



Bernhard Werter AG
Treuhand – Revision – Beratung

Bewertung der Heinrich Malz AG



Vertraulich

Bernhard Werter AG

Ueli Obacht, dipl. Wirtschaftsprüfer

Ort, 23.11.2022

Inhaltsverzeichnis

1	Auftrag und Auftragsdurchführung
	Seite 4
2	Bewertungsobjekt
	Seite 10
3	Bewertungsmethodik
	Seite 16

4	Bewertung
	Seite 27
5	Bewertungsergebnis und Gesamtbeurteilung
	Seite 53
6	Anhang
	Seite 57

Management Summary

Bewertungsobjekt

Heinrich Malz AG

Bewertungsanlass

Unternehmensverkauf

Bewertungsstichtag

31.12.2020

Szenario

Basis

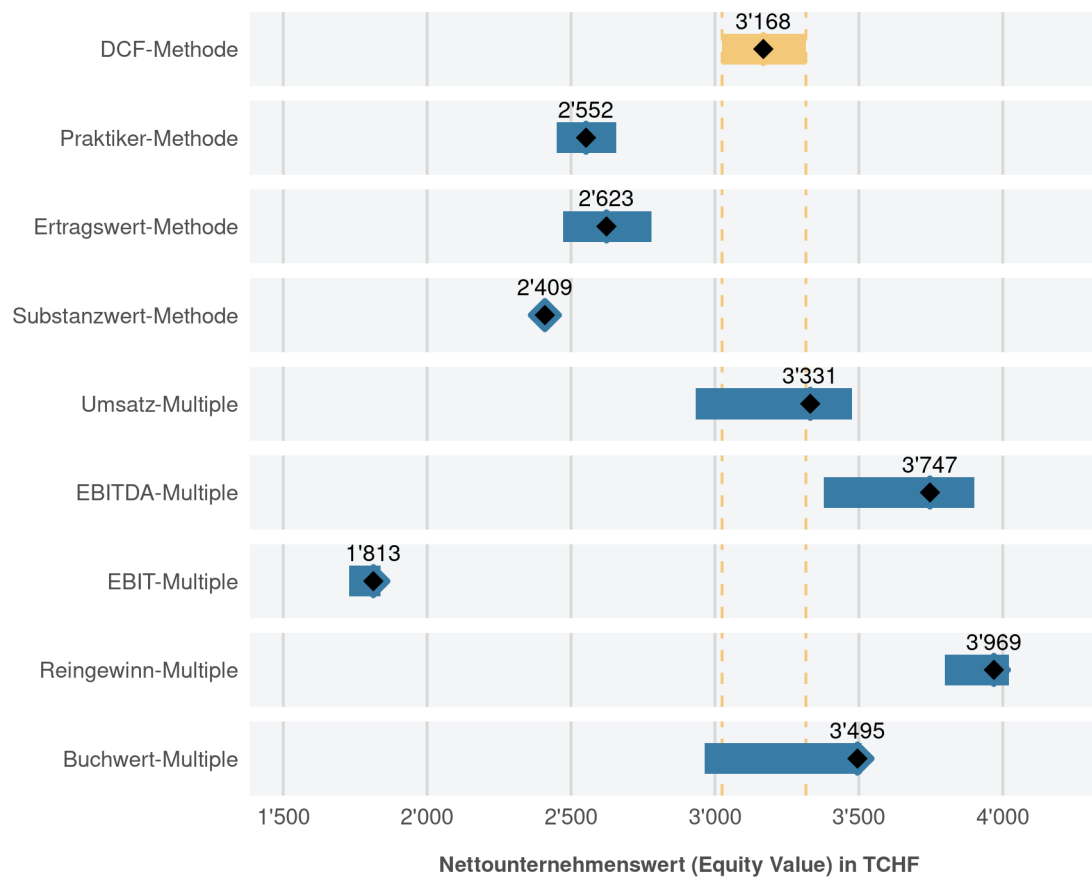
Währung und Einheit

TCHF

Nettounternehmenswert gemäss

Hauptbewertungsmethode

TCHF 3'168



Auftrag und Auftragsdurchführung

- Ausgangslage
- Bewertungsauftrag
- Grundlagen
- Vorgehen und Bewertungsgrundsätze
- Angewandte Bewertungsmethoden

Auftrag und Auftragsdurchführung

Ausgangslage

Die Heinrich Malz AG ist eine fiktive, seit 2010 existierende, inhabergeführte Bierbrauerei aus Brugg, Kanton Aargau. Die beiden Gründer und Eigentümer, Walter Bier und Thomas Hopfen, beabsichtigen, die Brauerei in neue Hände zu übergeben (Verkauf an Dritte oder Management-Buy-out). Um mit möglichen Kaufinteressenten Gespräche führen zu können, wird eine umfassende Unternehmensbewertung in Auftrag gegeben.

Auftrag und Auftragsdurchführung

Bewertungsauftrag

Der Verwaltungsrat der Heinrich Malz AG hat uns am 24.03.2022 beauftragt, den Wert sämtlicher Anteile an der Heinrich Malz AG per 31.12.2021 zu ermitteln. Wir werden in dieser Funktion als sachverständiger Dritter und Berater tätig. Wir ermitteln einen Verkehrswert zur Unterstützung der Entscheidungsfindung unseres Auftraggebers. Die Bewertungsgrundlagen, Methoden und die verwendeten Parameter werden im Bewertungsbericht offengelegt.

Der zu bewertende Anteil am Unternehmen beträgt 100%.

Die Unternehmensbewertung schliesst die Erstellung einer plausiblen Unternehmensplanung gemeinsam mit der Geschäftsleitung ein. Weiter haben wir börsennotierte und nicht börsennotierte Wettbewerber analysiert sowie die für die Bewertung erforderlichen Kapitalkosten marktgestützt abgeleitet.

Eine detaillierte Prüfung der Vergangenheitszahlen war nicht Gegenstand des Auftrags. Die Planung liegt in der Verantwortung des Auftraggebers. Wir haben diese methodisch begleitet und plausibilisiert.

Auftrag und Auftragsdurchführung

Grundlagen

Grundlage für die Wertermittlung bilden sowohl historische Finanzdaten als auch zukunftsgerichtete Planzahlen und Informationen, welche uns vom Management der Heinrich Malz AG zur Verfügung gestellt wurden.

Als wesentliche Datengrundlagen dienten historische Jahresabschlüsse, die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden Annahmen und Planzahlen, Angaben des Managements, Brancheninformationen sowie Kapitalmarkt- und Finanzdaten.

Unsere Verantwortung beschränkt sich auf die Verarbeitung und Analyse dieser Informationen und Daten sowie die Integration in ein fachgerechtes, konsistentes Bewertungsmodell.

Bei der Erstellung der Bewertung sind wir davon ausgegangen, dass die Finanzinformationen und anderen Daten zum Bewertungsobjekt richtig und vollständig sind. Das Management der Heinrich Malz AG bestätigt, dass sie sich bis zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Bewertungsberichts

keiner Tatsachen oder Umstände bewusst sind, wonach die zur Verfügung stehenden Informationen und Daten unvollständig, unrichtig oder irreführend wären.

Vorgehen und Bewertungsgrundsätze

Wir haben für die Bewertung der Heinrich Malz AG eigene Wertüberlegungen angestellt. Im Wesentlichen waren die folgenden Schritte Bestandteil unserer Arbeiten:

- Analyse und Aufbereitung relevanter Finanzaufgaben und Informationen
- Marktrecherche zur Industrie und Vergleichsgruppenanalyse
- Herleitung der Kapitalkosten
- Bewertungsüberlegungen auf der Grundlage von angemessenen und anerkannten Bewertungsmethoden
- Sensitivitätsanalyse auf Hauptwerttreiber
- Wertkonklusion und Plausibilisierung

Die Informationen und Annahmen in diesem Bewertungsgutachten basieren auf dem vorherrschenden Markt-, Unternehmens- und Wirtschaftsumfeld zum Bewertungsstichtag.

Die Bewertung der Heinrich Malz AG beruht auf der Annahme der Unternehmensfortführung («Going Concern»).

Bei unseren Arbeiten haben wir die Grundsätze und Empfehlungen des Berufsstandes entsprechend der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» der EXPERTsuisse beachtet.

Angewandte Bewertungsmethoden

Folgende Methoden sind bei der Bewertung der Heinrich Malz AG zur Anwendung gekommen:

Discounted Cash Flow (DCF)-Methode

Grundlage für die Wertermittlung bilden die zukünftigen Free Cash Flows der Unternehmung. Diese werden mittels risikogerechtem, gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert.

Praktiker-Methode

Grundlage für die Wertermittlung bildet der gewichtete Substanz- und Ertragswert. Der Substanzwert widerspiegelt den Verkehrswert aller bilanzierten Vermögensgegenstände des Unternehmens, abzüglich der Schulden zum Bewertungszeitpunkt. Der Ertragswert ermittelt den Wert des Eigenkapitals auf Basis der künftig erwarteten Gewinne.

Multiplikator (Multiples)-Methode

Grundlage für die Wertermittlung bilden die Multiplikatoren (Verhältnis von Marktwert und Erfolgsrechnungs- oder Bilanzgrösse) von vergleichbaren, börsenkotierten Unternehmen («Peer Group»), welche auf einzelne Schlüsselgrössen des Bewertungsobjekts angewandt werden.

Für die Bewertung wird ein Methodenmix angewendet, wobei die DCF-Methode das primäre Verfahren darstellt. Die restlichen Methoden dienen der Abstützung und Plausibilisierung der Ergebnisse.

Aus theoretischer Sicht ist die DCF-Methode das führende Verfahren, weshalb dieses auch als «Best Practice» gilt. Dies entspricht auch den in der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» von EXPERTsuisse festgehaltenen Grundsätzen und Empfehlungen.

Bewertungsobjekt

- Basisinformationen zum Bewertungsobjekt
- Unternehmensbeschrieb
- Produkte und Dienstleistungen
- Absatzmärkte und Vertriebskanäle
- Schlüsselkennzahlen per 31.12.2020 (intern)

Bewertungsobjekt

Basisinformationen zum Bewertungsobjekt

Bewertungsobjekt:	Heinrich Malz AG
Rechtsform:	Aktiengesellschaft (AG)
Land:	Schweiz
Kanton:	Aargau
Firmensitz:	Brugg
Branche:	Brauereien
Gründungsjahr:	2010
Anzahl Mitarbeitende:	9
Geschäftsführer (CEO):	Walter Bier
Verwaltungsratspräsident (VRP):	Thomas Hopfen



Unternehmensbeschreibung

Die Heinrich Malz AG ist eine fiktive, im Jahr 2010 gegründete Bierbrauerei aus Brugg, Kanton Aargau, die 9 Mitarbeitende beschäftigt. Mit einer jährlichen Produktionsmenge von rund 8'000 hl und einem Umsatz von CHF 3.7 Mio. gehört sie zu den grössten 20 Bierbrauereien der Schweiz.

Die Biere werden mit viel Sorgfalt und Liebe in bester handwerklicher Tradition produziert. Für die naturbelassenen, unfiltrierten Zwickelbiere sind nur die besten Rohstoffe gut genug. Sie werden ohne Pestizide und Herbizide unter grösstmöglicher Schonung der Umwelt produziert. Dank den kontrolliert biologischen Rohstoffen sind die Biere mit der Bio-Suisse-Knospe ausgezeichnet.

Produziert wird in den eigenen Räumlichkeiten. Diese sind u.a. mit einer 30 hl-Brauanlage, 10 Gär- und Lagertanks, sowie einer Flaschenwasch-, Abfüll- und Etikettieranlage ausgestattet.

Bewertungsobjekt

Produkte und Dienstleistungen

Die Heinrich Malz AG produziert Biere der folgenden Sorten:

- Ganzjährige Biere: Amber, Blond, Weizen und Schwarz
- Saisonale Bier: Sommer- und Winterbier, Kürbisbier
- Meisterbiere: Da wird mal dies und mal das gebraut. Brotbier, Black IPA, Espresso Stout, und anderes mehr.
- Bierraritäten: Ganz spezielle Biere, die lange Monate im Holzfass reifen. Diese Biere sind mehr zum Geniessen als zum Trinken.

Bewertungsobjekt

Absatzmärkte und Vertriebskanäle

Die Heinrich Malz AG beliefert primär Restaurants und Bars im Grossraum Baden. Das Bier ist primär im Offenausschank erhältlich, teilweise ausschliesslich in Flaschen. Pro Woche findet in der Brauerei ein Rampenverkauf statt und es wird ein eigener Onlinehandel betrieben.

Die Biere der Heinrich Malz AG sind bei den meisten Getränkehändlern in der Region Baden-Brugg erhältlich. Im Biersortiment von Coop sind einzelne Biere ebenfalls vertreten.

