

**Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates der Baumgartner Gruppe Holding AG, Crissier**

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der Behr Bircher Cellpack BBC Industrie-Holding AG ("BBC"), Villmergen, für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Baumgartner Gruppe Holding AG, Crissier.

Genf, 14. April 2008

## Abkürzungsverzeichnis

|                     |  |
|---------------------|--|
| BBC                 | Behr Bircher Cellpack BBC Industrie-Holding AG   |
| Baumgartner         | Baumgartner Gruppe Holding AG  |
| CFS                 | Compagnie Franco Suisse SAS  |
| CHF                 | Schweizer Franken  |
| DCF                 | Discounted Cash Flow   |
| EBIT                | Earnings Before Interest and Tax (operatives Ergebnis)   |
| EBITDA              | Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization   |
| EUR                 | Euros  |
| EK                  | Eigenkapital   |
| EV                  | Enterprise Value (Operativer Unternehmenswert zuzüglich nicht betrieblich notwendiger Vermögenswerte, vor Abzug der Net Debt Position) |
| EUR                 | Euro   |
| FK                  | Fremdkapital   |
| Mio.                | Million(en)  |
| p.a.                | per annum (pro Jahr)   |
| PwC                 | PricewaterhouseCoopers AG  |
| Unternehmen A und B | Zwei Unternehmen, die Baumgartner zu akquirieren beabsichtigt  |
| WACC                | Weighted Average Cost of Capital (gewichtete Kapitalkosten)  |

## Inhaltsverzeichnis

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. Einleitung</b>  | <b>4</b>  |
| 1.1 Ausgangslage  | 4         |
| 1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Baumgartner an PwC         | 4         |
| 1.3 Beurteilungsvorgehen  | 4         |
| 1.4 Beurteilungsgrundlagen                                      | 5         |
| <b>2. Präsentation der Unternehmen</b>                          | <b>6</b>  |
| 2.1 Baumgartner Holding   | 6         |
| 2.2 Compagnie Franco Suisse SAS                                 | 7         |
| 2.3 Die Zielunternehmen   | 7         |
| 2.4 Kommentare in Bezug auf die Finanzplanungen                 | 8         |
| <b>3. Wertüberlegungen zur Baumgartner Gruppe</b>               | <b>9</b>  |
| 3.1 DCF-Methode   | 9         |
| 3.2 Anwendung DCF   | 10        |
| 3.3 Marktbewertung  | 12        |
| 3.4 Zusammenfassung   | 13        |
| <b>4. Analyse der Aktienpreis- und Aktienvolumenentwicklung</b> | <b>14</b> |
| <b>5. Schlussfolgerung</b>                                      | <b>15</b> |
| <b>6. Anhang</b>  | <b>16</b> |
| Anhang 1: Beta- und Finanzierungsanalyse                        | 16        |
| Anhang 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen  | 17        |
| Anhang 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen          | 18        |

## **1. Einleitung**

### **1.1 Ausgangslage**

Bei der Baumgartner Gruppe Holding AG ("Baumgartner" oder "Gruppe") handelt es sich um eine an der SWX kotierte, schweizerische Aktiengesellschaft mit Sitz in Crissier. Das gesamte Aktienkapital von CHF 9'100'000 verteilt sich auf insgesamt 130'000 Namenaktien (127'962 davon ausstehend) mit einem jeweiligen Nennwert von CHF 70. Die Baumgartner ist über ihre Tochtergesellschaft, die Compagnie Franco Suisse SAS ("CFS"), in der Verpackungsbranche tätig, wobei in erster Linie flexible Verpackungen für Lebensmittel (Confiserie, Schokolade, Frischprodukte, Käse) hergestellt werden.

Die von Herrn Giorgio Behr kontrollierte Behr Bircher Cellpack BBC Industrie-Holding AG ("BBC") ist eine schweizerische Aktiengesellschaft mit Sitz in Villmergen, welche in unterschiedlichen Industriesektoren sowie im Finanz- und Immobiliensektor tätig ist.

Am 29. Februar 2008 (elektronische Medien, nach Börsenschluss) bzw. am 5. März 2008 (Printmedien) hat die BBC ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Baumgartner vorangemeldet. Am 25. März publizierte BBC den Angebotsprospekt, welcher das detaillierte Angebot resp. den Angebotspreis enthält. Dieser beläuft sich gemäss diesem Prospekt auf CHF 417 pro Namenaktie. Am 9. April 2008 hat BBC dieses Angebot revidiert und den Angebotspreis pro Namenaktie auf CHF 460 (abzüglich des Bruttobetragtes allfälliger Verwässerungseffekte wie z.B. Dividendenzahlungen, Kapitalrückzahlungen etc., welche vor der Abwicklung des Angebots eintreten) erhöht.

### **1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Baumgartner an PwC**

Der Verwaltungsrat der Baumgartner hat PricewaterhouseCoopers AG ("PwC") mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt, welche das oben erwähnte Angebot aus Sicht der Publikumsaktionäre der Baumgartner auf dessen finanzielle Angemessenheit überprüft.

Die Fairness Opinion soll als neutrale Meinung dem Verwaltungsrat und den Aktionären der Baumgartner einen Hinweis darauf geben, ob der offerierte Preis von CHF 460 pro Namenaktie aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist. Die Ergebnisse der von PwC durchgeführten Analysen werden in diesem Gutachten aufgezeigt und im Abschnitt 3.4 zusammengefasst. Dieses Dokument darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

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

### **1.3 Beurteilungsvorgehen**

Für die Beurteilung des Kaufangebots führte PwC eine Analyse der Finanzplanung von Baumgartner sowie Wertüberlegungen der Gruppe durch. Die Bewertung von Baumgartner basiert primär auf der Discounted Cash Flow ("DCF")-Methode und wurde mittels einer Marktbewertung, d.h. einer Multiplikatorenanalyse mit vergleichbaren kotierten Gesellschaften und Transaktionen, in denen ähnliche Gesellschaften involviert waren, plausibilisiert.

Daraus ergab sich eine Wertbandbreite für Baumgartner. Der untere und obere Wert dieser Wertbandbreite wurde durch die Anzahl der sich im Umlauf befindenden Aktien geteilt und mit dem offerierten Preis verglichen.

