

# Projekt Safran

Fairness Opinion

22. Februar 2018

## **Louis Siegrist**

Partner

Tel: +41 58 286 21 31

Mobile: +41 58 289 21 31

Email: [louis.siegrist@ch.ey.com](mailto:louis.siegrist@ch.ey.com)

## **Matthias Oppermann, CFA**

Senior Manager

Tel: +41 58 286 45 92

Mobile: +41 58 289 45 92

Email: [matthias.oppermann@ch.ey.com](mailto:matthias.oppermann@ch.ey.com)



## Dashboard

### Inhaltsverzeichnis

Dashboard  
1 Ausgangslage  
2 Unternehmensprofil  
3 Wertüberlegungen  
4 Schlussfolgerung  
5 Anhang

## Dashboard

Seite 3

## Ausgangslage

1

Seite 4

## Unternehmens- profil

2

Seite 8

## Wert- überlegungen

3

Seite 15

## Schlussfolgerung

4

Seite 28

## Anhang

5

Seite 30



## Dashboard

### Zusammenfassung

Dashboard  
 1 Ausgangslage  
 2 Unternehmensprofil  
 3 Wertüberlegungen  
 4 Schlussfolgerung  
 5 Anhang

### Fairness Opinion zum 12. Januar 2018

### Hügli Holding AG

**Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot von CHF 915 als fair anzusehen.**

Basierend auf den angewendeten Bewertungsmethoden, den erhaltenen Informationen und angestellten Überlegungen gehen wir vom Ergebnis der DCF Bewertung als wertbestimmende Basis aus und ermitteln eine Punktschätzung von CHF 799 mit einer Bandbreite von CHF 773 bis CHF 825 pro Hügli Inhaberaktie.

Das Angebot von CHF 915 pro Inhaberaktie entspricht einer Prämie von 14.4% gegenüber dem VWAP(60) von CHF 800 (gemäss SIX) respektive einer Prämie von 13.8% gegenüber dem Tagesschlusskurs von CHF 804 (per 12. Januar 2018).

### DCF

**CHF 386.3m**  
Eigenkapitalwert

**CHF 799**  
pro Inhaberaktie

- ▶ Basierend auf Management Businessplan für FY18-FY20.
- ▶ WACC 6.9%.
- ▶ Ewige Wachstumsrate 0.9%.
- ▶ Nachhaltige EBITDA Marge 12.0%.
- ▶ Nachhaltige Investitionen zu Umsatz 3.1%.
- ▶ Abschreibungen entsprechen Investitionen für den Residualwert.
- ▶ Sensitivität auf EBITDA Marge und WACC im Residualwert.

### Trading Multiples

**CHF 394.8m**  
Eigenkapitalwert

**CHF 816**  
pro Inhaberaktie

- ▶ LTM EBITDA Multiple von 11.0x basierend auf dem Median der Vergleichsgruppe.
- ▶ Hügli's erwarteter EBITDA FY17 als Bezugsgrösse.
- ▶ Aufgrund begrenzter Anzahl direkt vergleichbarer Unternehmen musste der Multiple auf einer breiteren Vergleichsbasis hergeleitet werden.
- ▶ Daher dient der hergeleitete Wert pro Inhaberaktie nur eingeschränkt als Plausibilisierungsgrösse.

### Aktienkursanalyse

**CHF 800**  
**VWAP (SIX)**

- ▶ Handelsvolumen liegt an 5 von den vergangenen 12 Monaten vor der Veröffentlichung des Angebots unter der Liquiditätsschwelle von 0.04%.
- ▶ Die Hügli Inhaberaktien sind gemäss Definition der UEK folglich illiquid.
- ▶ Daher messen wir dem VWAP von CHF 800 (60 Tage, per 12. Januar 2018 gemäss SIX) nur eingeschränkte Bedeutung zu.

# 1

## Ausgangslage

In diesem Abschnitt	Seite
Ausgangslage	5
Informationsgrundlagen und Anzahl Aktien	6
Beurteilungsvorgehen und Bewertungsgrundsätze	7

# 1 Ausgangslage

## Ausgangslage

Dashboard

**1 Ausgangslage**

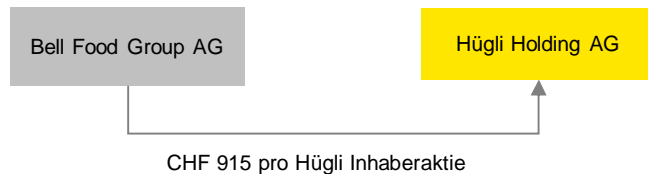
2 Unternehmensprofil

3 Wertüberlegungen

4 Schlussfolgerung

5 Anhang

### Öffentliches Übernahmeangebot



Quelle: Management

### Angebot

Hügli Holding AG (Zielunternehmen oder Hügli) ist ein Schweizer Unternehmen, das seit 1935 Trockenmischprodukte herstellt und vermarktet. Die Inhaberaktien von Hügli sind an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange (SIX) kotiert.

Die Bell Food Group AG (Anbieterin oder Bell Food), eine Unternehmung der Bell Gruppe, hat in einem ersten Schritt, am 13. Januar 2018 Kaufverträge zum Erwerb sämtlicher Hügli Namenaktien sowie insgesamt 39,797 Hügli Inhaberaktien abgeschlossen. Die Aktien wurden hauptsächlich von Hügli's Hauptaktionär, der Dr. A. Stoffel Holding AG erworben. In einem zweiten Schritt plant Bell Food ein öffentliches Kaufangebot im Zuge einer freundlichen Übernahme für sämtliche ausstehenden kotierten Aktien von Hügli zu unterbreiten. Vom Angebot ausgenommen ist der Eigenbestand an Hügli Aktien sowie Aktien, die durch die Anbieterin zum Zeitpunkt des öffentlichen Angebots bereits von Hügli's Hauptaktionär erworben wurden.

Das Angebot für die sich im Publikum befindenden Hügli Inhaberaktien mit einem Nennwert von CHF 1.0 pro Aktie besteht gemäss Voranmeldung vom 15. Januar 2018 aus einem Barangebot in Höhe von CHF 915 pro Aktie. Das Angebot wird voraussichtlich am 26. Februar 2018 unterbreitet.

### Hügli und Bell Food

Firma	Valorennummer	Valoren-Symbol	Börsenplatz
Hügli Holding AG	464'795	HUE	SIX
Bell Food Group AG	31'596'632	BELL	SIX

Quelle: SIX Homepage

### Auftrag an EY

Der unabhängige Ausschuss des Verwaltungsrats von Hügli (Ausschuss) hat die Ernst & Young AG, Schweiz (EY oder wir) mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt. Die Fairness Opinion dient der Überprüfung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Bell Food. Die Details sind in der Auftragsbestätigung vom 27. November 2017 festgehalten. Bewertungsstichtag ist der 12. Januar 2018.

Die Fairness Opinion soll den Mitgliedern des Ausschusses und den Publikumsaktionären von Hügli als neutrale Meinung dienen, ob der offerierte Kaufpreis je Namenaktie aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.

Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Sie enthält keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann, und macht auch keine Aussage über den zukünftigen Wert einer Hügli Aktie und den Preis, zu welchem im Kaufangebot nicht angeordnete Hügli Aktien zukünftig gehandelt werden können.

Diese Fairness Opinion wurde am 22. Februar 2018 abgeschlossen und berücksichtigt lediglich Ereignisse und Umstände bis zu diesem Zeitpunkt.

Die Fairness Opinion darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.



# 1 Ausgangslage

## Informationsgrundlagen und Anzahl Aktien

Dashboard

**1 Ausgangslage**

2 Unternehmensprofil

3 Wertüberlegungen

4 Schlussfolgerung

5 Anhang

### Wesentliche Datengrundlagen / Quellen

#### Informationsgrundlagen

##### Historische Finanzdaten

Geprüfte, konsolidierte Geschäftsabschlüsse 2013-2016; nicht geprüfte Konzernrechnung per September 2017, sowie nicht geprüfte Angaben zu Liquiden Mitteln und Finanzschulden per Dezember 2017

##### Businessplan

Businessplan mit Planerfolgsrechnung, Planbilanz und Planmittelflussrechnung sowie Investitionsplanung für 2017-2020 auf konsolidierter Stufe; Budgets bis auf Stufe EBIT pro Segment für 2018

##### Analystenberichte

Analystenberichte aus eigener Recherche und vorgelegt durch Management

##### Finanzmarktdaten

Capital IQ, ThomsonOne, SIX, Oxford Economics, BMI, MarketLine

##### Weitere Informationen

Öffentlich zugängliche Informationen  
Mündliche und schriftliche Informationen des Managements

Quelle: EY

### Übersicht über die relevante Anzahl Aktien

Aktientyp	Anzahl Aktien	Nennwert in CHF	Gesamt-nominalwert
Inhaberaktien	280,000	1.0	280,000
Eigene Aktien	(1,369)	1.0	(1,369)
Inhaberaktien	278,631	1.0	278,631
Namenaktien	410,000	0.5	205,000
<b>Relevant für Bewertung</b>	<b>688,631</b>		<b>483,631</b>

Quelle: Management

### Informationsgrundlagen

Die Grundlage für die Wertermittlung bildeten historische Finanzdaten sowie zukunftsgerichtete Finanzplandaten, welche uns vom Management der Hügli Holding AG (Management) zur Verfügung gestellt wurden. Eine Übersicht der erhaltenen Hauptdokumente und Informationen ist in der nebenstehenden Tabelle abgebildet.

Des Weiteren wurde uns Gelegenheit gegeben, Fragen an das Management zu richten und die erhaltenen Informationen und die geplante zukünftige Entwicklung kritisch zu diskutieren. Da unsere Bewertung weitgehend auf den Angaben des Managements beruht, beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen.

EY setzt generell die Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen voraus und verlässt sich auf die Aussagen des Managements. In diesem Zusammenhang wurde uns vom Management bestätigt, dass sich das Management bzw. die verantwortlichen Personen von Hügli keiner Tatsachen oder Umstände bewusst sind, gemäss welchen die zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären.

### Anzahl berücksichtigter Aktien

Zum Bewertungszeitpunkt besteht das Aktienkapital von Hügli aus insgesamt 280,000 kotierten Inhaberaktien mit einem Nennwert von CHF 1.0 sowie aus 410,000 nicht kotierten Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 0.5. Die per Ende FY17 selbst gehaltenen 1,369 Inhaberaktien werden in Abzug gebracht. Diese sind nicht relevant, um die Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen und sind daher bei unseren Bewertungsüberlegungen nicht berücksichtigt.

Um der Wert pro Hügli Inhaberaktie zu ermitteln, wird der hergeleitete Eigenkapitalwert durch den Gesamtnominalwert von CHF 483,631 (Anzahl Aktien multipliziert mit dem jeweiligen Nennwert) dividiert und anschliessend mit dem Nominalwert der Inhaberaktien von CHF 1.0 multipliziert.

Zum Bewertungszeitpunkt bestehen keine Mitarbeiteroptionen. Allerdings können die Kadermitglieder und Mitglieder des Verwaltungsrats im Rahmen eines Aktienbezugsplans einen Teil ihrer Kompensation wahlweise in Aktien zu einem um 25% reduzierten Preis beziehen. Die eigenen Aktien werden hauptsächlich für dieses Programm gehalten.

# 1 Ausgangslage

## Beurteilungsvorgehen und Bewertungsgrundsätze

Dashboard

**1 Ausgangslage**

- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Schlussfolgerung
- 5 Anhang

### Beurteilungsvorgehen

**Arbeitsschritte**

- 1 Beschaffung und Analyse relevanter Informationen
- 2 Analyse der historischen Finanzdaten
- 3 Analyse des Businessplans
- 4 Marktrecherche zur Industrie und Vergleichsgruppenanalyse
- 5 Benchmarking ausgewählter KPIs
- 6 Durchführung von Interviews mit den verantwortlichen Personen vom Management
- 7 Bewertungsüberlegungen zu Hügli mittels angemessener Bewertungsmethoden
- 8 Sensitivitätsanalyse auf Hauptwertreiber
- 9 Beurteilung des Angebots durch ein internes Fairness Opinion Komitee
- 10 Wertkonklusion

Quelle: EY

### Analyse- und Bewertungsmethoden

**Ansatz**

- Aktienkursanalyse – VWAP(60)
- Analysteneinschätzungen hinsichtlich Zielkurs
- Discounted Cashflow (DCF) Methode
- Marktwertmethode (Trading und Transaction Multiples)

Quelle: EY

### Beurteilungsvorgehen

EY stellte für die Bewertung der Hügli Aktien eigene Wertüberlegungen an. Die in der Tabelle links dargestellten Schritte waren wesentlicher Bestandteil unserer Arbeiten. Die vorliegende Bewertung wurde von uns aus der Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt. Individuelle steuerliche und andere Effekte wurden in dieser Analyse nicht berücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Voraussetzungen der Aktionäre nicht möglich.

### Bewertungsgrundsätze

Ziel der Bewertung war es, den Wert einer Inhaberaktie von Hügli inklusive der zugehörigen Gesellschaften zum 12. Januar 2018 zu ermitteln. Für dessen Berechnung wurde die unabhängige Weiterführung von Hügli angenommen.

Effekte von zukünftigen Übernahmen sowie allfällige Synergiepotentiale mit einem Investor wurden nicht in unsere Bewertung einbezogen. Basis für unsere Arbeiten ist folglich eine "stand-alone" Betrachtung. Ferner gingen wir davon aus, dass die operative Ausrichtung der Gruppe in den uns zur Verfügung gestellten Finanzinformationen korrekt abgebildet ist und in Zukunft keine wesentlichen Änderungen erfährt.

### Wahl der Bewertungsmethoden und Vorgehen

Grundsätzlich ist der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft die verlässlichste Indikation, um den Unternehmenswert zu bestimmen. Dies setzt voraus, dass der Handel hinreichend liquide ist. Wie im Kapitel «Wertüberlegungen» gezeigt wird, ist dies für die Hügli Inhaberaktien nicht der Fall. Der Handel in Hügli Inhaberaktien ist illiquide und der Börsenkurs der Hügli Inhaberaktie eignet sich daher nur eingeschränkt, um einen fairen Wert der Aktie zu ermitteln.

Um eine fundierte Beurteilung zu gewährleisten, kommen für die Bewertung von Hügli daher weitere Analyse- und Bewertungsmethoden zur Anwendung. Diese sind in nebenstehender Tabelle aufgeführt.

Um den Wert einer Hügli Inhaberaktie zu ermitteln, wurde die Discounted Cashflow (DCF) Methode als primäre Bewertungsmethode verwendet. Die DCF Methode basiert auf der Annahme der Unternehmensfortführung und erlaubt es, unternehmensspezifische Faktoren zu berücksichtigen, da die Erfolgsgrößen und zukünftige Entwicklungen/Erwartungen des Unternehmens im Detail abgebildet sind.