Schlüsselkennzahlen per 31.12.2020 (intern)

Erfolgsrechnungsgrössen

Umsatz:	TCHF 3'419
Bruttogewinn I:	TCHF 2'479
Bruttogewinn II:	TCHF 1'467
EBITDA:	TCHF 770
EBIT:	TCHF 355
Reingewinn:	TCHF 394
EBITDA-Marge:	22.52%
EBIT-Marge:	10.39%

Bilanzgrössen

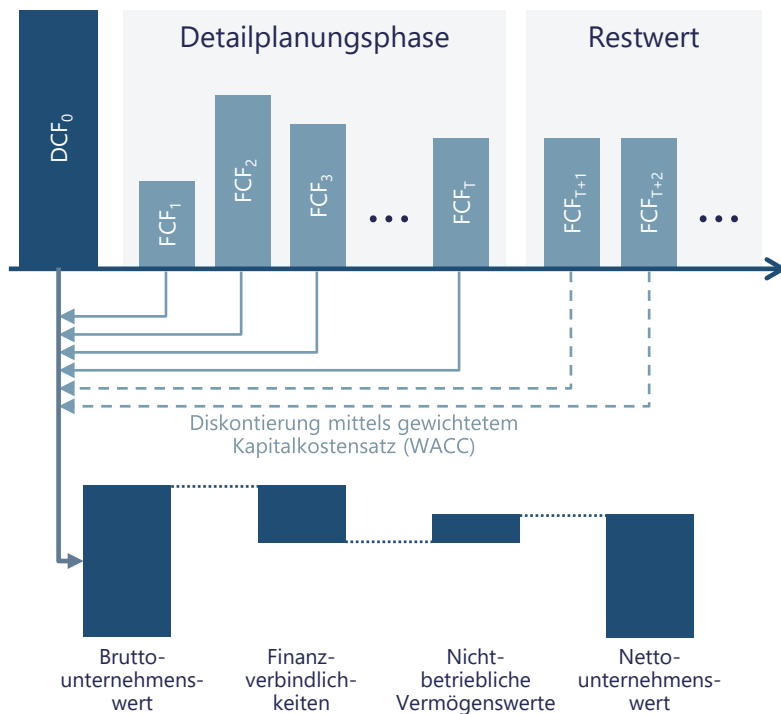
Bilanzsumme:	TCHF 4'446
Eigenkapital:	TCHF 1'993
Fremdkapital:	TCHF 2'452
Umlaufvermögen:	TCHF 1'653
Anlagevermögen:	TCHF 2'793
Finanzverbindlichkeiten:	TCHF 1'867
Flüssige Mittel:	TCHF 301
Nicht-betriebliche Werte:	TCHF 416
Stille Reserven (netto):	TCHF 654

Bewertungsmethodik

- Discounted Cash Flow (DCF)-Methode
- Kapitalkosten
- Praktiker-Methode
- Multiplikator (Multiples)-Methode

Discounted Cash Flow (DCF)-Methode: Überblick

Schematische Darstellung der DCF-Methode



Die DCF-Methode bestimmt den Wert eines Unternehmens mittels Diskontierung der erwarteten zukünftigen Free Cash Flows mit dem gewichteten Kapitalkostensatz («Weighted Average Cost of Capital», WACC).

Der Detailplanungszeitraum umfasst üblicherweise drei bis fünf Planjahre, in welchem die Free Cash Flows unter Berücksichtigung der operativen Entwicklung und der dafür erforderlichen Investitionen detailliert geplant werden. Nach dieser Detailplanungsphase wird eine pauschale Annahme über die weitere Entwicklung der Unternehmung getroffen, welche im sogenannten Restwert mündet. Der Restwert lässt sich dabei modellhaft entweder als Fortführungswert oder als Ausstiegswert bestimmen.

Um den Wert des Eigenkapitals (Nettounternehmenswert) zu ermitteln, werden die Finanzverbindlichkeiten vom Bruttounternehmenswert subtrahiert und allfällige nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte addiert.

DCF-Methode: Ableitung der Free Cash Flows

Berechnung der Free Cash Flows (FCF)

Betriebsgewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT)

- Steuern (auf EBIT)

= Betriebsgewinn vor Zinsen nach Steuern (NOPAT)

+ Abschreibungen

-/+ Investitionen/Desinvestitionen Anlagevermögen (CAPEX)

-/+ Investitionen/Desinvestitionen Nettoumlaufvermögen

+/- Zunahme/Abnahme lfr. unverzinsliches Fremdkapital

= Free Cash Flow (FCF)

Die Free Cash Flows (FCF) werden ausgehend vom Betriebsgewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT) abgeleitet. Davon werden die Steuern subtrahiert (Annahme einer vollständigen Eigenfinanzierung), was zum Betriebsgewinn vor Zinsen nach Steuern (NOPAT) führt. Anschliessend wird von dieser Gewinn- auf eine Cashflow-Grösse übergeleitet, indem die nicht-liquiditätswirksamen Abschreibungen addiert, Investitionen ins Anlage- und Nettoumlaufvermögen subtrahiert und allfällige Veränderungen des langfristigen unverzinslichen Fremdkapitals berücksichtigt werden. Die Free Cash Flows sind von der Finanzierung unabhängig und stehen sowohl Fremd- wie auch Eigenkapitalgebern zur Verfügung.

Die Free Cash Flows der Planjahre können entweder direkt geschätzt oder aus einer vollständig integrierten Planungsrechnung (Plan-Bilanz, Plan-Erfolgsrechnung, Plan-Geldflussrechnung) abgeleitet werden. Ausgangspunkt der Planung bilden dabei typischerweise die Jahresrechnungen der letzten drei bis fünf Jahre, bereinigt um allfällige stille Reserven, nicht-betriebliche Werte und betriebswirtschaftlich unangemessene Positionen.

DCF-Methode: Bestimmung des Restwerts

Bei der Bewertung von Unternehmen wird in der Regel von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Während im Detailplanungszeitraum die Free Cash Flows typischerweise detailliert geplant und aus einer vollständig integrierten Planungsrechnung abgeleitet werden, werden die Jahre danach pauschal im sogenannten Restwert zusammengefasst.

Angesichts der Bedeutung, die dem Restwert üblicherweise zukommt, ist dieser besonders sorgfältig zu planen und zu plausibilisieren. Bei Eintritt des Unternehmens in die Phase des Restwerts sollte es seinen eingeschwungenen Zustand («Steady State») erreicht haben. Dies ist im Rahmen der Bewertung kritisch zu prüfen. Andernfalls ist die Detailplanungsphase entsprechend zu verlängern oder eine zusätzliche Grobplanungsphase einzuschieben.

Der Restwert kann als Fortführungswert oder Ausstiegswert bestimmt werden. Der Ansatz eines Ausstiegswertes ist angebracht, wenn das Unternehmen zu einem bestimmten Zeitpunkt liquidiert oder verkauft werden soll. Für einen die Fortführung unterstellenden Restwert sind die Annahmen zu den Free Cash Flows und der Wachstumsrate zentral.

Der Restwert kann grundsätzlich mittels verschiedener Methoden geschätzt werden. Sofern das letzte Detailplanungsjahr bereits einem nachhaltig erzielbaren Niveau entspricht, das Unternehmen seinen eingeschwungenen Zustand also erreicht hat, kann der Free Cash Flow des letzten Detailplanungsjahres in Form einer ewigen Rente und unter Berücksichtigung einer allfälligen Wachstumsrate fortgeschrieben werden. Alternativ kann der nachhaltige Free Cash Flow auch losgelöst vom letzten Detailplanungsjahr geplant werden, z.B. als Durchschnitt der einzelnen Planjahre.

Etwas analytischer lässt sich der Restwert über ein sogenanntes Wertfaktorenmodell ableiten. Ausgangspunkt dieses Ansatzes ist die Erkenntnis, dass nur diejenigen Investitionen den Unternehmenswert steigern, deren Rendite (RONIC) über den Kapitalkosten (WACC) liegt. Der nachhaltige Free Cash Flow wird dabei direkt über die ihn bestimmenden Faktoren – die Rentabilität, das Wachstum sowie die dazu erforderlichen Investitionen – abgeleitet.

Ebenfalls denkbar ist es, den Restwert anhand eines Exit-Multiples (z.B. abgeleitet aus der Peer Group) zu bestimmen, oder – falls keine Fortführung beabsichtigt wird – die Liquidation zu unterstellen.

Kapitalkosten: Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Die Free Cash Flows stehen per Definition sowohl den Fremd- wie auch den Eigenkapitalgebern zu (Entity-Ansatz). Folglich ist ein Kapitalkostensatz zu verwenden, der die Renditeerwartungen sämtlicher Kapitalgeber widerspiegelt.

Dieser gewichtete Kapitalkostensatz (WACC) ermittelt sich aus den anteiligen Eigen- und Fremdkapitalkosten. Die Gewichtung von Fremd- und Eigenkapital erfolgt dabei zu Marktwerten, wobei je nach Bewertungsaufgabe und -zweck von der aktuellen Kapitalstruktur oder der vom Unternehmen angestrebten Zielkapitalstruktur ausgegangen wird.

Der WACC lässt sich wie folgt herleiten:

$$WACC = k_{EK} \times \frac{EK}{FK+EK} + k_{FK} \times (1 - s) \times \frac{FK}{FK+EK}$$

wobei:

$WACC$	Weighted Average Cost of Capital
k_{EK}	Eigenkapitalkostensatz
EK	Eigenkapital zu Marktwerten (Wert des Eigenkapitals)
FK	Fremdkapital zu Marktwerten (Finanzverbindlichkeiten)
$FK + EK$	Gesamtkapital zu Marktwerten (Bruttounternehmenswert)
k_{FK}	Fremdkapitalkostensatz
s	Unternehmenssteuersatz

Kapitalkosten: Eigenkapitalkostensatz

Die Eigenkapitalkosten einer Unternehmung können entweder modellhaft aus Marktdaten abgeleitet oder subjektiv geschätzt werden. Theoretisch fundiert und in der Praxis weit verbreitet ist das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dieses besagt, dass sich der Eigenkapitalkostensatz als Summe aus risikolosem Zinssatz und der mittels Betafaktor multiplizierten Marktrisikoprämie bestimmen lässt:

$$k_{EK} = r_f + \beta \times (r_M - r_f)$$

wobei:

k_{EK}	Eigenkapitalkostensatz
r_f	Risikoloser Zinssatz
β	Betafaktor als Mass für das systematische Risiko des Eigenkapitals (Aktien)
r_M	Erwartete Rendite des Marktportfolios
$(r_M - r_f)$	Marktrisikoprämie

Bei KMU-Bewertungen werden die mittels CAPM ermittelten Eigenkapitalkosten oftmals um eine Small-Cap-Prämie erhöht, um dem erhöhten Risiko von kleineren und mittleren Unternehmen Rechnung zu tragen.

Nachfolgend werden die einzelnen Parameter für die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes erläutert. Dabei dienen die in der Fachmitteilung zur Bewertung von KMU enthaltenen Empfehlungen der EXPERTsuisse, diejenigen im Treuhand-Almanach und die aktuelle «Best Practice» als Orientierung.

Kapitalkosten: Parameter des Eigenkapitalkostensatzes (1/2)

Risikoloser Zinssatz

Der risikolose Zinssatz entspricht der geforderten Rendite einer risikolosen Anlage und verkörpert den Zeitwert des Geldes. In Theorie und Praxis wird zur Festlegung der Höhe dieses Basiszinssatzes in der Regel auf die Rendite von Staatsanleihen mit sehr hoher Bonität und möglichst langer Laufzeit abgestellt. Grundsätzlich lässt sich der risikolose Zinssatz aus den per Bewertungstichtag am Markt beobachtbaren Zinssätzen ableiten, als Durchschnitt über einen bestimmten als nachhaltig und repräsentativ angenommenen historischen Zeitraum oder aus der aktuellen Zinsstrukturkurve. Unter Berücksichtigung der Vergangenheit, der aktuellen Zins-situation und ökonomischer Sinnhaftigkeit (Realwachstum, Inflationsrate etc.) dürfte der risikolose Zinssatz für die Schweiz derzeit wohl irgendwo zwischen 0% und 1% liegen.

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der (erwarteten) Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz. Sie reflektiert die Prämie, welche ein Anleger von einer Aktieninvestition im Vergleich zu einer risikolosen Anlage erwartet. Da das Marktportfolio in der Realität nicht beobachtbar ist, stützt man sich zur Bestimmung der Marktrisikoprämie häufig auf einen breiten, gut diversifizierten (lokalen) Aktienindex. Die Marktrisikoprämie kann dabei entweder historisch oder zukunftsorientiert (implizit) hergeleitet werden. Da die Summe von angenommener Marktrisikoprämie und risikolosem Zinssatz letztlich der erwarteten Markttrendite entspricht, ist auf die Konsistenz der beiden Parameter zu achten. Geht man für die Schweiz von einer in der Vergangenheit erzielten bzw. für die Zukunft erwarteten Markttrendite von rund 7% bis 8% aus und nimmt einen risikolosen Zinssatz von 0% bis 1% als Basis, so dürfte eine sinnvolle Marktrisikoprämie in der Bandbreite von 6% bis 8% liegen.

Kapitalkosten: Parameter des Eigenkapitalkostensatzes (2/2)

Beta

Das Beta erfasst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko einer Aktie. Es widerspiegelt dabei sowohl das operative wie auch das finanzielle Risiko einer Unternehmung. In der Praxis wird das Beta typischerweise über eine Regression von wöchentlichen oder monatlichen Aktienrenditen auf die Marktrendite über einen historischen Zeitraum von zwei bis fünf Jahren hergeleitet. Sofern das zu bewertende Unternehmen nicht an einer Börse kotiert ist (also z.B. ein KMU), wird das Beta in der Regel anhand einer Gruppe von kotierten Vergleichsunternehmen («Peer Group») bzw. der Branche abgeleitet. Dabei ist der aus der Peer Group abgeleitete, verschuldete Betafaktor zuerst um das finanzielle Risiko der Vergleichsunternehmen zu bereinigen («Unlevering») und danach an die effektive Kapitalstruktur zu Marktwerten bzw. die Zielkapitalstruktur des Bewertungsobjekts anzupassen («Relevering»). Betafaktoren liegen typischerweise – je nach Branche und Kapitalstruktur – zwischen 0.5 und 1.5.

Small-Cap-Prämie

Zahlreiche empirische Studien zeigen, dass kleinere Unternehmen langfristig höhere Renditen aufweisen als vergleichbare, grössere Unternehmen. Dieser als «Size-Effekt» bekannte Renditeunterschied wird auf das erhöhte Risiko von kleineren Unternehmen zurückgeführt. So sind kleinere Unternehmungen beispielsweise häufig weniger diversifiziert und deren Aktien einer erschwerten Verkäuflichkeit (Illiquidität) unterliegend. Die beobachtete Mehrrendite von kleineren Unternehmen lässt sich allerdings nicht oder nur teilweise durch das CAPM und somit das Beta erklären. Daher wird dem Eigenkapitalkostensatz gemäss CAPM typischerweise noch eine Grössenprämie (Small-Cap-Prämie) hinzugerechnet, insbesondere bei KMU-Bewertungen. Als Quelle können u.a. die fundierte und jährlich aktualisierte Studie von Duff & Phelps oder die Empfehlungen von EXPERTsuisse (Treuhand-Almanach) dienen, welche Small-Cap-Zuschläge von bis zu 5% vorsehen.

Kapitalkosten: Fremdkapitalkostensatz

Der Fremdkapitalkostensatz basiert auf dem risikolosen Zinssatz unter Berücksichtigung eines bonitätsabhängigen Kreditaufschlags («Credit Spread»), der die Fremdkapitalgeber für das eingegangene Kreditrisiko entschädigt:

$$k_{FK} = r_f + \text{Credit Spread}$$

wobei:

k_{FK}	Fremdkapitalkostensatz
r_f	Risikoloser Zinssatz

Der Credit Spread entspricht der Differenz zwischen der Rendite einer Anleihe eines Schuldners erstklassiger Bonität und der eines Schuldners mit minderer Qualität.