## 1.4 Beurteilungsgrundlagen

Im Rahmen der Beurteilung wurden von PwC die folgenden Grundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche und für die Analyse als relevant erachtete Informationen über Baumgartner. Dazu gehören beispielsweise die Jahresberichte 2005 bis 2007, Pressemitteilungen und Zeitungsberichte über Baumgartner;
- Der Angebotsprospekt der BBC, publiziert am 25. März 2008 sowie weitere Pressemitteilungen von BBC;
- Vom Management der Baumgartner bereitgestellte unternehmensinterne Finanzinformationen, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich der Ergebnisse 2005 bis 2007, des Budgets 2008 sowie der Finanzplanung 2009 bis 2012 für die Gruppe, die Holding, die CFS sowie für die zwei Zielunternehmen A und B, welche die Baumgartner zu akquirieren beabsichtigt;
- Vom Management der Zielunternehmen bereitgestellte unternehmensinterne Finanzinformationen der Zielunternehmen, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich der Ergebnisse 2005 bis 2007, des Budgets 2008 sowie die Finanzplanungen für die Periode 2009 bis 2011;
- Ibbotson Associates ("2008 Yearbook"), Damodaran (Betas und Kapitalkosten nach Branche);
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten von Baumgartner sowie von ausgewählten, in der Verpackungsbranche tätigen, kotierten Vergleichsunternehmen, vorwiegend aus Bloomberg;
- Daten von als vergleichbar erachteten Transaktionen in der Verpackungsbranche, vorwiegend aus den Datenbanken von Mergermarket sowie Thomson;
- Historische Kurse und Analyse der Transaktionsvolumina der Baumgartner-Aktie, wofür finanzielle Angaben von Bloomberg verwendet wurden;
- Draft des Share Purchase Agreement für die Zielgesellschaften;
- Besprechungen mit dem Management von Baumgartner betreffend der Finanz- und Ertragslage der Gruppe und der Zielunternehmen, deren Aussichten und der Annahmen, die für die Erstellung der Planung verwendet worden sind.

Die in diesem Dokument enthaltenen Überlegungen beziehen sich auf Informationen, die zum Berichtszeitpunkt vorhanden waren und können Änderungen unterliegen. PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. PwC hat weder den Wahrheitsgehalt noch die Rechtmässigkeit der von Baumgartner zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind.

## 2. Präsentation der Unternehmen

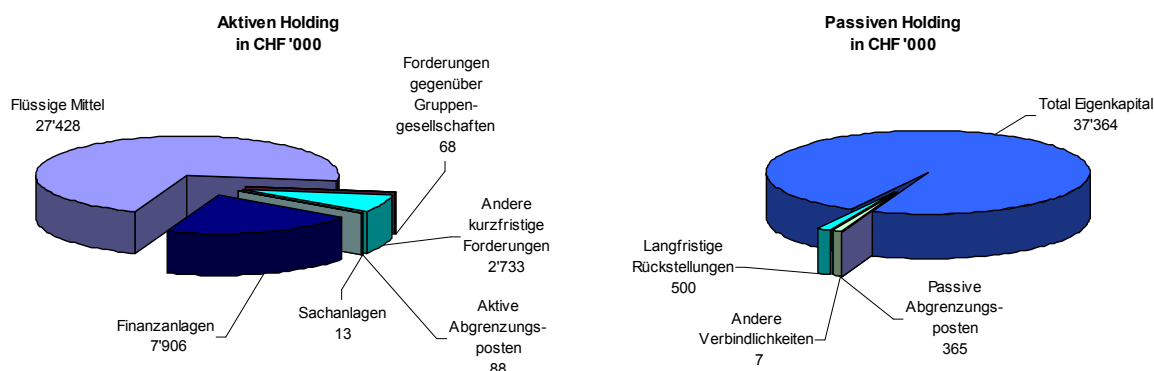
### 2.1 Baumgartner Holding

Die Baumgartner Holding ist eine Schweizer Holding mit Sitz in Crissier, welche operativ nicht tätig ist. Sie ist primär für die strategische und finanzielle Führung der Gruppe verantwortlich und sucht im Rahmen der von der Baumgartner definierten Wachstumsstrategie (vor allem via Akquisitionen) in erster Linie nach möglichen Übernahmekandidaten in der Verpackungsindustrie. Die Namenaktien der Baumgartner Holding sind an der Schweizer Börse (SWX Swiss Exchange) kotiert.

Im Rahmen von Restrukturierungen der Gruppe zwischen 2003 und 2006 hat sich die Baumgartner Holding von ihren Beteiligungen in den Bereichen Papier-, Filter- und Couverthandel getrennt. Diese Restrukturierungen ermöglichten der Baumgartner Holding die Freisetzung eines bedeutenden Betrages an flüssigen Mitteln (CHF 27.4 Mio. per 31. Dezember 2007), die Tilgung sämtlicher Bankschulden sowie eine Konzentration auf die Aktivitäten im Bereich flexible Verpackungen.

Zum Berichtszeitpunkt verfügt die Baumgartner Holding nur über eine einzelne Beteiligung. Hierbei handelt es sich um die vollständig kontrollierte (100%-Beteiligung) Tochtergesellschaft CFS, welche im folgenden Abschnitt näher beschrieben ist.

Gemäss den Zahlen vom 31. Dezember 2007 setzten sich die Aktiven und Passiven der Bilanz der Baumgartner Holding wie folgt zusammen:



