



Lombard Odier Darier Hentsch

Corporate Finance

Gutachten zuhanden des Verwaltungsrates der Bon appétit Group AG

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des
öffentlichen Kaufangebots von REWE-Beteiligungs-
Holding International GmbH für die sich noch im Publikum
befindenden Namenaktien der Bon appétit Group AG

10. September 2004

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie
Corporate Finance

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

Inhaltsverzeichnis

INHALTSVERZEICHNIS	II
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	III
BEILAGENVERZEICHNIS	IV
1 EINLEITUNG	1
1.1 AUSGANGSLAGE	1
1.2 AUFTRAG DES VERWALTUNGSRATES DER BON APPÉTIT AN LODH	2
2 BEURTEILUNGSGRUNDLAGEN	3
3 DARSTELLUNG BON APPÉTIT GRUPPE.....	5
3.1 KURZBESCHRIEB	5
3.2 ÜBERSICHT GESCHÄFTSMODELL UND -STRATEGIE	5
3.3 MARKTÜBERSICHT	7
3.4 BEZIEHUNGEN ZWISCHEN REWE GRUPPE UND BON APPÉTIT GRUPPE	9
4 ANALYSE UND BEWERTUNG.....	11
4.1 BEWERTUNGSMETHODEN.....	11
4.2 ANALYSE DES ERGEBNISSES DES ERSTEN KAUFANGEBOTS	11
4.3 AKTIENPREIS- UND -VOLUMENANALYSE	12
4.4 DISCOUNTED CASHFLOW METHODE	12
4.5 MARKTBEWERTUNG ANHAND VERGLEICHBARER KOTIERTER UNTERNEHMEN	16
5 GESAMTBEURTEILUNG.....	17

Abkürzungsverzeichnis

Beta	Relatives Eigenkapitalrisiko
Bon appétit	Bon appétit Group AG
Bon appétit Aktie	Namenaktie der Bon appétit Group AG zu CHF 5 Nennwert
Bon appétit Gruppe	Bon appétit Group AG sowie ihre direkten und indirekten Tochtergesellschaften und Beteiligungen
CAPM	Capital asset pricing model
CHF	Schweizer Franken
Curti-Gruppe	B. Curti Holding AG sowie Angehörige und nahestehende Personen und Gesellschaften der Familie Curti
DCF	Discounted Cashflow
Hofer-Gruppe	HOFER Management AG, Hofer-Holding AG
LODH	Lombard Odier Darier Hentsch Corporate Finance
Mio.	Million(en)
REWE	REWE-Beteiligungs-Holding International GmbH
REWE Gruppe	REWE Zentralfinanz eG und REWE Zentral AG sowie ihre direkten und indirekten Tochtergesellschaften und Beteiligungen
WACC	Weighted average cost of capital

Beilagenverzeichnis

Beilage 1: Kursentwicklung der Bon appétit Aktie

Beilage 2: Volumenanalyse der Bon appétit Aktie

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

Beilage 4: Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

REWE hat am 11. Juni 2003 bekannt gegeben, dass sie Kaufverträge über 52.99% der Stimmrechte an der Bon appétit mit der Curti-Gruppe und der egb Immobilien AG abgeschlossen hat. Diese Kaufverträge wurden nach Vorliegen der notwendigen wettbewerbsrechtlichen Bewilligungen am 27. August 2003 vollzogen. Anschliessend unterbreitete REWE den Publikumsaktionären von Bon appétit dieses Kaufangebot und bot pro Bon appétit Aktie CHF 60.80 in bar. Nach Abschluss des öffentlichen Kaufangebotes und Zukäufen über die Börse verfügte REWE über 88.15% der Bon appétit Aktien.

REWE ist ein Unternehmen der REWE-Handelsgruppe. Vom Lebensmitteleinzel- und -grosshandel über Fachmärkte bis hin zur Touristik vereinigt die REWE-Handelsgruppe verschiedene Geschäftsfelder unter ihrem Dach.

Am 13. August 2004 wurde der Kauf von weiteren 10.85% der ausstehenden Bon appétit Aktien durch REWE in einer privaten Transaktion mit der Hofer-Gruppe zum Preis von CHF 60.80 je Aktie in bar vollzogen. Diese Transaktion basierte auf einer Put-Option, welche REWE der Hofer-Gruppe vor Durchführung des ersten öffentlichen Kaufangebotes gewährt hatte und welche im Kaufangebotsprospekt bereits offengelegt worden war. Mit Erwerb der Aktien der Hofer-Gruppe erhöhte REWE ihre Beteiligung an Bon appétit auf 99.02%.

REWE publizierte am 16. August 2004 die Voranmeldung eines zweiten öffentlichen Kaufangebots (freiwilliges Angebot) für alle sich noch im Publikum befindenden Bon Appétit Aktien (0.98% der ausstehenden Aktien), um anschliessend an dieses zweite öffentliche Kaufangebot die Kraftloserklärung der dann noch ausstehenden Bon appétit Aktien gemäss Art. 33 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effekten-

handel (Squeeze-out) zu beantragen und die Dekotierung der Bon appétit Aktien zu veranlassen.

Gemäss Voranmeldung wird der Angebotspreis des zweiten öffentlichen Kaufangebotes CHF 60.80 je Bon appétit Aktie betragen, welcher dem bezahlten Aktienpreis von REWE's erstem öffentlichen Kaufangebot im Jahr 2003 und der privaten Transaktion mit der Hofer-Gruppe im August 2004 entspricht.