Die weiteren angewendeten Methoden wie bspw. die Marktwertmethode dienen eher zur Plausibilisierung des berechneten DCF Wertes.

# 2

## Unternehmensprofil

In diesem Abschnitt	Seite
Unternehmensbeschreibung	9
Historischer Geschäftsverlauf	10
Divisionen	11
Benchmarking	12
Marktanalyse	14

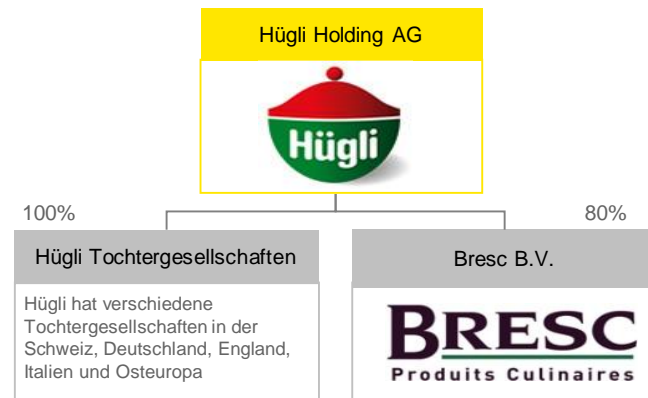


## 2 Unternehmensprofil

### Unternehmensbeschreibung

Dashboard
1 Ausgangslage
<b>2 Unternehmensprofil</b>
3 Wertüberlegungen
4 Schlussfolgerung
5 Anhang

### Organisationsstruktur



Quelle: Management

### Wichtige Produktkategorien von Hügli



Bouillons



Saucen



Suppen



Desserts

### Unternehmensbeschreibung

- Seit 1935 entwickelt, produziert und vermarktet Hügli Trockenmischprodukte im Convenience Segment (Fertigprodukte) an seinen 11 Produktionsstandorten in der Schweiz, Deutschland, Grossbritannien, Italien, Tschechien, Spanien und den Niederlanden, sowie durch seine Vertriebsgesellschaften in Osteuropa.
- Die wichtigsten Produktkategorien von Hügli umfassen Suppen, Saucen, Bouillons, Fertiggerichte, Desserts und funktionale Nahrungsmittel.
- Hügli operiert über folgende vier Divisionen:
  - Food Service:** Produktlieferung an professionelle Küchen und an den Gastronomiesektor («ausser Haus Verpflegung»)
  - Customer Solutions:** Private Label Produktion in Endverbraucherpackungen für Retailer und Markenunternehmen
  - Consumer Brands:** Produktion und Verkauf unter eigenen Marken an die Endkonsumenten, mehrheitlich Bioprodukte über Reformhäuser und Naturkostgeschäfte
  - Food Ingredients:** Produktion von Zutaten für die industrielle Lebensmittelherstellung
- Die Divisionen werden auf den folgenden Seiten ausführlicher beschrieben.
- Per FY16 beschäftigte Hügli rund 1,500 Mitarbeiter. Von diesen sind ca. 50% in Deutschland tätig.
- In FY16 erwarb Hügli 80% an Bresc B.V. (Bresc), einem niederländischen Hersteller von Knoblauch- und Kräuterprodukten. In FY16 trug Bresc CHF 13.7m zum Gruppenumsatz bei. In FY21 wird Hügli voraussichtlich die bestehende Option zum Kauf der verbleibenden 20% ausüben.
- Die Bilanz und Erfolgsrechnung von Hügli sind im Anhang dieses Berichts abgebildet.

## 2 Unternehmensprofil

### Historischer Geschäftsverlauf

- Dashboard  
 1 Ausgangslage  
**2 Unternehmensprofil**  
 3 Wertüberlegungen  
 4 Schlussfolgerung  
 5 Anhang

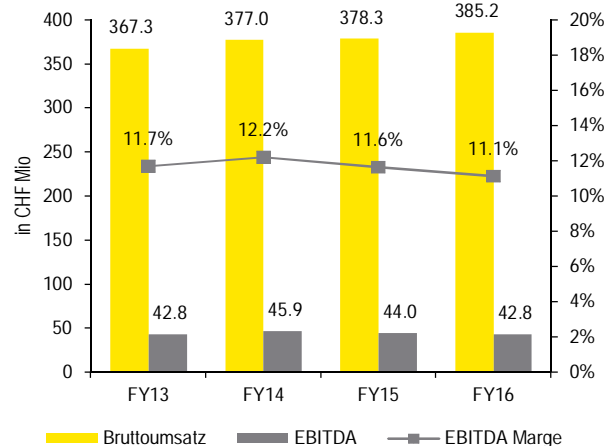
#### Umsatz und EBITDA

Der Umsatz von Hügli ist von CHF 367.3m in FY13 auf CHF 385.2m in FY16 gestiegen, was einem CAGR von 1.6% entspricht.

Bis FY15 war das Umsatzwachstum grösstenteils organisch getrieben. In FY16 wurde der organische Umsatzrückgang von 2.6% durch positive Währungseffekte und die Akquisition von Bresc kompensiert.

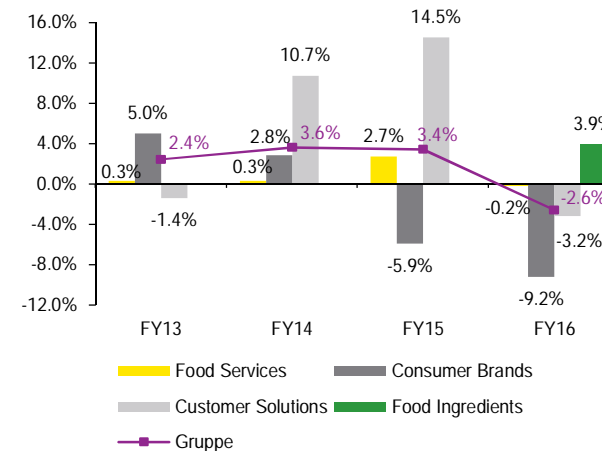
Die EBITDA Marge ist im Betrachtungszeitraum leicht gesunken, von 12.2% in FY14 auf 11.1% in FY16.

#### Umsatz und EBITDA in FY13-FY16



Quelle: Management

#### Organisches Wachstum in FY13-FY16



1. Food Ingredients entstand in FY16 nach einer Umstrukturierung.

Quelle: Management

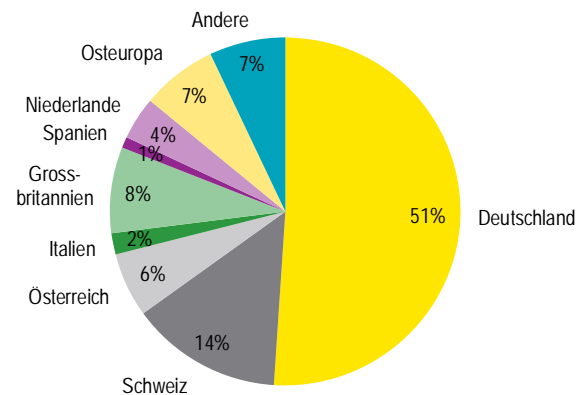
#### Organisches Wachstum

In FY13-FY15 zeigte Hügli relativ konstantes organisches Umsatzwachstum von durchschnittl. 3.1%. Die Divisionen weisen einen volatileren Verlauf auf. Im Anschluss an starkes Wachstums in FY13-FY14 verzeichnete Consumer Brands in FY15-FY16 deutliche Umsatzrückgänge. Customer Solutions erzielte in FY14-FY15 Wachstumsraten von 10.7% respektive 14.5%, erfuhr aber in FY16 einen organischen Umsatzrückgang.

#### Geographische Segmente

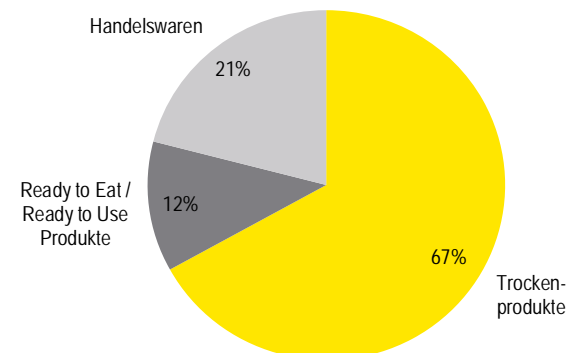
In FY16 erzielte Hügli über 50% der Umsätze in Deutschland. Weitere grosse Absatzmärkte sind die Schweiz (14%), Grossbritannien (8%) und Osteuropa (7%). Die weiteren Umsätze verteilen sich auf Italien, die Niederlande, Spanien, Österreich und Andere (Bresc).

#### Umsatz nach Kundendomizil in FY16



Quelle: Management

#### Umsatz nach Produktgruppen in FY16



Quelle: Management

#### Produktgruppen

Die grösste Produktgruppe von Hügli bilden Trockenmischprodukte, mit welchen Hügli in FY16 67% der Umsätze erwirtschaftete.

Handelswaren trugen 21% und «Ready to Eat» Produkte 12% zum Umsatz in FY16 bei.

## 2 Unternehmensprofil

### Divisionen

Dashboard  
1 Ausgangslage  
**2 Unternehmensprofil**  
3 Wertüberlegungen  
4 Schlussfolgerung  
5 Anhang

#### Food Service



##### Information

Generell	Die Division Food Service versorgt „Ausser Haus“ Küchen und den Gastronomiesektor mit Produkten der eigenen Marken über ca. 250 Aussendienstmitarbeiter (Direktvertrieb) in acht Ländern.
Kunden	Restaurants, Hotels, Kantinen, Krankenhäuser, Caterer, Armee, Gefängnisse
Marken	Hügli, Supro, Tutto Gusto, Vogeley
Produkte	Suppen, Saucen, Bouillons, Desserts usw. sowie selektierte Handelswaren

##### Umsatz FY16 / Anteil

**CHF 151m**

**39%**

#### Customer Solutions



##### Information

Generell	In FY17 wurden die Divisionen Private Label, Brand Solutions und Food Industry als Division Customer Solutions konsolidiert. Sie entwickelt und stellt Produkte in Endverbraucher- verpackungen unter den Marken von Marketing- und Vertriebsorganisationen her.
Kunden	Retailer, Markenartikel-Unternehmen ohne eigene Produktion sowie Lebensmittelhersteller zusammengefasst in Kundengruppen Brand Owners, Food Manufacturers und Private Label
Marken	Marken der Kunden
Produkte	Suppen, Saucen, Bouillons, Würzmittel, Dressings, Health & Nutrition, Bio, Diät, Trocken und Flüssig in Dosen

##### Umsatz FY16 / Anteil

**CHF 139m**

**36%**

#### Consumer Brands



##### Information

Generell	Distribution von Hügli's eigenen Marken für Endkonsumenten über Lebensmitteleinzelhandel oder direkt an Endkonsumenten.
Kunden	Reformhäuser, Bioläden, Lebensmittelhändler
Marken	Heirler, Cenovis, Neuco, Ernteseegen, Natur Compagnie, Tellofix, Oscho, Eden
Produkte	Bioprodukte, Fleischersatzprodukte, Fertiggerichte

##### Umsatz FY16 / Anteil

**CHF 57m**

**15%**

#### Food Ingredients



##### Information

Generell	Produktion von Zutaten für die industrielle Lebensmittelherstellung, Produktion von Endverbraucherpackungen als Outsourcing.
Kunden	Verarbeitende Lebensmittelindustrie
Marken	Marken der Kunden
Produkte	Geschmacks- und Bindungssysteme, Flavours

##### Umsatz FY16 / Anteil

**CHF 25m**

**7%**

## 2 Unternehmensprofil

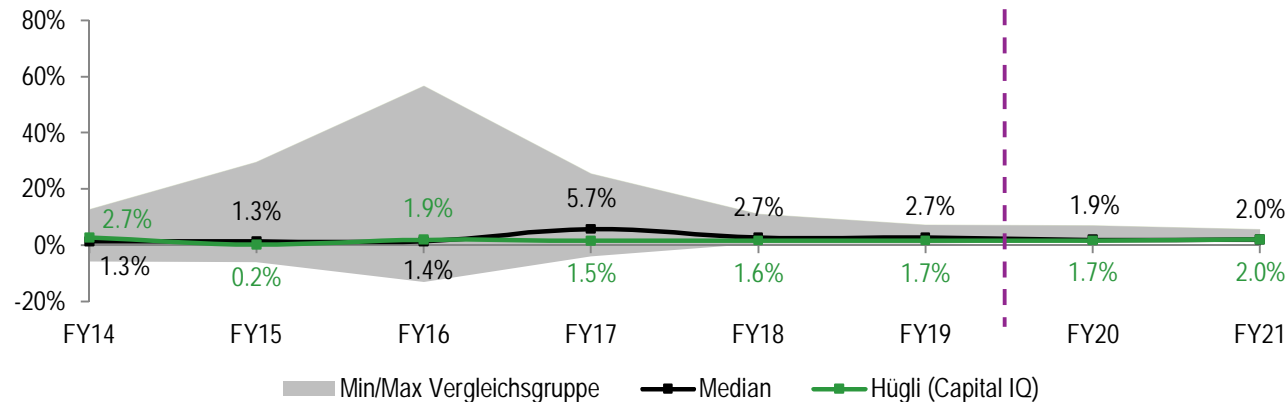
### Benchmarking

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
  - 2 Unternehmensprofil**
  - 3 Wertüberlegungen
  - 4 Schlussfolgerung
  - 5 Anhang

#### Umsatzwachstum FY14-FY16

Historisch erzielte Hügli ein Umsatzwachstum zwischen 0.2%-2.7%. Das erzielte Umsatzwachstum liegt im Durchschnitt im Bereich des Median der Vergleichsunternehmen (1.3%-1.4%).