Die Ableitung dieses Credit Spreads orientiert sich an den aktuellen bzw. an den für die Zukunft zu erwartenden Fremdkapitalkosten des Bewertungsobjekts.

Da die steuerliche Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen bei der Free Cash Flow-Herleitung bewusst vernachlässigt wird, ist der im WACC verwendete Fremdkapitalkostensatz um den Gewinnsteuersatz des Bewertungsobjekts zu reduzieren.

Praktiker-Methode

Die Praktiker-Methode stellt eine Kombination von Substanz- und Ertragswert dar. Da der Wert eines Unternehmens in erster Linie von der Zukunft bestimmt wird, wird der Ertragswert in der Regel doppelt und der Substanzwert einfach gewichtet. Da die Gewichtung keinen klaren Kriterien unterliegt, wären grundsätzlich jedoch auch andere Gewichtungen denkbar.

Die Idee dieses Mischverfahrens ist es, gleichzeitig sowohl die Vorzüge der Substanz- wie auch der Ertragswert-Methode zu nutzen. Da der zukunftsorientierte Ertragswert oftmals höher ausfällt als der aktuelle Substanzwert, wird der Goodwill durch eine Kombination dieser beiden Werte nur reduziert, d.h. beschränkt, angerechnet.

Der Substanzwert wird in der Regel unter dem Gesichtspunkt der Unternehmensfortführung ermittelt. Ausgehend vom handelsrechtlichen Eigenkapital werden vorhandene stille Reserven aufgedeckt, latente Steuern subtrahiert und allfällige nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte ausgeschieden. Das Resultat ist der betriebliche Nettosubstanzwert. Alternativ zum bilanziellen Fortführungswert könnte der Substanzwert auch auf Basis von Wiederbeschaffungs- oder Liquidationswerten berechnet werden.

Der Ertragswert widerspiegelt den Barwert aller zukünftigen Gewinne. Dabei wird ein als nachhaltig angenommener Gewinn ewig kapitalisiert. Zur Schätzung dieses nachhaltigen Gewinns werden typischerweise die bereinigten Erfolgsrechnungen der letzten paar Jahre, allenfalls unter Beizug des Budgets bzw. eines oder mehrerer Planjahre, herangezogen. Bei der Bereinigung wird untersucht, ob und inwieweit die in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse auch für die Zukunft angenommen werden können. Einmalige, ausserordentliche, periodenfremde oder auf bilanzpolitische Massnahmen (z.B. stille Reserven) beruhende Einflüsse auf die erzielten Ergebnisse sind zu bereinigen.

Die nachhaltige Gewinngrösse wird auf Basis operativer Reingewinne nach Steuern ermittelt. Durch Kapitalisierung dieser Grösse mit den Eigenkapitalkosten ergibt sich der betriebliche Nettoertragswert.

Danach werden Substanz- und Ertragswert entsprechend gewichtet, was zum betrieblichen Nettounternehmenswert führt. Allfällige nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte werden zusätzlich addiert, um den Wert des Eigenkapitals (Nettounternehmenswert) zu erhalten.

Multiplikator (Multiples)-Methode

Die Multiples-Methode dient in erster Line zur Plausibilisierung des mittels DCF- oder Praktikerverfahrens ermittelten Unternehmenswerts, oder wird für Zwecke der Grobbewertung eingesetzt. Die Multiples können dabei entweder einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen («Peer Group»), der Branche oder Erfahrungswerten entnommen werden. Als Vergleichsunternehmen werden typischerweise börsenkotierte Unternehmen herangezogen, die in der gleichen Branche tätig sind und einer vergleichbaren Risiko- und Margestruktur unterliegen wie das Bewertungsobjekt.

Ziel dieser relativen Bewertungsmethode ist es, über einen Vergleich von an der Börse beobachtbaren Preisen bzw. von bezahlten Transaktionspreisen zu ausgewählten Finanzkennzahlen auf den unbeobachtbaren Wert des Bewertungsobjekts zu schliessen. Dabei gilt der Grundsatz des «Law of one Price», d.h. dass vergleichbare Unternehmen zu einem gleichen bzw. ähnlichen Verhältnis von Preis und Schlüsselkennzahl gehandelt werden sollten.

Die Multiples werden berechnet, indem der Unternehmenswert (Enterprise Value) bzw. Eigenkapitalwert (Marktkapitalisierung) von börsenkotierten, vergleichbaren Gesellschaften ins Verhältnis zu einer Schlüsselgrösse aus Erfolgsrechnung oder Bilanz gesetzt wird. Die gewählten Schlüsselkennzahlen (z.B.

EBITDA, EBIT) sollen dabei die wesentlichen Werttreiber der Unternehmung bzw. Branche widerspiegeln.

Die ermittelten Multiples werden anschliessend mit den operativen Finanzkennzahlen der zu bewertenden Unternehmung multipliziert, um den betrieblichen Unternehmenswert zu bestimmen. Von diesem Wert werden die Finanzverbindlichkeiten subtrahiert (nur bei Entity-Multiples) und allfällige nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte addiert, um den Wert des Eigenkapitals (Nettounternehmenswert) zu erhalten.

Sofern sich die Multiples aus grossen, börsenkotierten Unternehmen mit liquiden Aktien ableiten, die Aktien der zu bewertenden Unternehmung aber nur eine eingeschränkte Handelbarkeit aufweisen, werden oftmals Illiquiditätsabschläge auf den Multiples bzw. den ermittelten Unternehmenswerten angesetzt. Diese können bis zu 50% betragen und sind im konkreten Kontext zu analysieren. Eine Approximation kann dabei der Anteil der Small-Cap-Prämie an den Eigenkapitalkosten darstellen. Auf der anderen Seite ist zu prüfen, ob allenfalls eine Kontrollprämie anzusetzen ist, wenn von einem Minderheitsanteil auf einen Mehrheitsanteil geschlossen wird.

Bewertung der Heinrich Malz AG

- Bereinigung, Analyse und Planung
- DCF-Bewertung
- Praktikerverfahren
- Multiples-Bewertung

Bereinigung, Analyse und Planung

Angaben zu vorgenommenen Bereinigungen (Stille Reserven, Nicht-betriebliche Werte, ER-Normalisierungen)

Um eine saubere Grundlage für die Planungsrechnung zu haben, wurden im Rahmen der Unternehmensanalyse die Jahresrechnungen der letzten 5 Jahre analysiert und bereinigt. Dabei wurden allfällig vorhandene stille Reserven aufgedeckt, nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte (inkl. Schulden) ausgeschieden und aus betriebswirtschaftlicher Sicht notwendige Normalisierungen in der Erfolgsrechnung vorgenommen. Nachfolgend werden die zentralen Bereinigungs Schritte erläutert. Die detaillierten Auflistungen der einzelnen Positionen sind dem Anhang zu entnehmen.

Stille Reserven

Die stillen Reserven werden in der Bilanz unter Berücksichtigung der latenten Steuern aufgedeckt und dem handelsrechtlichen Eigenkapital zugeschlagen. Um die tatsächliche Ertragskraft zu eruieren, werden die in der Erfolgsrechnung verbuchten Veränderungen der stillen Reserven nach Möglichkeit korrigiert. Bilanzpositionen mit stillen Reserven sind typischerweise die Vorräte, das Anlagevermögen und die Rückstellungen.

Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte

Das betrieblich nicht notwendige Vermögen trägt nicht zu den operativen finanziellen Überschüssen bei und ist daher bei der Bewertung des operativen Geschäfts auszuscheiden und gesondert zu bewerten. Der gesamte Unternehmenswert ergibt sich dann aus dem Wert des operativen Geschäfts und dem Wert des nicht notwendigen Vermögens. Nicht notwendiges Vermögen kann veräußert werden, ohne dass davon der eigentliche Geschäftszweck beeinträchtigt wird. Typische nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte sind überschüssige flüssige Mittel, Finanzanlagen und fremdvermietete oder ungenutzte Immobilien.

ER-Normalisierungen

Im Rahmen der Normalisierung der Erfolgsrechnung gilt es, die handelsrechtlich verbuchten Aufwände und Erträge auf ein betriebswirtschaftlich korrektes Niveau zu bringen. Ziel dieser Normalisierungen ist es, eine möglichst unverzerrte Basis für die Planung zu erhalten. Typische Normalisierungspositionen der Erfolgsrechnung sind unangemessene Geschäftsführerlöhne, verbuchte Spesen und Liegenschaftserfolge betrieblich nicht benötigter Immobilien.

Planungsannahmen Detailplanungszeitraum

Umsatzwachstum

Ausgehend von einem (bereinigten) Umsatz von TCHF 3'419 im letzten Ist-Jahr wird für den Detailplanungszeitraum 2021 bis 2025 von einem jährlichen Umsatzwachstum von -7.86% bis 20.75% ausgegangen, im Durchschnitt 4.03% pro Jahr. Als Vergleich: In den letzten 5 Jahren hat die Heinrich Malz AG jährliche Umsatzwachstumsraten von 3.49% bis 27865.94% verzeichnet, im Durchschnitt 9291.22% pro Jahr.

EBITDA-Marge

Für den Detailplanungszeitraum wird eine EBITDA-Marge von 19.80% bis 19.80% unterstellt, im Durchschnitt 19.80%. Als Vergleich: In den letzten 5 Jahren betrug die EBITDA-Marge der Heinrich Malz AG zwischen 0.00% und 2879.25%, im Durchschnitt 588.55%.

Investitionen ins Anlagevermögen / Abschreibungen

Für den Detailplanungszeitraum wird von jährlichen Investitionen ins Anlagevermögen (CAPEX) von TCHF -386 bis TCHF 691 ausgegangen, im Durchschnitt TCHF 213 pro Jahr. Demgegenüber belaufen sich die geplanten Abschreibungen

auf TCHF 358 bis TCHF 367, im Durchschnitt TCHF 362 pro Jahr. Als Vergleich: In den letzten 5 Jahren hat die Heinrich Malz AG jährliche Investitionen zwischen TCHF 0 und TCHF 3'695 getätigt (im Durchschnitt TCHF 992 pro Jahr) und Abschreibungen in Höhe von TCHF -100 bis TCHF 495 (im Durchschnitt TCHF 294 pro Jahr) vorgenommen.

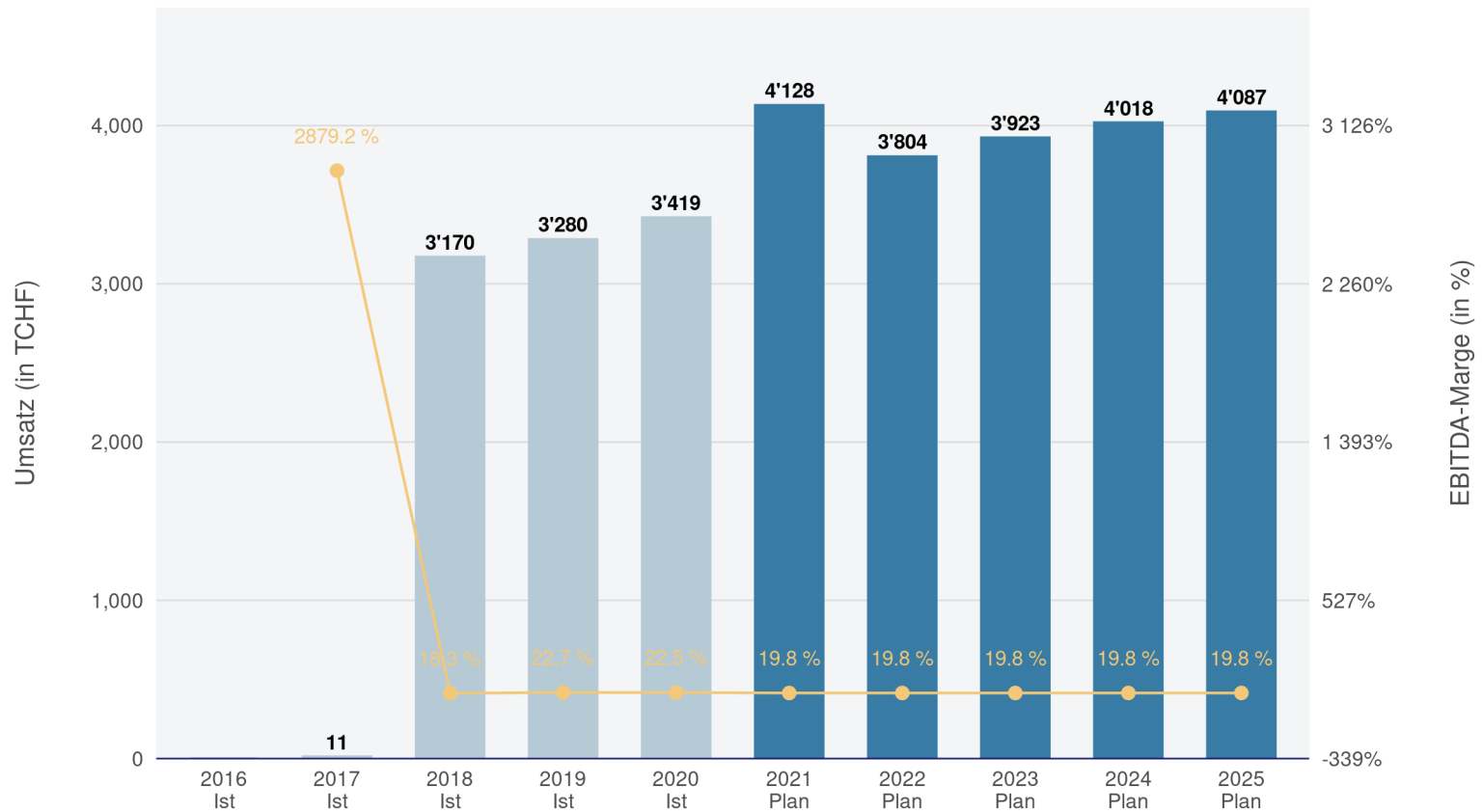
Investitionen ins Nettoumlaufvermögen

Das im Detailplanungszeitraum geplante Nettoumlaufvermögen beträgt zwischen 25.46% und 25.46% des Umsatzes, im Durchschnitt 25.46%. Als Vergleich: In den letzten 5 Jahren betrug das Nettoumlaufvermögen der Heinrich Malz AG zwischen 7.87% und 2779.25% des Umsatzes, im Durchschnitt 709.78%.