1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Bon appétit an LODH

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

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

2 Beurteilungsgrundlagen

LODH verwendete zu ihrer Beurteilung namentlich die folgenden Grundlagen:

- Publiizierte Voranmeldung des zweiten öffentlichen Kaufangebotes von REWE für alle sich im Publikum befindenden Bon appétit Aktien, datiert vom 16. August 2004;
- Entwurf des Prospekts des zweiten öffentlichen Kaufangebots von REWE zum Kauf aller sich noch im Publikum befindenden Bon appétit Aktien;
- Öffentlicher Kaufangebotsprospekt von REWE zum Kauf aller sich im Publikum befindenden Bon appétit Aktien, datiert vom 2. September 2003;
- Bestimmte öffentlich zugängliche Informationen betreffend die Bon appétit Gruppe, welche für die Analyse von LODH als relevant betrachtet wurden, einschliesslich der revidierten Jahresberichte 2001, 2002 und 2003 sowie der ungeprüften Halbjahresberichte 2001, 2002, 2003 und 2004, Pressemitteilungen, Analystenberichte, Zeitungsberichte;
- Bestimmte unternehmensinterne Informationen (operative und finanzielle) und dementsprechende Dokumente der Bon appétit Gruppe, welche für die Analyse von LODH als relevant betrachtet wurden, einschliesslich der strategischen Pläne und der Budgets/Finanzprojektionen seitens des Managements der Bon appétit Gruppe;
- Marktstudien von IHA-GfK: Detailhandel Schweiz 2004 und dm-plus Direktmarketing (siehe Ziffer 3.3);
- Kapitalmarktanalysen von Pictet & Cie: Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2003), aufdatiert vom Januar 2004 (siehe Ziffer 4.4);
- Kapitalmarktanalysen von Pratt, S. P./Reilly, R. F./Schweih, R. P.: Valuing small businesses & professional practices; Koeplin, J./Sarin, A.C.: The private company discount, in Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. 4, Winter 2000 (siehe Ziffer 4.4);

- Historische Kurs- und Volumenanalyse der Bon appétit Aktie;
- Ausgewählte Kapitalmarkt- und Finanzdaten sowie Geschäftsinformationen ausgewählter kotierter Unternehmen (siehe Beilagen 3 und 4);
- Bestimmte Transaktionsinformationen ausgewählter Unternehmenstransaktionen (siehe Ziffer 4.1).

LODH hat die operativen und finanziellen Informationen, einschliesslich der strategischen Pläne, finanziellen Budgets und Projektionen des Bon appétit Managements auf Plausibilität überprüft und mit Vertretern des Managements von Bon appétit besprochen.

LODH hat im Rahmen ihrer Arbeiten keine Besichtigungen der Gebäude und Einrichtungen der Bon appétit Gruppe durchgeführt. Des weiteren hat LODH keine Schätzungen oder Bewertungen der Aktiven und Passiven vorgenommen oder erstellen lassen.

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

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

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

3 Darstellung Bon appétit Gruppe

3.1 Kurzbeschrieb

Die Bon appétit Gruppe ist in der Schweiz im Lebensmittelhandel für die Gastronomie und den Detailhandel tätig. Mit Marken wie Pick Pay (Markenartikeldiscount), Primo/Visavis (franchisierte Quartierläden), Usego (Grosshandel), Prodega und Growa (Cash & Carry Abholgrosshandel), Howeg (Gastronomiebelieferung in der Schweiz) oder Aldis Service Plus (Gastronomiebelieferung in Frankreich) erwirtschaftete die Gruppe 2003 einen Bruttoumsatz von CHF 3'090 Mio. (ohne Aldis Service Plus, da diese nach der Equity-Methode bilanziert wird). Der Hauptsitz ist in Moosseedorf bei Bern. Hauptaktionärin von Bon appétit ist REWE. Letztere hält gemäss Voranmeldung vom 16. August 2004 99.02% aller ausstehenden Bon appétit Aktien; die restlichen 0.98% der Bon appétit Aktien werden durch Publikumsaktionäre gehalten.

3.2 Übersicht Geschäftsmodell und -strategie

Die Bon appétit Gruppe hat 2004 durch den Verkauf ihrer Aktien an der Groupe Magro SA (Lebensmitteleinzelhandel, 97.6% Anteil) und der Lekkerland (Schweiz) AG (Shopbelieferung, 50% Anteil) ihre Geschäftsreorganisation der letzten Jahre weitgehend abgeschlossen.

Das aktuelle Geschäftsmodell der Bon appétit Gruppe setzt sich aus den Geschäftsddivisionen Retail (Pick Pay, Usego) und Gastro (Prodega, Howeg, Growa, ASP) zusammen.

Im Folgenden werden die Strategien der wichtigsten Geschäftseinheiten der Bon appétit Gruppe kurz erläutert:

Retail Division

Pick Pay (Markenartikeldiscounter) soll noch stärker als Discounter positioniert werden, um sich den künftigen Herausforderungen eines preissensitiveren Konsumentenverhaltens, den Expansionsbestrebungen der

bestehenden Wettbewerber und dem zurzeit stattfindenden Eintritt starker, ausländischer Konkurrenten in den schweizerischen Markt zu stellen. Diese Herausforderungen lassen einerseits eine Umverteilung von Marktanteilen und andererseits einen weiteren Druck auf die Absatzpreise erwarten.

