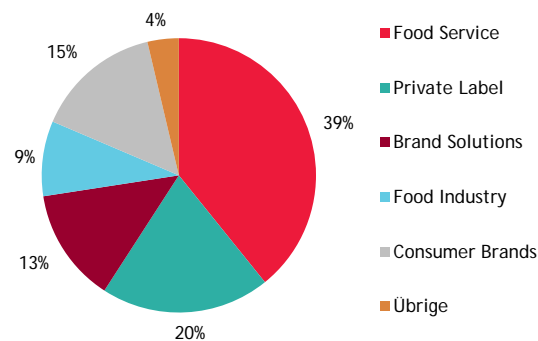
- Die Division Private Label legt den Fokus auf individuelle Produkte für Kunden im Einzelhandel, aktuell werden diese Produkte in 33 europäischen Ländern vertrieben.
- Das Produktportfolio umfasst neben den traditionellen klassischen Hügli Produkten Suppen, Saucen und Bouillons auch fixe Gerichte und Fertiggerichte.
- Im Jahr 2016 hat die Division einen Nettoumsatz von knapp CHF 77 Millionen erzielt, was rund 20% des Gesamtumsatzes von Hügli entspricht.
- Wie vorstehend beschrieben, ist diese Division seit dem Jahr 2017 Teil der neuen Division Consumer Solutions.

Division Brand Solutions (ab 2017 neu in Division Consumer Solutions)

- Diese Division bietet für Markeninhaber ohne eigene Produktion ein umfassendes, kundenbezogenes Dienstleistungsangebot von der Beratung für neue Produkte, Produktentwicklung, Beratung für Verpackungsdesign bis zum fertigen Produkt.
- Das Angebot umfasst alle klassischen Hügli Produkte sowie die Bereiche Gewichtsmanagement, Nahrungsmittelergänzungen und Trockenprodukte in Bio-Qualität.
- Diese Division verfügt vorwiegend in den Ländern Schweiz, Deutschland und Grossbritannien über Marktpräsenz.
- Im Jahr 2016 erwirtschaftete diese Division einen Nettoumsatz von knapp CHF 52 Millionen, was rund 13% am Gesamtumsatz ausmacht.
- Wie vorstehend beschrieben, ist diese Division seit dem Jahr 2017 Teil der neuen Division Consumer Solutions.

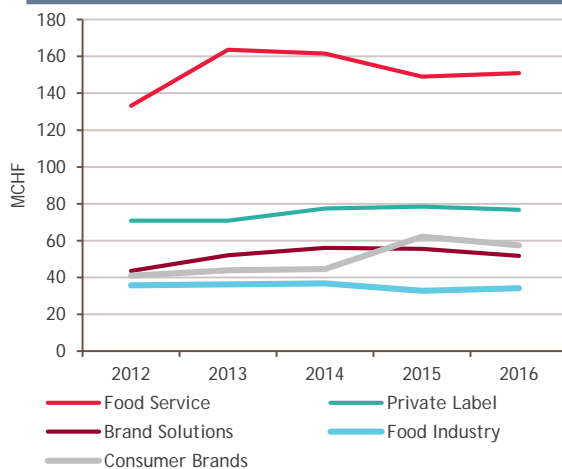
Divisionen der Gesellschaft

Anteil Divisionen am Umsatz



Quelle: Geschäftsbericht Hügli 2016

Umsatzentwicklung nach Divisionen



Quelle: Geschäftsbericht Hügli 2016

Division Food Industry (ab 2017 neu in Division Consumer Solutions - Bereich Halbfabrikate Abspaltung in Food Ingredients)

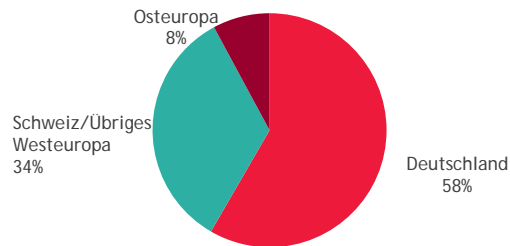
- Kunden der Division Food Industry sind einerseits globale Konzerne der Lebensmittelindustrie und andererseits mittelständische Hersteller von Lebensmitteln.
- Die Kunden erhalten von Hügli Fertigpackungen unter ihren Marken in den klassischen Produktkategorien Suppen, Saucen, Bouillons, Fertiggerichte, Desserts, Dressings, Tomatensaucen und Nahrungsmittelergänzung.
- Daneben werden die Kunden mit geschmackgebenden Komponenten (Ingredients) für die Weiterverarbeitung beliefert. Dieser Bereich wurde per Anfang 2017 in die neu geschaffene Division Food Ingredients abgespalten.
- Im Jahr 2016 erzielte diese Division einen Nettoumsatz von CHF 34.1 Millionen, was rund 9% am Gesamtumsatz ausmacht.
- Wie vorstehend beschrieben, ist diese Division, abgesehen vom Bereich Halbfabrikate, seit dem Jahr 2017 Teil der neuen Division Consumer Solutions.

Division Consumer Brands (ab 2017 weiterhin Division Consumer Brands)

- Diese Division vertreibt Marken von Hügli über verschiedene Absatzkanäle in Europa, insbesondere Deutschland. Der Vertrieb erfolgt in Endverbrauchergebinden, direkt für den Verkauf im Detailhandel.
- Zu den distribuierten Marken gehören EDEN, Heirler (Fleischersatzprodukte) und granoVita, die in Reformhäusern verkauft werden, im Weiteren Ernteseget und Natur Compagnie, welche in Bioläden erhältlich sind. Ein Produkt für den klassischen Detailhandel ist Cenovis. Die Marken Tellofix und Oscho werden im wesentlichen von direktverkaufenden Händlern und Versandhändlern angeboten.
- Im Jahr 2016 hat die Division einen Nettoumsatz von CHF 57 Millionen erzielt, was rund 15% des Gesamtumsatzes von Hügli entspricht.

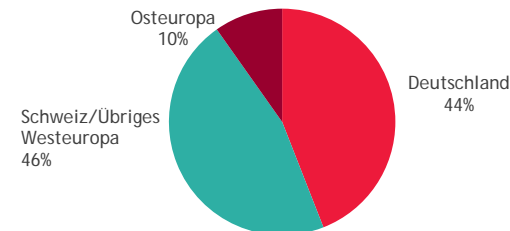
GEOGRAFISCHE SEGMENTE

Aufteilung Umsatz auf geografische Segmente



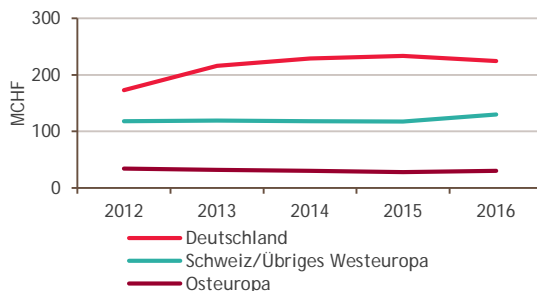
Quelle: Geschäftsbericht Hügli 2016

Aufteilung EBIT auf geografische Segmente



Quelle: Geschäftsbericht Hügli 2016

Umsatzentwicklung geografische Segmente



Quelle: Geschäftsbericht Hügli 2016

Segment Deutschland

- Das Segment Deutschland beinhaltet den Produktionsstandort mit den Werken in Radolfzell, Neuburg an der Kammel und Ulm.
- In Radolfzell, dem grössten Produktionsstandort von Hügli, wird für alle fünf (bzw. vier seit 2017) Divisionen produziert. Der Schwerpunkt liegt in der Produktion von Suppen, Saucen und Fertiggerichten in Kleinpackungen, letzteres für die Division Private Label. Am Standort Neuburg an der Kammel werden Dosen abgefüllt und im Werk in Ulm werden Fleischersatzprodukte hergestellt.
- Das Segment Deutschland erzielte im Jahr 2016 einen Nettoumsatz mit Dritten in der Höhe von CHF 225 Millionen, was 58% des Gesamtumsatzes von Hügli ausmacht. Der erwirtschaftete EBIT im gleichen Zeitraum lag bei CHF 13 Millionen, was einem Anteil am Gesamtergebnis auf Stufe EBIT von 44% entspricht.