Quelle: Jahresbericht 2007

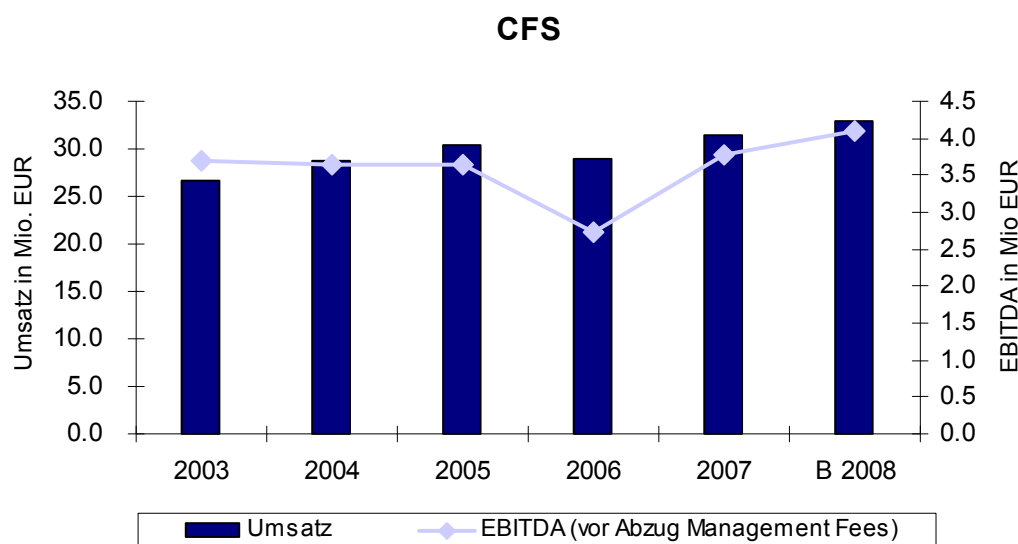
Im Rahmen der Expansionsstrategie der Gruppe sind Bestrebungen für die Akquisition zweier europäischer, im Bereich für flexible Verpackungen tätige Unternehmen im Gange. Durch diese Akquisitionen sollen in erster Linie die Aktivitäten der CFS ergänzt sowie Synergien in Bezug auf das Kundenportfolio sowie Technologien geschaffen werden. Am 27. Februar 2008 hat Baumgartner mitgeteilt, dass eine Absichtserklärung zur Akquisition dieser beiden Unternehmen (nachfolgend "Unternehmen A" und "Unternehmen B" bzw. Zielunternehmen genannt) unterzeichnet wurde. Die für beide Unternehmen durchgeführte Due Diligence verlief zur Zufriedenheit der Baumgartner, welche in Kürze beabsichtigt, die mit den Aktionären der beiden Zielunternehmen ausgehandelten Kaufverträge zu unterzeichnen.

## 2.2 Compagnie Franco Suisse SAS

Bei der CFS handelt es sich um ein französisches Unternehmen mit einem Aktienkapital von EUR 2.5 Mio., welches im Bereich flexible Verpackungen, hauptsächlich für Lebensmittel jedoch auch für Pharmazie-, Hygiene-, Kosmetik- sowie Instandhaltungsprodukte spezialisiert und tätig ist. Dabei verfügt sie über spezifisches Know-how in verschiedenen Technologien wie z.B. dem Tiefdruck, der Mikro-Perforation und der Metallisierung. Des Weiteren ist die CFS ISO 9001 sowie BRC/IOP zertifiziert.

Im Jahr 2007 erwirtschaftete die CFS einen Umsatz von EUR 31.4 Mio., was gegenüber dem Vorjahr einer Steigerung von 8.6% entspricht. Weiter wurde ein EBITDA (vor Abzug der Management Fees) von EUR 3.8 Mio. erreicht, was einer Steigerung von 38% gegenüber dem Jahr 2006 entspricht. Umsatz- resp. EBITDA-Wachstum konnte in einer Mehrzahl der Geschäftsbereiche der CFS, insbesondere aber in den Sparten Schokolade, Coniserie sowie Käse verzeichnet werden.

Die Entwicklung von Umsatz und EBITDA (vor Abzug der Management Fees) der CFS ist in nachfolgender Grafik dargestellt.



Die CFS verzeichnete in den letzten Jahren ein konstantes Umsatzwachstum. Eine Ausnahme bildete das Jahr 2006, in welchem das in den USA auftretende E.coli-Bakterium (in Salat- und Spinatkulturen) sich negativ auf die Umsätze einiger Kunden der CFS und den gesamten Markt für Frischprodukte (-Verpackungen) auswirkte. Die im Jahr 2006 verminderte Rentabilität der CFS lässt sich in erster Linie auf die verzögert eingetretenen, negativen Auswirkungen der hohen Rohstoff- und Energiepreise sowie auf Schwierigkeiten bei der Durchführung eines Informatikprojekts zurückführen.

## 2.3 Die Zielunternehmen

Die beiden europäischen Unternehmen A und B, für welche Baumgartner im Februar 2008 eine Kaufabsichtserklärung unterzeichnet hat und die von der Gruppe akquiriert werden sollen, sind in der Verpackungsbranche tätig und gehören beide dem gleichen Kreis von Aktionären bzw. Eigentümern.

Unternehmen A ist im Bereich für flexible Lebensmittelverpackungen spezialisiert. Im Jahr 2007 wurde ein Umsatz von EUR 8.0 Mio. und ein EBITDA von EUR 1.3 Mio. erreicht.

Unternehmen B ist im Bereich für flexible Verpackungen im Sektor für Komplementärtechnik tätig und erwirtschaftete im Jahr 2007 einen Umsatz von EUR 8.7 Mio. sowie einen EBITDA von EUR 0.5 Mio.

## **2.4 Kommentare in Bezug auf die Finanzplanungen**

Nachfolgend werden die wesentlichen Annahmen in Bezug auf die Finanzplanungen der CFS sowie der Zielunternehmen kurz aufgezeigt. Die Mehrjahresplanung der CFS basiert dabei auf dem vom Management der CFS und dem Management von Baumgartner bereitgestellten Budget 2008 sowie den Planzahlen für die Jahre 2009 bis 2012. Die Finanzplanung der Unternehmen A und B basiert auf den vom Management der Zielunternehmen bereitgestellten Budgets 2008 sowie den Planzahlen für die Jahre 2009 bis 2012, welche von Baumgartner im Rahmen der Due Diligence geprüft wurden.

CFS:

- Im Rahmen der Planung wurde für die gesamte Planungsperiode von einem jährlichen Umsatzwachstum von 2.5% ausgegangen. Im Vergleich zu einem durchschnittlichen erwarteten Wachstum von 3.0% im Verpackungsmarkt und dem Wachstum der CFS von 8.6% im Jahr 2007 handelt es sich hierbei um eine vorsichtige Schätzung. Diese Wachstumsrate berücksichtigt die laufenden Projekte sowie die geplanten Investitionen, welche zu einer Steigerung der Produktionskapazität, Entwicklungen neuer Technologien und der Akquirierung von Neukunden führen sollen;
- Die EBITDA-Marge (vor Abzug der Management Fees) wurde für die explizite Prognoseperiode sowie für die Endwertberechnung auf 12% bis 13% geschätzt. Diese basiert zum einen auf den durchschnittlichen Werten der historischen Jahre und wurde zum anderen adjustiert, um den Investitionen, Entwicklungen und den kommerziellen Anstrengungen in Bezug auf spezifische wachstums- bzw. margenstarke Segmente gerecht zu werden.