Usego (Grosshandel und Franchisesysteme Primo und Visavis) steht den Herausforderungen eines fortgesetzten „Lädelisterbens“, d.h. der Schliessung kleinflächiger Absatzstellen, gegenüber. Die Schliessung solcher Absatzstellen dürfte sowohl durch zukünftige Marktanteilsgewinne von Mitbewerbern als auch durch erhöhten Preisdruck weiter gehen. Vor allem die kleineren Primo und Visavis Geschäfte dürften von solchen Schliessungen betroffen sein.

Gastro Division

Prodega und Growa (Cash & Carry Abholgrosshandel) sollen durch weitere Standorte ausgebaut werden. Das Cash & Carry Geschäft dürfte zum einen durch eine tendenzielle Abschwächung der Gastronomie negativ beeinflusst werden, zum anderen dürfte es von einer möglichen Konzentration der Gastronomie auf ihre Einkaufskanäle (d.h. Wechsel von lokalen gewerblichen Lebensmittelanbietern zum Abholgrosshandel) profitieren.

Howeg (Belieferungsgrosshandel für Gastronomie, Hotellerie, Krankenhäuser und Heime) stand in 2003 unter dem Zeichen der Restrukturierung. Im Vordergrund waren Optimierungen der Logistikleistungen. Das Jahr 2004 ist weiterhin durch diese Restrukturierung geprägt.

Aldis Service Plus (Belieferungshandel in Frankreich) strebt die Gewinnung von weiteren Marktanteilen an, dies nachdem die umgesetzte Restrukturierung positive Ergebnisse gezeigt hat.

3.3 Marktübersicht

Detailhandel¹

2003 betrug der wertmässige Anteil (Umsätze) des Schweizer Detailhandels CHF 83.1 Mrd. am gesamten privaten Konsum in der Schweiz von CHF 265.0 Mrd. Dieser Anteil ist über die letzten beiden Jahrzehnte markant gefallen. Betrug der Anteil 1980 noch 45%, so waren es 2003 noch 33%. Zukünftig wird eine weitere Verminderung des Anteils erwartet.

Absolut betrachtet fielen die Detailhandelsumsätze von CHF 83.2 Mrd. in 2002 auf CHF 83.1 Mrd. in 2003, was eine Verminderung um 0.1% darstellt. Vom gesamten Schweizer Detailhandelsumsatz entfielen in 2003 CHF 40.6 Mrd. (48.9%) auf den Food/Near-Food Bereich und CHF 42.5 Mrd. (51.1%) auf den Non-Food Bereich. Die Abnahme der Detailhandelsumsätze in 2003 ist das Ergebnis unterschiedlicher Entwicklungen in den beiden Bereichen. Während der Food/Near-Food Bereich ein Plus von 2.5% aufwies, sanken die Umsätze im Non-Food Bereich um 2.7%.

Aufgrund eines gesättigten Heimmarktes und gleichzeitig sinkender Ausgaben für Lebensmittel sind von den Konsumenten keine Wachstumsimpulse für den Gesamtmarkt zu erwarten. Für die nächsten Jahre wird ein durchschnittliches, jährliches Wachstum der Detailhandelsumsätze im Food/Near-Food Bereich von 1% prognostiziert, welches eine verbesserte Konsumentenstimmung unterstellt.

In Bezug auf das Einkaufsverhalten achten die Konsumenten auch bei der Lebensmittelversorgung vermehrt auf Service und Bequemlichkeit. Generell wird ein wachsender Bedarf im Bereich Convenience, bei Bioprodukten, bei altersgerechten Nahrungsmitteln und bei Functional Food erwartet.

¹Vgl. IHA-GFK: Detailhandel Schweiz 2004

Klare Marktführer sind die beiden Grossverteiler Migros und Coop. Sie teilten sich 2003 rund 40% des gesamten Detailhandelsumsatzes, im Bereich Food/Near-Food knapp 70% (Migros 34.2%, Coop 34.2%). Der Anteil der Retail Division der Bon appétit Gruppe am Food/Near-Food Markt betrug 2003 5.0%. Der vergleichbare Anteil von Denner inklusive Satelliten entsprach 4.2%.

Die schleppende Wirtschaftsentwicklung und die Verunsicherung der Konsumenten führte dazu, dass der Preis, dicht gefolgt vom Sortiment, zum dominierenden Parameter für die Wahl der Einkaufsstätte wurde. Bisher zählten in der Schweiz nur Denner und Pick Pay zu den Discountern. Mit dem bevorstehenden Einstieg von Aldi und Lidl, den beiden wichtigsten und erfolgreichsten deutschen Discountern, treten weitere Anbieter in den schweizerischen Markt. Hierdurch wird sich der Marktanteils- und Preiswettbewerb weiter verschärfen.

Um die Absatzvolumen zu halten oder gar zu erhöhen, müssen die Anbieter preislich kompetitiver werden und flächenmässig expandieren beziehungsweise durch Übernahmen wachsen. Bei geringem Marktwachstum sinken hierdurch allerdings die absoluten und relativen (z.B. pro Quadratmeter) Umsätze, was die Gewinnmargen reduziert.

Gastronomie²

Insgesamt gibt es in der Schweiz rund 39'500 Gastronomiebetriebe, bestehend aus Restaurants, Hotels, Bars, Cafés, aber auch Kantinen, Heime, Spitäler, Clubs und Tankstellen. Das Bedarfsvolumen (Einkaufsvolumen) dieser Gastronomiebetriebe beträgt ca. CHF 8.0 Mrd.