Segment Schweiz/Übriges Westeuropa

- Dieses Segment umfasst die Schweiz, Österreich, Italien, Grossbritannien, Spanien und die Niederlande.
- Die Produktionsstandorte sind in Steinach und St. Gallen. Steinach ist auf die Fertigung von Trockenmischprodukten spezialisiert, am Standort St. Gallen werden Flüssigprodukte (Salatdressings und Dipsaucen) hergestellt.
- In Italien werden flüssige Pasta-Saucen, Flüssigsuppen und Brotaufstriche im Glas produziert. Zusätzlich wird ein Handelswarensortiment (gegrillte Gemüse, Artischocken und Pilze in Öl) für die Division Food Service vertrieben.
- In Grossbritannien werden Trockenmischungen für Nahrungsmittelergänzungen produziert.
- Der Produktionsstandort in Spanien ist auf die Produktion von hefebasierten Brotaufstrichen spezialisiert.
- Bresc B.V. in den Niederlande ist spezialisiert auf die Produktion von kühlfrischen Knoblauch- und Kräuterprodukten für den Gastronomiemarkt.
- Das Segment Schweiz/Übriges Westeuropa erzielte im Jahr 2016 einen Nettoumsatz mit Dritten von CHF 130 Millionen, was 33% des Gesamtumsatzes von Hügli ausmacht. Der EBIT von CHF 13 Millionen, entspricht einem Anteil von 46% am EBIT von Hügli, vergleichbar dem Beitrag des Segments Deutschland.

Segment Osteuropa

- In Osteuropa werden die Märkte für Food Service und Private Label bearbeitet. Die Produktion für Osteuropa erfolgt am Standort Zámusky (Tschechien), von wo aus die eigenen Vertriebsgesellschaften und Exportmärkte für die Länder Tschechien, Slowakei, Polen und Ungarn beliefert werden.
- Das Segment Osteuropa erzielte im Jahr 2016 einen Nettoumsatz mit Dritten von CHF 30 Millionen, was 8% des Gesamtumsatzes von Hügli ausmacht. Der EBIT von CHF 3 Millionen entspricht einem Anteil von 10% am EBIT von Hügli.

HISTORISCHE FINANZKENNZAHLEN

Historische Kennzahlen der Erfolgsrechnung					
Erfolgsrechnung (in CHF Mio.)	2012	2013	2014	2015	2016
Gemäss Swiss GAAP FER					
Nettoumsatz	324.8	367.3	377.0	378.3	385.2
EBITDA	33.6	42.8	45.9	44.0	42.8
EBIT	21.5	29.3	32.3	30.6	28.6
Konzerngewinn	15.0	20.8	23.4	23.3	22.3

Kennzahlen					
Umsatzwachstum	n.a.	13.1%	2.6%	0.4%	1.8%
EBITDA	10.3%	11.7%	12.2%	11.6%	11.1%
EBIT	6.6%	8.0%	8.6%	8.1%	7.4%

Quelle: Geschäftsbericht Hügli 2016

Historische Halbjahreszahlen (jeweils per 30. Juni)						
Erfolgsrechnung (in CHF Mio.)	H1 2012	H1 2013	H1 2014	H1 2015	H1 2016	H1 2017
Gemäss Swiss GAAP FER						
Nettoumsatz	164.4	182.4	185.0	187.0	196.4	185.7
EBITDA	18.4	20.8	22.9	22.7	24.1	21.1
EBIT	12.3	14.0	16.0	16.3	17.0	13.9
Konzerngewinn	8.5	10.0	11.7	11.9	12.4	10.9

Kennzahlen						
Umsatzwachstum	n.a.	10.9%	1.4%	1.1%	5.0%	-5.4%
EBITDA	11.2%	11.4%	12.4%	12.1%	12.3%	11.4%
EBIT	7.5%	7.7%	8.6%	8.7%	8.7%	7.5%

Quelle: Halbjahresbericht Hügli 2017

Umsatzentwicklung in den Geschäftsjahren 2012 bis 2016

- Das Umsatzwachstum zwischen 2015 und 2016 ist insbesondere auf leicht höhere Fremdwährungskurse und der Akquisition von Bresc B.V. zurückzuführen.
- Insgesamt war der Markt im vergangenen Geschäftsjahr 2016 geprägt durch eine verschärfte Konkurrenzsituation, insbesondere im grössten Ländersegment Deutschland, wodurch weniger Ausschreibungen gewonnen werden konnten. Zusätzlich wurden bestehende Produktionsaufträge aufgrund von ungenügenden Margen aufgegeben.
- Im historischen Vergleich der letzten fünf Geschäftsjahre erwirtschaftete Hügli einen durchschnittlichen Nettoumsatz von CHF 371 Millionen.
- Die historischen Umsatzschwankungen werden nebst den Marktverhältnissen ebenso durch Währungseffekte (EUR, GBP) und die getätigten Akquisitionen beeinflusst.

Operative Betriebsergebnisse in den Geschäftsjahren 2012 bis 2016

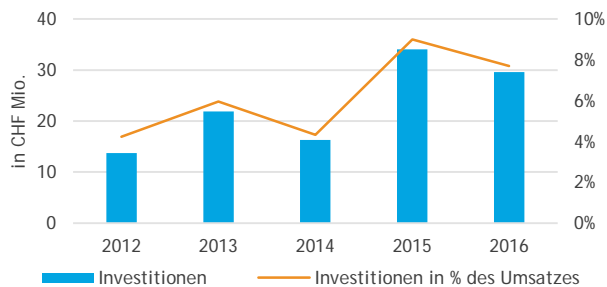
- Trotz kontinuierlichem Management der Betriebskosten reduzierte sich der ausgewiesene EBITDA im Vergleich zwischen 2015 und 2016 um minus 2.6% auf CHF 42.8 Millionen, der ausgewiesene EBIT reduzierte sich im gleichen Zeitraum um minus 6.4% auf CHF 28.6 Millionen. Der Grund für die höheren Betriebskosten ist abseits der Personalkosten bei den übrigen Betriebskosten zu finden. Aufgrund des Wachstums und verschiedenen eingeleiteten Verbesserungsinitiativen stiegen die Kosten in den Bereichen Produktion, Informatik, Entwicklung und dem Qualitätsmanagement.

1. Halbjahr 2017

- Zum Zeitpunkt der Abgabe des vorliegenden Bewertungsberichts waren die Zahlen für das Geschäftsjahr 2017 noch nicht publiziert. Die aktuellsten publizierten Zahlen, betreffen das 1. Halbjahr 2017.
- Die Aktivitäten von Hügli unterliegen keinen regelmässigen halbjährlichen Saisoneinflüssen, obwohl wesentliche Änderungen in Rohstoffpreisen und Wechselkursen sowie zyklischen Nachfrageänderungen von Grosskunden Auswirkungen haben können.
- Im historischen Vergleich über die letzten fünf Jahre liegt der durchschnittliche Halbjahresumsatz bei CHF 183 Millionen, was rund 49.3% des vorstehend beschriebenen durchschnittlichen jährlichen Nettoumsatzes von CHF 371 Millionen entspricht. Auch der durchschnittliche Halbjahres-EBITDA entspricht mit rund 53% des durchschnittlichen jährlichen EBITDA ungefähr der Hälfte.
- Per 31. Januar 2018 hat Hügli einen Umsatz von CHF 384 Millionen für das Geschäftsjahr 2017 bekanntgegeben, was den prognostizierten Erwartungen aus dem 1. Halbjahr 2017 entspricht. Der Umsatzrückgang gegenüber dem Jahr 2016 beträgt 0.3%.