#### Umsatzwachstum (FY14-FY21)



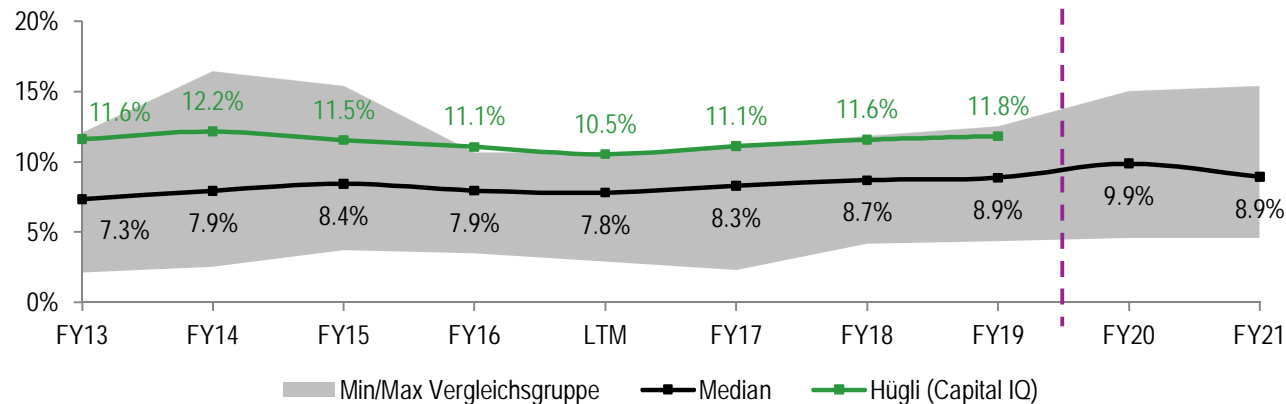
#### Umsatzwachstum FY17-FY21

Analysten erwarten für Hügli eine Steigerung des Umsatzwachstums von 1.5% in FY17 auf 2.0% in FY21. Gemäss Analystenschätzungen nähert sich Hügli's Wachstum dem Median der Vergleichsunternehmen an.

#### EBITDA Marge FY13-FY16

Historisch lag Hügli's EBITDA Marge bei 11.1%-12.2%. Damit lag die Marge deutlich über dem Median der Vergleichsunternehmen (7.3%-8.4%), aber noch innerhalb des Bereichs der Vergleichsunternehmen (niedrigste und höchste EBITDA Margen pro Jahr).

#### EBITDA Marge (FY13-FY21)



#### EBITDA Marge FY17-FY19

In FY17-FY19 wird für Hügli's EBITDA Marge eine Steigerung von 11.1% auf 11.8% prognostiziert. Damit liegt Hügli an der oberen Bandbreite der Vergleichsunternehmen. Auch bei den Vergleichsunternehmen erwarten Analysten im Median einen Anstieg der Marge, aber es wird weiterhin erwartet, dass Hügli in der Lage sein wird, Margen zu erzielen, welche deutlich über dem Median der Vergleichsgruppe liegen.

Anmerkungen zu den Graphiken:

1. Werte für Hügli basieren auf öffentlich verfügbaren Analystenschätzungen gemäss Capital IQ. Für FY17-FY19 sind 3 Analystenschätzungen und für FY20-FY21 ist 1 Schätzung vorhanden. Für den EBITDA sind für FY20-FY21 keine Schätzungen verfügbar.
2. FY17 bezieht sich auf die Schätzungen für FY17 und nicht auf aktuelle Zahlen für FY17.
3. Für FY20-FY21 sind nur für 4-7 von 13 Vergleichsunternehmen Analystenschätzungen verfügbar. Daher ist die Aussagekraft der Benchmarking Informationen für FY20-FY21 eingeschränkt.

Quelle: Capital IQ, EY

## 2 Unternehmensprofil

### Benchmarking

Dashboard  
 1 Ausgangslage  
**2 Unternehmensprofil**  
 3 Wertüberlegungen  
 4 Schlussfolgerung  
 5 Anhang

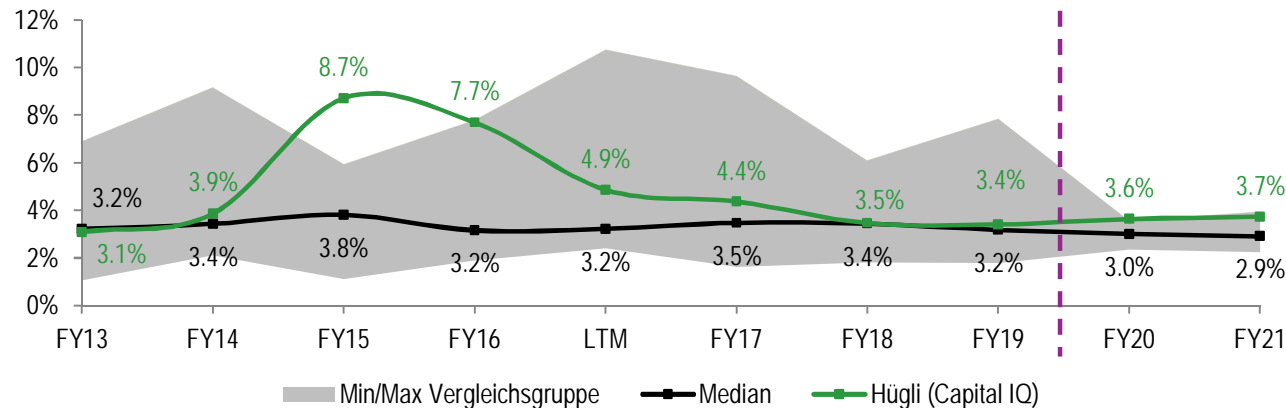
#### CAPEX (% von Umsatz) FY13-FY16

In FY13 und FY14 investierte Hügli 3.1% und 3.9% vom Umsatz und lag im Bereich des Median der Vergleichsgruppe.

In FY15 und FY16 wurden Investitionen in Höhe von 8.7% und 7.7% vom Umsatz getätigt. Damit lag Hügli deutlich über dem Median der Vergleichsgruppe.

Der Hauptgrund für den deutlichen Anstieg des Investitionsvolumens liegt in der Errichtung einer neuen Produktionsstätte in Radolfzell, Deutschland. Die Produktion an diesem Standort ist nun vollständig automatisiert.

#### CAPEX in % vom Umsatz (FY13-FY21)



Anmerkungen zu der Graphik:

1. Werte für Hügli basieren auf öffentlich verfügbaren Analystenschätzungen gemäss Capital IQ. Für FY17-FY19 sind 3 Analystenschätzungen und für FY20-FY21 ist 1 Schätzung verfügbar.
2. FY17 bezieht sich auf die Schätzungen für FY17 und nicht auf aktuelle Zahlen für FY17.
3. Für FY20-FY21 sind nur für 7 von 13 Vergleichsunternehmen Analystenschätzungen verfügbar. Daher ist die Aussagekraft der Benchmarking Informationen für FY20-FY21 eingeschränkt.

Quelle: Capital IQ, EY

#### CAPEX (% von Umsatz) FY17-FY21

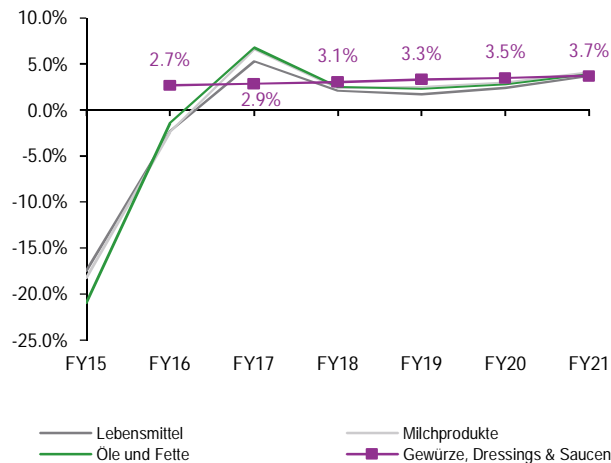
In der Planperiode wird Hügli's Investitionsniveau auf 3.4%-4.4% vom Umsatz prognostiziert und damit leicht oberhalb des Median der Vergleichsgruppe.

## 2 Unternehmensprofil

### Marktanalyse

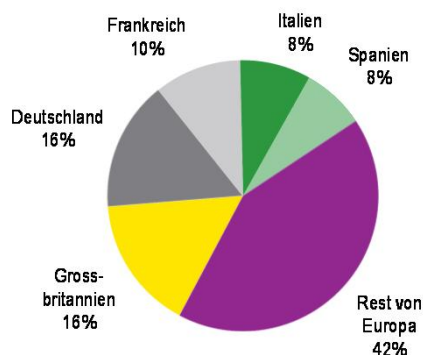
Dashboard
1 Ausgangslage
<b>2 Unternehmensprofil</b>
3 Wertüberlegungen
4 Schlussfolgerung
5 Anhang

### Marktwachstum Europa in FY15-FY21



Quelle: BMI, MarketLine, EY

### Gewürze, Dressings & Saucen: Anteil pro Land in FY16



Quelle: MarketLine, EY

### Europäischer Lebensmittelmarkt

#### Status Quo

- ▶ Laut Business Monitor International Ltd. (BMI, September 2017) hat die europäische Lebensmittelindustrie in den letzten Jahren eine Periode des Rückgangs durchlebt. Im FY15 ist der europäische Lebensmittelmarkt um 17.5% und in FY16 nochmals um 2.3% geschrumpft. Für FY17 wird jedoch eine positive Wachstumskorrektur von 5.3% erwartet. Die höchsten Wachstumsraten werden hier für die Subindustrien Milchprodukte und Öle und Fette geschätzt.
- ▶ Gemäss MarketLine (Mai 2017) hat der europäische Gewürze, Dressings & Saucen Markt einen Wert von etwa USD 27.3 Mrd. in FY17, was einem Wachstum von 2.7% gegenüber FY16 entspricht. Dies korrespondiert zu einem Volumen von 4.7 Mrd. Kg (Wachstum von 2.3% gegenüber FY16).

#### Werttreiber und Ausblick

- ▶ Der europäische Markt lässt sich in zwei Regionen unterteilen, die unterschiedliche Maturitätsgrade und foglich Entwicklungstreiber aufweisen.
- ▶ Die **westeuropäischen Märkte** weisen einen hohen Sättigungsgrad auf. Während Produzenten häufig sehr fragmentiert sind, sind die direkten Abnehmer meist grosse Betreiber von Super- und Hypermarktketten, die sich in starken Preiswettbewerben befinden und ihre Marktmacht nutzen können, um Produzentenmargen zu drücken. Dies wird umso stärker durch die Konsumentenpräferenzen getrieben, welche verstärkte Preissensivität vermitteln und vom geringen ökonomischen Wachstum über die letzten Jahre, sowie einer hohen Arbeitslosigkeit geprägt sind. Ein gesteigertes Bewusstsein für organische Produktion und lokalen Einkauf bilden die grössten Treiber für das Wachstumspotential in Westeuropa. Premiumgeschäfte mit Fokus auf on-the-go Food-Services und gesunde Ernährung gelten als grösster Trend.
- ▶ Im Gegensatz dazu bietet der **osteuropäische Markt**, laut BMI, stärkeres Wachstumspotential. Zum einen sind die Betreiber von Super- und Hypermärkten stärker fragmentiert. Allerdings haben Discounter wie Lidl und Aldi, und Grossmärkte wie Tesco, Metro und Carrefour bereits mit Expansionen in diese Märkte begonnen, was zukünftig den Preiswettbewerb erhöhen und Konsolidierungsbestrebungen stärken sollte. Ein Beispiel dafür ist Polen, wo der Markteintritt von Aldi und Jeronimo Martins zu Preiskämpfen führte. Gleichzeitig ist der Consumer Spending Ausblick für Osteuropa positiver als für Westeuropa, getrieben durch stärkeres ökonomisches Wachstum und einen stark wachsenden Arbeitsmarkt.
- ▶ Für Deutschland erwarten sowohl BMI als auch MarketLine vergleichsweise niedrigere Wachstumsraten. Für den Lebensmittelmarkt rechnet BMI mit Raten im Bereich von 2.5%. Öle und Fette ist die einzige Subkategorie, die hervorsticht, mit prognostizierten Wachstumsraten zwischen 5.6% und 10.1%. Für den Gewürze, Dressings & Saucen Markt wird ein Wachstum knapp oberhalb der 1.0%-Marke angenommen.

#### Quellen:

- BMI Research, 2017: Germany Food & Drink Report Q1 2018; Europe Food & Drink Report Q4 2017.
- MarketLine Industry Profiles, 2017: Germany Seasonings, Dressing & Sauces – Market Forecasts / Competitive Landscape / Market Segmentation; Europe Seasonings, Dressing & Sauces – Market Forecasts / Market Share / Market Segmentation.

# 3

## Wertüberlegungen

In diesem Abschnitt	Seite
Analyse des Aktienkurses von Hügli Inhaberaktien	17
Analystenprognosen hinsichtlich des Hügli Aktienkurses	18
Discounted Cashflow Methode	19
Marktwertmethode	27



### 3 Wertüberlegungen

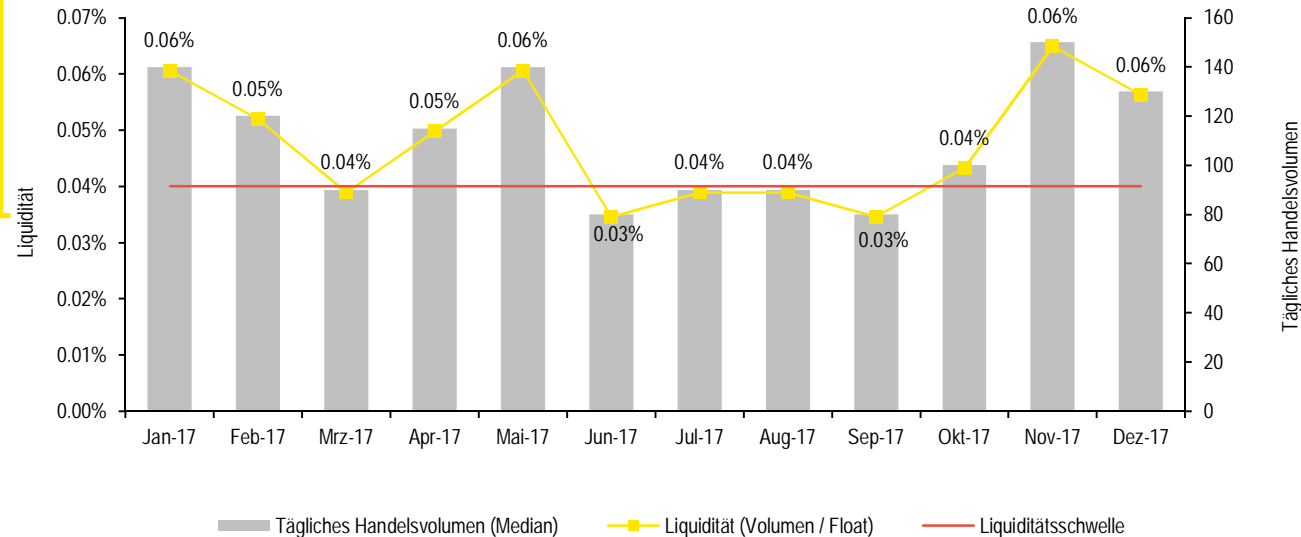
## Liquidität der Hügli Inhaberaktien gemäss Definition der Übernahmekommission

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen**
- 4 Schlussfolgerung
- 5 Anhang

### Handelsvolumen und Liquidität der Hügli Aktien

#### Liquidität I Analyse

Unsere eigenen Analysen haben ergeben, dass im relevanten Betrachtungszeitraum vor der Voranmeldung des Angebots (Januar 2017 bis Dezember 2017) das Handelsvolumen der Hügli Inhaberaktien nur an sieben von zwölf Monaten über der Liquiditätsschwelle von 0.04% lag. Die Titel sind gemäss Definition der UEK folglich illiquid.