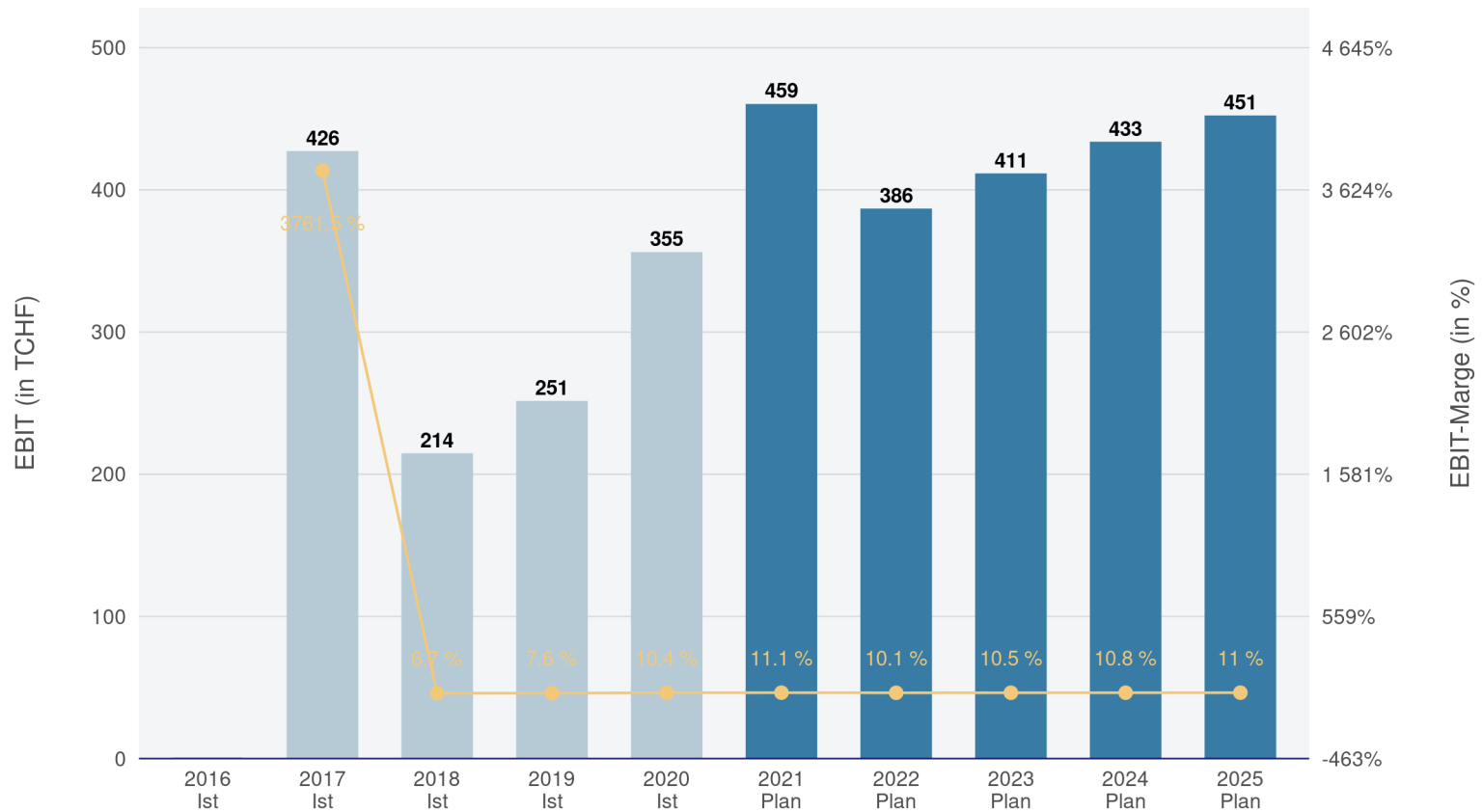
Steuersatz

Für den Detailplanungszeitraum wird ein durchschnittlicher Steuersatz von 18.55% angenommen. Dieser orientiert sich am durchschnittlichen Gewinnsteuersatz gemäss Firmensitz und bezieht sich auf den Gewinn vor Steuern (EBT).

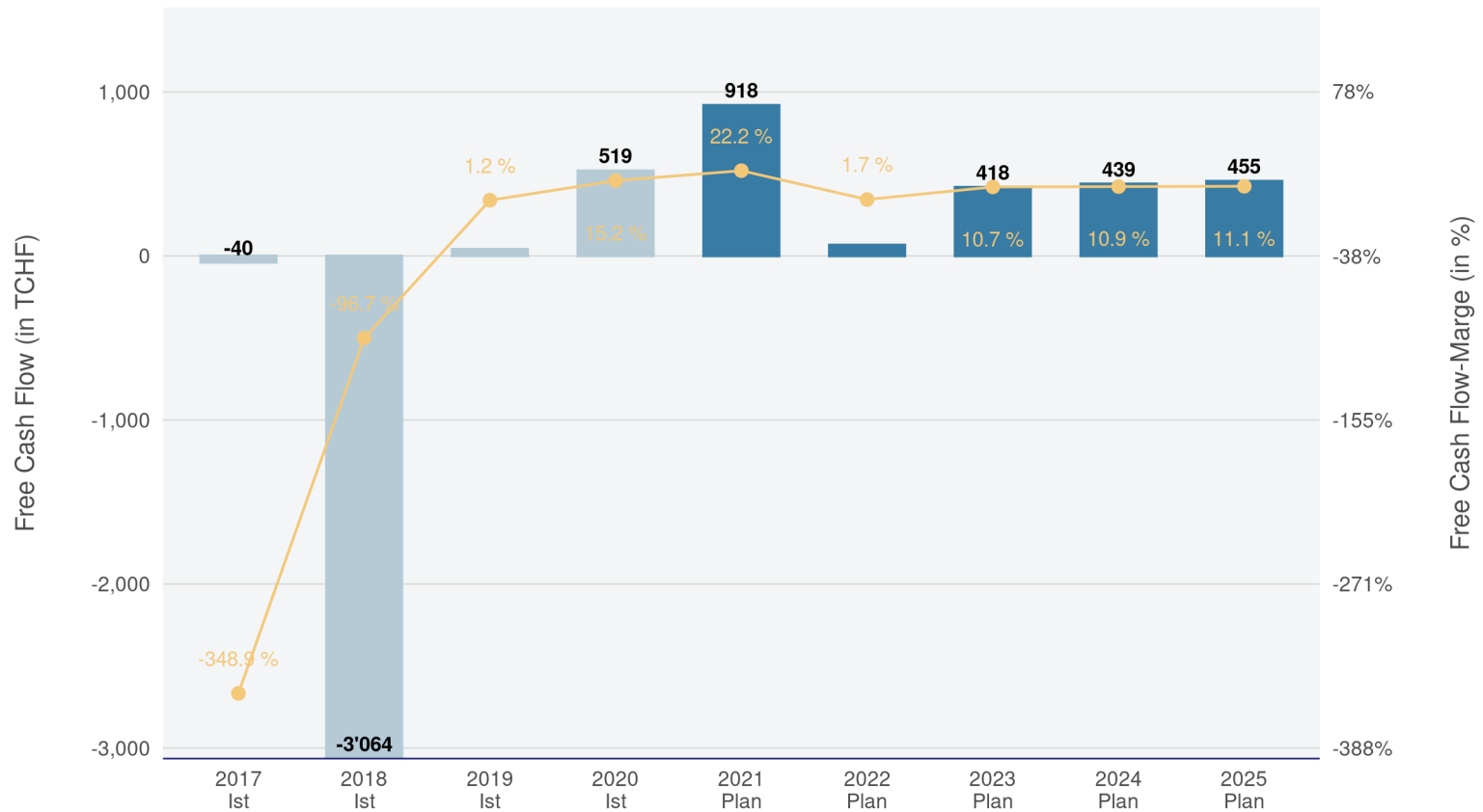
Entwicklung Umsatz und EBITDA-Marge



Entwicklung EBIT und EBIT-Marge



Entwicklung Free Cash Flow



Grundlegende Planungsannahmen

Die DCF-Bewertung basiert auf den geplanten Free Cash Flows der nächsten 5 Jahre sowie dem für die Folgejahre angenommenen Restwert. Die Free Cash Flows wurden über eine integrierte Planungsrechnung (Plan-Bilanz, Plan-Erfolgsrechnung, Plan-Geldflussrechnung) abgeleitet, mit dem Management bzw. dem Verwaltungsrat des Bewertungsobjekts diskutiert und mittels den bereinigten Ist-Werten, Vergleichsunternehmen bzw. der Branche und der erwarteten Marktentwicklung plausibilisiert.

Ausgangspunkt der Planung bilden die Ist-Zahlen (Bilanz, Erfolgsrechnung) der letzten 5 Jahre. Diese Zahlen wurden um vorhandene stille Reserven und nicht-betriebliche Werte bereinigt. Zudem wurden in der Erfolgsrechnung wo nötig Normalisierungen vorgenommen, so dass die einzelnen Positionen betriebswirtschaftliche Grössen widerspiegeln. Details zu diesen drei Bereinigungsverfahren befinden sich auf den vorangehenden Seiten und im Anhang.

Die Restwertermittlung basiert auf Annahmen des Bewerters, welche in der Diskussion mit dem Management und abgestützt auf Benchmarking-Daten sowie Gleichgewichtsbedingungen (z.B. Verhältnis von Abschreibungen und Investitionen) erarbeitet wurden. Eine zentrale Überlegung dabei ist, dass es Unternehmen kaum gelingen wird, bis in alle

Ewigkeit einen Übergewinn zu erzielen. Früher oder später wird eine Unternehmung nur noch eine marktübliche Marge bzw. Rendite, also plus minus die Kapitalkosten, verdienen. Spätestens im Restwert dürfte dies eine sehr zutreffende Annahme sein, insbesondere bei KMU.

Der Restwert wird mittels Wertfaktoren- bzw. Werttreibermodell ermittelt.

Ableitung der Free Cash Flows

in TCHF	Plan				
	2021	2022	2023	2024	2025
Umsatz	4'128	3'804	3'923	4'018	4'087
- Aufwand (Material- & Waren-, Personal-, übriger betrieblicher Aufwand)	-3'311	-3'051	-3'146	-3'223	-3'278
EBITDA	817	753	777	796	809
- Abschreibungen	-358	-367	-366	-363	-358
EBIT	459	386	411	433	451
- Steuern (fiktiv unverschuldetes Unternehmen; Steuersatz @ 18.55%)	-85	-72	-76	-80	-84
NOPAT	374	314	334	353	368
+ Abschreibungen	358	367	366	363	358
- Investitionen ins Anlagevermögen (CAPEX)	386	-691	-254	-254	-254
- Investitionen ins Nettoumlaufvermögen	-207	83	-30	-24	-18
+ Veränderung langfristiges unverzinsliches Fremdkapital	6	-7	2	2	1
Free Cash Flow	918	66	418	439	455

Ableitung der Free Cash Flows: Erläuterungen

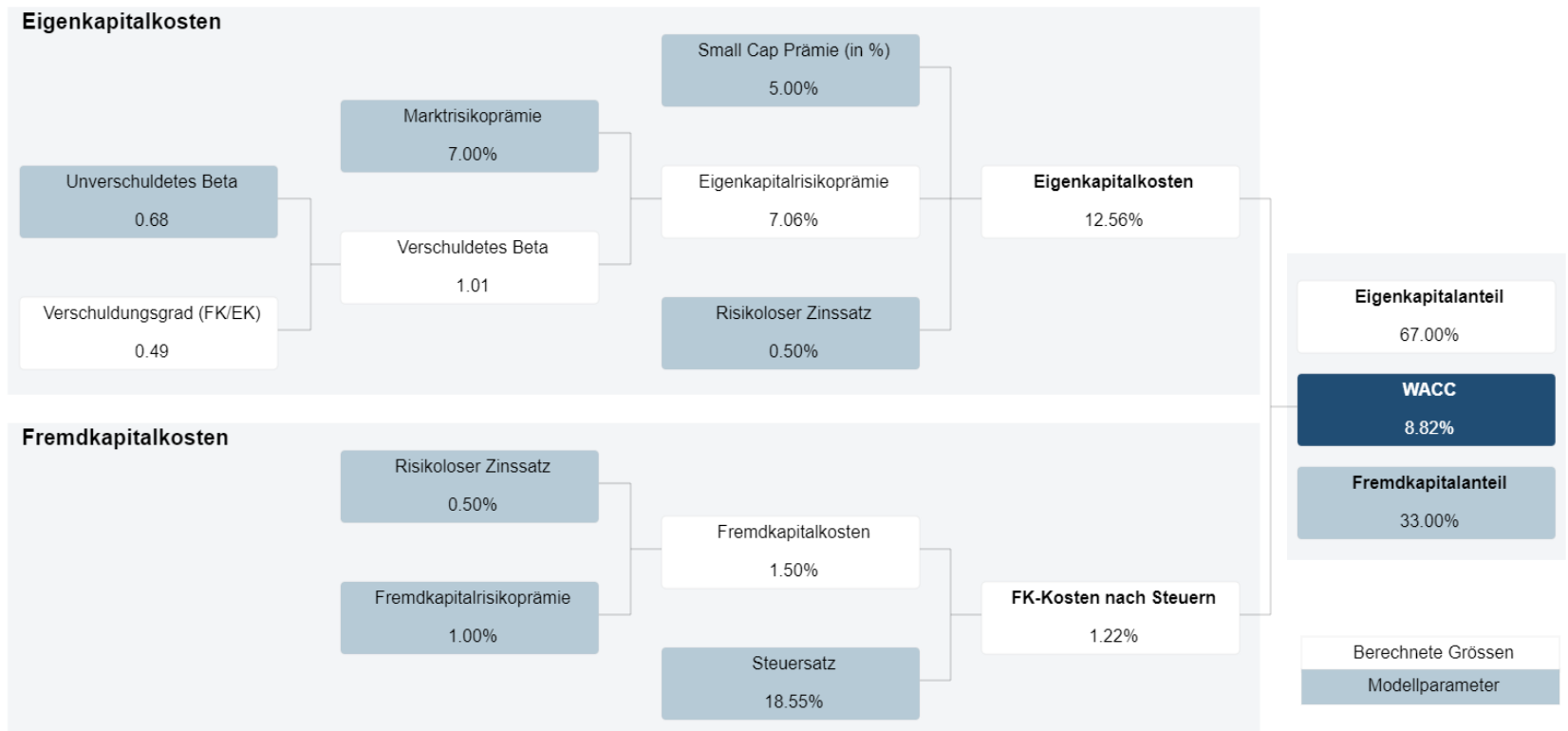
In vorangehender Tabelle ist die Ableitung der Free Cashflows der Heinrich Malz AG für die Jahre 2021 bis 2025 (Detailplanungsphase) ersichtlich.