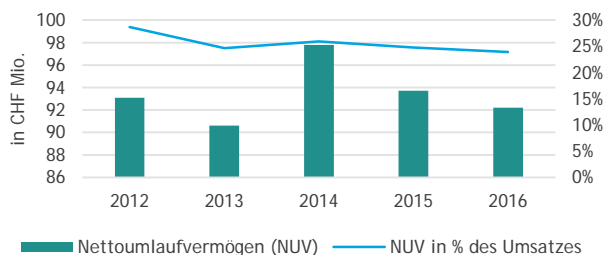
Historische Finanzkennzahlen

Investitionen in % des Umsatzes



Quelle: Geschäftsbericht 2016 Hügli

Nettoumlaufvermögen in % des Umsatzes



Quelle: Geschäftsbericht 2016 Hügli

Investitionen (CAPEX)

- In den Jahren 2012 bis und mit 2014 hat Hügli durchschnittlich jährlich rund CHF 17 Millionen in Sachanlagen und immaterielle Anlagegüter investiert.
- In den Jahren 2015 (CHF 34 Millionen, rund 9% des Umsatzes) und 2016 (CHF 30 Millionen, rund 8% des Umsatzes) hat Hügli stark in einen Neubau am Produktionsstandort Radolfzell investiert, bestehend aus einer Mischerei und einem direkt angeschlossenen Hochregallager.
- Somit verfügt Hügli über eine der modernsten Trockenmischanlagen Europas. Damit ist Hügli zukünftig in der Lage, mit der dadurch ermöglichten Automatisierung und stabilen Qualitätssicherung, die Produktionseffizienz zu steigern, Logistikkosten zu sparen und folglich die Produktionskosten zu senken.
- Die Senkung der Produktionskosten ist in einem stetig kompetitiver werdenden Umfeld ein Schlüsselfaktor für den dauerhaften wirtschaftlichen Erfolg.

Nettoumlaufvermögen

- In der historischen Periode 2012 bis und mit 2016 betrug das Nettoumlaufvermögen im Durchschnitt knapp 26% des Nettoumsatzes.

BEWERTUNGSÜBERLEGUNGEN

Themen	Seite
Methodik	17
Bewertungsmethoden	18
DCF-Methode	19
Herleitung Kapitalkosten	20
Berechnung DCF-Methode	21
Marktwertmethoden - Handelsmultiplikatoren	22
Marktwertmethoden - Transaktionsmultiplikatoren	23
Liquidität gemäss Definition der Übernahmekommission	24
Aktienkursanalyse	25
Schätzungen und Prognosen von Analysten betreffend dem Aktienkurs von Hügli	26

METHODIK

Berechnung Anzahl relevanter Aktien		
	Anzahl Aktien	
	Namenaktien CHF 0.5 Nennwert	Inhaberaktie CHF 1 Nennwert
Ausgegeben	410'000	280'000
Eigene Aktien	0	1'369
Total Ausstehend	410'000	278'631
Namenaktien Äquivalent in Inhaberaktien		205'000
Total ausstehende Inhaberaktien Äquivalente		483'631

Quelle: Hügli

Allgemeine Bemerkungen

- Die primäre Bewertungsmethode, die zur Ermittlung des fairen Eigenkapitalwertes von Hügli verwendet wird, ist die Discounted Cash Flow («DCF-Methode»). Dies ist in Einklang mit der aktuellen «Best Practice».
- Die wesentlichen Annahmen, welche von der Geschäftsleitung von Hügli in der uns vorliegenden Planung bereitgestellt wurden, sind von uns auf ihre Plausibilität hin untersucht worden. Zu diesem Zweck wurden Gespräche mit der Geschäftsleitung geführt und die Annahmen wurden den historischen Ergebnissen von Hügli, der historischen und erwarteten Marktentwicklung, den Erwartungen der Aktienanalysten sowie Branchenbenchmarks gegenübergestellt.
- Das Ergebnis der DCF-Analyse wurde mit Marktwertmethoden (Handels- und Transaktionsmultiplikatoren) plausibilisiert.
- Bewertungsstichtag ist der 26. Februar 2018, das Datum der voraussichtlichen Publikation des Angebots. Die Bewertung basiert auf einer «Stand-Alone-» und «Going-Concern-» Betrachtung und geht entsprechend von einer unabhängigen Weiterführung der Zielgesellschaft ohne Berücksichtigung potentieller mit einer möglichen Übernahme einhergehender Synergien aus.

Berechnung des Eigenkapitalwerts pro Aktie von Hügli

- Der Eigenkapitalwert pro Aktie resultiert aus der Division des ermittelten Eigenkapitalwerts durch die Anzahl ausstehender Aktien, wie nebenstehend aufgeführt. Dabei werden gehaltene eigene Aktien ausgenommen, um die Verwässerung zu berücksichtigen. Grundlage der Anzahl ausstehender Aktien zum Bewertungsstichtag bilden die Informationen des Managements zum Bewertungsstichtag. Somit ergibt sich zum Bewertungsstichtag eine Anzahl von 483'631 ausstehender Aktien.

BEWERTUNGSMETHODEN

Analyse- und Bewertungsmethoden

Discounted Cash Flow-Methode («DCF-Methode»)

Marktwertmethoden:

- Handelsmultiplikatoren (Trading Multiples)
- Transaktionsmultiplikatoren (Transaction Multiples)

Analyse des Aktienkurses in Bezug auf gehandelte Volumen und bezahlte Preise

Ertragswertbasierte Bewertungsmodelle

DCF-Modell

- Die DCF-Methode ist für die Bewertung von Unternehmen aller Branchen und Grössen allgemein anerkannt. Die Methode basiert auf dem theoretischen Ansatz, dass bei der Bestimmung des Unternehmenswertes die zu erwartenden Netto-Einnahmen des Investors aufgrund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden. Die Grundlagen dieser Bewertungsmethode werden auf den folgenden Seiten detailliert hergeleitet.

Marktwertbasierte Bewertungsmethoden

- Die Bewertungsüberlegungen zur Marktbewertung beinhalten Analysen von vergleichbarer Gesellschaften und vergangener Transaktionen.

Handelsmultiplikatoren

- Handelsmultiplikatoren werden berechnet, indem die Unternehmenswerte von börsennotierten, vergleichbaren Gesellschaften ins Verhältnis zu den jeweiligen erwirtschafteten oder erwarteten operativen Finanzkennzahlen gesetzt werden.

Transaktionsmultiplikatoren

- Transaktionsmultiplikatoren werden berechnet, indem die Verkaufswerte (Transaktionswert) von Gesellschaften ähnlicher Tätigkeit ins Verhältnis zu den jeweiligen operativen Finanzkennzahlen gesetzt werden.

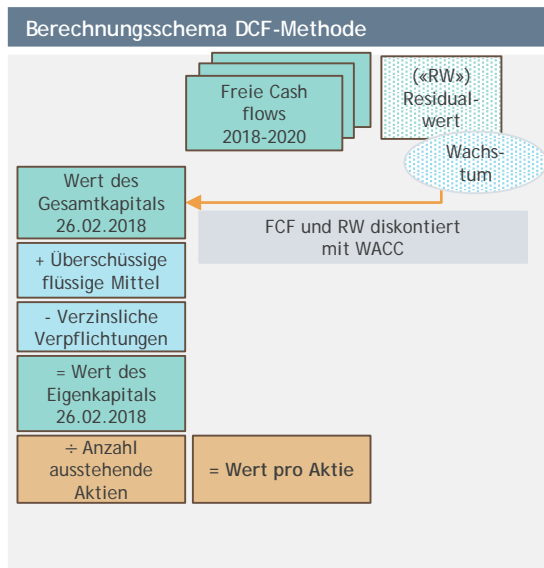
Analyse der historischen Aktienkursentwicklung

- Im Rahmen der Vollständigkeit der Analyse wurden die Entwicklungen der bezahlten Aktienpreise und der Handelsvolumen in den letzten zwölf Monaten analysiert.