#### Tägliches Handelsvolumen

Die Liquiditätsanalyse zeigt, dass an 4 von 259 Handelstagen im Betrachtungszeitraum keine Transaktionen mit Hügli Inhaberaktien zu verzeichnen waren.

#### Liquidität I Konsequenz

Da die Inhaberaktien von Hügli gemäss Definition der UEK als illiquid gelten, haben wir dem aktuellen Börsenkurs bzw. dem VWAP (der volumen-gewichtete Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage) lediglich eine eingeschränkte Bedeutung für unsere Bewertung beigemessen. Das geringe Handelsvolumen bedeutet, dass der Aktienkurs verzerrt sein kann, da sich nicht alle aktuellen und kurs-relevanten Informationen direkt im Aktienkurs widerspiegeln.

Anmerkungen zu der Grafik:

- Die Grafik zeigt das Handelsvolumen (monatlicher Median) und die Liquidität über den Betrachtungszeitraum von Januar 2017 bis Dezember 2017. Die Liquiditätsanalyse beruht auf den Daten von Capital IQ. Die durch die Übernahmekommission (UEK) vorgegebene Liquiditätsschwelle liegt bei 0.04%. Siehe hierzu das Rundschreiben Nr. 2: "Liquidität im Sinn des Übernahmerechts".
- Eine Aktie gilt gemäss UEK als liquid, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumen der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.

Quelle: Capital IQ, UEK

#### Fazit

Der Aktienkurs von Hügli Inhaberaktien ist aufgrund mangelnder Liquidität nur beschränkt aussagekräftig und dient folglich nur bedingt als Basis für unsere Wertkonklusion.

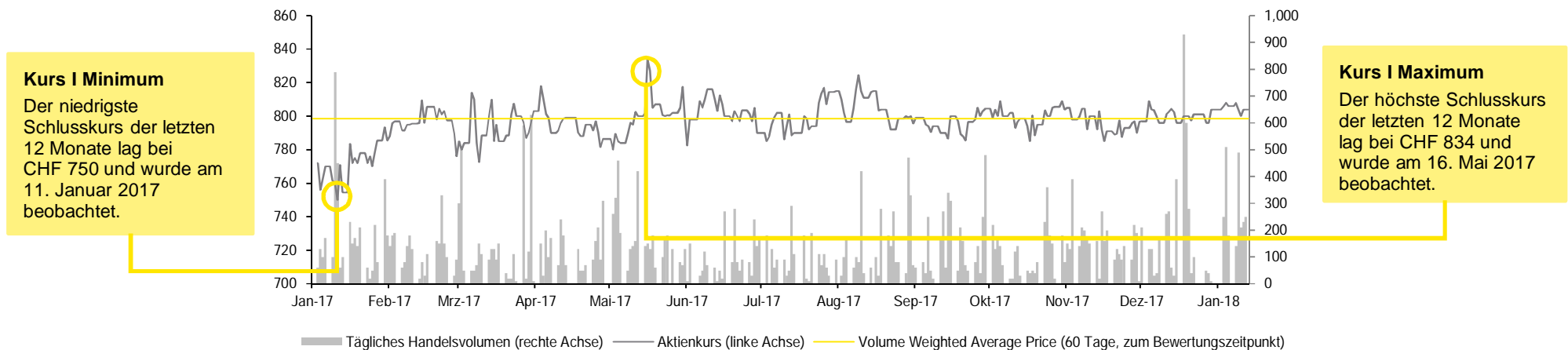


### 3 Wertüberlegungen

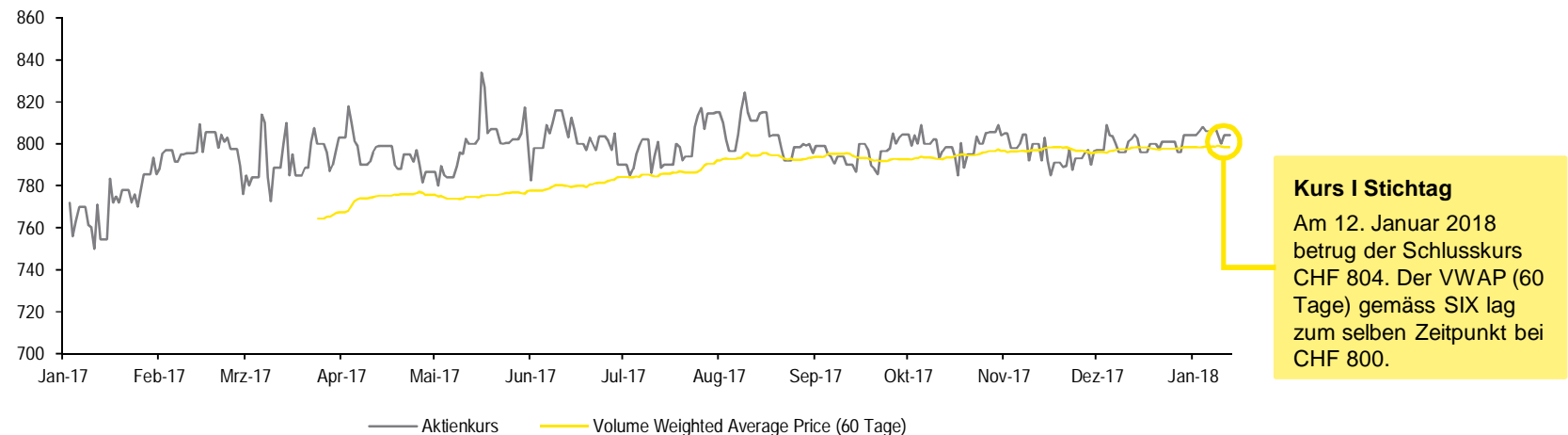
## Analyse des Aktienkurses von Hügli Inhaberaktien

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen**
- 4 Schlussfolgerung
- 5 Anhang

### Entwicklung Aktienkurs und Handelsvolumen (1. Januar 2017 bis 12. Januar 2018)



### Entwicklung des VWAP60 (1. Januar 2017 bis 12. Januar 2018)



Anmerkungen zu den Graphiken:

1. Die Grafiken zeigen die Aktienkursentwicklung über einen 52-wöchigen Betrachtungszeitraum.
2. VWAP wird anhand von Capital IQ Daten ermittelt.

Quelle: Capital IQ



### 3 Wertüberlegungen

## Analystenprognosen hinsichtlich des Hügli Aktienkurses

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen**
- 4 Schlussfolgerung
- 5 Anhang

### Übersicht der Analystenprognosen FY17F - FY19F

Währung: CHF 000	FY17	FY18	FY19	CAGR FY17-FY19
Umsatz Prognose	382.1	386.9	392.8	n/a
<i>Umsatzwachstum</i>	<i>(0.8%)</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.5%</i>	<i>0.9%</i>
EBITDA Prognose	42.4	44.7	46.4	3.0%
<i>EBITDA Marge</i>	<i>11.1%</i>	<i>11.5%</i>	<i>11.8%</i>	<i>n/a</i>
EBIT Prognose	27.3	28.7	30.3	3.5%
<i>EBIT Marge</i>	<i>7.1%</i>	<i>7.4%</i>	<i>7.7%</i>	<i>n/a</i>

Anmerkung zu der Tabelle:

1. Die Tabelle zeigt die zugrunde liegenden Kennzahlen (KPI) zur Schätzung der Zielkurse.

Quelle: Capital IQ, Analyst Reports Hügli Holding AG per August 2017

#### Zielkurs I Hügli Aktie

Gemäss Einschätzungen der Analysten (Stand August 2017) liegt der Wert der Hügli Inhaberaktie zwischen CHF 707 und CHF 807. Der mittelfristige Zielkurs für die Hügli Aktie wird in einer Bandbreite von CHF 799 bis CHF 847 gesehen.

#### Umsatzentwicklung

Für das Jahr FY17 erwarten die Analysten einen Umsatzrückgang von 0.8%, welcher von sämtlichen Segmenten abgesehen der Region Osteuropa getrieben wird. Für die Folgejahre erwarten die Analysten eine Umsatzsteigerung im tiefen einstelligen Bereich (FY18 1.3%, FY19 1.5%).

#### Margenentwicklung

Die Analysten erwarten eine Steigerung der Profitabilität und rechnen für FY19 mit einer EBITDA und EBIT Marge von 11.8% bzw. 7.7%.

#### Fazit

Drei Analystenschätzungen zeigen eine Bandbreite von CHF 707 - CHF 807 für die Hügli Inhaberaktie auf Basis der aktuellsten DCF-Berechnungen (Stand August 2017). Mittelfristig erwarten zwei Analysten den Zielkurs der Hügli Inhaberaktie in einer Bandbreite von CHF 799 – CHF 847.

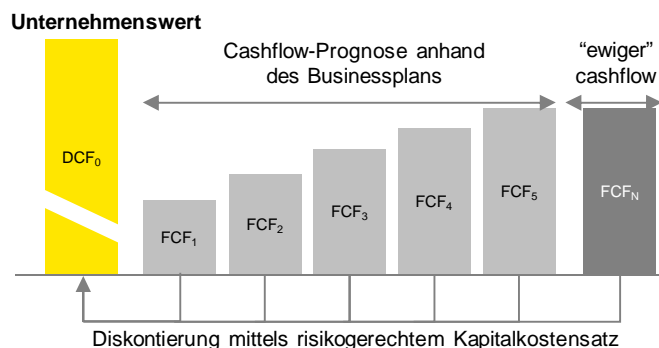
### 3 Wertüberlegungen

## Discounted Cashflow Methode

### Allgemeine Annahmen

Dashboard
1 Ausgangslage
2 Unternehmensprofil
<b>3 Wertüberlegungen</b>
4 Schlussfolgerung
5 Anhang

#### DCF Methode



#### Anmerkungen zu der Grafik:

1. Die DCF Methode bestimmt den operativen Wert eines Unternehmens mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cashflows (FCF) mit dem gewichteten durchschnittlichen Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital, WACC).
2. Die hergeleiteten FCF beschreiben dabei die Finanzströme vor Finanzierungsaktivitäten und damit diejenigen Cashflows, die Fremd- und Eigenkapitalgebern zusammen zur Verfügung stehen. Zur Bewertung des Eigenkapitals muss deshalb der Marktwert des Fremdkapitals vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht werden. Darüber hinaus werden sonstige Vermögenswerte/Verbindlichkeiten, die nicht in den FCF berücksichtigt sind, hinzugerechnet/abgezogen.
3. Im Rahmen der DCF Methode wird nach der Businessplanperiode, wenn von einer Fortführung der Geschäftstätigkeit ausgegangen werden kann, eine Annahme über einen nachhaltigen FCF getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwertes herangezogen wird. Dieser Residualwert beinhaltet den Wert aller zukünftigen Cashflows, die auf die Businessplanperioden folgen.

Quelle: EY

#### Annahmen der DCF Methode

Die Bewertung erfolgt konsolidiert auf Stufe der Hügli Holding AG. Für die Herleitung des operativen Unternehmenswertes werden nur diejenigen Freien Cashflows abgebildet, die den Kapitalgebern der Hügli Holding AG zur Verfügung stehen. Da Bresc vollkonsolidiert ist, werden die vom Management geplanten Gewinnanteile der Minderheiten, die sich auf den 20% Anteil von Bresc beziehen, welcher nicht im Besitz von Hügli ist, von den Cashflows der Gruppe in der Planperiode in Abzug gebracht. In FY21 beabsichtigt Hügli, die bestehende Kaufoption auszuüben und die verbleibenden 20% zu erwerben. Dafür wird der Barwert der erwarteten Kaufpreiszahlung bei der Herleitung des Gesamtunternehmenswertes in Abzug gebracht. Der FCF im Residualwert bildet 100% von Bresc ab und muss daher nicht mehr um Minderheitsanteile bereinigt werden.

Zur Herleitung des gesamten Unternehmenswertes werden potentielle nicht-betriebliche und andere Vermögenswerte, bzw. Verbindlichkeiten zum operativen Unternehmenswert hinzuaddiert bzw. abgezogen. Diese Positionen werden auf der Seite 24 in diesem Bericht erläutert.

Um den Eigenkapitalwert von Hügli zu ermitteln, werden Finanzverbindlichkeiten in Abzug gebracht. In einem letzten Schritt wird der Wert pro Inhaberaktie unter Berücksichtigung der relevanten Anzahl Aktien und deren Nominalwerte berechnet.

Folgende allgemeine Annahmen waren Grundlage der DCF Analyse:

- Bewertungszeitpunkt: 12. Januar 2018
- Planperiode: FY18 bis FY20 basierend auf den vom Management zur Verfügung gestellten Planzahlen
- Residualwert: Basierend auf FY20N
- Darstellungswährung: CHF
- Gruppensteuersatz/Holding: 22.0% (mittelfristig erwarteter Steuersatz gemäss Management)
- Gemäss Management erfolgen sämtliche internen Verrechnungen der Hügli Gruppe nach dem Prinzip der Fremdüblichkeit und es bestehen neben den auf der Seite 24 erwähnten Positionen keine weiteren Eventualverbindlichkeiten oder nicht bilanzierte Verbindlichkeiten

Die Finanzverbindlichkeiten und flüssigen Mittel basieren auf den vorläufigen und ungeprüften Zahlen zum 31. Dezember 2017. Gemäss Management bestehen keine Informationen, die darauf hindeuten, dass sich diese Zahlen wesentlich ändern; weder im Rahmen der Jahresabschlussprüfung noch im Zeitraum bis zum Bewertungszeitpunkt.