Der Bezug findet über die folgenden Kanäle statt: 24% Fachhandel, 22% Cash & Carry, 22% regionale Belieferer, 13% Detailhandel, 12% Produzenten und 7% nationale Belieferer.

² Vgl. dm-plus Direktmarketing

Folgende Markttrends und -entwicklungen lassen sich feststellen:

In der Ausserhausverpflegung ist ein wertmässiger Rückgang bei gleichzeitigem Anstieg der Frequenz zu beobachten. Des weiteren lässt sich ein starker Trend Richtung Convenience-Produkten feststellen, wobei deren Anteil bereits 62% beträgt. Durch ein verstärktes Preis- und Leistungsbewusstsein des Konsumenten ist auch der Gastronom einem zunehmenden Preisdruck ausgesetzt. Es ist davon auszugehen, dass in den nächsten Jahren die verschärften Marktbedingungen eine grössere Strukturbereinigung zur Folge haben werden.

Die Bon appétit Gruppe ist mit den Marktaufritten Prodega und Growa im Gastronomie-Abholgrosshandel (Cash & Carry-Märkte) und mit der Howeg im nationalen Gastronomie-Belieferungsgrosshandel tätig. Als Marktführer beträgt der Anteil von Prodega und Growa am Cash & Carry-Markt rund 50%. Im Belieferungsgrosshandel nimmt die Howeg als Nummer 2 der Schweiz eine dominierende Marktstellung ein.

3.4 Beziehungen zwischen REWE Gruppe und Bon appétit Gruppe

Seit der Übernahme von Bon appétit durch REWE haben sich folgende Beziehungen zwischen der REWE Gruppe und der Bon appétit Gruppe ergeben:

Aktienbesitz

REWE hält gemäss Voranmeldung vom 16. August 2004 99.02% aller ausstehenden Bon appétit Aktien.

Verwaltungsratsmitglieder

- Dr. E. Dieter Berninghaus, Verwaltungsratspräsident von Bon appétit - Vorstandssprecher der REWE Zentral AG sowie der REWE Zentralfinanz eG;
- Hans Schmitz, Vize-Präsident des Verwaltungsrats von Bon appétit - Mitglied des Vorstands der REWE Zentral AG sowie der REWE Zentralfinanz eG;

- Alain Caparros, Mitglied des Verwaltungsrates von Bon appétit - vormaliger CEO von Bon appétit, neu Mitglied der Unternehmensleitung der REWE-Gruppe.

Weitere Mitglieder des Verwaltungsrates von Bon appétit sind die beiden schon vor der Übernahme durch REWE gewählten Verwaltungsräte Dr. Beat Curti und Emil Flückiger.

Management

- Jan Kunath, vormaliges Mitglied des Vorstands der REWE-Gesellschaft Eurobilla in Wien, ist seit 1. Juli 2004 CEO der Bon appétit Gruppe;
- Christian Karnath, vormaliges Mitglied der Geschäftsleitung REWE Italia, ist seit Juli 2004 COO für den Retail-Bereich der Bon appétit Gruppe;

Weitere Mitglieder des Managements der Bon appétit Gruppe sind die beiden sich bereits vor der Übernahme durch REWE im Amt befindenden Manager Gerhard Reichlin (Finanzchef) und Dr. Roberto Fröhlich (Leiter Recht und Human Resources).

Operative Zusammenarbeit

Es bestehen verschiedene marktübliche Vereinbarungen, insbesondere in den Bereichen Einkauf, IT, Finanzen und Personal.

Finanzierung

Zukünftig sollen die bestehenden Anlehens- und Bankfinanzierungen der Bon appétit Gruppe durch eine REWE-Gruppenfinanzierung abgelöst werden.

4 Analyse und Bewertung

4.1 Bewertungsmethoden

Zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des neuen Kaufangebots führte LODH, neben der Analyse des Ergebnisses des ersten Kaufangebots seitens REWE und den historischen Börsendaten der Bon appétit Aktie, folgende Bewertungsmethoden durch:

- DCF-Methode
- Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen

In der Regel führt LODH für Bewertungsüberlegungen auch Marktbewertungen anhand vergleichbarer Unternehmenstransaktionen durch. Die hierfür von LODH durchgeführte Analyse hat jedoch ergeben, dass die Werte uneinheitlich waren und sich somit keine aussagekräftigen Ergebnisse ergaben. Aus diesem Grund wurde auf eine Marktbewertung anhand vergleichbarer Unternehmenstransaktionen verzichtet.

4.2 Analyse des Ergebnisses des ersten Kaufangebots

Der Angebotspreis von CHF 60.80 je Bon appétit Aktie des ersten öffentlichen Kaufangebots wies gegenüber den durchschnittlichen Schlusskursen der Bon appétit Aktie zwischen dem 23. April 2003 und dem 10. Juni 2003 eine Prämie von CHF 12.56 bzw. 26% auf.

LODH wurde vor Durchführung des ersten öffentlichen Kaufangebots vom Verwaltungsrat von Bon appétit mit einem Gutachten über die finanzielle Angemessenheit des ersten öffentlichen Kaufangebots seitens REWE aus Sicht der Publikumsaktionäre beauftragt. Dieses Gutachten kam zum Schluss, dass der Angebotspreis aus finanzieller Sicht angemessen und fair war.

4.3 Aktienpreis- und -volumenanalyse

Beilage 1 stellt die Aktienkursentwicklung der Bon appétit Aktie seit Ankündigung des ersten öffentlichen Kaufangebots am 13. Juni 2003 bis zum 27. August 2004 dar.