DCF-METHODE

Berechnungsschema freie Cash flows
Cash flow (EBITDA)
- Abschreibungen
= EBIT
- Steuern
+ Abschreibungen
+ - Veränderungen im Nettoumlaufvermögen
- Investitionen ins Anlagevermögen (CAPEX)
= Free Cash flow (FCF)

Quelle: BDO



Quelle: BDO

Discounted Cash Flow Methode (DCF-Methode)

- Die DCF-Methode basiert auf dem theoretischen Ansatz, dass bei der Bestimmung des Unternehmenswertes die zu erwartenden Netto-Einnahmen des Investors aufgrund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden. In der Praxis wird von den zukünftig zu erwartenden freien Cash flows ausgegangen, welche im Rahmen der DCF-Methode auf den Gegenwartswert diskontiert werden.
- Der freie Cash flow basiert auf dem operativen Brutto Cash flow (vor Finanzierungstransaktionen) abzüglich der Investitionen in das Anlage- und das Umlaufvermögen. Als Diskontierungssatz für die freien Cash flows werden die gewichteten Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, «WACC») aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten abzüglich Steuern gemäss effektivem Anteil oder einer Zielkapitalstruktur ermittelt.
- Das Modell und die Berechnung der freien Cash flows basiert auf der vom Management von Hügli zur Verfügung gestellten Planung für die Jahre 2018 bis und mit 2020.
- Nach der detaillierten Prognoseperiode für die Jahre 2018 bis und mit 2020 wird unter Berücksichtigung eines ewigen Wachstums ein Residualwert auf der Basis des Gordon Growth-Modells berechnet.
- Allfällige überschüssige flüssige Mittel werden zum Wert des Gesamtkapitals dazu addiert.
- Das verzinliche Fremdkapital der Zielgesellschaft wird subtrahiert.
- Der so ermittelte Wert des Eigenkapitals wird danach durch die Anzahl ausstehender Aktien (Inhaberaktien Äquivalent) dividiert, wodurch der Wert eines Inhaberaktien Äquivalents bestimmt wird.

HERLEITUNG KAPITALKOSTEN

Berechnung des WACC	
Bestimmung des Eigenkapitalkostensatz nach CAPM	
Staatsanleihe CHF und EUR gewichtet ¹	0.61%
Re-levered Beta mit Zielkapitalstruktur ²	0.73
Marktrisikoprämie ³	6.00%
Grössenzuschlag gemäss Ibbotson ⁴	3.58%
Eigenkapitalkostensatz ^C	8.56%
Bestimmung des Fremdkapitalkostensatz	
Total Fremdkapitalkosten	1.11%
Abzüglich Steuern	21.94%
Fremdkapitalkostensatz ^B	0.87%
Zielkapitalstruktur	
Anteil Eigenkapital	80.00%
Anteil Fremdkapital	20.00%
WACC ^A	7.03%

Quelle: Berechnungen BDO

Vergleichsgesellschaften	
Die Kennzahlen der folgenden Gesellschaften wurden für die Berechnung des WACC berücksichtigt:	
<ul style="list-style-type: none"> Greencore Group PLC Greenyard NV Premier Foods PLC Orior AG Tipiak SA Kerry Group PLC Nestlé SA Frosta AG 	
Informationen zu den Firmen finden sich im Anhang 1.	

Herleitung der gewichteten Kapitalkosten

- ^A Der durchschnittliche gewichtete Kapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital, «WACC») von 7.03% berücksichtigt die angemessene Eigenkapitalrendite sowie die künftig zu erwartenden Fremdkapitalkosten, jeweils gewichtet nach der langfristigen Zielkapitalstruktur, wobei letztere aufgrund von Vergleichen mit ähnlichen börsenkotierten Zielgesellschaften hergeleitet wird:

$$WACC = \frac{D}{D+E} * k_D * (1-t) + \frac{E}{D+E} * k_E$$

wobei gilt:

- D = Fremdkapitalanteil
- E = Eigenkapitalanteil
- k_D = Zinskosten für Fremdkapital
- t = Steuersatz
- k_E = Kosten des Eigenkapitals

- ^B Die Fremdkapitalkosten von 1.11% entsprechen den aktuellen durchschnittlichen Zinsen der Zielgesellschaft für die Hypothekarschulden und sonstigen Darlehen. Unter Berücksichtigung der steuerlichen Abzugsfähigkeit («tax shield») der Zinsen auf Fremdkapital ergibt sich ein Fremdkapitalkostensatz von 0.87%.

- ^C Die Eigenkapital-Rendite von 8.56% wird mit dem CAPM («Capital Asset Pricing Model») wie folgt berechnet:

$$k_E = i + \beta * r_M + sp$$

wobei gilt:

- ^C k_E = Kosten des Eigenkapitals
- ¹ i = Risikoloser Zinssatz
- ² β = Firmenspezifischer Betafaktor
- ³ r_M = Marktrisikoprämie
- ⁴ sp = Grössenzuschlag gemäss Duff & Phelps, Valuation Handbook 2016

- ¹ **Risikoloser Zinssatz:** Der für die Bewertungsarbeiten zugrunde gelegte risikolose Zinssatz reflektiert, dass Hügli rund 70% ihres Profits im Euro Raum erzielt und 30% in der Schweiz. Der risikolose Zins basiert auf den entsprechend gewichteten durchschnittlichen historischen Renditen auf Verfall von 10-jährigen Staatsanleihen.
- ² **Beta:** Dieser Wert reflektiert das nach dem CAPM hergeleitete systematische Risiko einer Aktie. Die Betas der Peer-Gruppe werden am Kapitalmarkt beobachtet. Der Wert des Betas entspricht dabei dem Median der Peer-Gruppe.
- ³ **Marktrisikoprämie:** Die gewählte Höhe der Marktrisikoprämie von 6.00% basiert auf aktuellen Studien von Aswath Damodaran und Duff & Phelps.
- ⁴ **Grössenzuschlag:** Der Grössenzuschlag, auf der Grundlage der empirischen Untersuchung von Duff & Phelps hergeleitet, berücksichtigt, dass im Vergleich zu einem grossen Unternehmen (z.B. Blue Chip) eine Investition in ein kleineres Unternehmen eine höhere, jedoch volatilere Rendite erzielt werden kann. Entsprechend verlangt ein Investor in ein kleineres Unternehmen eine höhere Rendite.

BERECHNUNG DCF-METHODE

Berechnung des Wertes je Aktie	
(CHF '000)	
Barwert Free Cash Flow 2018-2020	59'668
Barwert Residualwert	409'001
Wert des Gesamtkapitals per 31.12.2017	468'668
+ Nicht benötigte Liquidität	0
- Verzinsliche Finanzverbindlichkeiten	-77'500
- Netto latente Steuerverbindlichkeiten	-6'000
- Personalvorsorgeverpflichtungen	-1'500
- Minderheitsanteile	-500
Wert des Eigenkapitals per 31.12.2017	383'168
Wert des Eigenkapitals per 26.02.2018 ¹⁾	387'401
Anzahl Äquivalente ausstehende Inhaberaktien	483'631
Wert je Aktie per 26.02.2018 (CHF)	801.03

1) Aufgezinst mit WACC von 7.03%

Quelle: Berechnungen BDO

Sensitivitätsanalyse Wert je Aktie					
WACC	Veränderung ewiges Wachstum				
	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%
7.53%	655.85	686.42	719.57	755.63	795.01
7.28%	689.08	722.33	758.51	798.01	841.33
7.03%	725.11	761.39	801.03	844.48	892.34
6.78%	764.30	804.05	847.64	895.65	948.79
6.53%	807.10	850.83	898.99	952.29	1'011.61