### 3 Wertüberlegungen

## Discounted Cashflow Methode

## Businessplan Annahmen

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen**
- 4 Schlussfolgerung
- 5 Anhang

### Hauptannahmen des Businessplans

Währung: CHF 000	FY18-FY20
Umsatzwachstum, CAGR	3.4%
Ø EBITDA Marge	11.6%
Ø EBIT Marge	7.7%
Ø NUV in % vom Umsatz	24.4%
Ø CAPEX in % vom Umsatz	3.7%
Ø D&A in % vom Umsatz	3.9%

Quelle: Management

### Businessplan

Die DCF Bewertung basiert auf dem aktuellen, vom Management erstellten und vom Verwaltungsrat genehmigten Businessplan, der eine Hochrechnung für FY17 sowie die Planjahre FY18-FY20 auf konsolidierter Ebene umfasst. Die integrierten Planzahlen beinhalten eine Planerfolgsrechnung, Planbilanz, Planmittelflussrechnung, sowie Investitionsplanung und wurden vom Management der jeweiligen Geschäftsbereiche erarbeitet. Alle der Bewertung zugrunde liegenden Finanzinformationen wurden nach Swiss GAAP FER erstellt.

Die Planung für das erste Planjahr (Budget) wurde jeweils detailliert pro Kunde und Produkt erstellt. Diese Planung erfolgte «bottom-up» auf Stufe der einzelnen Geschäftsbereiche und wurde anschliessend gemäss Zielvorgaben «top down» überprüft. Für die Folgejahre erfolgte die Planung auf konsolidierter Ebene.

Gemäss Management wurden in dem der Bewertung zugrunde liegenden Businessplan keine zukünftigen Akquisitionen berücksichtigt.

Die vom Management geplante Entwicklung wurde, wo möglich, mit den Ergebnissen der Benchmarking Analyse (Analyse der erwarteten Entwicklung vergleichbarer Unternehmen) verglichen. Die der Benchmarking Analyse zugrundeliegenden Vergleichsunternehmen entsprechen dabei der Vergleichsgruppe, welche zur Herleitung der Kapitalkosten und der Trading Multiple Analyse herangezogen wurde.

Die zugrundeliegenden Annahmen für den Residualwert basieren auf Annahmen von EY, welche in der Diskussion mit dem Management sowie abgestützt auf Benchmarking-Daten erarbeitet wurden.

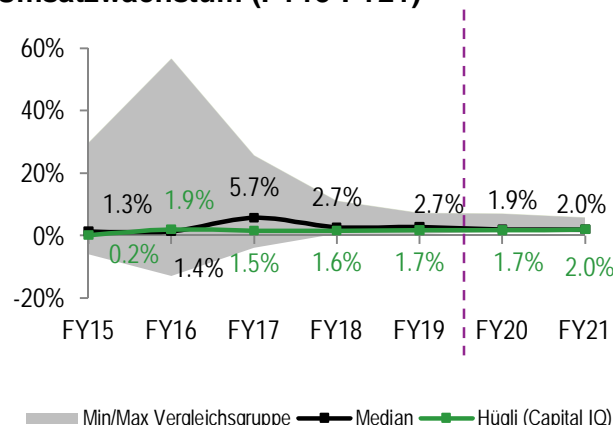
### 3 Wertüberlegungen

## Discounted Cashflow Methode

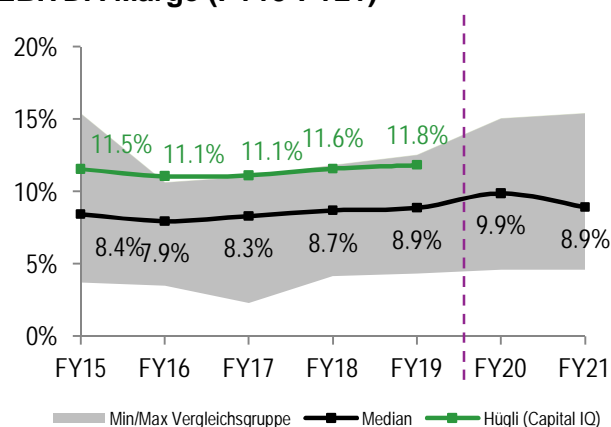
## Businessplan Annahmen

Dashboard
1 Ausgangslage
2 Unternehmensprofil
<b>3 Wertüberlegungen</b>
4 Schlussfolgerung
5 Anhang

### Umsatzwachstum (FY15-FY21)



### EBITDA Marge (FY15-FY21)



#### Anmerkungen zu den Graphiken:

1. Werte für Hügli gemäss Capital IQ. Für FY17-FY19 sind 3 Analystenschätzungen und für FY20-FY21 ist 1 Schätzung vorhanden. Für den EBITDA sind für FY20-FY21 keine Schätzungen verfügbar.
2. Für FY20-FY21 sind nur für 4-7 von 13 Vergleichsunternehmen Analystenschätzungen verfügbar. Daher ist die Aussagekraft der Benchmarking Informationen für FY20-FY21 eingeschränkt.

Quelle: Capital IQ, EY

### Umsatzwachstum

Über die Planungsperiode (FY18-FY20) geht das Management von einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 3.4% aus (CAGR), wobei darin auch Wechselkurseffekte berücksichtigt sind.

Das vom Management geplante Umsatzwachstum liegt über dem historisch erzielten Wachstum. Gegenüber der Vergleichsgruppe liegt das Wachstum untern dem Median, jedoch innerhalb der Bandbreite.

Folgende Annahmen liegen der Umsatzplanung gemäss Management zugrunde:

- Das Management erwartet eine stagnierende bzw. rückläufige Entwicklung auf dem Markt für Trockenmischungen und plant deshalb eine Neuausrichtung, bei der der Fokus auf Fertigprodukte und mobile Produkte („ready to eat“ / „ready to go“) gelegt werden soll.
- Nach der Akquisition von Bresc in FY16 erwartet das Management, das Wachstumspotenzial von Bresc weiterhin ausschöpfen zu können.
- In der Division Consumer Brands beabsichtigt das Management eine Konzentration auf bestimmte Marken, für die Launches und Relaunches zur Schärfung der Markenprofile geplant sind. Nicht rentable Marken werden aus dem Sortiment entfernt.
- Das Risiko in Bezug auf das Erreichen der Umsatzziele wird durch einen genauen Planungsprozess antizipiert, bei dem die Umsatzplanung auf Tages- und Produktbasis erfolgt.

### EBITDA Marge

Über die Planungsperiode geht das Management von einer leichten Steigerung der Margen aus und erwartet eine durchschnittliche EBITDA Marge von 11.6%, die über dem Median der Vergleichsunternehmen, aber innerhalb der Bandbreite liegt.

Folgende Annahmen liegen der Margenentwicklung gemäss Management zugrunde:

- Durch die geplanten Sortimentsanpassungen im Rahmen der Neuausrichtung sollen Kosten eingespart und Effizienz gesteigert werden.
- Durch die neu eingeführte Technologiestrategie plant das Management, Vorteile der Vollautomatisierung zu realisieren, Prozessoptimierungen durchzuführen und Kostenführerschaft zu erlangen.
- Die Kosten sind gemäss Management einem tieferen Risiko ausgesetzt als der Umsatz, da sie grösstenteils fixiert sind. Gegen Schwankungen im Wechselkurs besteht eine natürliche Absicherung dadurch, dass der Grossteil der Kostenbasis (Rohstoffe, Löhne) zu Umsätzen in der gleichen Währung korrespondiert.
- Gemäss Management ist die Abhängigkeit von Rohstoffpreisen v.a. in der Division Food Service begrenzt, da die Anpassung der Preise über Preislisten erfolgt und das Risiko dadurch auf den Konsumenten übertragen werden kann.

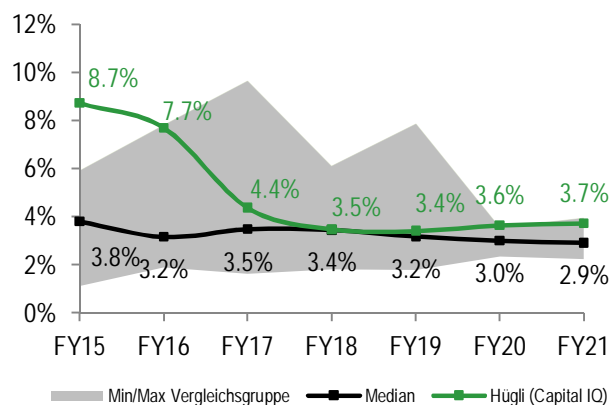
### 3 Wertüberlegungen

## Discounted Cashflow Methode

## Businessplan Annahmen

Dashboard  
 1 Ausgangslage  
 2 Unternehmensprofil  
**3 Wertüberlegungen**  
 4 Schlussfolgerung  
 5 Anhang

### CAPEX in % von Umsatz



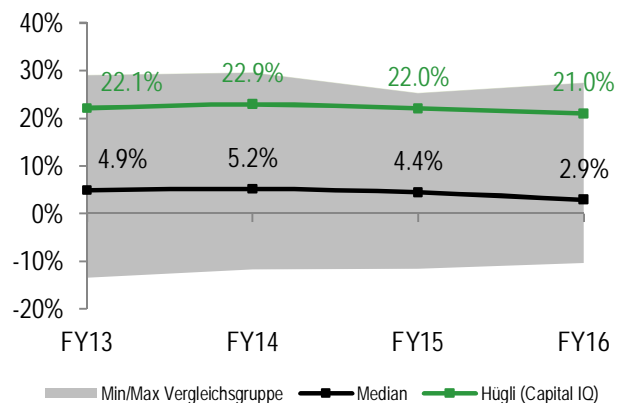
### Investitionen (CAPEX) / Abschreibungen

- Die vom Management geplanten Investitionen ins Anlagevermögen liegen in FY18-FY20 im Durchschnitt bei 3.7% vom Umsatz und damit tiefer als in den Vorjahren. Im Vergleich zu FY15 und FY16 sind in der Planperiode keine vergleichsweise signifikanten Wachstumsinvestitionen oder Renovationen, wie z.B. Radolfzell in FY15-FY16, geplant.
- Gegenüber der Vergleichsgruppe liegt das vom Management geplante Investitionsniveau leicht höher als der Median der Vergleichsunternehmen.
- Die durchschnittlichen Abschreibungen (in % vom Umsatz) sind über den selben Zeitraum höher angesetzt als die Investitionen.

### Netto-Umlaufvermögen (NUV) in % vom Umsatz

- Das durchschnittliche NUV von 24.4% vom Umsatz basiert auf dem erhaltenen Businessplan bzw. der konsolidierten Bilanzplanung (FY18F-FY20). Das geplante NUV Niveau ist konsistent mit dem historischen NUV, das deutlich höher als der Median der Vergleichsunternehmen lag.
- Die geplanten Veränderungen des NUV werden in der Bewertung entsprechend berücksichtigt.

### NUV in % von Umsatz (FY13-FY16)



Anmerkungen zu den Graphiken:

- Werte für Hügli gemäss Capital IQ. Für FY17-FY19 sind 3 Analystenschätzungen und für FY20-FY21 ist 1 Schätzung verfügbar.
- Für FY20-FY21 sind nur für 7 von 13 Vergleichsunternehmen Analystenschätzungen verfügbar. Daher ist die Aussagekraft der Benchmarking Informationen für FY20-FY21 eingeschränkt.

Quelle: Capital IQ, EY



### 3 Wertüberlegungen

## Discounted Cashflow Methode

### Annahmen im Residualjahr

Dashboard
1 Ausgangslage
2 Unternehmensprofil
<b>3 Wertüberlegungen</b>
4 Schlussfolgerung
5 Anhang

### Annahmen im Residualjahr

Währung: CHF 000	FYN
Umsatzwachstum	0.9%
EBITDA Marge	12.0%
EBIT Marge	8.9%
NUV in % vom Umsatz	24.1%
CAPEX in % vom Umsatz	3.1%
D&A in % vom Umsatz	3.1%

Quelle: Management, EY

### Ewige Wachstumsrate

- Gemäss gängiger Praxis wird die langfristig erwartete Inflationsrate als ewige Wachstumsrate angewendet, wodurch die zukünftigen realen Cashflows stabil gehalten werden (d.h. reales Nullwachstum). Allerdings kann die ewige Wachstumsrate nicht isoliert betrachtet werden, sondern muss konsistent zu den angewendeten Kapitalkosten angesetzt werden, da diese ebenfalls in die Berechnung des Residualwertes einfließen. Da die Inflation in den Kapitalkosten im nominalen risikolosen Zinssatz enthalten ist, sollte aus Gründen der Konsistenz die ewige Wachstumsrate nicht höher sein als der risikolose Zinssatz.
- Daher haben wir als ewige Wachstumsrate für Hügli den umsatzgewichteten risikolosen Zinssatz von 0.9% in der WACC Berechnung angesetzt. Die ewige Wachstumsrate wurde zur Bestimmung der FYN Umsätze auf Basis der erwarteten Umsätze in FY20 sowie für die Gordon Growth Formel angewendet.

### Nachhaltige EBITDA Marge

- Basierend auf den Erwartungen vom Management wird eine nachhaltige EBITDA Marge von 12.0% angenommen. Die Marge befindet sich in der mittel- bis langfristig geplanten Bandbreite gemäss Management, sowie im Bereich der langfristig erwarteten Margen bei den Vergleichsunternehmen.

### Investitionen (CAPEX) / Abschreibungen

- Im Residualjahr geht das Management von einem nachhaltigen Investitionsniveau von 3.1% vom Umsatz aus, was Erhaltungsinvestitionen widerspiegelt. Auf diesem Niveau werden sich langfristig auch die Abschreibungen bewegen, was der Annahme der Substanzerhaltung (langfristig konstantes Anlagenvermögen) entspricht und somit konsistent zur Herleitung der ewigen Wachstumsrate (reales Nullwachstum) ist.

### Netto-Umlaufvermögen (NUV) in % vom Umsatz

- Als nachhaltiges NUV Niveau wird das Verhältnis des NUV zum Umsatz von 24.1% in FY20 angenommen.



### 3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Weitere Bewertungsannahmen

Dashboard

1 Ausgangslage

2 Unternehmensprofil

**3 Wertüberlegungen**

4 Schlussfolgerung

5 Anhang

#### Steuereinsparungen aus Verlustvorträgen

**CHF 0.4m**

- Gemäss Management bestehen bei einer italienischen Tochtergesellschaft Verlustvorträge von CHF 1.5m, die über die nächsten drei Jahre mit erwarteten Gewinnen verrechnet werden können.
- Der Gegenwartswert der resultierenden Steuereinsparungen beträgt zum Bewertungszeitpunkt CHF 0.4m und wird zum operativen Unternehmenswert addiert, um den Gesamtunternehmenswert herzuleiten.

#### Steuereinsparungen aus Amortisation

**CHF 0.8m**

- Aus Amortisation der immateriellen Anlagen (Marken, Rechte am geistigen Eigentum), die nach der Planperiode FY18-FY20 anfallen und nicht in der Berechnung des Residualwerts berücksichtigt werden, resultieren Steuereinsparungen mit einem Gegenwartswert von CHF 0.8m, die zum operativen Unternehmenswert hinzuaddiert werden.