Seit erfolgreichem Abschluss des ersten Kaufangebots pendelte der Preis der sich noch im Publikum befindenden Bon appétit Aktien um den Angebotspreis von CHF 60.80 je Aktie. Nach Abzug des noch bis vor kurzem durch die Hofer-Gruppe gehaltenen Anteils von 10.85%, entsprach der Anteil der sich noch im Publikum befindenden Aktien 0.98% aller Bon appétit Aktien, womit der Free Float äusserst tief ist.

Die Vergleichsanalyse gemäss Beilage 2 stellt die wöchentlich gehandelten Volumen der Bon appétit Aktie nach Abschluss des ersten öffentlichen Kaufangebots am 3. Oktober 2003 bis 27. August 2004 den Volumen während 3 Jahren vor Ankündigung des ersten öffentlichen Kaufangebots am 13. Juni 2003 gegenüber und zeigt die bestehende Illiquidität der Bon appétit Aktie auf.

Die Tatsache, dass sich der Aktienpreis auf CHF 60.80 einpendelte, widerspiegelt die Markterwartung, dass REWE für den 0.98% Aktienanteil ein zweites öffentliches Kaufangebot stellen wird, um wie angekündigt anschliessend den Squeeze-out zu beantragen.

4.4 Discounted Cashflow Methode

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

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

Der abgeleitete gewichtete Gesamtkapitalkostensatz beträgt 7.6%, der Eigenkapitalkostensatz 10.4% und der Fremdkapitalkostensatz beträgt 3.4% (nach Steuern).

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

Die Bestandteile der berechneten Kapitalkosten leiten sich wie folgt ab:

Risikoloser Zinssatz	3.5%
Der risikolose Zinssatz entspricht der aktuellen Rendite auf Verfall der 30-jährigen Schweizer Bundesobligation.	

Beta	1.09
Das Beta stützt sich auf das durchschnittliche (Median) unlevered Beta vergleichbarer kotierter Unternehmen, angepasst an die langfristige Zielkapitalstruktur der Bon appétit Gruppe. Das unlevered Beta basiert auf den in Beilage 3 aufgeführten vergleichbaren Unternehmen und wurde über den Zeitraum der letzten zwei Jahre berechnet.	

Marktrisikoprämie	3.9%
Die geschätzte Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des schweizerischen Aktienmarktes und der risikolosen Rendite von Bundesanleihen über die letzten 80 Jahre. Basis der Berechnungen ist eine publizierte Studie einer unabhängigen Drittbank ³ .	

³ Vgl. Pictet & Cie: Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2003), Januar 2004

Renditezuschlagssatz für Illiquidität der Aktien	35%
<p>Die Ableitung der Kapitalkosten basiert auf Parametern von liquiden Anlageinstrumenten (Aktien, Anleihen).</p> <p>Aktienliquidität wird als Eigenschaft definiert, Aktien jederzeit mit minimalen Transaktions- und Administrationskosten und einer hohen Wahrscheinlichkeit bezüglich dem Nettoerlös in flüssige Mittel wandeln zu können. Verschiedene US-amerikanische Studien Dritter, welche dieses Element untersucht haben, kommen zum Schluss, dass illiquide gegenüber liquiden Aktien einen Preisabschlag in der Bandbreite von 23% - 63% aufweisen.⁴</p> <p>Dieser hergeleitete Preis- bzw. Wertabschlag basiert implizit auf einer Erhöhung (Zuschlag) der von Eigenkapitalinvestoren geforderten Rendite, um diese für die Illiquidität solcher Aktien zu entschädigen. Dieser Renditezuschlag wird auf den Eigenkapitalkostensatz/Eigenkapitalrendite) vor Berücksichtigung der Aktienilliquidität angewandt.⁵</p> <p>Der gewählte Zuschlagssatz von 35% auf dem Eigenkapitalkostensatz erscheint daher im konkreten Fall aufgrund der äusserst geringen Liquidität der Bon appétit Aktie und der oben erwähnten Bandbreite als angemessen.</p>	

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

⁵ Berechnung: Eigenkapitalkostensatz vor Renditezuschlag multipliziert mit 1 + Renditezuschlagssatz

Fremdkapitalkosten	4.5%
Die geschätzten Fremdkapitalkosten (vor Steuereffekt) weisen gegenüber der Rendite der obenerwähnten Bundesobligation eine Risikoprämie von 1% auf. Die Risikoprämie wurde über einen Vergleich der Renditen auf Verfall von Anleihen von mit der Bon appétit Gruppe vergleichbaren Unternehmen (vgl. Beilage 3) und den entsprechenden Renditen risikofreier Staatsanleihen geschätzt.	

Ertragssteuersatz	24%
Der verwendete Steuersatz entspricht dem Ertragssteuersatz von operativ tätigen Gesellschaften im Kanton Zürich.	

Verhältnis Fremdkapital / Eigenkapital	40/60
Das unterstellte, langfristige Finanzierungsverhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital basiert auf Marktwerten, lehnt sich an die Finanzierungsstruktur vergleichbarer kotierter Unternehmen (vgl. Beilage 3) an und berücksichtigt eine geschätzte zukünftige Verschuldungskapazität der Bon appétit Gruppe.	