Quelle: Berechnungen BDO

Bewertungsparameter auf einen Blick

- Bewertungsstichtag: 26. Februar 2018
- Überschüssige flüssige Mittel: CHF 0
- Kurzfristige verzinsliche Finanzverbindlichkeiten: CHF 40.5 Millionen
- Langfristige verzinsliche Finanzverbindlichkeiten : CHF 37.0 Millionen
- Latente Steueraktiven / Latente Steuerpassiven: CHF 1.0 Million / CHF 7.0 Millionen
- Kapitalisierungszinsfuss: 7.03%
- Ewiges Wachstum im Residualjahr: 1.60% (Gewichtung aus Euro-Raum und Schweiz gemäss Internationalem Währungsfonds («IWF»))
- Verwässerte ausstehende Aktien: 483'631 Inhaberaktien Äquivalente
- Nettoertragswachstum (GJ 2018 bis 2020): 2.61% (CAGR)
- Durchschnittlicher Steuersatz (GJ 2018 bis 2020): 21.94%
- Durchschnittliche jährliche Investitionen (GJ 2018 bis 2020): CHF 17.7 Millionen
- Durchschnittlicher Anteil Nettoumlaufvermögen an Umsatz: 24%
- Investitionen im Residualjahr: CHF 15 Millionen

Bewertung von Hügli

- Per 31. Dezember 2017 ergibt sich mit der DCF-Methode ein Wert des Eigenkapitals von CHF 383.2 Millionen.
- Aufgezinst auf den Bewertungsstichtag 26. Februar 2018, dem Tag der Publikation des Angebots, resultiert ein Wert für das Eigenkapital von CHF 387.4 Millionen.
- Basierend auf der verwässerten ausstehenden Anzahl Aktien von 483'631 Stück beläuft sich der Wert pro Aktie auf CHF 801.03. Die Tabelle links illustriert diese Berechnung.
- Auf der Grundlage einer Sensitivitätsanalyse in Bezug auf den Diskontsatz und das ewige Wachstum im Residualwert ergibt sich eine Wertbandbreite von ① CHF 722.33 bis ② CHF 895.65 pro Inhaberaktie von Hügli.

MARKTWERTMETHODEN

Handelsmultiplikatoren

Handelsmultiplikatoren Vergleichsgruppe EBITDA-Multiplikatoren			
Vergleichsgruppe	2017e	2018e	2019e
Greencore Group PLC	9.13x	8.45x	7.99x
Greenyard NV	7.21x	7.08x	6.83x
Premier Foods PLC	6.25x	6.04x	6.03x
Orior AG	10.02x	9.68x	n.a.
Tipiak SA	n.a.	n.a.	n.a.
Kerry Group PLC	19.25x	17.91x	16.65x
Nestle SA	15.29x	14.14x	13.08x
Frosta AG	n.a.	n.a.	n.a.
Tiefst	6.25x	6.04x	6.03x
Mittelwert	11.19x	10.55x	10.11x
Median	9.58x	9.07x	7.99x
Höchst	19.25x	17.91x	16.65x

Quelle: Thomson Reuters EIKON, Berechnungen BDO

Berechnung mit Handelsmultiplikatoren

- Zur Plausibilisierung der vorstehenden DCF-Bewertung wird der Wert pro Aktie mit den Handelsmultiplikatoren (Trading Multiples) auf Basis einer Vergleichsgruppe ermittelt.
- Handelsmultiplikatoren werden berechnet, indem die Unternehmenswerte von börsennotierten, vergleichbaren Gesellschaften ins Verhältnis zu den jeweiligen erwirtschafteten oder erwarteten operativen Finanzkennzahlen gesetzt werden.
- Die ermittelten Kennzahlen werden dann mit den operativen Finanzkennzahlen der zu bewertenden Gesellschaft multipliziert, um den Wert des Gesamtkapitals zu erhalten. Danach werden von diesem Wert die Finanzverbindlichkeiten subtrahiert und allfällige nicht operativ benötigte flüssige Mittel addiert, um den Wert des Eigenkapitals zu erhalten.
- Die operativen Kennzahlen sollen die wesentlichen Werttreiber für einen Industriebetrieb berücksichtigen und auf relevanten branchenspezifischen Berechnungen abstützen. Multiples sind entweder zukunftsgerichtet (basierend auf Planzahlen) oder vergangenheitsorientiert (basierend auf Ist-Zahlen), im vorliegenden Fall haben wir uns für zukunftsgerichtete Multiples basierend auf den Erwartungen für die Geschäftsjahre 2017 bis und mit 2019 abgestützt.
- Allgemein anerkannte und verwendete Multiplikatoren für Handels- und Produktionsbetriebe sind:
 - Unternehmenswert/Umsatz (EV/Umsatz)
 - Unternehmenswert/EBITDA (EV/EBITDA) und
 - Unternehmenswert/EBIT (EV/EBIT)
- EV/EBITDA und EV/EBIT sind aussagekräftige Kennzahlen bei der Bewertung von Handelsunternehmen. Im Gegensatz zum EBIT-Multiplikator ist der EBITDA-Multiplikator unabhängig von der Abschreibungspolitik der Vergleichsgesellschaften und somit, unseres Erachtens, vorliegend der aussagekräftigste Vergleichswert innerhalb der Marktbewertungen.
- Die Kennzahlen der Vergleichsgesellschaften auf Stufe EBITDA sind in der nebenstehenden Tabelle dargestellt. Die gesamten Kennzahlen zu Umsatz, EBITDA und EBIT sind in der Beilage 2 ersichtlich.

Herleitung der Wertes pro Aktie von Hügli auf Basis von Handelsmultiplikatoren

- Auf der Basis dieser Berechnung ergibt sich eine Wertbandbreite pro Inhaberaktie von CHF 640.59 bis CHF 730.27.

Transaktionsmultiplikatoren

Aktienwert auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren

(CHF '000)	EBITDA	EBIT
Basis 2016	42'900	28'000
Transaktionsmultiplikator (Median)	9.94x	13.35x
Unternehmenswert	426'319	373'810
./. Verzinsliche Finanzverbindlichkeiten	-77'500	-77'500
./. Netto latente Steuerverbindlichkeiten	-6'000	-6'000
./. Personalvorsorgeverpflichtungen	-1'500	-1'500
./. Minderheitsanteile	-500	-500
Wert des Eigenkapitals	340'819	288'310
Anzahl Äquivalente ausstehende Inhaberaktien	483'631	483'631
Wert pro Aktie (in CHF)	704.71	596.14

Quelle: mergermarket.com, Hügli, Berechnungen BDO

Berechnung mit Transaktionsmultiplikatoren

- Zur Plausibilisierung der vorstehenden DCF-Bewertung wird der Wert pro Aktie mit den Transaktionsmultiplikatoren (Trading Multiples) auf Basis von historischen Transaktionen innerhalb der gleichen Industrie Food Products ermittelt.
- Transaktionsmultiplikatoren werden berechnet, indem die Verkaufswerte (Transaktionswert) von Gesellschaften ins Verhältnis zu den jeweiligen operativen Finanzkennzahlen gesetzt werden.
- Gleich wie bei den Handelsmultiplikatoren werden die ermittelten Kennzahlen dann mit den operativen Finanzkennzahlen der zu bewertenden Gesellschaft multipliziert um den Wert des Gesamtkapitals zu erhalten. Danach werden von diesem Wert die Finanzverbindlichkeiten subtrahiert und allfällige nicht operativ benötigte flüssige Mittel addiert, um den Wert des Eigenkapitals zu erhalten.
- Die operativen Kennzahlen sollen die wesentlichen Werttreiber für einen Industriebetrieb berücksichtigen und auf relevanten branchenspezifischen Berechnungen abstützen. Da es sich bei Transaktionen um historische Analysen handelt, werden hier auch die entsprechenden historischen Kennzahlen verwendet und keine Zukunftszahlen wie bei den Handelsmultiplikatoren.
- Allgemein anerkannte und verwendete Multiplikatoren für Handels- und Produktionsbetriebe sind:
 - Unternehmenswert/Umsatz (EV/Umsatz)
 - Unternehmenswert/EBITDA (EV/EBITDA) und
 - Unternehmenswert/EBIT (EV/EBIT)
- EV/EBITDA und EV/EBIT sind aussagekräftige Kennzahlen bei der Bewertung von Handelsunternehmen. Im Gegensatz zum EBIT-Multiplikator ist der EBITDA-Multiplikator unabhängig von der Abschreibungspolitik der Vergleichsgesellschaften und somit, unseres Erachtens, vorliegend der aussagekräftigste Vergleichswert innerhalb der Marktbewertungen.
- Die Kennzahlen in Bezug auf die Transaktionsmultiplikatoren sind in der nebenstehenden Tabelle dargestellt.