#### Kaufpreiszahlung für 20% Bresc in FY21

**CHF 3.5m**

- In FY21 wird Hügli voraussichtlich die bestehende Option zum Kauf der verbleibenden 20% an Bresc ausüben. Das Management schätzt einen Kaufpreises in Höhe vom CHF 4.4m.
- Der Gegenwartswert der Kaufpreiszahlung beträgt zum Bewertungszeitpunkt CHF 3.5m und wird vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht, um den Gesamtunternehmenswert herzuleiten.

#### Wiederbeschaffungswerte Zinsswaps

**CHF 2.6m**

- Hügli verwendet Zinsswaps, um sich gegen zukünftige Zinserhöhungen abzusichern. Die negativen Wiederbeschaffungswerte von CHF 2.6m per Ende FY17, die aufgrund sinkender Kapitalmarktzinsen entstanden sind, werden vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht.

#### Nicht-betriebliche Vermögenswerte

**CHF 1.0**

- Gemäss Management besteht bei Hügli ein Anspruch auf Rückvergütung eines Warenschadens in Höhe von rund CHF 1.0m (CHF 1.1m mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 85%) zum Bewertungszeitpunkt. Der Warenschaden entstand aufgrund der Qualitätsmängel der bei einem Lieferanten bezogenen Rohstoffe.
- Der Betrag von CHF 1.0m wird als ein nicht-betrieblicher Vermögensgegenstand zum operativen Unternehmenswert hinzuaddiert. Gemäss Management bestehen zum Bewertungszeitpunkt keine anderen nicht-betrieblichen Vermögensgegenstände oder Verbindlichkeiten.

**Total CHF 4.0m**

#### Finanzverbindlichkeiten

**CHF 83.6m**

- Zum Bewertungszeitpunkt bestehen bei Hügli Finanzverbindlichkeiten in Höhe vom CHF 83.6m (Ende FY17), die sich auf kurz- und langfristige verzinsliche Verbindlichkeiten sowie auf Personalvorsorgeverpflichtungen beziehen. Dieser Betrag wird vom Gesamtunternehmenswert subtrahiert, um den Eigenkapitalwert von Hügli herzuleiten. Gemäss Management sind die gesamten liquiden Mittel betriebsnotwendig.





### 3 Wertüberlegungen

## Discounted Cashflow Methode

## WACC

- Dashboard  
 1 Ausgangslage  
 2 Unternehmensprofil  
**3 Wertüberlegungen**  
 4 Schlussfolgerung  
 5 Anhang

**1** Erwartete nominale Rendite einer risikolosen Anlage basierend auf dem 5-jährigen historischen Durchschnitt der Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe. Der «risikolose» Zinssatz wird auf Basis der lokalen «risikolosen» Zinssätze, gewichtet nach Währungsanteil am Umsatz, berechnet (CH, EU, UK).

**3** Das Beta reflektiert das systematische Risiko einer Aktie und wird am Kapitalmarkt beobachtet. Durch «Unlevering» unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur ergibt sich das Asset Beta. Das «Unlevering» neutralisiert dabei Effekte aufgrund unterschiedlicher Kapitalstrukturen. Das adjustierte (gemäss Blume) Asset Beta wurde anhand des Median der Vergleichsgruppe abgeleitet.

**5** Empirische Studien haben gezeigt, dass kleinere Unternehmen im vgl. zu grösseren langfristig höhere Renditen erzielen, die nicht durch das CAPM erklärt werden. Sie gehen einher mit höheren Risiken, für die der Markt eine Kompensation fordert. Grössenprämie für Micro Cap gemäss 2017 Valuation Handbook, Duff & Phelps.

### Hügli WACC

WACC	Verweis	Gewichtet	CHF	EUR	GBP
Basiszinssatz / "risikoloser" Zinssatz	<b>1</b>	0.88%	0.22%	0.90%	1.83%
Marktrisikoprämie	<b>2</b>	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Adjustiertes unlevered Beta	<b>3</b>	0.517x	0.517x	0.517x	0.517x
Adjustiertes relevered Beta	<b>4</b>	0.700x	0.700x	0.700x	0.700x
Grössenprämie	<b>5</b>	3.67%	3.67%	3.67%	3.67%
<b>Eigenkapitalkosten</b>		<b>8.75%</b>	<b>8.09%</b>	<b>8.77%</b>	<b>9.70%</b>
Basiszinssatz / "risikoloser" Zinssatz		0.88%	0.22%	0.90%	1.83%
Kreditrisikoprämie	<b>6</b>	1.04%	1.04%	1.04%	1.04%
<b>Fremdkapitalkosten</b>		<b>1.92%</b>	<b>1.26%</b>	<b>1.94%</b>	<b>2.87%</b>
Eigenkapitalquote	<b>7</b>	73.88%	73.88%	73.88%	73.88%
Fremdkapitalquote		26.12%	26.12%	26.12%	26.12%
Unternehmenssteuersatz	<b>8</b>	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>WACC (gewichtet)</b>		<b>6.85%</b>	<b>6.23%</b>	<b>6.87%</b>	<b>7.75%</b>
Umsatzgewichtung pro Währung			14.00%	78.00%	8.00%

Anmerkungen zur Tabelle:

- In der Bewertungspraxis gibt es verschiedene Methoden, den Kapitalkostensatz eines Unternehmens herzuleiten. Das WACC Konzept ist eine anerkannte und etablierte Methode zur Herleitung des Kapitalisierungszinssatzes zur Bewertung von Unternehmen anhand der DCF Methode (Entity Ansatz). Der WACC beschreibt die gewichtete Renditeforderung von Fremd- und Eigenkapitalgebern. Die Eigenkapitalkosten werden gemäss Capital Asset Pricing Model (CAPM) hergeleitet.
- Die zur Herleitung des Betas und der Kapitalstruktur angesetzte Vergleichsgruppe ist im Anhang ersichtlich.

Quelle: Capital IQ, EY  
 Bewertungsdatum: 12. Januar 2018

**2** Die Marktrisikoprämie (MRP) entspricht der Differenz zwischen der Rendite des Aktienmarktes und dem risikolosen Zinssatz. Durchschnittliche MRP von 6.00% basierend auf Marktstudien.

**4** Das Equity Beta ergibt sich durch das «Relevering» (gemäss Praktikermethode) des Asset Betas mit der Zielkapitalstruktur (Median Vergleichsgruppe).

**6** Kreditrisikoprämie gemäss Barclays Europe Aggregate Index - BBB.

**7** Die FK-Quote (EK-Quote) berücksichtigt den Median des FK-Anteils (EK-Anteils) der Vergleichsgruppe. Sie dient zur Gewichtung der FK-Kosten (EK-Kosten) im WACC.

**8** Steuersatz gemäss Management. Dieser wird zur Berechnung des Steuervorteils aus der Fremdfinanzierung herangezogen.

### 3 Wertüberlegungen

#### Discounted Cashflow Methode

#### Wertermittlung und Sensitivitätsanalyse

Dashboard
1 Ausgangslage
2 Unternehmensprofil
<b>3 Wertüberlegungen</b>
4 Schlussfolgerung
5 Anhang

#### Wertermittlung Hügli

Währung: CHF 000	
Gegenwartswert Planungsperiode	64,551
Gegenwartswert Residualwert	409,281
<b>Operativer Unternehmenswert</b>	<b>473,832</b>
Nicht-betriebl. und andere Vermögenswerte/Verbindl.	(3,956)
<b>Gesamtunternehmenswert</b>	<b>469,876</b>
Finanzverbindlichkeiten	(83,600)
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>386,276</b>
<b>Wert pro Inhaberaktie</b>	<b>799</b>
Wert pro Namenaktie	399

Quelle: Management, EY

#### Sensitivität: WACC / RW EBITDA Marge

Veränderung RW EBITDA Marge n %	Veränderung WACC in %							
		6.5	6.6	6.7	6.8	6.9	7.0	7.1
	11.7	819	802	785	769	754	739	724
	11.8	829	812	795	779	763	748	734
	11.9	840	822	805	789	773	758	743
	12.0	850	832	815	799	783	767	752
	12.1	861	843	825	809	792	777	761
	12.2	871	853	835	818	802	786	771
	12.3	881	863	845	828	812	796	780

Quelle: Management, EY

#### Wert pro Hügli Inhaberaktie basierend auf der DCF Methode

### CHF 799

- Basierend auf den beschriebenen zugrunde liegenden Annahmen, den Informationen des Managements, sowie eigenen Überlegungen, haben wir unter Anwendung der DCF Methode einen Eigenkapitalwert von CHF 386.3m per 12. Januar 2018 für Hügli ermittelt. Unter Berücksichtigung der Anzahl Aktien und den Nominalwerten ergibt sich ein Wert von CHF 799 pro Hügli Inhaberaktie.

#### Sensitivitätsanalyse

### CHF 773 – CHF 825

- Zur breiteren Abstützung unserer Ergebnisse aus der DCF Methode haben wir eine Sensitivitätsanalyse in Bezug auf den Wert pro Hügli Inhaberaktie durchgeführt. Die Analyse zeigt die Sensitivität des Aktienwerts auf eine Veränderung grundlegender Annahmen der Bewertung.
- Bei einer Veränderung des WACCs und der nachhaltigen EBITDA Marge im Residualwert (ceteris paribus) um jeweils +/- 0.1%, resultiert eine Bandbreite für den Wert einer Hügli Inhaberaktie von CHF 773 bis CHF 825. Die nebenstehenden Tabelle zeigt die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse.

#### Fazit

Unter Anwendung der Discounted Cashflow Methode haben wir einen Wert von CHF 799 mit einer Wertbandbreite von CHF 773 bis CHF 825 pro Hügli Inhaberaktie ermittelt.

## 3 Wertüberlegungen

### Marktwertmethode

Dashboard
1 Ausgangslage
2 Unternehmensprofil
<b>3 Wertüberlegungen</b>
4 Schlussfolgerung
5 Anhang

### Trading Multiples

Währung: CHF 000	
Referenz (FY17)	42,900
Multiple (LTM)	11.0x
<b>Multiple Wert</b>	<b>471,911</b>
Flüssige Mittel	10,400
Nicht-betriebl. und andere Vermögenswerte/Verbindl.	(3,956)
<b>Gesamtunternehmenswert</b>	<b>478,356</b>
Finanzverbindlichkeiten	(83,600)
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>394,756</b>
<b>Wert pro Inhaberaktie</b>	<b>816</b>
Wert pro Namenaktie	408

Quelle: Management, EY

### Fazit

Unter Anwendung des Marktwertansatzes haben wir einen Wert von CHF 816 pro Hügli Inhaberaktie ermittelt. Da eine ausreichende Vergleichsbasis beim zugrundeliegenden Multiple fehlt, ist das erhaltene Resultat allerdings nur sehr eingeschränkt als Plausibilisierungsgrösse des DCF Wertes geeignet.

### Wert pro Hügli Inhaberaktie basierend auf Trading Multiples

## CHF 816

- ▶ Zur Herleitung der Trading Multiplikatoren haben wir auf die gleiche Vergleichsgruppe wie zur Herleitung der Kapitalkosten abgestützt. Für die Details verweisen wir auf den Anhang.
- ▶ Unsere Analyse stützt sich auf den EBITDA als relative Bezugsgrösse ab. Die Anwendung von EBITDA Multiplikatoren ist in der Bewertungspraxis weit verbreitet und akzeptiert.
- ▶ Um den Gesamtunternehmenswert herzuleiten, haben wir einen aktuellen (LTM) EBITDA Multiple von 11.0x, basierend auf dem Median Multiple der Vergleichsunternehmen, auf Hügli's EBITDA FY17 angewendet.
- ▶ Nach Abzug der Finanzverbindlichkeiten von CHF 83.6m resultiert ein Eigenkapitalwert von CHF 394.8m für Hügli per 12. Januar 2018. Unter Berücksichtigung der Anzahl Aktien und deren Nominalwerte ergibt sich ein Wert von CHF 816 pro Hügli Inhaberaktie.
- ▶ Der hergeleitete Aktienwert eignet sich aus unserer Sicht allerdings nur eingeschränkt als Plausibilisierungsgrösse des DCF Wertes. Aufgrund der begrenzten Anzahl an direkt vergleichbaren Unternehmen musste der Multiple auf einer breiteren Vergleichsbasis aus der Lebensmittelbranche hergeleitet werden. Die Vergleichsgruppe enthält nur wenige Unternehmen, die im spezifischen Lebensmittelsegment der Trockenmischprodukte tätig und somit mit Hügli direkt vergleichbar sind, da Hügli's direkte Konkurrenten wie z.B. Maggi (Nestlé) und Knorr (Unilever) globale oder nicht kotierte Unternehmen darstellen.

### Transaction Multiples Analyse

- ▶ Während wir für Hügli Aktien einen Näherungswert basierend auf den Trading Multiples herleiten konnten, führt die Anwendung der Transaction Multiple Analyse nicht zu plausiblen Ergebnissen.
- ▶ Die analysierten Transaktionen umfassen grösstenteils Transaktionen mit Unternehmen aus vielen unterschiedlichen Segmenten der Lebensmittelbranche, was die direkte Vergleichbarkeit mit Hügli stark einschränkt.
- ▶ Mangels ausreichender Anzahl von Transaktionen im spezifischen Lebensmittelsegment der Trockenmischprodukte über die letzten fünf Jahre, haben wir die Analyse auf die letzten zehn Jahre ausgedehnt, was die Vergleichbarkeit und Aussagekraft des hergeleiteten Transaction Multiples weiter einschränkt.

# 4

## Schlussfolgerung

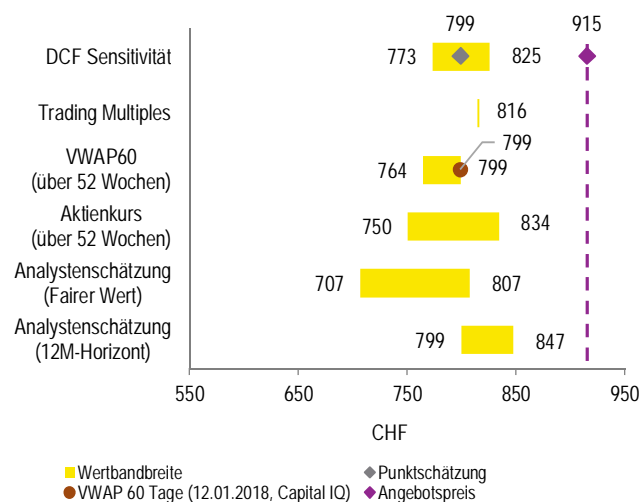
In diesem Abschnitt	Seite
Fairness Opinion	29

## 4 Schlussfolgerung

### Fairness Opinion

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Schlussfolgerung**
- 5 Anhang

### Bewertungsergebnisse I Hügli Inhaberaktie



### Fazit

Wir haben eine Wertbandbreite von CHF 773 bis CHF 825 für eine Hügli Inhaberaktie ermittelt.

Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot von CHF 915 als fair anzusehen.

### Schlussfolgerung

Die nebenstehende Grafik zeigt die Ergebnisse unserer Analysen für den Wert einer Hügli Inhaberaktie.

Bei Anwendung der DCF Methode als primäre Bewertungsmethode ergibt sich bei einer Punktschätzung von CHF 799 eine Wertbandbreite von CHF 773 bis CHF 825 pro Hügli Inhaberaktie. Die DCF Methode basiert auf der Annahme der Unternehmensfortführung und erlaubt es, unternehmensspezifische Faktoren zu berücksichtigen, da die Finanzwerte des Unternehmens im Detail modelliert werden. Die DCF Wertbandbreite liegt im Bereich der Analystenschätzung.

Die Grafik zeigt zusätzlich zu unseren Bewertungsergebnissen den volumengewichteten Durchschnittskurs (VWAP 60 Tage), welcher per 12. Januar 2018 gemäss Capital IQ bei CHF 799 liegt. Aufgrund der nicht ausreichenden Liquidität des Titels besitzt dieser Wert nur eine eingeschränkte Aussagekraft über den Marktwert einer Hügli Inhaberaktie.

Die Anwendung der Marktwertmethode führt zu einem Wert von CHF 816 pro Hügli Inhaberaktie. Die Marktwertmethode basiert auf dem für FY17 erwarteten EBITDA und dem LTM EBITDA Multiple. Die Ergebnisse der Marktwertmethode besitzen aus den beschriebenen Gründen nur eine geringe Aussagekraft und eignen sich daher in vorliegender Bewertung nicht als Plausibilisierungsgrösse.

Basierend auf den angewendeten Bewertungsmethoden und den oben angestellten Überlegungen gehen wir vom Ergebnis der DCF Bewertung als wertbestimmende Basis aus und ermitteln daher eine Bandbreite von CHF 773 bis CHF 825 pro Hügli Inhaberaktie.

Das Angebot von CHF 915 pro Inhaberaktie entspricht einer Prämie von 14.4% gegenüber dem VWAP(60) von CHF 800 gemäss SIX respektive einer Prämie von 13.8 % gegenüber dem aktuellen Tagesschlusskurs von CHF 804 per 12. Januar 2018.

Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot von CHF 915 als fair anzusehen.

Die Fairness Opinion wurde am 22. Februar 2018 fertiggestellt.

Ernst & Young AG

Louis Siegrist  
Partner

Matthias Oppermann, CFA  
Senior Manager

# 5

## Anhang

In diesem Abschnitt	Seite
Appendix A: Abkürzungsverzeichnis	31
Appendix B: Bilanz der Hügli Holding AG	33
Appendix C: Erfolgsrechnung der Hügli Holding AG	34
Appendix D: Beta und Kapitalstruktur	35
Appendix E: Trading Multiples	36
Appendix F: Benchmarking	37
Appendix G: Kurzbeschreibung der Vergleichsunternehmen	41



## 5 Anhang

### Appendix A: Abkürzungsverzeichnis

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Schlussfolgerung
- 5 Anhang**

<b>AG</b>	Aktiengesellschaft
<b>Adj.</b>	Adjustiert
<b>Bell Food</b>	Bell Food Group AG
<b>BMI</b>	Business Monitor International
<b>CAGR</b>	Jährliche Wachstumsrate (engl. Compound annual growth rate)
<b>CAPEX</b>	Investitionen (engl. Capital expenditures)
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model
<b>CHF</b>	Schweizer Franken
<b>CHFm</b>	Millionen Schweizer Franken
<b>DCF</b>	Discounted Cashflow
<b>EBIT</b>	Gewinn vor Zinsen und Steuern (engl. Earnings before interest and taxes)
<b>EBITDA</b>	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen (engl. Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
<b>EK / GK</b>	Eigenkapitalquote
<b>EUR</b>	Euro
<b>EY</b>	Ernst & Young AG, Schweiz
<b>FCF</b>	Freier Cashflow (engl. Free cashflow)
<b>FK / GK</b>	Fremdkapitalquote
<b>FYXX</b>	Geschäftsjahr 20XX
<b>FYXXN</b>	Geschäftsjahr 20XX normalisiert
<b>FTE</b>	Vollzeitequivalent (engl. Full time equivalent)
<b>GBP</b>	Britischer Pfund
<b>Hügli</b>	Hügli Holding AG
<b>Kg</b>	Kilogramm



## 5 Anhang

### Appendix A: Abkürzungsverzeichnis

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Schlussfolgerung

#### 5 Anhang

<b>KPI</b>	Leistungsindikator (engl. Key Performance Indicator)
<b>LTM</b>	Letzte zwölf Monate (engl. Last twelve months)
<b>Mrd.</b>	Milliarden
<b>n/a</b>	nicht erhältlich/nicht anwendbar
<b>NOPAT</b>	Operativer Gewinn vor Zinsen nach Steuern (engl. Net operating profit after taxes)
<b>NUV</b>	Netto-Umlaufvermögen
<b>RW</b>	Residualwert
<b>SIX</b>	Schweizer Börse SIX Swiss Exchange
<b>Swiss GAAP FER</b>	Schweizer Rechnungslegungsstandards
<b>UW</b>	Unternehmenswert
<b>UEK</b>	Übernahmekommission
<b>VWAP</b>	Volumengewichteter Durchschnittskurs (engl. Volume-weighted average price)
<b>WACC</b>	Weighted Average Cost of Capital



**5 Anhang****Appendix B: Bilanz der Hügli Holding AG**

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Schlussfolgerung

**5 Anhang****Bilanz der Hügli Holding AG (FY13-FY16)**

Währung: CHF 000	FY13	FY14	FY15	FY16
Flüssige Mittel	10,878	13,067	12,012	12,754
Forderungen Lieferungen und Leistungen	51,546	53,788	50,311	49,019
Sonstige Forderungen	4,852	3,789	5,260	4,090
Aktive Rechnungsabgrenzung	2,721	2,017	1,878	2,301
Vorräte	54,968	60,501	62,991	63,755
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>124,965</b>	<b>133,162</b>	<b>132,452</b>	<b>131,919</b>
Land und Gebäude	67,026	64,379	63,683	64,920
Technische Anlagen/Maschinen	44,154	45,444	43,922	43,737
Übrige Sachanlagen	7,291	9,714	9,355	6,231
Anlagen im Bau	-	-	15,995	33,772
Immaterielle Anlagen	11,642	11,235	13,431	11,456
Finanzanlagen	23	21	20	47
Latente Steueraktiven	1,012	560	1,426	1,058
<b>Anlagevermögen</b>	<b>131,148</b>	<b>131,353</b>	<b>147,832</b>	<b>161,221</b>
<b>TOTAL AKTIVEN</b>	<b>256,113</b>	<b>264,515</b>	<b>280,284</b>	<b>293,140</b>
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	38,166	42,509	36,108	45,478
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	19,766	19,964	21,026	21,377
Sonstige Verbindlichkeiten	946	773	1,391	1,051
Passive Rechnungsabgrenzung	13,671	14,644	16,343	17,279
<b>Kurzfristiges Fremdkapital</b>	<b>72,549</b>	<b>77,890</b>	<b>74,868</b>	<b>85,185</b>
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	38,140	27,000	42,870	42,721
Latente Steuerpassiven	6,773	7,984	7,580	6,267
Personalvorsorgeverpflichtungen	1,789	1,486	1,384	1,486
<b>Langfristiges Fremdkapital</b>	<b>46,702</b>	<b>36,470</b>	<b>51,834</b>	<b>50,474</b>
<b>Fremdkapital</b>	<b>119,251</b>	<b>114,360</b>	<b>126,702</b>	<b>135,659</b>
Aktienkapital	485	485	485	485
Kapitalreserven	19,767	19,893	19,891	19,971
Eigene Aktien	(2,573)	(2,061)	(1,448)	(799)
Gewinnreserven	119,183	131,838	134,654	137,298
Minderheitsanteile	-	-	-	526
<b>Eigenkapital</b>	<b>136,862</b>	<b>150,155</b>	<b>153,582</b>	<b>157,481</b>
<b>TOTAL PASSIVEN</b>	<b>256,113</b>	<b>264,515</b>	<b>280,284</b>	<b>293,140</b>



## 5 Anhang

### Appendix C: Erfolgsrechnung der Hügli Holding AG

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Schlussfolgerung
- 5 Anhang**

#### Erfolgsrechnung der Hügli Holding AG (FY13-FY16)

Währung: CHF 000	FY13	FY14	FY15	FY16
Bruttoumsatz	367,308	376,990	378,346	385,158
Erlösminderungen	(7,167)	(7,079)	(7,751)	(7,366)
<b>Nettoumsatz</b>	<b>360,141</b>	<b>369,911</b>	<b>370,595</b>	<b>377,792</b>
Andere betriebliche Erträge	-	-	-	1,237
Bestandsänderungen	(3,461)	5,291	(858)	1,696
<b>Betriebsertrag</b>	<b>356,680</b>	<b>375,202</b>	<b>369,737</b>	<b>380,725</b>
Materialaufwand	(166,154)	(177,020)	(176,186)	(177,925)
Personalaufwand	(86,834)	(89,447)	(87,571)	(92,129)
Sonstiger betrieblicher Aufwand	(60,845)	(62,840)	(61,988)	(67,835)
<b>EBITDA</b>	<b>42,847</b>	<b>45,895</b>	<b>43,992</b>	<b>42,836</b>
Abschreibungen	(11,460)	(11,349)	(11,191)	(11,742)
Amortisationen	(2,061)	(2,230)	(2,233)	(2,487)
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>29,326</b>	<b>32,316</b>	<b>30,568</b>	<b>28,607</b>
Ausserordentliches Ergebnis	-	-	-	-
Zinsaufwand	(1,470)	(1,056)	(946)	(945)
Zinsertrag	65	26	12	28
Übriger Finanzerfolg	(93)	53	(223)	(485)
<b>Gewinn vor Steuern (EBT)</b>	<b>27,828</b>	<b>31,339</b>	<b>29,411</b>	<b>27,205</b>
Ertragssteuern	(7,008)	(7,915)	(6,068)	(4,942)
<b>Konzerngewinn</b>	<b>20,820</b>	<b>23,424</b>	<b>23,343</b>	<b>22,263</b>
davon Aktionäre Hügli Holding AG	-	-	-	22,052
davon Minderheiten	-	-	-	210

Quelle: Management



## 5 Anhang

### Appendix D: Beta und Kapitalstruktur

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Schlussfolgerung

#### 5 Anhang

### Beta und Kapitalstruktur

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Abschluss- datum	Markt- kapitalisierung	Minder- heiten	Fremd- kapital	FK / GK aktuell	Adj. Beta	Unlevered Beta
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	Frankreich	EUR	06/2017	201	0	180	47.18%	0.693	0.366
Bell Food Group AG	SWX:BELL	Schweiz	CHF	06/2017	1,757	100	731	28.24%	0.488	0.350
ORIOR AG	SWX:ORON	Schweiz	CHF	06/2017	459	-	160	25.84%	0.391	0.290
Cranswick plc	LSE:CWK	Grossbritannien	GBP	09/2017	1,643	-	23	1.39%	0.487	0.480
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	Schweiz	CHF	06/2017	420	20	91	17.08%	0.624	0.517
HKScan Oyj	HLSE:HKS AV	Finnland	EUR	09/2017	169	13	229	55.71%	1.167	0.517
Atria Oyj	HLSE:ATRA V	Finnland	EUR	09/2017	349	14	245	40.28%	0.934	0.558
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	Belgien	EUR	06/2017	299	-	72	19.31%	0.594	0.479
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	Frankreich	EUR	06/2017	1,415	8	699	32.94%	0.911	0.611
Greencore Group plc	LSE:GNC	Irland	GBP	09/2017	1,538	5	553	26.39%	0.875	0.644
ARYZTA AG	SWX:ARYN	Schweiz	EUR	07/2017	2,763	-	2,271	45.12%	1.106	0.607
La Doria SpA	BIT:LD	Italien	EUR	09/2017	503	0	151	23.10%	1.230	0.946
Emmi AG	SWX:EMMN	Schweiz	CHF	06/2017	3,731	52	604	13.76%	0.825	0.711
Hügli Holding AG	SWX:HUE	Schweiz	CHF	06/2017	389	1	83	17.58%	0.492	0.406
Tiefst								1.39%	0.391	0.290
Höchst								55.71%	1.230	0.946
Durchschnitt								28.14%	0.773	0.534
<b>Median</b>								<b>26.12%</b>	<b>0.759</b>	<b>0.517</b>

Quelle: Capital IQ, EY  
Werte in Millionen und lokaler Währung



## 5 Anhang

### Appendix E: Trading Multiples

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Schlussfolgerung

#### 5 Anhang

### Trading Multiples

Unternehmen	Tickers	Land	Währung	Unternehmenswert (UW)	EBITDA LTM	UW / EBITDA LTM
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	Frankreich	EUR	250	40	6.2x
Bell Food Group AG	SWX:BELL	Schweiz	CHF	2,295	281	8.2x
ORIOR AG	SWX:ORON	Schweiz	CHF	578	55	10.5x
Cranswick plc	LSE:CWK	Vereinigtes Königreich	GBP	1,660	115	14.5x
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	Schweiz	CHF	492	36	13.7x
HKScan Oyj	HLSE:HKSAV	Finnland	EUR	376	52	7.2x
Atria Oyj	HLSE:ATRAV	Finnland	EUR	604	84	7.2x
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	Belgien	EUR	357	27	13.1x
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	Frankreich	EUR	2,112	179	11.8x
Greencore Group plc	LSE:GNC	Irland	GBP	2,077	181	11.5x
ARYZTA AG	SWX:ARYN	Schweiz	EUR	4,439	404	11.0x
La Doria SpA	BIT:LD	Italien	EUR	572	53	10.9x
Emmi AG	SWX:EMMN	Schweiz	CHF	4,121	323	12.8x
Tiefst						6.2x
Höchst						14.5x
Durchschnitt						10.6x
<b>Median</b>						<b>11.0x</b>

Quelle: Capital IQ, EY  
Werte in Millionen und lokaler Währung



## 5 Anhang

### Appendix F: Benchmarking

Dashboard  
 1 Ausgangslage  
 2 Unternehmensprofil  
 3 Wertüberlegungen  
 4 Schlussfolgerung