Sowohl die jährlichen freien Cashflows des Planungszeitraums (2004 - 2006) als auch der Endwert (terminal value) werden mit dem Gesamtkapitalkostensatz auf den Gegenwartswert diskontiert. Der Endwert berücksichtigt den auf den Planungshorizont folgenden, nachhaltigen freien Cashflow. In der Endwertberechnung (einstufig gemäss Gordon-Growth Model) wird der nachhaltige freie Cashflow mit dem Gesamtkapitalkostensatz, unter Berücksichtigung eines zukünftigen Wachstums von 0.5% p.a., kapitalisiert.

Weiter hat LODH Sensitivitätsberechnungen mittels Variation verschiedener Parameter (z.B. Gesamtkapitalkosten, Wachstum der freien Cashflows, EBITDA-Marge) im Endwert durchgeführt.

Auf die Beurteilung dieser Bewertung wird in Ziffer 5 eingegangen.

4.5 Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen

Beilage 4 stellt die relativen Bewertungen (Wertmultiplikatoren) vergleichbarer kotierter Unternehmen in Europa dar.

Bei der Berechnung der Eigenkapitalwerte wurde auf die zukünftigen EBITDA- und EBIT-Wertmultiplikatoren der Vergleichsunternehmen und auf Finanzprojektionen für die Bon appétit Gruppe abgestellt. Die so ermittelten Werte wurden um einen Abschlag von 35% reduziert, um die relevanten Eigenkapitalwerte für Bon appétit zu erhalten.⁶ Dieser Abschlag berücksichtigt die Illiquidität der Bon appétit Aktie gegenüber der Marktliquidität der Aktien der Vergleichsunternehmen (vgl. Ziffer 4.4).

Auf die Beurteilung dieser Bewertung wird in Ziffer 5 eingegangen.

⁶ Vgl. Ausführungen in Ziffer 4.4.

5 Gesamtbeurteilung

Im Vordergrund der Bewertungsüberlegungen stand die DCF-Methode, wobei zur Plausibilisierung die Marktbewertungsmethode anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen herangezogen wurden.

Die zur Plausibilisierung herangezogene Marktbewertungsmethode stützt die Ergebnisse der DCF-Methode.

Unter Berücksichtigung aller Analysen und Bewertungsüberlegungen ergibt sich eine Wertbandbreite für eine Bon appétit Aktie von CHF 51 bis CHF 63. Gestützt darauf kommt Lombard Odier Darier Hentsch Corporate Finance (LODH) zum Schluss, dass der Angebotspreis des neuen öffentlichen Kaufangebots an die Publikumsaktionäre seitens REWE von CHF 60.80 je Aktie finanziell angemessen und fair ist.

Mit freundlichen Grüßen

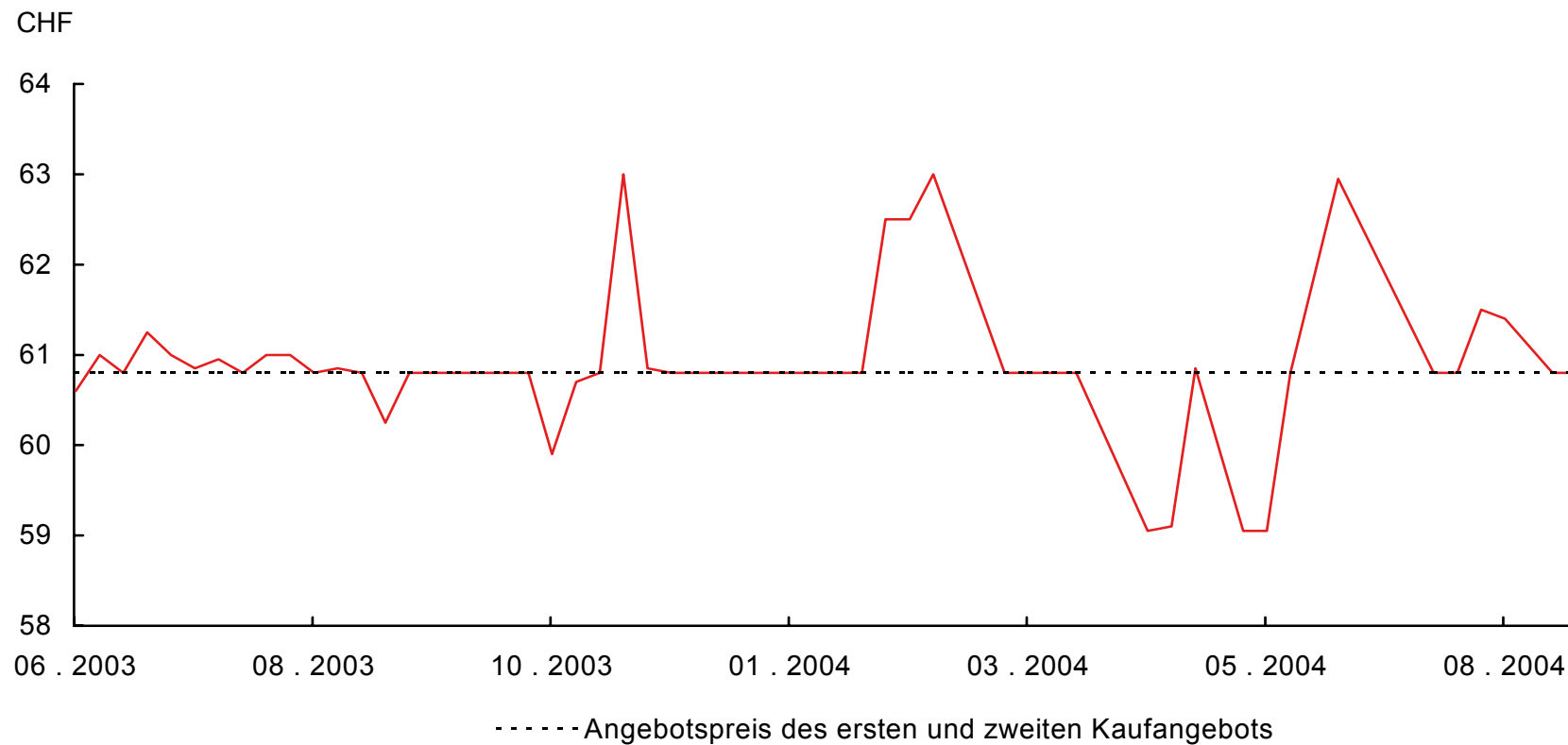
Lombard Odier Darier Hentsch & Cie
Corporate Finance