Herleitung der Wertes pro Aktie von Hügli auf Basis von Handelsmultiplikatoren

- Wir haben uns bei unserer Recherche zu abgeschlossenen Transaktionen auf die Datenbank von "mergermarket.com" abgestützt. Die Suche umfasste Transaktionen von und mit westeuropäischen Unternehmen (mit Fokus auf Consumers Food) im Zeitraum 1. Januar 2014 bis 31. Dezember 2017. Insgesamt wurden 102 Transaktionen mit Informationen zu bezahlten Preisen und Multiplikatoren angezeigt, wobei wir insgesamt 20 Transaktionen als relevant und vergleichbar betrachten (siehe Beilage 3).
- Aufgrund der Analyse anhand von durchgeführten Transaktionen ergibt sich für eine Inhaberaktie eine Wertbandbreite von CHF 596.14 bis CHF 704.71.

ANALYSE LIQUIDITÄT DER AKTIE

Liquidität gemäss Definition der Übernahmekommission

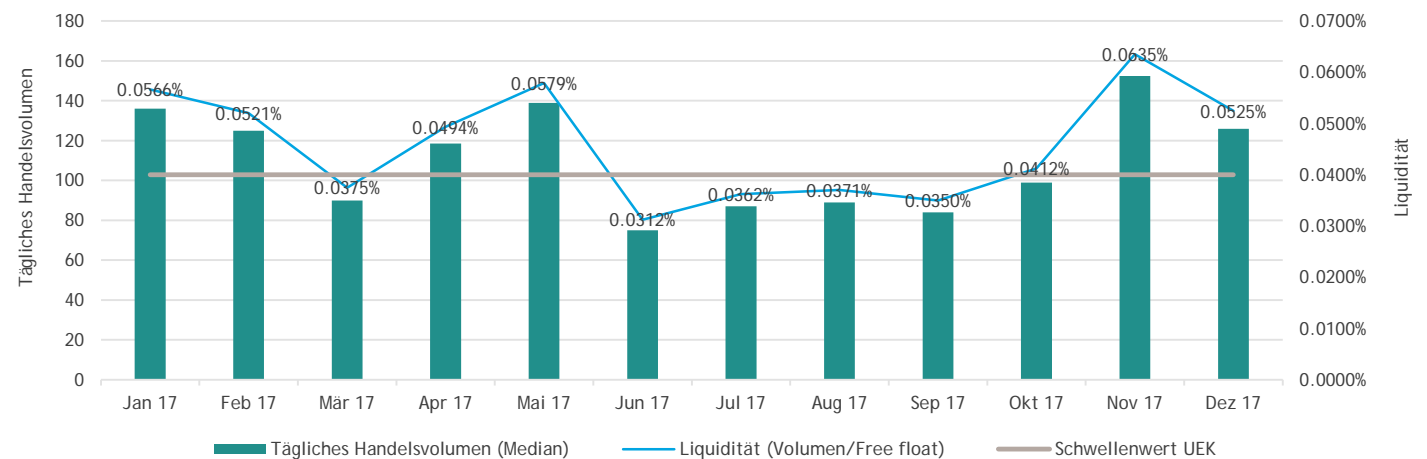
Analyse und Konklusion

Die Aktien von Hügli sind im Sinne der geltenden Definition der Übernahmekommission als illiquid zu beurteilen. Folglich ist der Börsenkurs von Hügli in Bezug auf den Mindestpreis nicht massgebend.

Liquiditätsanalyse

- Gemäss dem geltenden Übernahmerecht sind alle Aktien von Unternehmen, welche nicht im Swiss Leader Index gelistet sind, liquide, «wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens zehn (10) von zwölf (12) der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monate gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapieres («Free Float») ist» (vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 26. Februar 2010).
- Auf der Grundlage unserer Analyse hat der Aktientitel von Hügli diesen Richtwert von 0.04% in insgesamt fünf der zwölf der Voranmeldung vom 15. Januar 2018 vorangegangenen vollständigen Monaten (Januar 2017 bis und mit Dezember 2017) nicht erreicht.
- Auf der Grundlage aller Analysen und dem geltenden Übernahmerecht sind die Aktien der Hügli als illiquid zu beurteilen. Folglich ist bei einem Angebot der Börsenkurs von Hügli in Bezug auf die Mindestpreisregel nicht massgebend.

Liquidität und Handelsvolumen der Hügli Aktie



Quelle: Thomson REUTERS EIKON, SIX, Analyse BDO

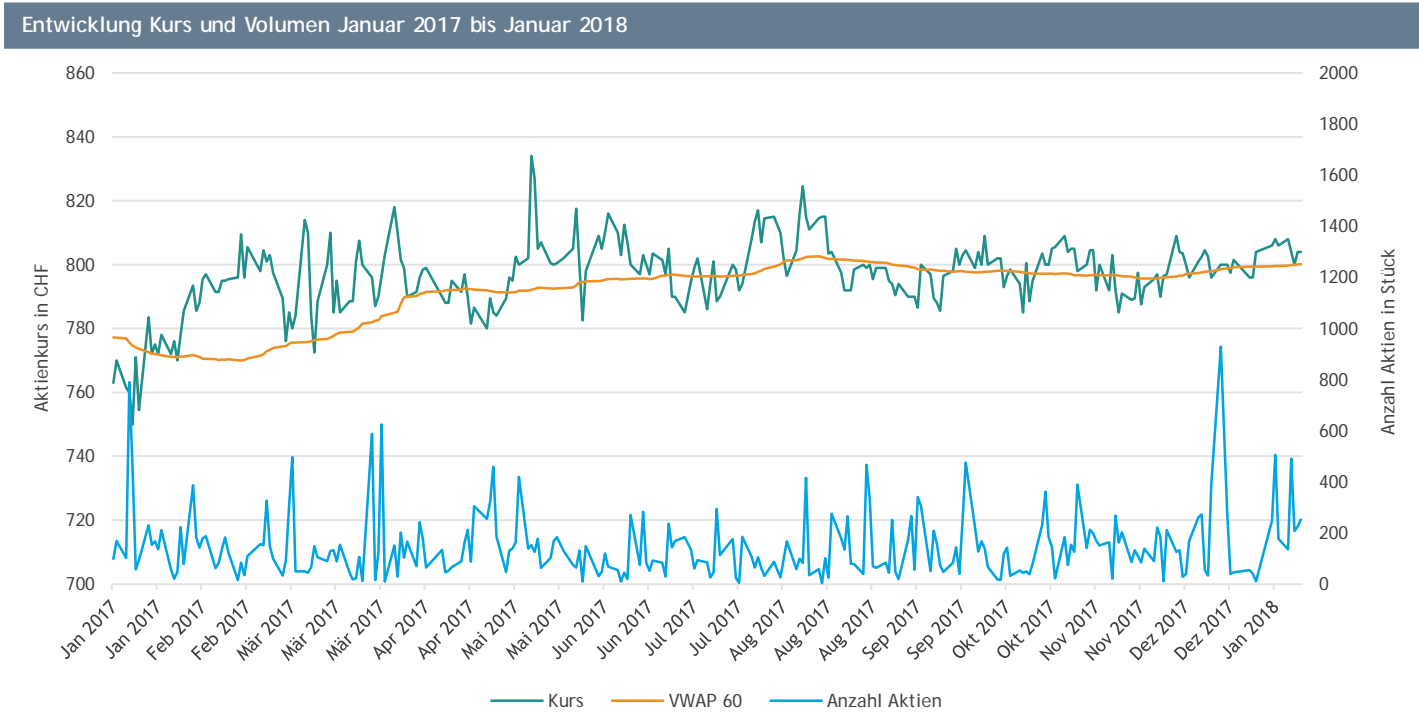
ANALYSE DES AKTIENKURSES

Handel in den letzten zwölf Monaten	
Höchster Preis	CHF 834.00
Tiefster Preis	CHF 750.00
Schlusskurs per 12. Januar 2018	CHF 804.00
VWAP der letzten 60 Handelstage per 12. Januar 2018	CHF 800.17