Ausgehend vom EBIT werden die Steuern subtrahiert, die nicht-liquiditätswirksamen Abschreibungen addiert und die Investitionen ins Anlage- und Nettoumlaufvermögen subtrahiert. Ebenfalls berücksichtigt werden allfällige Veränderungen des langfristigen unverzinslichen Fremdkapitals.

Das Ergebnis sind die bewertungsrelevanten Free Cash Flows, die sämtlichen Kapitalgebern zustehen, und in einem nächsten Schritt mittels WACC auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden.

DCF-Bewertung

Ableitung der Kapitalkosten



Ableitung der Kapitalkosten: Erläuterungen

Die Grafik auf der vorangehenden Seite zeigt die einzelnen Komponenten des für die Diskontierung der Free Cash Flows verwendeten gewichteten Gesamtkapitalkostensatzes (WACC). Zur Erläuterung der einzelnen Parameter siehe Kapitel 3.

Der risikolose Zinssatz, die Marktrisikoprämie, die Small Cap Prämie, die Fremdkapitalrisikoprämie und der Steuersatz beruhen auf aktuellen Marktdaten, der Empfehlung von EXPERTsuisse und der Einschätzung des Bewertenden.

Das unverschuldete Beta entspricht dem Median der Betas der Peer Group. Diese basieren auf einer Regression von monatlichen Aktienrenditen der letzten 60 Monate auf einen breiten, lokalen Aktienindex. Das Un- und Relevern des Betas erfolgte mittels der Formel von Harris/Pringle (riskanter Tax Shield). Die verschuldeten und unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group sind im Anhang ersichtlich.

Das «Relevering» des unverschuldeten Betas und die Gewichtung der Eigen- und Fremdkapitalkosten erfolgt zu Marktwerten. Dabei wird von der aktuellen resp. einer für die Heinrich Malz AG realistischen und mittel- bis langfristig erreichbaren Kapitalstruktur ausgegangen.

Bestimmung des Restwerts

Der Restwert der Heinrich Malz AG wurde mittels Wertfaktoren- bzw. Werttreibermodell ermittelt.

Es wird ein nachhaltiger EBIT von TCHF 460 angenommen. Setzt man diesen nachhaltigen EBIT ins Verhältnis zum Umsatz des letzten Detailplanungsjahres von TCHF 4'087, so entspricht dies einer EBIT-Marge von 11.25%. Diese angenommene Marge befindet sich auf einem durch das Management mittel- bis langfristig erwarteten Niveau sowie in der Bandbreite beobachtbarer und erwarteter Margen vergleichbarer Unternehmen bzw. der Branche.

In der langen Frist ist auf die Konsistenz von Abschreibungen und Investitionen zu achten. Das angenommene Verhältnis von Abschreibungen und Investitionen entspricht einem nachhaltig realistischen Niveau unter Berücksichtigung des geplanten Wachstums. Bei Annahme eines Nullwachstums ist es plausibel, dass sich Abschreibungen und Investitionen im Restwert entsprechen, also nur noch Ersatzinvestitionen getätigt werden.

Wird ein positives Wachstum geplant, so wird dies in der Regel nur möglich sein, wenn stets etwas mehr investiert wird als abgeschrieben wird, der Free Cash Flow also tiefer ausfällt als der NOPAT.

Der im Restwert angenommene Free Cash Flow beträgt TCHF 353. Dieser wird ewig fortgeschrieben bzw. mit dem WACC von 8.82% kapitalisiert und anschliessend auf den Bewertungsstichtag abgezinst.

Als langfristige Wachstumsrate wurden 0.50% angenommen. Die Wachstumsrate berücksichtigt das reale und inflationsbedingte Wachstum und orientiert sich an der Inflationserwartung, dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum und dem Zinsniveau. Dabei ist darauf zu achten, dass die ewige Wachstumsrate mit dem bei den Kapitalkosten angenommenen risikolosen Zinssatz konsistent ist, also nicht höher liegt.

Die dem Wertfaktoren- bzw. Werttreibermodell unterstellte Rendite auf den Neuinvestitionen (RONIC) beträgt 8.81% und orientiert sich an den Kapitalkosten (WACC).

DCF-Bewertung

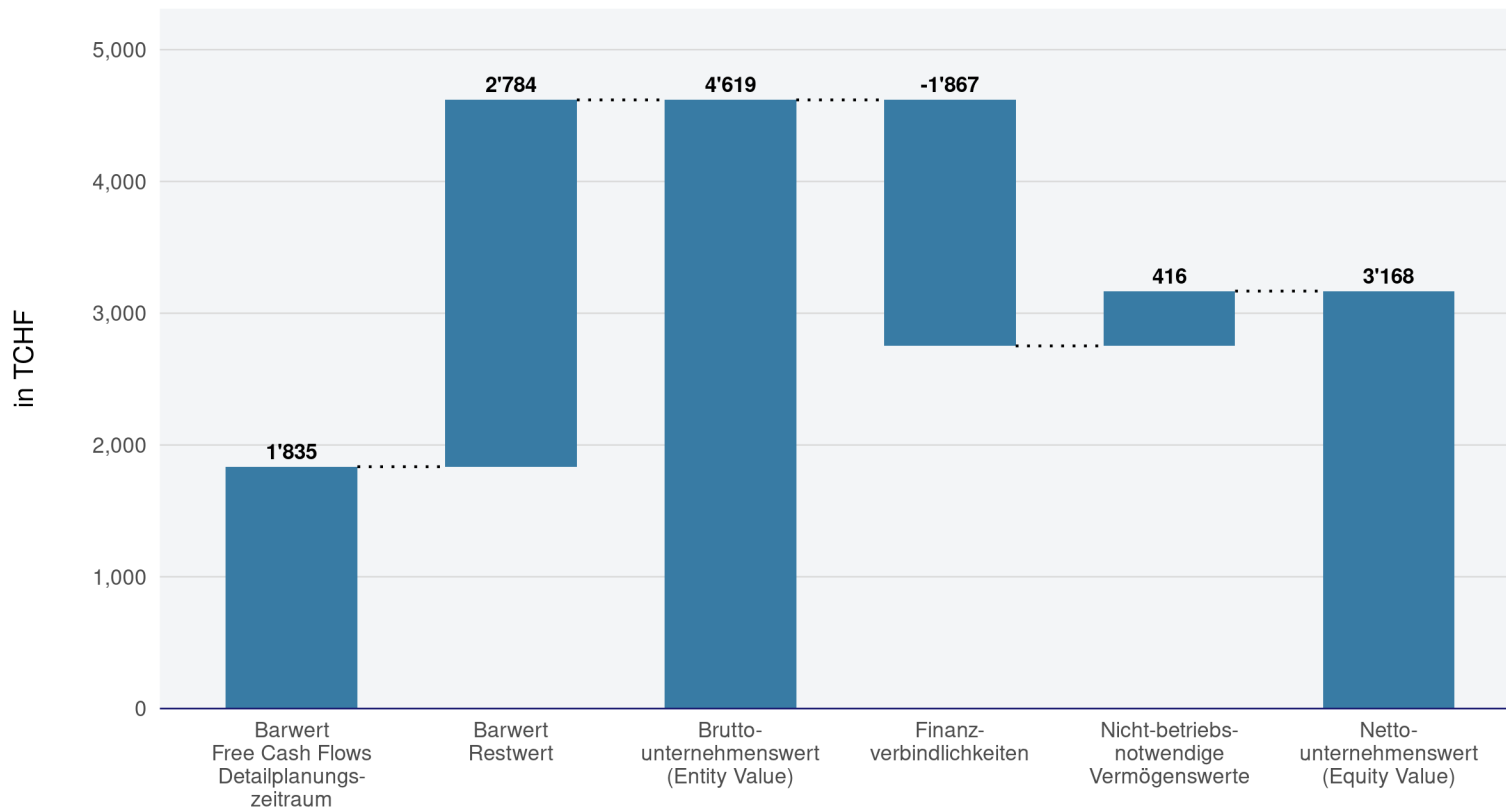
Berechnung des Unternehmenswerts (1/2)

<i>in TCHF</i>	2021	2022	Plan 2023	2024	2025	Restwert
Free Cash Flow	918	66	418	439	455	353
Diskontierungs-/Barwertfaktor (WACC @ 8.82%)	0.919	0.844	0.776	0.713	0.655	
Barwert Free Cash Flow	843	56	325	313	298	
Restwert per Ende Detailplanungszeitraum (Wachstumsrate @ 0.5%)						4'248

Unternehmenswert per 31.12.2020 (= letzter Bilanzstichtag)	
Summe der Barwerte Detailplanungszeitraum	1'835
Barwert Restwert	2'784
Bruttounternehmenswert (Entity Value)	4'619
- Finanzverbindlichkeiten	-1'867
+ Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte	416
Nettounternehmenswert (Equity Value)	3'168

DCF-Bewertung

Berechnung des Unternehmenswerts (2/2)



DCF-Bewertung

Berechnung des Unternehmenswerts: Erläuterungen

Auf Basis der zugrunde liegenden Planung der Free Cash Flows und den Einschätzungen zu den Kapitalkosten ergeben sich für die Heinrich Malz AG die in vorangehender Tabelle und Abbildung ersichtlichen Barwerte der Free Cash Flows. Die Free Cash Flows der Detailplanungsphase werden dabei allesamt auf den Bewertungsstichtag, d.h. den 31.12.2020, diskontiert.

Der Restwert bezieht sich auf das Ende des letzten Detailplanungsjahres, weshalb dieser in einem zweiten Schritt mittels Diskontierungs- bzw. Barwertfaktor des letzten Detailplanungsjahres noch auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden muss.

Basierend auf der DCF-Bewertung ergibt sich für die Heinrich Malz AG per 31.12.2020 ein Bruttounternehmenswert von TCHF 4'619. Nach Abzug der Finanzverbindlichkeiten von TCHF 1'867 und Addition der nicht-betriebsnotwendigen Vermögenswerte von TCHF 416 resultiert ein Nettounternehmenswert von TCHF 3'168.

Der Anteil des Restwerts am Bruttounternehmenswert beträgt 60.27%.

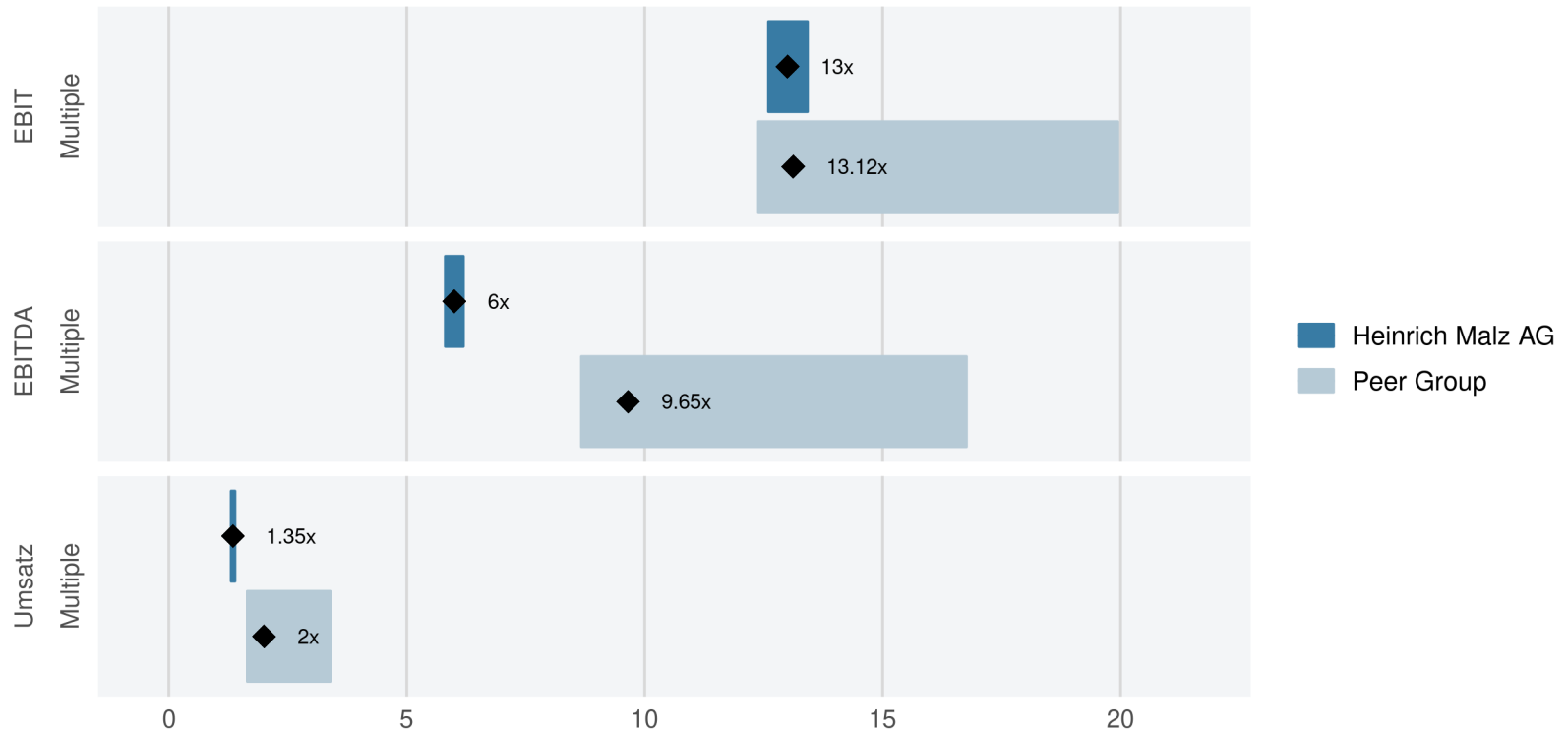
Sensitivitätsanalyse

Zur breiteren Abstützung der Ergebnisse aus der DCF-Bewertung wurde eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt. Die Analyse zeigt die Sensitivität des Nettounternehmenswerts auf eine Veränderung grundlegender Parameter der Bewertung.