Zielunternehmen:

- Für die Planungsperiode wurde für das Unternehmen A von einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 5.7% und für das Unternehmen B von 3.5% ausgegangen. Gemäss den Angaben des Managements der Baumgartner lässt sich das höhere Wachstum von Unternehmen A durch die Bestrebungen in Bezug auf die Kundenentwicklung rechtfertigen;
- Die EBITDA-Marge in den Finanzplanungen wurde für Unternehmen A konstant zwischen 18.0% und 18.5% sowie für Unternehmen B konstant zwischen 10.5% et 11.5% geschätzt. Die geschätzte Marge für Unternehmen B berücksichtigt eine Verminderung der Betriebskosten, welche auf eine bedeutende Verminderung der Mietaufwendungen zurückzuführen ist.

Die oben aufgeführten Annahmen wurden mit dem Management der Baumgartner intensiv diskutiert. Sie basieren hauptsächlich auf historischen Daten, den Erfahrungen und den Kenntnissen des Managements der CFS und der Zielunternehmen sowie auf marktbezogenen Informationen und Prognosen.



### 3. Wertüberlegungen zur Baumgartner Gruppe

Im Rahmen der Bewertung der Baumgartner wurden zwei verschiedene Szenarien analysiert. Das erste Szenario ("Szenario mit Akquisitionen") basiert auf der aktuellen Wachstumsstrategie (via Akquisitionen) der Baumgartner und berücksichtigt die erwarteten Synergieeffekte sowie die Beibehaltung der Holding-Struktur, welche diese Akquisitionen unterstützt. Im zweiten Szenario ("Szenario ohne Akquisitionen") wird hingegen davon ausgegangen, dass Baumgartner die Akquisitionsstrategie nicht weiter verfolgt und die Holding-Struktur bis zum Ende des Jahres 2009 liquidiert bzw. aufgelöst wird. In diesem Szenario würden folglich die Unternehmen A und B nicht akquiriert resp. würde von Seiten von Baumgartner auf eine Übernahme verzichtet und die durch die Holding-Struktur verursachten Kosten würden entfallen.

Für beide Szenarien beruht die Ermittlung des Eigenkapitalwerts der Gruppe auf folgenden Methoden:

- Discounted Cash Flow-Methode ("DCF");
- Marktbewertung mittels Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen.

Die nach der DCF-Methode abgeleitete Wertbandbreite für das Eigenkapital der Baumgartner bildet die Basis für unsere Wertüberlegungen. Zur Plausibilisierung dieser Wertbandbreite wurden die mittels Marktbewertung hergeleiteten Vergleichsgrössen verwendet.

#### 3.1 DCF-Methode

Gemäss der DCF-Methode entspricht der Unternehmenswert den zu erwartenden Nettogeldflüssen an den Investor, welche mit einem Prozentsatz, der die Risiken und den Zeitwert des Geldes berücksichtigt, diskontiert werden müssen.

In der Praxis wird der Unternehmenswert basierend auf zukünftig zu erwartenden Freien Cash Flows, welche im Rahmen der DCF-Methode mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten (Eigenkapital und Fremdkapital) auf den Gegenwartswert diskontiert werden, abgeleitet. Dabei werden unter Freien Cash Flows die sogenannten operativen Netto Cash Flows abzüglich Investitionen in das Anlage- und das Umlaufvermögen verstanden.

Um den operativen Unternehmenswert zu erhalten, wird die Summe aus den diskontierten zukünftigen Freien Cash Flows der expliziten Planungsjahre gebildet und der Endwert hinzugefügt.

In der Endwertberechnung<sup>1</sup> wird der nachhaltige Freie Cash Flow mit dem Kapitalkostensatz kapitalisiert. Sie beruht auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit und berücksichtigt ein nachhaltiges Wachstum, das dem erwarteten, langfristigen Wachstum entspricht.

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

Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus zwei Komponenten zusammen: dem risikolosen Zinssatz und der Eigenkapitalrisikoprämie. Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt ein Multifaktorenmodell zugrunde, wonach die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des "levered" Betas mit der Marktrisikoprämie sowie einer Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen entspricht. Dabei ist das "levered" Beta ein Mass für das spezifische Un-

ternehmensrisiko im Vergleich zum Markt und hängt unter anderem von der Finanzierungsstruktur ab.

Die Fremdkapitalkosten setzen sich aus dem risikolosen Zinssatz und der Fremdkapitalprämie zusammen. Durch Einbezug einer Fremdkapitalprämie wird berücksichtigt, dass ein Unternehmen nicht zum risikolosen Zinssatz Fremdkapital aufnehmen kann, sondern aufgrund des inhärenten Unternehmensrisikos den Fremdkapitalgebern einen Zinsaufschlag bezahlen muss.

Durch Addition des nicht betrieblich notwendigen Vermögens, worin die nicht operativen flüssigen Mittel enthalten sind, zum operativen Unternehmenswert und nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals ergibt sich der Eigenkapitalwert aus einer kapitalmarktorientierten Perspektive.

### 3.2 Anwendung DCF

Für die DCF-Bewertung von Baumgartner wurden die zukünftigen Freien Cash Flows von CFS und den Zielunternehmen separat für den expliziten Planungshorizont (2008 bis 2012) basierend auf den Planzahlen und den unter Abschnitt 2.4 beschriebenen Hauptannahmen hergeleitet.

Für das Szenario mit Akquisitionen wurden die Planzahlen um die geschätzten zusätzlichen Kosten, welche durch die Holding-Struktur verursacht werden (ca. CHF 1.5 Mio. p.a.), sowie um die geschätzten Synergieeffekte, welche durch die Akquisitionen der Zielunternehmen erwartet werden (ca. CHF 0.6 Mio. p.a.), ergänzt. Für das Szenario ohne Akquisitionen wurden die zusätzlichen Kosten der Holding-Struktur nur bis zum Jahr 2009 berücksichtigt.

Die Berechnung des Endwerts (ab dem Jahr 2013) basiert auf der Kapitalisierung des nachhaltigen Freien Cash Flows mit dem Kapitalkostensatz. Die Berechnung geht von einem ewigen Wachstum von 1.5% aus, das der erwarteten Inflation im Euroraum entspricht.