Philippe Leuenberger

Robin Richiger

Beilagen

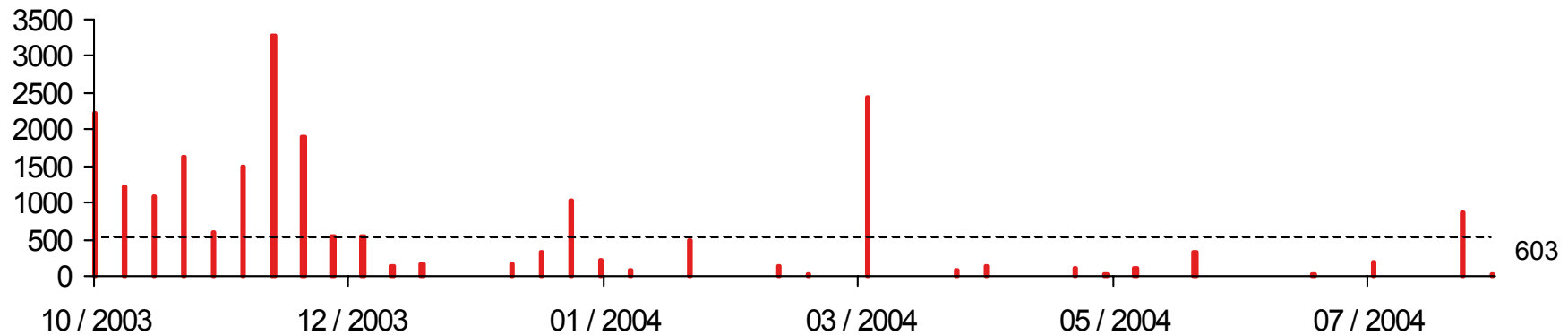
Beilage 1: Kursentwicklung Bon appétit Aktie