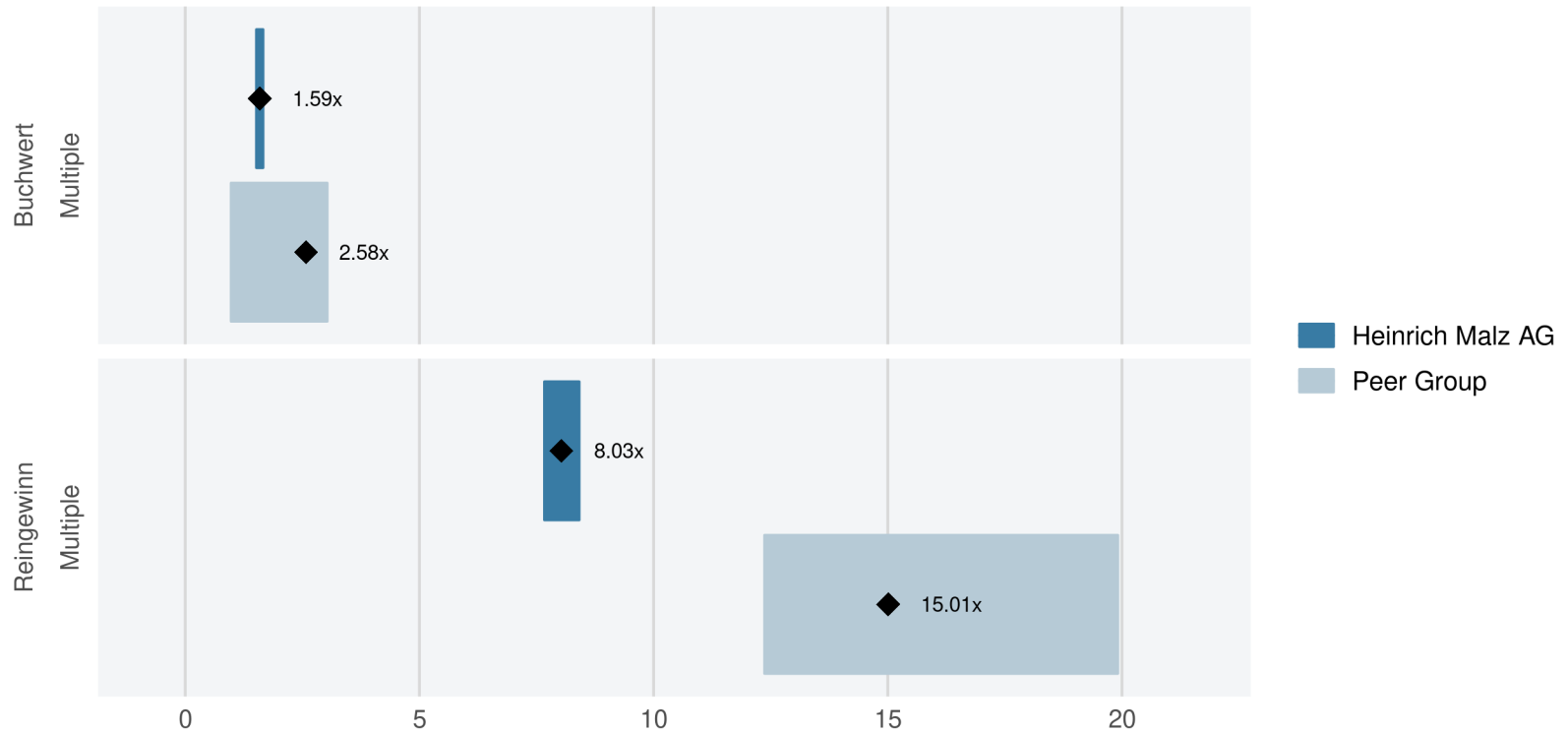
Bei einer Veränderung des WACC um +/- 0.25% und der RONIC im Restwert um +/- 1.00% resultiert (ceteris paribus) eine realistische Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals (Nettounternehmenswert) der Heinrich Malz AG von TCHF 3'025 bis TCHF 3'316.

Nettounternehmenswert (in TCHF)							
Kapitalkosten (WACC)→	WACC = 8.07%	WACC = 8.32%	WACC = 8.57%	WACC = 8.82%	WACC = 9.07%	WACC = 9.32%	WACC = 9.57%
RONIC↓							
RONIC = 5.81%	3'486	3'342	3'208	3'081	2'962	2'850	2'743
RONIC = 6.81%	3'528	3'383	3'247	3'119	2'998	2'884	2'776
RONIC = 7.81%	3'560	3'413	3'276	3'146	3'025	2'910	2'801
RONIC = 8.81%	3'584	3'437	3'298	3'168	3'045	2'929	2'820
RONIC = 9.81%	3'603	3'455	3'316	3'185	3'062	2'945	2'835
RONIC = 10.81%	3'619	3'470	3'330	3'199	3'075	2'958	2'847
RONIC = 11.81%	3'632	3'483	3'343	3'210	3'086	2'969	2'858

Implizite Bewertungs-Multiples: Entity-Multiples



Implizite Bewertungs-Multiples: Equity-Multiples



Implizite Bewertungs-Multiples: Erläuterungen

Die Grafiken auf den vorangehenden zwei Seiten vergleichen die aus der DCF-Bewertung entstehenden «impliziten Bewertungs-Multiples» der Heinrich Malz AG mit den für die Peer Group am Markt beobachtbaren Multiplikatoren.

Für die Heinrich Malz AG zeigen die dunkelblauen Balken den (implizierten) Multiples-Range gemäss DCF-Wertbandbreite. Der Diamant entspricht dem impliziten Multiplikator auf Basis des ermittelten Unternehmenswerts gemäss DCF-Methode, also Bruttounternehmenswert (Entity-Multiples) oder Nettounternehmenswert (Equity-Multiples) im Verhältnis zur entsprechenden Schlüsselgrösse aus Erfolgsrechnung oder Bilanz.

Die grauen Balken stellen die Bandbreite der mittleren 50% der Multiples der Peer Group dar. Der Diamant gibt den mittleren Multiples-Wert (Median) der Peer Group Unternehmen an.

Substanzwert

in TCHF		31.12.2020
Eigenkapital (extern)		1'755
+ Stille Reserven brutto		721
<i>Steuersatz für latente Steuern</i>		9.28%
- Latente Steuern auf stillen Reserven		-67
- Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte (Total)		-416
Nettosubstanzwert (betrieblich)		1'993
+ Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte		416
Nettosubstanzwert		2'409

Das handelsrechtliche Eigenkapital der Heinrich Malz AG beträgt TCHF 1'755 per 31.12.2020.

Insgesamt werden stille Reserven brutto von TCHF 721 aufgerechnet. Die latenten Steuern werden zu einem Steuersatz von 9.28% berücksichtigt. Dies entspricht 50.00% des Unternehmenssteuersatzes von 18.55%. Zieht man den Betrag der latenten Steuern in Höhe von TCHF 67 von den stillen Reserven brutto ab und subtrahiert ferner das Total der bilanzierten, nicht-betriebsnotwendigen Vermögenswerte von TCHF 416, ergibt sich ein betrieblicher Nettosubstanzwert von TCHF 1'993.

Um vom betrieblichen Substanzwert auf den effektiven Substanzwert überzuleiten, werden die bei der Bewertung zu berücksichtigenden nicht-betriebsnotwendigen Vermögenswerte von TCHF 416 wieder addiert. Folglich resultiert ein Nettosubstanzwert der Heinrich Malz AG von TCHF 2'409 per 31.12.2020.

Ertragswert

in TCHF	2018	Ist 2019	2020	2021	Plan 2022	2023	Nach- haltig
Bereinigtes betriebliches Ergebnis vor Finanzerfolg, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	579	746	770	817	753	777	740
- Abschreibungen	-366	-495	-415	-358	-367	-366	-366
Betriebliches Ergebnis vor Finanzerfolg und Steuern (EBIT)	214	251	355	459	386	411	374
- Finanzaufwand	-98	-43	-39	-34	-34	-34	-34
+ Finanzertrag	0	0	0	0	0	0	0
+ Betriebsfremder Erfolg	1	67	81	-	-	-	-
+ A.o., einmaliger oder periodenfremder Erfolg	36	57	28	-	-	-	-
Betriebliches Ergebnis vor Steuern (EBT)	154	331	425	426	352	377	340
- Direkte Steuern	-26	-28	-30	-79	-66	-70	-63
Normalisierter Reingewinn	128	303	394	346	287	307	277
Eigenkapitalkosten							12.56%
Nettoertragswert (betrieblich)							2'207
+ Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte							416
Nettoertragswert							2'623

Ertragswert: Erläuterungen

Die nachhaltige Ertragskraft wird auf Basis der letzten 3 bereinigten Ist-Jahre sowie unter Berücksichtigung der ersten 3 Plan-Jahre hergeleitet.

Ausgehend vom durchschnittlichen oder gewichteten betrieblichen EBITDA der einzelnen Jahre werden die normalisierten Abschreibungen sowie der Finanzaufwand subtrahiert und der normalisierte Finanzertrag addiert. Der betriebsfremde sowie ausserordentliche, einmalige oder periodenfremde Erfolg werden für die Zukunft typischerweise mit null angenommen. Vom betrieblichen Ergebnis vor Steuern werden die auf Basis des angenommenen Steuersatzes berechneten Steuern subtrahiert.

Für die Heinrich Malz AG wird von einem nachhaltigen Reingewinn von TCHF 277 ausgegangen. Dieser wird mit dem Eigenkapitalkostensatz von 12.56% ewig kapitalisiert, was zu einem betrieblichen Nettoertragswert von TCHF 2'207 führt. Durch Addition der nicht-betriebsnotwendigen Vermögenswerte von TCHF 416 resultiert ein Nettounternehmenswert von TCHF 2'623 per 31.12.2020.

Praktikerwert

in TCHF		31.12.2020
Nettosubstanzwert (betrieblich)		1'993
<i>Gewichtung Substanzwert</i>		1.0
Nettoertragswert (betrieblich)		2'207
<i>Gewichtung Ertragswert</i>		2.0
Nettounternehmenswert (betrieblich)		2'136
+ Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte		416
Nettounternehmenswert (Equity Value)		2'552

Die Praktiker-Methode sieht vor, den Unternehmenswert über eine Kombination von Substanz- und Ertragswert herzuleiten. In der Schweizer Bewertungspraxis ist es üblich, den Ertragswert doppelt und den Substanzwert einfach zu gewichten. Es sind grundsätzlich jedoch auch andere Gewichtungen denkbar, bspw. wenn der Ertragswert unter dem Substanzwert liegt.

Der betriebliche Nettosubstanzwert der Heinrich Malz AG per 31.12.2020 beträgt TCHF 1'993 und der betriebliche Nettoertragswert TCHF 2'207.

Der betriebliche Nettounternehmenswert gemäss Praktikerverfahren ergibt sich durch 1-fache Gewichtung des Nettosubstanzwerts und 2-fache Gewichtung des Nettoertragswerts und beträgt TCHF 2'136. Addiert man zusätzlich die zu berücksichtigenden nicht-betriebsnotwendigen Vermögenswerte von TCHF 416, so resultiert ein Wert des Eigenkapitals (Nettounternehmenswert) der Heinrich Malz AG von TCHF 2'552 per 31.12.2020.