Der WACC für CFS wurde auf 9.2% geschätzt und beruht auf einem Eigenkapitalkostensatz von 11.7% und einem Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 3.4%.

Der WACC für die Unternehmen A bzw. B wurde auf 8.8% bzw. 9.5% geschätzt und beruht auf einem Eigenkapitalkostensatz für Unternehmen A von 11.2% und für Unternehmen B von 12.2% sowie auf einem jeweils identischen Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) für beide Unternehmen von 3.4%.

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

#### **Risikoloser Zinssatz**

Zur Herleitung des risikolosen Zinssatzes haben wir für CFS die Rendite von langfristigen französischen EURO-Staatsanleihen und für die Zielunternehmen die Rendite von langfristigen Staatsanleihen (der Länder, in welchen die Zielunternehmen ihren Sitz haben) herangezogen. Auf dieser Basis ergaben sich die risikolosen Zinssätze von 4.5% für CFS sowie 4.1% für die Zielunternehmen A und B.

#### **Marktrisikoprämie**

Der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten liegt eine geschätzte Marktrisikoprämie von 5.0% zu Grunde. Dabei wurden die unterschiedlichen Länder berücksichtigt, in welchen Baumgartner und die Zielunternehmen vertreten sind.

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

**Beta**

Zur Ermittlung des "unlevered" Betas<sup>2</sup> wurde auf die "unlevered" Betas ähnlicher kotierter Unternehmen, die in der Verpackungsindustrie tätig sind, zurückgegriffen. Das verwendete "unlevered" Beta in der Höhe von 0.68 basiert dabei auf den 3-Jahres Betas der Vergleichsunternehmen. Details zu den Betas der Vergleichsunternehmen sind im Anhang 1 dargestellt. Das "levered" Beta entspricht dem um die spezifische Kapitalstruktur von Baumgartner bereinigten "unlevered" Beta der Vergleichsunternehmen.

**Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen**

Die Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen reflektiert die zusätzlichen Risiko- und Renditeerwartungen des Kapitalmarktes, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmen verbunden sind. Die in unserer Analyse angewandte Prämie von 2.3% hat ihren Ursprung in einer jährlichen Studie von Ibbotson Associates<sup>3</sup>.

Um das spezifische (höhere) Risiko, das mit der Akquisition von Unternehmen B einhergeht, mit einzubeziehen, wurde für Unternehmen B eine zusätzliche Prämie von 1.0% berücksichtigt.

**Finanzierungsverhältnis**

Basierend auf dem Finanzierungsverhältnis der Vergleichsunternehmen sowie auf Gesprächen mit dem Management wird eine langfristige Zielkapitalstruktur mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 30% angenommen. Details zu den Finanzierungsverhältnissen der Vergleichsunternehmen sind im Anhang 1 dargestellt.

**Fremdkapitalrisikoprämie**

Basierend auf eingehenden Analysen der finanziellen Rahmenbedingungen von CFS und der Zielunternehmen A sowie B wird von einer Fremdkapitalrisikoprämie von 0.60% ausgegangen.

**Steuersatz**

Basierend auf Gesprächen mit dem Management sowie vorliegenden Analysen zur zukünftigen Steuerbelastung wird der Berechnung des WACC ein mittelfristig zu erwartender effektiver Steuersatz von 33.3% für CFS und 28.0% für die Zielunternehmen A + B zu Grunde gelegt.

Um den Eigenkapitalwert von Baumgartner zu erhalten, wurde der mittels DCF-Bewertung resultierende operative Unternehmenswert um sämtliche nicht betrieblich notwendigen Vermögenswerte erhöht und anschliessend um die Finanzschulden reduziert.

Zur Plausibilisierung des DCF-Wertes für das Szenario mit Akquisitionen hat PwC Sensitivitätsrechnungen mittels Variation der Parameter Kapitalkosten, EBITDA-Marge und nachhaltiger Wachstumsrate im Endwert durchgeführt. Im Folgenden sind die wichtigsten Erkenntnisse illustriert:

<sup>2</sup> Unlevered Beta = Levered Beta / (1 + (Fremdkapital / Eigenkapital)). Dabei entspricht das Fremdkapital dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich der nicht operativen flüssigen Mittel. Quelle der Betas der Vergleichsunternehmen: Bloomberg, 31.03.2008.

<sup>3</sup> Quelle: Ibbotson Associates, 2008 Yearbook.

| <b>Sensitivitätsanalyse</b>                                |        |        |       |       |       |
|--|--------|--------|-------|-------|-------|
| Veränderung der Kapitalkosten in %                         | -0.50% | -0.25% | 0.00% | 0.25% | 0.50% |
| Auswirkungen auf Aktienwert                                | 7%     | 4%     | 0%    | -3%   | -6%   |
| Veränderung der nachhaltigen Wachstumsrate im Endwert in % | -0.50% | -0.25% | 0.00% | 0.25% | 0.50% |
| Auswirkungen auf Aktienwert                                | -3%    | -2%    | 0%    | 2%    | 4%    |
| Veränderung der EBITDA-Marge im Endwert in %               | -2%    | -1%    | 0%    | 1%    | 2%    |
| Auswirkungen auf Aktienwert                                | -4%    | -2%    | 0%    | 2%    | 4%    |

Basierend auf der DCF-Bewertung sowie den durchgeführten Sensitivitätsanalysen ergibt sich für den Eigenkapitalwert der Baumgartner im Szenario mit Akquisitionen eine Wertbandbreite von CHF 70.4 Mio. bis CHF 80.6 Mio. und daraus abgeleitet eine Wertbandbreite von CHF 550 bis CHF 630 pro Namenaktie der Baumgartner (Eigenkapitalwert dividiert durch die Anzahl von 127'962, zum Berichtszeitpunkt ausstehende Aktien).

Bei der Bewertung der Baumgartner auf Basis des Szenarios ohne Akquisitionen (d.h. die Zielunternehmen A und B werden nicht akquiriert und die Holding wird Ende 2009 liquidiert) ergibt sich ein Wert pro Namenaktie, welcher sich in derselben Wertbandbreite wie bei der Bewertung im ersten Szenario befindet (CHF 550 bis CHF 630).