Quelle: Thomson REUTERS EIKON, SIX, Analyse BDO

Entwicklung Aktienkurs und Handelsvolumen

- Der höchste Schlusskurs der letzten 12 Monaten vor der Voranmeldung vom 15. Januar 2017 (1. Januar 2017 bis und 12. Januar 2018) lag bei CHF 834.00 und wurde am 16. Mai 2017 notiert.
- Der tiefste Schlusskurs im gleichen Zeitraum von 12 Monaten vor der Voranmeldung vom 15. Januar 2018 lag bei CHF 750 und datiert vom 11. Januar 2017.
- Am 12. Januar 2018, dem letzten Handelstag vor der Voranmeldung vom 15. Januar 2018 lag der Schlusskurs bei CHF 804.00, der volumengewichtete Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage (VWAP60) lag zum gleichen Zeitpunkt bei CHF 800.17.



Quelle: Thomson REUTERS EIKON, SIX, Analyse BDO

PROGNOSEN UND SCHÄTZUNGEN VON ANALYSTEN IN BEZUG AUF HÜGLI

Übersicht der Prognosen 2017 bis 2019

Die Analystenschätzungen zeigen Aktienwerte zwischen CHF 740 und CHF 820.

ZKB und Bank Vontobel		2017	2018	2019
ZKB	Umsatzwachstum	0.5%	2.0%	2.0%
	EBITDA-Marge	11.0%	11.5%	11.6%
	EBIT-Marge	7.1%	7.4%	7.6%
Bank Vontobel	Umsatzwachstum	0.0%	1.3%	1.5%
	EBITDA-Marge	11.4%	11.9%	12.4%
	EBIT-Marge	7.4%	7.8%	8.2%

Quellen: Thomson Reuters EIKON,
Zürcher Kantonalbank (21.08.2017, Update 22.12.2017),
Bank Vontobel (21.08.2017)

Zürcher Kantonalbank

- Gemäss Einschätzung der Analysten der Zürcher Kantonalbank («ZKB») vom 21. August 2017 liegt der faire Wert einer Aktie von Hügli bei CHF 740 mit einem WACC von 7.2%, bei einem damals aktuellen Kurs von CHF 804.
- Das Jahr 2017 wird ein minimales Umsatzwachstum zum Vorjahr erwartet,
- Für die nachfolgenden Jahre 2018 und 2019 wird ein Umsatzwachstum von jährlich 2.0% erwartet, wobei die EBITDA- und EBIT-Margen eine leichte Steigerung erfahren.

Bank Vontobel

- Die Analysten der Bank Vontobel schätzen, ebenfalls zum 21. August 2017, den fairen Wert der Aktie bei CHF 807 mit einem durchschnittlichen WACC von 7.0% und notieren als Kursziel CHF 820 pro Aktie.
- Für das Jahr 2017 wird kein Umsatzwachstum erwartet, für die darauffolgenden Jahre 2018 und 2019 wird mit einem leichten Umsatzwachstum gegenüber den Vorjahren von 1.3% bzw. 1.5% gerechnet.
- Die Schätzungen für EBITDA- und EBIT-Margen zeigen ebenfalls eine Steigerung in den Jahren 2018 und 2019.

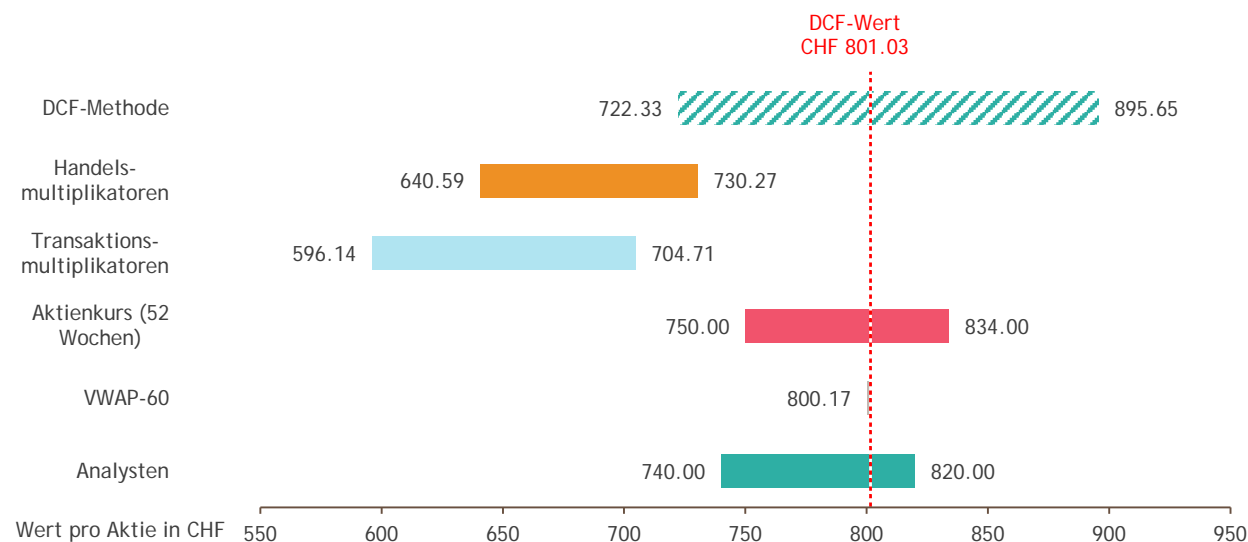
ERGEBNIS DER BEWERTUNGSÜBERLEGUNGEN

SCHLUSSFOLGERUNGEN

Übersicht aller Analysen

- Die nebenstehende Abbildung fasst die Ergebnisse unserer Bewertungsanalyse zusammen. Die DCF-Analyse wurde als primäre Methode angewendet. Um die Plausibilität des Ergebnisses mit dieser Methode zu prüfen, wurden Marktwertanalysen vorgenommen.
- Zusätzlich wurden der Aktienkurs und die gehandelten Volumen der letzten zwölf Monate analysiert. Aufgrund der nicht ausreichenden Liquidität des Titels besitzt dieser Wert keine Aussagekraft über den Marktwert einer Aktie von Hügli.
- Der Bewertungsstichtag ist der 26. Februar 2018.
- Die DCF-Analyse ergibt eine Wertbandbreite von CHF 722.33 bis CHF 895.65 pro Inhaberaktien Äquivalent.
- Die Wertbandbreite mit den Handelsmultiplikatoren ergibt eine Wertbandbreite von CHF 640.59 bis CHF 730.27 pro Inhaberaktien Äquivalent.
- Die Wertbandbreite mit den Transaktionsmultiplikatoren beträgt CHF 596.14 bis CHF 704.71 pro Inhaberaktien Äquivalent.