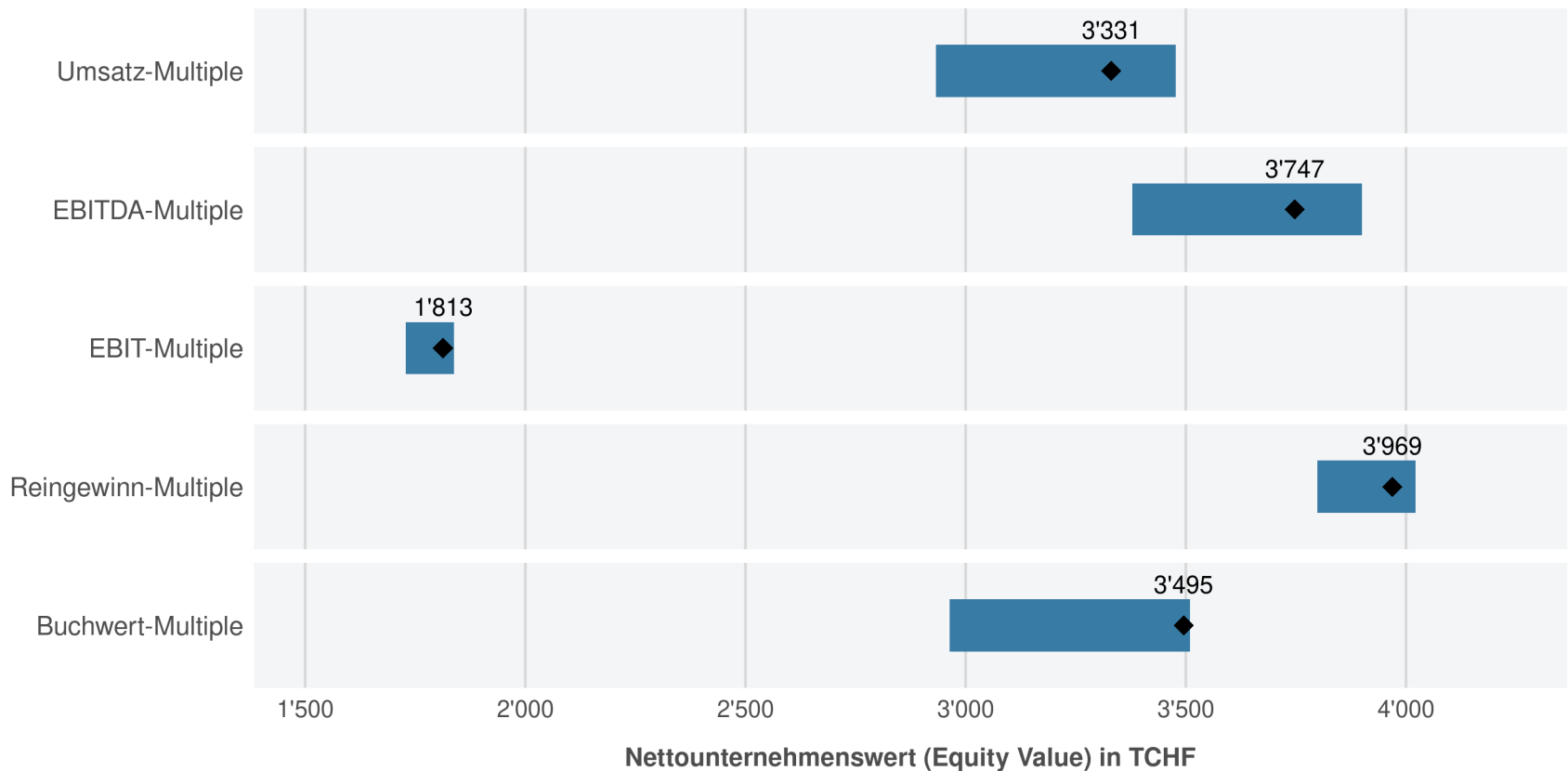
Multiples-Bewertung

Ableitung der Unternehmenswerte

in TCHF	Entity-Multiples			Equity-Multiples	
	Umsatz	EBITDA	EBIT	Reingewinn	Buchwert Eigenkapital
Peer Group Multiple (Median)	2x	9.6x	13.1x	15x	2.6x
<i>Bandbreite Peer Group Multiple (Bereich, der 25% der Peer Group Firmen abdeckt)</i>	<i>1.8x bis 2.1x</i>	<i>9x bis 9.9x</i>	<i>12.8x bis 13.2x</i>	<i>14.3x bis 15.2x</i>	<i>2.1x bis 2.6x</i>
KMU-Abschlag	-30%	-30%	-30%	-40%	-40%
Verwendeter Multiple (adjustiert)	1.4x	6.8x	9.2x	9x	1.5x
<i>Multiple-Bandbreite (adjustiert)</i>	<i>1.3x bis 1.4x</i>	<i>6.3x bis 7x</i>	<i>8.9x bis 9.3x</i>	<i>8.6x bis 9.1x</i>	<i>1.3x bis 1.6x</i>
Schlüsselgrösse Bewertungsobjekt (Jahr 2020)	3'419	770	355	394	1'993
Bruttounternehmenswert (Entity Value)	4'781	5'197	3'263		
./. Finanzverbindlichkeiten	-1'867	-1'867	-1'867		
+ Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte	416	416	416	416	416
Nettounternehmenswert (Equity Value)	3'331	3'747	1'813	3'969	3'495
<i>Wertbandbreite Nettounternehmenswert</i>	<i>2'932 bis 3'477</i>	<i>3'378 bis 3'900</i>	<i>1'728 bis 1'838</i>	<i>3'799 bis 4'022</i>	<i>2'964 bis 3'509</i>

Multiples-Bewertung

Wertebereich der mittels Multiples ermittelten Unternehmenswerte



Multiples-Bewertung

Ableitung der Unternehmenswerte: Erläuterungen

Die Heinrich Malz AG wurde auf Basis nachfolgender Multiples bewertet: Umsatz, EBITDA, EBIT, Reingewinn und Buchwert des Eigenkapitals.

Die Multiples-Bewertung basiert auf den Multiplikatoren der Peer Group (Median). Um der eingeschränkten Handelbarkeit der Aktien der Heinrich Malz AG Rechnung zu tragen, wurde ein Illiquiditätsabschlag von 30% bis 40% auf den Multiples vorgenommen.

Diese adjustierten Multiples wurden auf ausgewählte Schlüsselkennzahlen der Heinrich Malz AG angewandt. Die Schlüsselgrößen wurden auf Basis des Jahres 2020 abgeleitet.

Bei den Entity-Multiples gelangt man durch Multiplikation der Multiples mit den Schlüsselgrößen des Bewertungsobjekts zuerst auf den betrieblichen Bruttounternehmenswert (Entity Value). Davon sind die Finanzverbindlichkeiten in Abzug zu bringen. Bei den Equity-Multiples gelangt man direkt auf den betrieblichen Nettounternehmenswert. In einem letzten Schritt sind bei beiden Multiples-Typen die nicht-betriebsnotwendigen Vermögenswerte noch zu addieren, um den Wert des Eigenkapitals (Nettounternehmenswert, Equity Value) zu erhalten.

Die Multiples-Bewertung liefert eine Bandbreite der

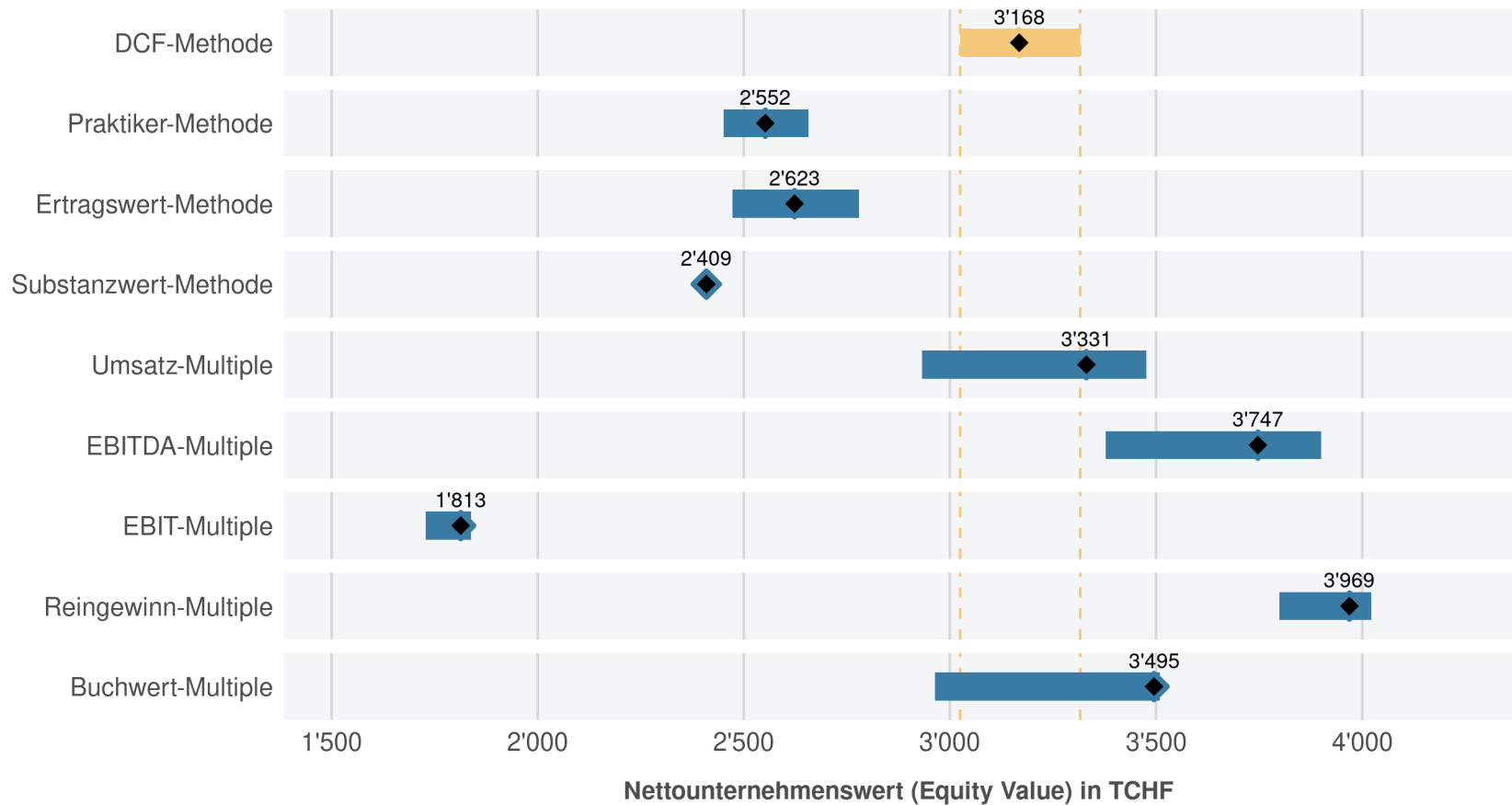
Nettounternehmenswerte der Heinrich Malz AG zwischen TCHF 1'813 und TCHF 3'969.

Bewertungsergebnis und Gesamtbeurteilung

- Schlussfolgerung

Bewertungsergebnis und Gesamtbeurteilung

Schlussfolgerung (1/3)



Schlussfolgerung (2/3)

Nachfolgend sind die berechneten Werte des Eigenkapitals (Nettounternehmenswerte, Equity Values) der Heinrich Malz AG per 31.12.2020 gemäss den angewandten Bewertungsverfahren (Methodenmix) zusammengefasst:

- **DCF-Methode: TCHF 3'168**
- **Praktiker-Methode: TCHF 2'552**
- **Ertragswert-Methode: TCHF 2'623**
- **Substanzwert-Methode: TCHF 2'409**
- **Umsatz-Multiple: TCHF 3'331**
- **EBITDA-Multiple: TCHF 3'747**
- **EBIT-Multiple: TCHF 1'813**
- **Reingewinn-Multiple: TCHF 3'969**
- **Buchwert-Multiple: TCHF 3'495**

Auf Basis der einzelnen Bewertungsverfahren ergibt sich eine Bandbreite von TCHF 1'813 bis TCHF 3'969 für den Wert des Eigenkapitals (Nettounternehmenswert) der Heinrich Malz AG. Die errechneten Eigenkapitalwerte enthalten dabei jeweils nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte von TCHF 416.

Die DCF-Methode ergibt einen Nettounternehmenswert von TCHF 3'168, bei einer Wertbandbreite von TCHF 3'025 bis TCHF 3'316.

Der Nettounternehmenswert gemäss Praktiker-Methode beträgt TCHF 2'552, bei einer Wertbandbreite von TCHF 2'451 bis TCHF 2'657.

Der auf Basis eines nachhaltigen Gewinns von TCHF 277 ermittelte Ertragswert beträgt TCHF 2'623, bei einer Wertbandbreite von TCHF 2'472 bis TCHF 2'780.

Der Substanzwert beträgt TCHF 2'409. Darin enthalten sind stille Reserven netto von TCHF 654.

Der durchschnittliche mittels Multiples ermittelte Nettounternehmenswert beträgt TCHF 3'271, bei einer Wertbandbreite von TCHF 1'813 bis TCHF 3'969.

Die berechneten Unternehmenswerte sind letztlich nur so gut wie die ihr zu Grunde liegenden Annahmen. Dabei gibt es nicht den «richtigen» Unternehmenswert, sondern nur mehr oder weniger plausible.

Als Hauptbewertungsmethode wurde die DCF-Methode festgelegt. Demnach beträgt der Nettounternehmenswert der Heinrich Malz AG TCHF 3'168 per 31.12.2020.

Bewertungsergebnis und Gesamtbeurteilung

Schlussfolgerung (3/3)

Wir haben die Bewertung nach bestem Wissen und Gewissen und auf Grundlage der erhaltenen Unterlagen und Informationen erstellt.

Ort, 23.11.2022

Bernhard Werter AG

Ueli Obacht, dipl. Wirtschaftsprüfer

Anhang

- A) Ist-Bilanz (extern/intern)
- B) Ist-Erfolgsrechnung (extern/intern)
- C) Ist- und Plan-Bilanz (intern)
- D) Ist- und Plan-Erfolgsrechnung (intern)
- E) Ist- und Plan-Geldflussrechnung (intern)
- F) Stille Reserven
- G) Nicht-betriebsnotwendige Werte
- H) ER-Normalisierungen
- I) Peer Group
- J) Peer Group Betas
- K) Peer Group Multiples

Anhang A

Ist-Bilanz der Heinrich Malz AG: Aktiven

in TCHF	2018				2019				2020			
	Extern	Stille Reserven	Nicht-betriebliche Werte	Intern	Extern	Stille Reserven	Nicht-betriebliche Werte	Intern	Extern	Stille Reserven	Nicht-betriebliche Werte	Intern
Flüssige Mittel und kurzfristig gehaltene Aktiven mit Börsenkurs	1'128	-	-828	300	465	-	-164	301	708	-	-407	301
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	321	-	-	321	326	-	-	326	383	-	-	383
Übrige kurzfristige Forderungen	52	-	-	52	38	-	-	38	28	-	-	28
Vorräte und nicht fakturierte Dienstleistungen	596	295	-	891	596	295	-	891	628	310	-	938
Aktive Rechnungsabgrenzungen	65	-	-	65	44	-	-	44	3	-	-	3
Umlaufvermögen	2'163	295	-828	1'630	1'469	295	-164	1'600	1'750	310	-407	1'653
Finanzanlagen	38	-	-	38	32	-	-	32	35	-	-	35
Beteiligungen	16	-	-	16	67	-	-	67	93	-	-	93
Mobile Sachanlagen	442	-	-13	429	507	-	-11	496	453	-	-9	444
Immobilien Sachanlagen	2'346	200	-	2'546	2'037	300	-	2'337	1'727	400	-	2'127
Immaterielle Werte	400	-	-	400	27	-	-	27	93	-	-	93
Anlagevermögen	3'242	200	-13	3'429	2'670	300	-11	2'959	2'402	400	-9	2'793
AKTIVEN	5'405	495	-841	5'059	4'139	595	-175	4'559	4'152	710	-416	4'446