### 3.3 Marktbewertung

Die Marktbewertung beruht auf einem Vergleich mit ähnlichen kotierten Gesellschaften. Im Rahmen dieser Methode wird der Unternehmenswert kotierter Vergleichsunternehmen, der auf Basis von aktuellen Börsenkursen zuzüglich deren Netto-Finanzverbindlichkeiten geschätzt wird, zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen jeder kotierten Gesellschaft ins Verhältnis gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren werden dann auf die Finanzkennzahlen des zu bewertenden Unternehmens angewandt, um dessen Marktwert abzuleiten.

Als Vergleichsunternehmen wurden kotierte Firmen aus der Verpackungsbranche herangezogen, welche mit Baumgartner vergleichbar sind. Als Kriterien der Vergleichbarkeit dienten in erster Linie die Branchenzugehörigkeit, die geographische Ausdehnung der Geschäftstätigkeit sowie die Aktivitäten entlang der Wertschöpfungskette.

Für die Marktbewertung von Baumgartner wurden die aktuellen Unternehmenswerte der vergleichbaren kotierten Unternehmen ins Verhältnis zu deren aktuellen und erwarteten Kennzahlen Umsatz, EBITDA und EBIT für 2007, 2008 und 2009 gesetzt. Dabei wurde für die Jahre 2007, 2008 und 2009 von den durchschnittlichen Analystenschätzungen ausgegangen.

Von den daraus resultierenden Multiplikatoren für jedes Vergleichsunternehmen wurde der Median gebildet und dieser dann mit den aktuellen, respektive den erwarteten Kennzahlen Umsatz, EBITDA und EBIT der Jahre 2007, 2008 und 2009 multipliziert. Die hergeleiteten Multiplikatoren der vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen finden sich in Anhang 2.

In Ergänzung zur Analyse der Börsenbewertung wurde eine Recherche zur Identifikation von Transaktionen von Vergleichsunternehmen durchgeführt, welche in den letzten fünf Jahren stattgefunden haben (seit 1. April 2003). Analog dem oben beschriebenen Vorgehen wurden die gleichen Multiplikatoren abgeleitet und die impliziten Transaktionswerte der Baumgartner

zur Plausibilisierung der DCF-Wertbandbreite herangezogen. Die hergeleiteten Multiplikatoren der Transaktionen von Vergleichsunternehmen sind in Anhang 3 dargestellt.

Aus der Marktbewertung wurde für den Eigenkapitalwert der Baumgartner eine Wertbandbreite von CHF 70.6 Mio. bis CHF 88.2 Mio. abgeleitet. Dies entspricht einer Wertbandbreite pro Namenaktie der Baumgartner von CHF 552 bis CHF 689 (Eigenkapitalwert dividiert durch die Anzahl von 127'962, zum Berichtszeitpunkt ausstehende Aktien).

### **3.4 Zusammenfassung**

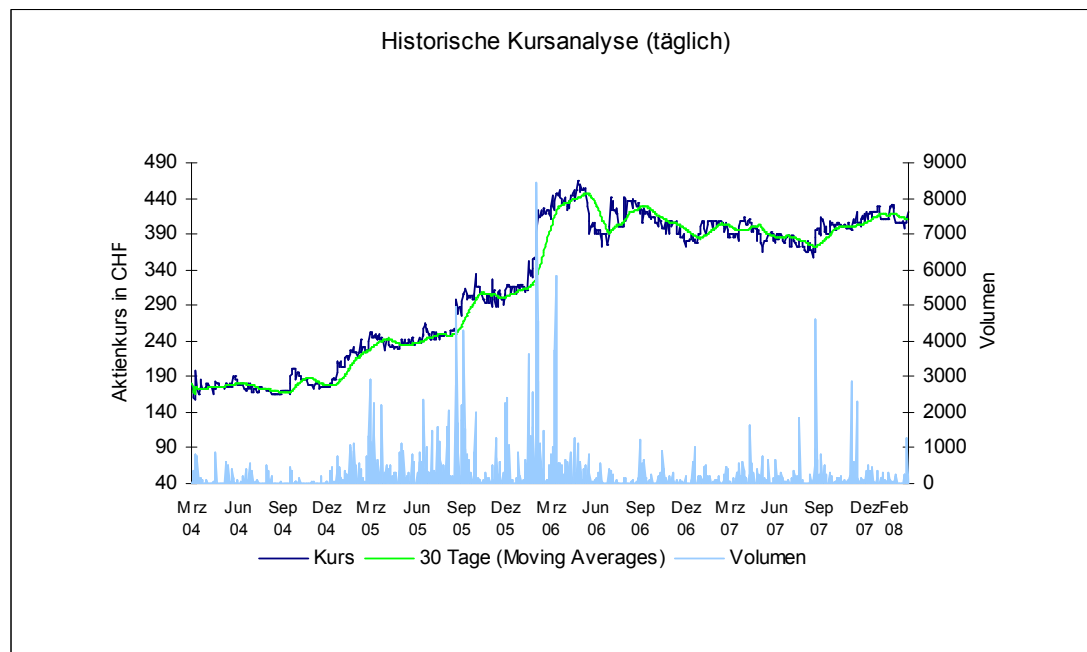
Im Rahmen der Bewertung der Baumgartner anhand der DCF-Methode wurden zwei verschiedene Szenarien berechnet, welche sowohl die von Baumgartner verfolgte Akquisitionsstrategie als auch ein Alternativszenario ohne Akquisitionen darstellen.

Beide Szenarien führen zu einer Wertbandbreite pro Namenaktie der Baumgartner von CHF 550 bis CHF 630.

Die Wertbandbreite pro Namenaktie von CHF 552 bis CHF 689, welche mittels den Marktbewertungs-Ansätzen (vgl. Abschnitt 3.3) hergeleitet wurde, bestätigt die mittels der DCF-Methode hergeleitete Wertbandbreite.

#### 4. Analyse der Aktienpreis- und Aktienvolumenentwicklung

Die untenstehende Graphik zeigt die Kursentwicklung der Baumgartner-Aktie und die gehandelten Volumina über die letzten 4 Jahre vor Ankündigung des öffentlichen Kaufangebots von BBC.



Quelle: Bloomberg

Nach einer Talfahrt in den Jahren 2002 und 2003 hat sich der Aktienkurs der Baumgartner parallel zu den durchgeführten Restrukturierungen erholt. Die Erhöhung kann hauptsächlich auf folgende Ereignisse zurückgeführt werden:

- Die im Jahr 2003 eingeleiteten umfangreichen Restrukturierungen wie beispielsweise die Veräusserung von nicht benötigten Aktiven (Sachanlagen), Reduktion der Schulden, Reduktion der Betriebskosten und Investitionen in Marketing-Aktivitäten;
- Die selektive Umstrukturierung durch Akquisitionen von und Partnerschaften mit Baumgartner ergänzenden Unternehmen, um die Marktposition (Verpackungsbranche) zu verstärken;

Ab dem Jahr 2005 hat der Baumgartner Titel wiederum das Interesse von Seiten des Marktes geweckt.