**5 Anhang**

### Umsatzwachstum

Unternehmen	Ticker	Währung	Land	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	EUR	Frankreich	1.3%	7.1%	-2.6%	-3.7%	2.0%	3.0%	n/a	n/a
Bell Food Group AG	SWX:BELL	CHF	Schweiz	-0.8%	10.5%	20.3%	5.3%	1.0%	1.0%	n/a	n/a
ORIOR AG	SWX:ORON	CHF	Schweiz	0.3%	-4.1%	5.5%	10.4%	0.5%	0.7%	1.2%	1.0%
Cranswick plc	LSE:CWK	GBP	Vereinigtes Königreich	0.8%	1.3%	22.5%	15.8%	4.6%	4.5%	1.6%	3.8%
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	CHF	Schweiz	12.1%	29.4%	-0.4%	17.7%	8.4%	7.2%	7.0%	5.7%
Atria Oyj	HLSE:ATRAV	EUR	Finnland	1.1%	-6.0%	0.9%	5.7%	2.4%	2.1%	3.5%	2.0%
HKScan Oyj	HLSE:HKS AV	EUR	Finnland	-5.9%	-3.6%	-2.3%	-3.7%	2.7%	2.3%	1.5%	2.0%
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	EUR	Belgien	-1.8%	-0.9%	5.6%	12.3%	11.1%	n/a	n/a	n/a
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	EUR	Frankreich	3.2%	-0.7%	16.3%	25.5%	3.9%	4.7%	n/a	n/a
Greencore Group plc	LSE:GNC	GBP	Irland	5.2%	10.6%	56.5%	12.2%	4.2%	5.3%	n/a	n/a
ARYZTA AG	SWX:ARYN	EUR	Schweiz	12.6%	1.5%	-2.1%	-4.0%	1.6%	2.5%	2.3%	2.9%
La Doria SpA	BIT:LD	EUR	Italien	4.1%	18.1%	-13.0%	0.7%	4.5%	2.9%	n/a	n/a
Emmi AG	SWX:EMMN	CHF	Schweiz	3.2%	-5.6%	1.4%	1.6%	2.5%	1.7%	1.9%	1.9%
Tiefst				-5.9%	-6.0%	-13.0%	-4.0%	0.5%	0.7%	1.2%	1.0%
Höchst				12.6%	29.4%	56.5%	25.7%	11.1%	7.7%	7.0%	5.7%
Durchschnitt				2.7%	4.4%	8.4%	7.4%	3.8%	3.2%	2.7%	2.8%
<b>Median</b>				<b>1.3%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>	<b>5.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.0%</b>
Hügli Holding AG*	SWX:HUE	CHF	Schweiz	2.7%	0.2%	1.9%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	2.0%

Quelle: Capital IQ, EY

\*Werte für Hügli Holding AG in FY17-FY21 gemäss Analystenschätzungen auf Capital IQ.



## 5 Anhang

### Appendix F: Benchmarking

Dashboard  
 1 Ausgangslage  
 2 Unternehmensprofil  
 3 Wertüberlegungen  
 4 Schlussfolgerung  
**5 Anhang**

#### EBITDA Marge

Unternehmen	Ticker	Währung	Land	FY13	FY14	FY15	FY16	LTM	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	EUR	Frankreich	8.6%	7.9%	7.7%	7.4%	5.5%	5.9%	6.8%	8.1%	n/a	n/a
Bell Food Group AG	SWX:BELL	CHF	Schweiz	7.3%	7.7%	8.3%	8.1%	8.1%	8.3%	8.4%	8.5%	n/a	n/a
ORIOR AG	SWX:ORON	CHF	Schweiz	8.7%	8.5%	9.5%	9.5%	9.7%	9.9%	10.0%	10.1%	n/a	n/a
Cranswick plc	LSE:CWK	GBP	Vereinigtes Königreich	7.2%	7.7%	8.4%	8.4%	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%	8.9%	n/a
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	CHF	Schweiz	4.6%	6.4%	5.5%	6.1%	6.3%	8.1%	9.4%	10.8%	15.0%	15.4%
Atria Oyj	HLSE:ATRAV	EUR	Finnland	6.0%	6.1%	6.1%	5.8%	5.9%	6.3%	6.6%	6.7%	6.6%	6.6%
HKScan Oyj	HLSE:HKS AV	EUR	Finnland	2.1%	2.5%	3.7%	3.5%	2.9%	2.3%	4.2%	4.3%	4.6%	4.6%
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	EUR	Belgien	6.8%	7.5%	8.3%	7.9%	6.3%	9.7%	10.3%	n/a	n/a	n/a
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	EUR	Frankreich	9.2%	9.7%	9.5%	7.8%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%	n/a	n/a
Greencore Group plc	LSE:GNC	GBP	Irland	7.7%	8.5%	8.8%	7.8%	7.8%	8.7%	8.9%	9.1%	n/a	n/a
ARYZTA AG	SWX:ARYN	EUR	Schweiz	12.1%	16.4%	15.4%	10.6%	10.6%	11.0%	11.8%	12.5%	11.6%	n/a
La Doria SpA	BIT:LD	EUR	Italien	6.6%	9.0%	9.7%	8.4%	7.8%	7.7%	8.7%	9.2%	n/a	n/a
Emmi AG	SWX:EMMN	CHF	Schweiz	8.2%	8.5%	9.6%	9.8%	9.9%	10.1%	10.3%	10.5%	10.8%	11.3%
Tiefst				2.1%	2.5%	3.7%	3.5%	2.9%	2.3%	4.2%	4.3%	4.6%	4.6%
Höchst				12.1%	16.4%	15.4%	10.6%	10.6%	11.0%	11.8%	12.5%	15.0%	15.4%
Durchschnitt				7.3%	8.2%	8.5%	7.8%	7.5%	8.0%	8.6%	8.9%	9.6%	9.5%
<b>Median</b>				<b>7.3%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.4%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.3%</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>8.9%</b>
Hügli Holding AG*	SWX:HUE	CHF	Schweiz	11.6%	12.2%	11.5%	11.1%	10.5%	11.1%	11.6%	11.8%	n/a	n/a

Quelle: Capital IQ, EY

\*Werte für Hügli Holding AG in FY17-FY21 gemäss Analystenschätzungen auf Capital IQ.



## 5 Anhang

### Appendix F: Benchmarking

Dashboard  
 1 Ausgangslage  
 2 Unternehmensprofil  
 3 Wertüberlegungen  
 4 Schlussfolgerung  
**5 Anhang**

#### CAPEX in % des Umsatzes

Unternehmen	Ticker	Währung	Land	FY13	FY14	FY15	FY16	LTM	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	EUR	Frankreich	3.9%	3.6%	4.6%	3.3%	2.9%	3.4%	3.6%	4.0%	n/a	n/a
Bell Food Group AG	SWX:BELL	CHF	Schweiz	3.2%	3.5%	4.0%	3.6%	3.4%	3.3%	6.1%	7.8%	n/a	n/a
ORIOR AG	SWX:ORON	CHF	Schweiz	3.4%	2.5%	1.9%	2.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%
Cranswick plc	LSE:CWK	GBP	Vereinigtes Königreich	2.8%	2.1%	3.4%	3.8%	3.8%	4.9%	4.3%	3.1%	2.5%	2.2%
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	CHF	Schweiz	1.1%	4.0%	4.1%	7.8%	10.8%	9.6%	4.3%	3.0%	3.0%	2.9%
Atria Oyj	HLSE:ATRAV	EUR	Finnland	2.7%	2.4%	3.7%	3.2%	3.5%	4.2%	4.1%	3.3%	3.5%	3.5%
HKScan Oyj	HLSE:HKS AV	EUR	Finnland	2.3%	3.4%	2.7%	3.0%	4.2%	3.9%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	EUR	Belgien	2.7%	3.3%	4.5%	3.5%	3.0%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	EUR	Frankreich	4.2%	3.7%	3.8%	2.8%	2.8%	3.7%	3.7%	3.7%	n/a	n/a
Greencore Group plc	LSE:GNC	GBP	Irland	3.7%	5.9%	5.9%	4.5%	4.5%	3.5%	3.2%	3.1%	n/a	n/a
ARYZTA AG	SWX:ARYN	EUR	Schweiz	6.9%	9.2%	4.7%	2.4%	2.4%	2.8%	3.0%	3.2%	3.5%	3.9%
La Doria SpA	BIT:LD	EUR	Italien	1.5%	2.7%	1.1%	1.9%	n/a	1.6%	1.8%	1.8%	n/a	n/a
Emmi AG	SWX:EMMN	CHF	Schweiz	3.5%	3.1%	2.1%	2.8%	3.1%	3.3%	3.3%	3.4%	3.3%	3.4%
Tiefst				1.1%	2.1%	1.1%	1.9%	2.4%	1.6%	1.8%	1.8%	2.4%	2.2%
Höchst				6.9%	9.2%	5.9%	7.8%	10.8%	9.6%	6.1%	7.8%	3.5%	3.9%
Durchschnitt				3.2%	3.8%	3.6%	3.4%	3.9%	3.9%	3.6%	3.5%	3.0%	3.0%
<b>Median</b>				<b>3.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.9%</b>
Hügli Holding AG*	SWX:HUE	CHF	Schweiz	3.1%	3.9%	8.7%	7.7%	4.9%	4.4%	3.5%	3.4%	3.6%	3.7%

Quelle: Capital IQ, EY

\*Werte für Hügli Holding AG in FY17-FY21 gemäss Analystenschätzungen auf Capital IQ.



## 5 Anhang

### Appendix F: Benchmarking

Dashboard  
 1 Ausgangslage  
 2 Unternehmensprofil  
 3 Wertüberlegungen  
 4 Schlussfolgerung

**5 Anhang**

#### NUV in % des Umsatzes

Unternehmen	Ticker	Währung	Land	FY13	FY14	FY15	FY16	LTM
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	EUR	Frankreich	1.2%	0.3%	1.1%	2.9%	3.0%
Bell Food Group AG	SWX:BELL	CHF	Schweiz	10.8%	12.9%	12.9%	11.4%	10.7%
ORIOR AG	SWX:ORON	CHF	Schweiz	9.1%	11.2%	11.2%	12.2%	10.5%
Cranswick plc	LSE:CWK	GBP	Vereinigtes Königreich	4.4%	5.2%	4.4%	6.0%	6.7%
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	CHF	Schweiz	8.2%	8.8%	7.9%	1.8%	16.1%
Atria Oyj	HLSE:ATRAV	EUR	Finnland	4.9%	3.6%	-0.5%	0.1%	2.2%
HKScan Oyj	HLSE:HKSAY	EUR	Finnland	1.8%	1.9%	1.5%	-1.1%	-2.0%
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	EUR	Belgien	3.8%	2.6%	3.2%	1.9%	3.3%
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	EUR	Frankreich	17.9%	18.6%	18.0%	11.9%	11.9%
Greencore Group plc	LSE:GNC	GBP	Irland	-13.4%	-11.7%	-11.6%	-6.1%	-6.1%
ARYZTA AG	SWX:ARYN	EUR	Schweiz	-7.9%	-1.2%	-10.7%	-10.4%	-10.4%
La Doria SpA	BIT:LD	EUR	Italien	29.0%	29.5%	25.2%	27.3%	22.1%
Emmi AG	SWX:EMMN	CHF	Schweiz	8.9%	9.7%	10.0%	11.0%	10.5%
Tiefst				-13.4%	-11.7%	-11.6%	-10.4%	-10.4%
Höchst				29.0%	29.5%	25.2%	27.3%	22.1%
Durchschnitt				6.0%	7.0%	5.6%	5.3%	6.0%
<b>Median</b>				<b>4.9%</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.4%</b>	<b>2.9%</b>	<b>6.7%</b>
Hügli Holding AG	SWX:HUE	CHF	Schweiz	22.1%	22.9%	22.0%	21.0%	21.8%

Quelle: Capital IQ, EY





## 5 Anhang

### Appendix G: Kurzbeschreibung der Vergleichsunternehmen

- Dashboard
- 1 Ausgangslage
- 2 Unternehmensprofil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Schlussfolgerung
- 5 Anhang**

#### Kurzbeschreibung der Vergleichsunternehmen

<b>Ter Beke NV</b> Ter Beke NV, together with its subsidiaries, develops, produces, and sells processed meat products and chilled ready meals to discount and retail customers in Europe.	<b>Bonduelle SA</b> Bonduelle SA, through its subsidiaries, produces and sells vegetables in Europe and internationally.	<b>Fleury Michon SA</b> Fleury Michon SA, an investment holding company, produces and sells food products in France and internationally.
<b>Greencore Group plc</b> Greencore Group plc produces and sells various food products primarily in the United Kingdom and the United States.	<b>ARYZTA AG</b> ARYZTA AG, together with its subsidiaries, produces and supplies food products worldwide.	<b>Bell Food Group AG</b> Bell Food Group AG operates as a meat processor in Europe.
<b>ORIOR AG</b> ORIOR AG, together with its subsidiaries, supplies refined meat and convenience food in Switzerland.	<b>Cranswick plc</b> Cranswick plc manufactures and supplies food products to grocery retailers, food service sector, and other food producers in the United Kingdom, Continental Europe, and internationally.	<b>Atria Oyj</b> Atria Oyj, together with its subsidiaries, manufactures and markets food products in Finland, the Nordic countries, Russia, and Estonia.
<b>HKScan Oyj</b> HKScan Oyj produces, markets, and sells pork, beef, poultry and lamb products, processed meats, and convenience foods to the retail, food service, industry, and export sectors.	<b>La Doria SpA</b> La Doria SpA, together with its subsidiaries, produces and markets food products in Italy, the United Kingdom, Japan, Australia, and in the Scandinavian countries.	<b>Emmi AG</b> Emmi AG develops, produces, and markets a range of dairy and fresh products primarily in Switzerland.
<b>Hochdorf Holding AG</b> HOCHDORF Holding AG, through its subsidiaries, produces and sells various food products in Switzerland and internationally.	<b>Hügli Holding AG</b> Hügli Holding AG develops, produces, and markets various food products.	

Quelle: Capital IQ, EY

**EY** | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

**About EY**

EY is a global leader in assurance, tax, transaction and advisory services. The insights and quality services we deliver help build trust and confidence in the capital markets and in economies the world over. We develop outstanding leaders who team to deliver on our promises to all of our stakeholders. In so doing, we play a critical role in building a better working world for our people, for our clients and for our communities.

EY refers to the global organization, and may refer to one or more, of the member firms of Ernst & Young Global Limited, each of which is a separate legal entity. Ernst & Young Global Limited, a UK company limited by guarantee, does not provide services to clients. For more information about our organization, please visit [ey.com](https://www.ey.com).

Ernst & Young Ltd. is a client-serving member firm of Ernst & Young Global Limited operating in the US.

© 2018 Ernst & Young Ltd.  
All Rights Reserved.