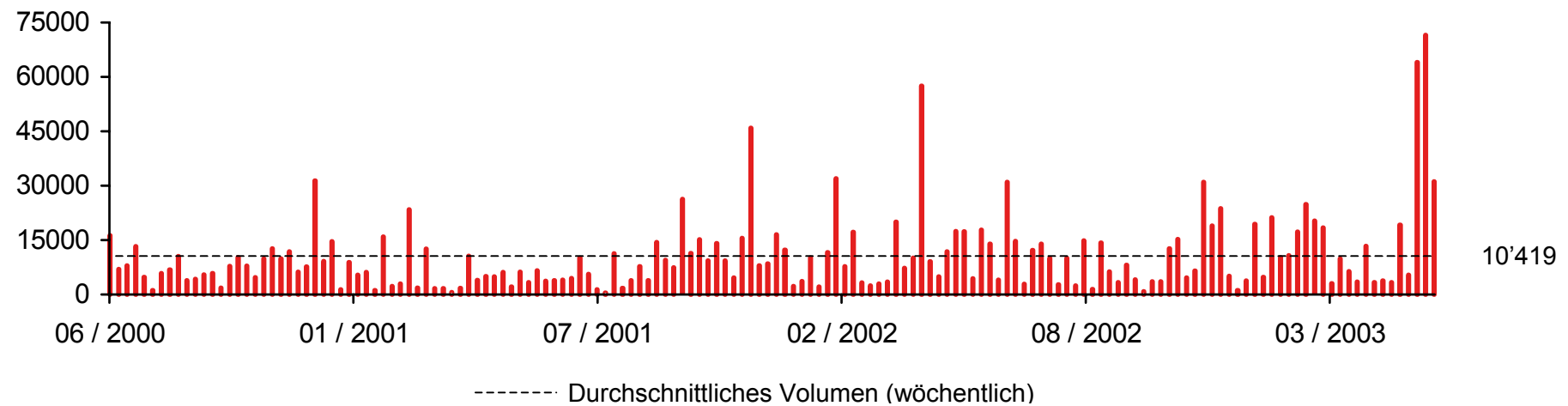
Quelle: Bloomberg

Beilage 2: Volumenanalyse der Bon appétit Aktie

Volumen in Stück



Volumen in Stück



Quelle: Bloomberg

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

Company	Currency	Market Data				Beta Equity	Beta Business Risk ³⁾
		Market cap. 01.09.04	Net debt ¹⁾	Capital structure ²⁾	Marg. tax rate	Bloomberg 01.09.04	Bloomberg 01.09.04
Carrefour	EUR	29'810.4	11'416.2	38.3%	33.3%	1.00	0.80
Tesco	GBP	20'448.0	4'090.0	20.0%	31.0%	0.71	0.62
Koninklijke Ahold	EUR	8'011.0	9'959.4	124.3%	35.0%	1.31	0.72
Sainsbury	GBP	4'472.0	2'810.0	62.8%	31.0%	0.84	0.59
Metro	EUR	12'561.8	8'888.8	70.8%	40.0%	1.04	0.73
Casino Guichard Perrachon	EUR	7'700.6	5'006.7	65.0%	33.3%	0.88	0.61
Morrison	GBP	4'836.5	40.6	0.8%	31.0%	0.95	0.94
Delhaize	EUR	4'333.1	4'032.4	93.1%	39.0%	1.34	0.85
Valora	CHF	1'129.1	393.5	34.8%	30.0%	0.50	0.40
Mövenpick	CHF	284.4	-152.7	-53.7%	30.0%	0.37	0.59
Charles Vögele	CHF	371.4	352.7	95.0%	30.0%	1.67	1.00
Jelmoli	CHF	1'068.0	1'381.2	129.3%	30.0%	0.60	0.31
Average		8'541.7	4'258.0	50.1%	32.9%	0.96	0.72
Median		4'836.5	4'032.4	62.8%	31.0%	0.95	0.72

1) Interest bearing debt minus cash and cash equivalents

2) Capital structure: net debt / market cap.

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

Quelle: Bloomberg

Beilage 4: Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer kotierter Unternehmen

Company	Cur.	Equity Value ¹⁾ 01.09.04	EV ²⁾ 01.09.04	Enterprise Value											
				Sales Multiples				EBITDA Multiples				EBIT Multiples			
				2003A	2004E	2005E	2006E	2003A	2004E	2005E	2006E	2003A	2004E	2005E	2006E
Carrefour	EUR	29'810.4	37'702.3	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	7.5x	7.3x	6.9x	6.5x	12.9x	11.5x	10.6x	9.9x
Tesco	GBP	20'448.0	24'538.0	0.8x	0.7x	0.7x	0.6x	9.7x	8.7x	7.9x	7.1x	13.8x	12.1x	11.0x	9.9x
Koninklijke Ahold	EUR	8'011.0	15'167.0	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	5.8x	5.7x	5.2x	4.8x	15.5x	12.9x	10.1x	8.5x
Sainsbury	GBP	4'472.0	6'560.0	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	6.4x	7.0x	6.7x	6.2x	11.1x	13.5x	12.4x	11.4x
Metro	EUR	12'561.8	18'770.8	0.4x	0.3x	0.3x	0.3x	7.2x	6.2x	5.8x	5.4x	14.4x	10.0x	9.1x	8.4x
Casino Guichard Perrachon	EUR	7'700.6	11'558.2	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x	7.3x	6.9x	6.3x	5.9x	11.3x	10.0x	9.1x	8.4x
Morrison	GBP	4'836.5	4'629.9	0.9x	0.4x	0.3x	0.3x	10.6x	5.9x	4.9x	4.0x	14.7x	9.5x	7.4x	5.9x
Delhaize	EUR	4'333.1	7'424.5	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	5.2x	5.3x	5.0x	4.8x	9.2x	8.6x	8.1x	7.8x
Compass Group	GBP	6'781.9	9'089.9	0.8x	0.8x	0.7x	0.7x	12.4x	8.5x	7.9x	7.2x	18.6x	15.4x	13.7x	12.9x
Sodexo Alliance	EUR	3'492.9	4'957.9	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	7.5x	7.1x	6.6x	6.1x	11.0x	10.2x	9.3x	8.6x
Average				0.5x	0.5x	0.4x	0.4x	8.0x	6.9x	6.3x	5.8x	13.2x	11.4x	10.1x	9.2x
Median				0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	7.4x	6.9x	6.4x	6.0x	13.3x	10.8x	9.7x	8.6x

Abbreviations

Cur. Currency
 EV Enterprise value
 n.a. Not applicable
 n.m. Not meaningful

1) Reporting currency
 2) Reporting currency; net debt = interest bearing liabilities minus cash

Quelle: Bloomberg, IBES Konsensus-Schätzungen

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

Company	Cur.	Equity Value ¹⁾ 01.09.04	Equity Value (Price) Earnings Multiples			
			2003A	2004E	2005E	2006E
Carrefour	EUR	29'810.4	17.1x	15.8x	14.3x	12.8x
Tesco	GBP	20'448.0	18.6x	15.7x	14.0x	12.3x
Koninklijke Ahold	EUR	8'011.0	n.m.	18.3x	11.6x	8.6x
Sainsbury	GBP	4'472.0	16.4x	12.6x	14.5x	13.2x
Metro	EUR	12'561.8	22.0x	14.8x	13.1x	11.9x
Casino Guichard Perrachon	EUR	7'700.6	13.7x	13.4x	11.8x	10.6x
Morrison	GBP	4'836.5	24.5x	16.9x	12.3x	9.4x
Delhaize	EUR	4'333.1	24.8x	14.8x	11.5x	10.6x
Compass Group	GBP	6'781.9	34.1x	31.3x	25.0x	16.2x
Sodexo Alliance	EUR	3'492.9	20.4x	18.5x	15.7x	13.7x
Average			21.3x	17.2x	14.4x	11.9x
Median			20.4x	15.8x	13.5x	12.1x

Abbreviations

Cur. Currency
n.a. Not applicable
n.m. Not meaningful

1) Reporting currency

Quelle: Bloomberg, IBES Konsensus-Schätzungen