Auch nach der kürzlichen Erhöhung des aktuellen Aktienkurses der Baumgartner bleibt dieser doch immer noch unter dem Wert unserer Bewertung. Ein möglicher Grund hierfür ist die eher niedrige Liquidität des Titels, welche sich im Handelsvolumen zeigt (vgl. oben aufgeführte Grafik). Des Weiteren verfügt der Markt in Bezug auf die geplanten Akquisitionen und den damit verbundenen erwarteten Wertzuwachs der Baumgartner nicht über ausreichend Informationen, um diesen angemessen berücksichtigen zu können. Würde Baumgartner hingegen gezwungen sein, die Strategie zu ändern und auf die Akquisitionen verzichten, könnten die mit der Holding-Struktur verbundenen Kosten deutlich reduziert werden, was im Gesamten wieder zu einem ähnlichen Wert führt.

## 5. Schlussfolgerung

Die Bewertung des Eigenkapitals der Baumgartner Gruppe Holding AG beruht im Wesentlichen auf der DCF-Methode. Um eine Wertbandbreite zu bestimmen, haben wir verschiedene Szenarien analysiert, welche auf Schätzungen des Managements sowie auf unseren Marktkenntnissen beruhen. Diese Wertbandbreite wurde mit der Marktbewertung mittels vergleichbarer Unternehmen und Transaktionen plausibilisiert.

Basierend auf unseren Analysen und Überlegungen zur Bewertung von Baumgartner ergibt sich für den Wert einer Namenaktie von Baumgartner eine Bandbreite von **CHF 550 bis CHF 630**.

Gestützt darauf beurteilen wir den Preis von **CHF 460**, der pro Namenaktie von Baumgartner mit einem Nennwert von je CHF 70 geboten wird, aus finanzieller Sicht als nicht fair und angemessen.

Diese Fairness Opinion stützt sich auf die im Verlauf von unserem Auftrag, welcher am 14. April 2008 beendet wurde, durchgeführten Analysearbeiten.

Freundliche Grüsse

PricewaterhouseCoopers AG



Markus Bucher  
Partner



Dr. Yves Cheridito  
Director

### Anhang:

- Anhang 1: Beta und Finanzierungsanalyse
- Anhang 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen
- Anhang 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

## 6. Anhang

### Anhang 1: Beta- und Finanzierungsanalyse

| Vergleichbare Unternehmen        |         |           | Marktdaten        |                            |                  | Kapitalstruktur      |                              | Beta                                |                                       |
|----------------------------------|---------|-----------|-------------------|----------------------------|------------------|----------------------|------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|
| Unternehmen<br>(Beträge in Mio.) | Währung | EK<br>(1) | Fin.<br>FK<br>(2) | Überschuss<br>FlüMi<br>(3) | Netto<br>Fin. FK | Netto Fin. FK/<br>EK | Netto Fin. FK/<br>Gesamtkap. | Levered<br>Adjustierte Betas<br>(4) | Unlevered<br>Adjustierte Betas<br>(5) |
| MONDI PLC                        | EUR     | 3'073     | 1'687             | 180                        | 1'507            | 49%                  | 33%                          | 1.04                                | 0.70                                  |
| DS SMITH PLC                     | GBP     | 608       | 19                | 93                         | -74              | -12%                 | -14%                         | 1.00                                | 1.13                                  |
| AMCOR LTD                        | AUD     | 6'149     | 3'011             | 115                        | 2'896            | 47%                  | 32%                          | 0.75                                | 0.51                                  |
| BEMIS COMPANY                    | USD     | 2'539     | 843               | 147                        | 696              | 27%                  | 22%                          | 1.13                                | 0.89                                  |
| CROWN HOLDINGS INC               | USD     | 4'290     | 3'437             | 457                        | 2'980            | 69%                  | 41%                          | 1.00                                | 0.59                                  |
| PACTIV CORPORATION               | USD     | 3'410     | 1'574             | 95                         | 1'479            | 43%                  | 30%                          | 1.12                                | 0.78                                  |
| REXAM PLC                        | GBP     | 2'747     | 1'843             | 134                        | 1'709            | 62%                  | 38%                          | 0.97                                | 0.59                                  |
| SEALED AIR CORP                  | USD     | 4'040     | 1'872             | 430                        | 1'442            | 36%                  | 26%                          | 0.92                                | 0.68                                  |
| CONSTANTIA PACKAGING AG          | EUR     | 837       | 332               | 34                         | 298              | 36%                  | 26%                          | 0.51                                | 0.38                                  |
| <b>Durchschnitt</b>              |         |           |                   |                            |                  | <b>40%</b>           | <b>26%</b>                   | <b>0.94</b>                         | <b>0.70</b>                           |
| <b>Median</b>                    |         |           |                   |                            |                  | <b>43%</b>           | <b>30%</b>                   | <b>1.00</b>                         | <b>0.68</b>                           |