Bewertungsübersicht (CHF pro Hügli Inhaberaktien Äquivalent)



Basierend auf den angewendeten Bewertungsmethoden und den vorstehend beschriebenen Überlegungen gehen wir vom Ergebnis der DCF Bewertung als wertbestimmende Basis aus und ermitteln daher einen Wert von CHF 801.03 pro Inhaberaktie von Hügli.

Marcel Jans

Oliver Ambs

BEILAGEN

Themen	Seite
Beta Analyse	30
Analyse Handelsmultiplikatoren	31
Analyse von Transaktionen	32
Abkürzungsverzeichnis	33

BEILAGE 1

Beta Analyse - Vergleichsfirmen

Unternehmen	Ticker	Industrie	Währung	¹⁾ Markt- kapitalisierung	¹⁾ Fremdkapital	Netto-FK / Gesamtkapital	²⁾ Steuer-satz	³⁾ Adjusted levered Beta	⁴⁾ Adjusted unlevered Beta
Greencore Group PLC	GNC.L	Food Products	GBP	1'330	539	28.84%	19.00%	1.141	0.859
Greenyard NV	GREENY.BR	Food Products	EUR	860	439	33.79%	33.99%	0.639	0.478
Premier Foods PLC	PFD.L	Food Products	GBP	338	505	59.88%	19.00%	1.665	0.754
Orior AG	ORON.S	Food Products	CHF	438	164	27.27%	16.23%	0.376	0.286
Kerry Group PLC	KYGa.I	Food Products	EUR	14'776	1'867	11.22%	12.86%	0.735	0.662
Nestle SA	NESN.S	Food Products	CHF	234'927	11'091	4.51%	35.23%	0.853	0.828
Frosta AG	HNDG.F	Food Products	EUR	528	18	3.25%	30.73%	0.578	0.565
Durchschnitt						24.11%	23.86%	0.86	0.63
Median						27.27%	19.00%	0.73	0.66

Quellen:

- 1) in Mio gemäss Thomson Reuters EIKON, Analysedatum 15.01.2018
- 2) Grenzsteuerwert gemäss Jahresrechnung bzw. Thomson Reuters EIKON, bei fehlenden Angaben gemäss KPMG corporate tax rates table global
- 3) Thomson Reuters EIKON adjusted Beta / 5 years monthly, local indices
- 4) Hamada Formula: Unlevered Beta = Levered Beta / [1+(1- Tax Rate) * Debt/Equity]

BEILAGE 2

Handelsmultiplikatoren - Vergleichsfirmen

Multiplikatoren	EV/Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
Unternehmen	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Greencore Group PLC	0.74	0.72	0.69	9.13	8.45	7.99	11.75	10.30	9.95
Greenyard NV	0.28	0.27	0.27	7.21	7.08	6.83	14.46	12.35	11.18
Premier Foods PLC	1.04	1.02	1.01	6.25	6.04	6.03	7.96	7.66	7.57
Orior AG	0.97	0.96	0.96	10.02	9.68	16.65	14.24	13.89	13.50
Kerry Group PLC	2.53	2.45	2.33	19.25	17.91	13.08	21.50	20.29	18.72
Nestle SA	2.63	2.54	2.44	15.29	14.14	11.84	17.34	15.86	14.49
Tiefst	0.28	0.27	0.27	6.25	6.04	6.03	7.96	7.66	7.57
Mittelwert	1.36	1.33	1.28	11.19	10.55	10.11	14.54	13.39	12.57
Median	1.00	0.99	0.98	9.58	9.07	7.99	14.35	13.12	12.34
Höchst	2.63	2.54	2.44	19.25	17.91	16.65	21.50	20.29	18.72

Quelle: Thomson Reuters EIKON, Analysedatum 15.01.2018

BEILAGE 3

Transaktionsmultiplikatoren - Vergleichbare Industrien und Firmen

Bekanntgabe	Zielgesellschaft	Käufer	Verkäufer	Unternehmenswert in CHF Mio.	EBITDA Multiplikator	EBIT Multiplikator
15.12.2017	Unilever Plc (Global Spreads business)	Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.	Unilever Plc	7'955	10.04x	n.a.
18.10.2017	ProNatura SAS	Cerea Partenaire	Naxicap Partners	173	9.57x	n.a.
21.03.2017	Delinuts B.V.	Amsterdam Commodities N.V.	Aera Foods B.V.	23	7.91x	8.56x
09.12.2016	Fyffes plc	Sumitomo Corporation	n.a.	916	19.84x	26.14x
05.12.2016	Drummonds Limited (50% Stake)	Freshgrass Investments Limited	Liffey Mills	9	4.61x	6.13x
05.09.2016	Carr's Flour Mills Limited	Whitworths Limited	Carr's Group Plc	47	7.63x	12.65x
06.08.2016	Tyrrells Group Holdings Limited	Amplify Snack Brands Inc	Investcorp	384	19.75x	24.63x
01.08.2016	Stream Foods Ltd	Pioneer Food Group Limited	Wellness Foods Ltd	10	12.81x	26.16x
25.07.2016	The Sandwich Factory Holdings Limited	Greencore Group Plc	Cranswick Plc	19	9.95x	13.24x
03.05.2016	Healthy Retail Ltd. (49% Stake)	Whitbread Plc	n.a.	19	16.07x	23.52x
11.04.2016	CCL Holdings Limited	Cranswick Plc	Thacker Family	54	6.06x	n.a.
01.03.2016	The Waverley Bakery Limited	Idun Industri AS	Lees Foods Limited	7	7.22x	8.36x
22.02.2016	Brakes Group	Sysco Corporation	Bain Capital LLC	3'070	19.01x	112.16x
03.02.2016	King Cuisine Group; Pere Olive Group	Labeyrie Fine Foods S.A.S.	Maison Meniszez SAS	88	9.94x	n.a.
22.12.2015	Orchard House Foods Limited	The Hain Celestial Group, Inc.	Wellness Foods Ltd	114	12.67x	19.52x
07.08.2015	Oliver James Foods Ltd	Flagship Europe Limited	n.a.	6	5.61x	6.08x
22.07.2015	La Rousse Foods Limited	Aryzta AG	n.a.	21	6.83x	7.72x
17.07.2015	Seabrook Crisps Limited	LDC (Managers) Limited	Ken Brook-Chrispin (private investor)	52	13.34x	13.46x
01.07.2015	Spearhead International Ltd	Paine Schwartz Partners	n.a.	337	11.85x	11.85x
22.06.2015	Thorntons Plc	Ferholding UK Ltd.	n.a.	191	8.65x	15.14x
20.04.2015	Iglo Foods Group Limited	Nomad Foods Limited	Permira Advisers LLP	2'678	8.50x	n.a.
Durchschnitt					10.85x	20.96x
Median					9.94x	13.35x

Quelle:

Mergermarket (www.mergermarket.com) / Berechnungen BDO

ABKÜRZUNGS- UND BEGRIFFSVERZEICHNIS

Abkürzung	Definition
Anbieterin	Bell Food Group AG
BDO	BDO AG
bzw.	beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
CHF'000	Schweizer Franken in Tausend
DCF	Discounted Cash flow
exkl.	exklusive
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FinfraG	Finanzmarktinfrastrukturgesetz
Hügli	Hügli Holding AG (Zielgesellschaft)
inkl.	inklusive
Mio.	Millionen
RW	Residualwert

Abkürzung	Definition
SPI	Swiss Performance Index
SIX	SIX Swiss Exchange
WACC	Weighted Average Cost of Capital
VWAP-60	Volumengewichteter durchschnittlicher Aktienkurs der letzten 60 Handelstage vor dem Angebot
ZKB	Zürcher Kantonalbank
Zielgesellschaft	Hügli Holding AG



FÜR WEITERE INFORMATIONEN:

Marcel Jans

+41 44 444 37 55

marcel.jan@bdo.ch

Oliver Ambs

+41 44 444 37 52

oliver.ambs@bdo.ch