(1) Marktkapitalisierung, Bloomberg 31.03.2008

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

(3) Nicht-operative Flüssige Mittel

(4) Quelle: Bloomberg 31.03.2008

(5) "Unlevered" Beta = "Levered" Beta / (1+(FK/EK)) gemäss Harris-Pringle-Formel



**Anhang 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen**

| Unternehmen       | Währung                 | Fin.<br>FK | Excess<br>Cash | Netto<br>FK | EV    | EV / Umsatz |      |      | EV / EBITDA |       |      | EV / EBIT |       |       |       |
|-------------------|-------------------------|------------|----------------|-------------|-------|-------------|------|------|-------------|-------|------|-----------|-------|-------|-------|
| (Beträge in Mio.) |                         |            |                |             |       | 2007        | 2008 | 2009 | 2007        | 2008  | 2009 | 2007      | 2008  | 2009  |       |
| 1                 | MONDI PLC               | EUR        | 1'687          | 180         | 1'507 | 4'580       | 0.7x | 0.7x | 0.7x        | 5.2x  | 4.7x | 4.5x      | 9.1x  | 7.9x  | 7.6x  |
| 2                 | DS SMITH PLC            | GBP        | 19             | 93          | -74   | 534         | 0.3x | 0.3x | 0.3x        | 3.9x  | 3.0x | 3.1x      | 7.2x  | 4.6x  | 4.5x  |
| 3                 | AMCOR LTD               | AUD        | 3'011          | 115         | 2'896 | 9'045       | 0.9x | 0.9x | 0.9x        | 10.2x | 8.2x | 7.7x      | 21.6x | 13.3x | 12.2x |
| 4                 | BEMIS COMPANY           | USD        | 843            | 147         | 696   | 3'234       | 0.9x | 0.9x | 0.8x        | 6.9x  | 6.7x | 6.4x      | 10.5x | 10.2x | 9.5x  |
| 5                 | CROWN HOLDINGS INC      | USD        | 3'437          | 457         | 2'980 | 7'270       | 0.9x | 0.9x | 0.8x        | 8.3x  | 7.4x | 7.1x      | 11.3x | 9.7x  | 9.1x  |
| 6                 | PACTIV CORPORATION      | USD        | 1'574          | 95          | 1'479 | 4'889       | 1.5x | 1.3x | 1.3x        | 7.7x  | 6.8x | 6.5x      | 10.4x | 9.2x  | 8.6x  |
| 7                 | REXAM PLC               | GBP        | 1'843          | 134         | 1'709 | 4'456       | 1.2x | 1.1x | 1.0x        | 12.6x | 7.2x | 6.4x      | 12.6x | 9.8x  | 8.7x  |
| 8                 | SEALED AIR CORP         | USD        | 1'872          | 430         | 1'442 | 5'482       | 1.2x | 1.1x | 1.1x        | 7.6x  | 7.1x | 6.6x      | 10.0x | 9.2x  | 8.5x  |
| 9                 | CONSTANTIA PACKAGING AG | EUR        | 332            | 34          | 298   | 1'135       | 0.8x | 0.6x | 0.6x        | 6.2x  | 4.8x | 4.6x      | 10.1x | 8.1x  | 7.8x  |
| Durchschnitt      |                         |            |                |             |       |             | 0.9x | 0.9x | 0.8x        | 7.6x  | 6.2x | 5.9x      | 11.4x | 9.1x  | 8.5x  |
| Median            |                         |            |                |             |       |             | 0.9x | 0.9x | 0.8x        | 7.6x  | 6.8x | 6.4x      | 10.4x | 9.2x  | 8.6x  |

Quellen: Bloomberg, Jahresberichte, Analysten Reports, etc.

**Anhang 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen**

| Ankündigungs-<br>Datum | "Target-" Unternehmen | "Target-" Nation  | "Bidder-" Unternehmen                                    | Währung   | EV  | Multiples |        |       |       |
|------------------------|-----------------------|---|--|---|-----|-----------|--------|-------|-------|
|                        |                       |   |  |   |     | Umsatz    | EBITDA | EBIT  |       |
| 1                      | 08.01.2008            | Online Packaging Limited  | USA  | Macfarlane Group plc  | USD | 10        | 0.7x   | n/a   | 8.3x  |
| 2                      | 02.07.2007            | Amcor Limited (European PET business)                                     | Belgien, Deutschland,<br>Spanien, Frankreich, GB, Maroko | La Seda de Barcelona SA   | USD | 586       | 0.8x   | 7.2x  | 11.4x |
| 3                      | 11.06.2007            | O-I Plastic Products FTS Inc  | USA  | Rexam plc   | USD | 1'825     | 2.4x   | 11.3x | n/a   |
| 4                      | 09.05.2007            | Mipac AB  | Schweden   | Superfos A/S  | USD | 37        | 1.3x   | 5.4x  | n/a   |
| 5                      | 03.05.2007            | Kloeckner Pentaplast GmbH & Co. KG  | Deutschland  | Blackstone Group Holdings LLC   | USD | 1'761     | 1.1x   | 8.0x  | n/a   |
| 6                      | 23.01.2007            | SCA Packaging North America (formerly Tuscarora Inc.)                     | USA  | Metalmark Capital LLC   | GBP | 202       | 0.9x   | n/a   | n/a   |
| 7                      | 28.06.2006            | Artes Graficas Nekar Sa   | Spanien  | EBN Vaccaria;<br>GED Iberian Private Equity                                     | USD | 35        | 2.6x   | 7.0x  | 8.2x  |
| 8                      | 15.11.2005            | AssiDoman Cartonboard AB (Frovi)  | Schweden   | Korsnas AB  | USD | 447       | 1.2x   | 5.5x  | n/a   |
| 9                      | 14.11.2005            | Precise Technology, Inc.  | USA  | Rexam plc   | USD | 258       | 0.9x   | n/a   | n/a   |
| 10                     | 13.09.2005            | Kappa Packaging B.V.  | Holland  | Smurfit Kappa Group   | USD | 3'188     | 0.8x   | 5.8x  | 11.8x |
| 11                     | 29.06.2005            | Europoligrafico S.p.a.  | Italien  | New EPG S.r.l   | USD | 68        | 0.8x   | 8.3x  | n/a   |
| 12                     | 23.06.2005            | Pactiv Corp-North American & European Protective & Flexible Packaging Bus | USA  | AEA Investors LLC   | USD | 530       | 0.6x   | n/a   | n/a   |
| 13                     | 03.03.2004            | LINPAC Containers Group   | GB   | DS Smith plc  | GBP | 170       | 1.0x   | 7.8x  | n/a   |
| 14                     | 02.02.2004            | Clondalkin Group Holdings Limited   | Irland   | Warburg Pincus International Partners LP; Warburg Pincus Private Equity VIII LP | GBP | 430       | 0.9x   | n/a   | n/a   |
| 15                     | 04.11.2003            | Alloyd Inc  | USA  | Svenska Cellulosa Aktiebolaget  | USD | 97        | 1.4x   | 8.3x  | n/a   |
| 16                     | 21.08.2003            | Rexam Healthcare Flexibles  | GB   | Amcor   | USD | 215       | 0.8x   | n/a   | 12.3x |
| Durchschnitt           |                       |   |  |   |     |           | 1.1x   | 7.5x  | 10.4x |
| Median                 |                       |   |  |   |     |           | 0.9x   | 7.5x  | 11.4x |

Quellen: Mergermarket, Thomson