Anhang A

Ist-Bilanz der Heinrich Malz AG: Passiven

in TCHF	2018				2019				2020			
	Extern	Stille Reserven	Nicht-betriebliche Werte	Intern	Extern	Stille Reserven	Nicht-betriebliche Werte	Intern	Extern	Stille Reserven	Nicht-betriebliche Werte	Intern
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	257	-	-	257	126	-	-	126	306	-	-	306
Kurzfristige verzinsliche Verbindlichkeiten	400	-	-	400	333	-	-	333	200	-	-	200
Übrige kurzfristige Verbindlichkeiten	733	-	-	733	67	-	-	67	87	-	-	87
Passive Rechnungsabgrenzungen und kurzfristige Rückstellungen	90	-	-	90	211	-	-	211	115	-	-	115
Kurzfristiges Fremdkapital	1'480	-	-	1'480	737	-	-	737	708	-	-	708
Langfristige verzinsliche Verbindlichkeiten	2'613	-	-	2'613	2'053	-	-	2'053	1'667	-	-	1'667
Übrige langfristige Verbindlichkeiten	7	-	-	7	9	-	-	9	11	-	-	11
Rückstellungen sowie vom Gesetz vorgesehene ähnliche Positionen	11	36	-	47	11	45	-	56	11	56	-	67
Langfristiges Fremdkapital	2'631	36	-	2'667	2'074	45	-	2'119	1'688	56	-	1'744
Fremdkapital	4'111	36	-	4'147	2'811	45	-	2'856	2'396	56	-	2'452
Grundkapital (Aktien-/Stammkapital)	100	-	-	100	100	-	-	100	100	-	-	100
Reserven und Gewinn-/Verlustvortrag	1'171	387	-873	685	1'037	459	-197	1'299	1'397	550	-448	1'499
Jahresgewinn/-verlust	23	73	32	128	190	91	22	303	259	104	32	394
Eigenkapital	1'294	459	-841	912	1'327	550	-175	1'703	1'755	654	-416	1'993
PASSIVEN	5'405	495	-841	5'059	4'139	595	-175	4'559	4'152	710	-416	4'446

Anhang B

Ist-Erfolgsrechnung der Heinrich Malz AG (1/2)

in TCHF	2018				2019				2020			
	Extern	Δ Stille Reserven	Bereini- gung	Intern	Extern	Δ Stille Reserven	Bereini- gung	Intern	Extern	Δ Stille Reserven	Bereini- gung	Intern
Betrieblicher Ertrag aus Lieferungen und Leistungen (Umsatz)	3'170	-	-	3'170	3'280	-	-	3'280	3'419	-1	-	3'419
Material- und Warenaufwand	-946	-20	-	-966	-935	-	-	-935	-955	15	-	-940
Bruttoergebnis nach Material- und Warenaufwand (Bruttogewinn I)	2'223	-20	-	2'203	2'345	-	-	2'345	2'464	14	-	2'479
Personalaufwand	-1'026	-	25	-1'001	-1'013	-	15	-998	-1'037	-	25	-1'012
Bruttoergebnis nach Personalaufwand (Bruttogewinn II)	1'197	-20	25	1'202	1'332	-	15	1'347	1'427	14	25	1'467
Übriger betrieblicher Aufwand	-655	-	5	-650	-653	-	5	-648	-712	-	5	-707
Betrieblicher Nebenerfolg	27	-	-	27	47	-	-	47	10	-	-	10
Betriebliches Ergebnis vor Finanzerfolg, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	569	-20	30	579	726	-	20	746	725	14	30	770
Wertberichtigungen Finanzanlagen	-9	-	-	-9	-11	-	-	-11	-12	-	-	-12
Wertberichtigungen Beteiligungen	-11	-	-	-11	-12	-	-	-12	-13	-	-	-13
Abschreibungen und Wertberichtigungen mobile Sachanlagen	-134	-	2	-132	-131	-	2	-129	-155	-	2	-153
Abschreibungen und Wertberichtigungen immobile Sachanlagen	-310	100	-	-210	-310	100	-	-210	-310	100	-	-210
Abschreibungen und Wertberichtigungen immaterielle Werte	-4	-	-	-4	-133	-	-	-133	-27	-	-	-27
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Positionen des Anlagevermögens	-468	100	2	-366	-597	100	2	-495	-517	100	2	-415
Betriebliches Ergebnis vor Finanzerfolg und Steuern (EBIT)	102	80	32	214	129	100	22	251	209	114	32	355

Anhang B

Ist-Erfolgsrechnung der Heinrich Malz AG (2/2)

in TCHF	2018				2019				2020			
	Extern	Δ Stille Reserven	Bereini- gung	Intern	Extern	Δ Stille Reserven	Bereini- gung	Intern	Extern	Δ Stille Reserven	Bereini- gung	Intern
Betriebliches Ergebnis vor Finanzerfolg und Steuern (EBIT)	102	80	32	214	129	100	22	251	209	114	32	355
Finanzaufwand	-98	-	-	-98	-43	-	-	-43	-39	-	-	-39
Finanzertrag	0	-	-	0	0	-	-	0	0	-	-	0
Betriebliches Ergebnis vor Steuern	5	80	32	117	86	100	22	208	170	114	32	316
Betriebsfremder Erfolg	1	-	-	1	67	-	-	67	81	-	-	81
Ausserordentlicher, einmaliger oder periodenfremder Erfolg	36	-	-	36	57	-	-	57	28	-	-	28
Jahresergebnis vor Steuern (EBT)	42	80	32	154	209	100	22	331	278	114	32	425
Direkte Steuern	-19	-7	-	-26	-19	-9	-	-28	-20	-11	-	-30
Jahresgewinn/-verlust	23	73	32	128	190	91	22	303	259	104	32	394

Anhang C

Ist- und Plan-Bilanz (intern) der Heinrich Malz AG: Aktiven

in TCHF	Ist					Plan				
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flüssige Mittel und kurzfristig gehaltene Aktiven mit Börsenkurs	-	-	300	301	301	727	418	523	627	730
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-	-	321	326	383	434	400	412	423	430
Übrige kurzfristige Forderungen	-	-	52	38	28	48	45	46	47	48
Vorräte und nicht fakturierte Dienstleistungen	-	315	891	891	938	1'192	1'098	1'133	1'160	1'180
Aktive Rechnungsabgrenzungen	-	-	65	44	3	60	55	57	58	59
Umlaufvermögen	-	315	1'630	1'600	1'653	2'461	2'016	2'171	2'315	2'446
Finanzanlagen	-	-	38	32	35	32	35	34	33	32
Beteiligungen	-	-	16	67	93	118	92	102	111	118
Mobile Sachanlagen	-	-	429	496	444	384	360	370	378	384
Immobilie Sachanlagen	-	100	2'546	2'337	2'127	1'337	1'752	1'601	1'463	1'337
Immaterielle Werte	-	-	400	27	93	177	135	154	168	177
Anlagevermögen	-	100	3'429	2'959	2'793	2'049	2'373	2'261	2'152	2'049
AKTIVEN	-	415	5'059	4'559	4'446	4'509	4'389	4'431	4'467	4'495

Anhang C

Ist- und Plan-Bilanz (intern) der Heinrich Malz AG: Passiven

in TCHF	Ist					Plan				
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-	-	257	126	306	326	301	310	318	323
Kurzfristige verzinsliche Verbindlichkeiten	-	-	400	333	200	307	307	307	307	307
Übrige kurzfristige Verbindlichkeiten	-	-	733	67	87	107	99	102	104	106
Passive Rechnungsabgrenzungen und kurzfristige Rückstellungen	-	-	90	211	115	249	230	237	243	247
Kurzfristiges Fremdkapital	-	-	1'480	737	708	990	936	956	971	983
Langfristige verzinsliche Verbindlichkeiten	-	-	2'613	2'053	1'667	1'247	1'247	1'247	1'247	1'247
Übrige langfristige Verbindlichkeiten	-	-	7	9	11	13	12	12	13	13
Rückstellungen sowie vom Gesetz vorgesehene ähnliche Positionen	-	28	47	56	67	71	65	67	69	70
Langfristiges Fremdkapital	-	28	2'667	2'119	1'744	1'331	1'324	1'326	1'328	1'330
Fremdkapital	-	28	4'147	2'856	2'452	2'320	2'260	2'282	2'300	2'313
Grundkapital (Aktien-/Stammkapital)	-	-	100	100	100	100	100	100	100	100
Reserven und Gewinn-/Verlustvortrag	-	-	685	1'299	1'499	1'743	1'743	1'743	1'743	1'743
Jahresgewinn/-verlust	-	387	128	303	394	346	287	307	325	340
Eigenkapital	-	387	912	1'703	1'993	2'189	2'129	2'149	2'167	2'182
PASSIVEN	-	415	5'059	4'559	4'446	4'509	4'389	4'431	4'467	4'495

Anhang D

Ist- und Plan-Erfolgsrechnung (intern) der Heinrich Malz AG (1/2)

in TCHF	Ist					Plan				
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Betrieblicher Ertrag aus Lieferungen und Leistungen (Umsatz)	-	11	3'170	3'280	3'419	4'128	3'804	3'923	4'018	4'087
Material- und Warenaufwand	-	315	-966	-935	-940	-1'227	-1'130	-1'166	-1'194	-1'215
Bruttoergebnis nach Material- und Warenaufwand (Bruttogewinn I)	-	326	2'203	2'345	2'479	2'901	2'673	2'757	2'824	2'873
Personalaufwand	-	-	-1'001	-998	-1'012	-1'256	-1'157	-1'193	-1'222	-1'243
Bruttoergebnis nach Personalaufwand (Bruttogewinn II)	-	326	1'202	1'347	1'467	1'646	1'516	1'564	1'602	1'629
Übriger betrieblicher Aufwand	-	-	-650	-648	-707	-846	-780	-804	-824	-838
Betrieblicher Nebenerfolg	-	-	27	47	10	18	16	17	17	17
Betriebliches Ergebnis vor Finanzerfolg, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	-	326	579	746	770	817	753	777	796	809
Wertberichtigungen Finanzanlagen	-	-	-9	-11	-12	-11	-12	-11	-11	-11
Wertberichtigungen Beteiligungen	-	-	-11	-12	-13	-19	-15	-16	-18	-19
Abschreibungen und Wertberichtigungen mobile Sachanlagen	-	-	-132	-129	-153	-125	-117	-120	-123	-125
Abschreibungen und Wertberichtigungen immobile Sachanlagen	-	100	-210	-210	-210	-126	-165	-151	-138	-126
Abschreibungen und Wertberichtigungen immaterielle Werte	-	-	-4	-133	-27	-77	-59	-67	-73	-77
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Positionen des Anlagevermögens	-	100	-366	-495	-415	-358	-367	-366	-363	-358
Betriebliches Ergebnis vor Finanzerfolg und Steuern (EBIT)	-	426	214	251	355	459	386	411	433	451

Anhang D

Ist- und Plan-Erfolgsrechnung (intern) der Heinrich Malz AG (2/2)

in TCHF	Ist					Plan				
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Betriebliches Ergebnis vor Finanzerfolg und Steuern (EBIT)	-	426	214	251	355	459	386	411	433	451
Finanzaufwand	-	-	-98	-43	-39	-34	-34	-34	-34	-34
Finanzertrag	-	-	0	0	0	0	0	0	0	0
Betriebliches Ergebnis vor Steuern	-	426	117	208	316	426	352	377	399	418
Betriebsfremder Erfolg	-	-	1	67	81	-	-	-	-	-
Ausserordentlicher, einmaliger oder periodenfremder Erfolg	-	-	36	57	28	-	-	-	-	-
Jahresergebnis vor Steuern (EBT)	-	426	154	331	425	426	352	377	399	418
Direkte Steuern	-	-40	-26	-28	-30	-79	-66	-70	-74	-78
Jahresgewinn/-verlust	-	387	128	303	394	346	287	307	325	340

Anhang E

Ist- und Plan-Geldflussrechnung (intern) der Heinrich Malz AG

in TCHF	Ist				Plan				
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Operativer Geldfluss vor Veränderung Nettoumlaufvermögen	315	519	810	821	711	647	675	689	699
Geldfluss aus Geschäftstätigkeit	-	584	164	872	504	730	645	665	681
Geldfluss aus Investitionstätigkeit	-	-3'695	-24	-249	386	-691	-254	-254	-254
Geldfluss aus Finanzierungstätigkeit	-	3'411	-140	-624	-464	-346	-287	-307	-325
Veränderung der flüssigen Mittel	-	300	0	-0	426	-308	104	104	103
Flüssige Mittel per Beginn des Berichtsjahres	-	-	300	301	301	727	418	523	627
Flüssige Mittel per Ende des Berichtsjahres	-	300	301	301	727	418	523	627	730
Veränderung der flüssigen Mittel	-	300	0	-0	426	-308	104	104	103

Anhang F

Stille Reserven der Heinrich Malz AG

in TCHF	Korrespondierende Bilanzposition	Korrespondierende Erfolgsrechnungsposition	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Warendrittel	Vorräte und nicht fakturierte Dienstleistungen	Material- und Warenaufwand	-	-	315	295	295	310
Garantierrückstellungen	Rückstellungen sowie vom Gesetz vorgesehene ähnliche Positionen	Betrieblicher Ertrag aus Lieferungen und Leistungen (Umsatz)	-	-	11	11	11	11
Zu hohe Abschreibungen auf Immobilien	Immobilie Sachanlagen	Abschreibungen und Wertberichtigungen immobile Sachanlagen	-	-	100	200	300	400
Stille Reserven brutto			-	-	426	506	606	721
Latente Steuern @ 9.28% (50% des Unternehmenssteuersatzes von 18.55%)	Rückstellungen sowie vom Gesetz vorgesehene ähnliche Positionen	Direkte Steuern	-	-	-40	-47	-56	-67
Stille Reserven netto			-	-	387	459	550	654
Veränderung der stillen Reserven			-	-	387	73	91	104

Anhang G

Nicht-betriebliche Werte der Heinrich Malz AG

<i>in TCHF</i>	Bilanzposition	2016	2017	2018	2019	2020	in Bewertung zu berücksichti- gen
Überschüssige Liquidität	Flüssige Mittel und kurzfristig gehaltene Aktiven mit Börsenkurs	-	-	828	164	407	Ja
Privates Fahrzeug	Mobile Sachanlagen	-	-	13	11	9	Ja
Total nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte		-	-	841	175	416	
<i>davon in Bewertung nicht zu berücksichtigen</i>		-	-	-	-	-	
<i>davon in Bewertung zu berücksichtigen</i>		-	-	841	175	416	

Anhang H

ER-Normalisierungen der Heinrich Malz AG

<i>in TCHF</i>	Erfolgsrechnungsposition	2016	2017	2018	2019	2020
Überhöhter Lohn für die Geschäftsführung	Personalaufwand	-	-	25	15	25
Repräsentationsspesen	Übriger betrieblicher Aufwand	-	-	5	5	5
Abschreibung privates Fahrzeug	Abschreibungen und Wertberichtigungen mobile Sachanlagen	-	-	2	2	2
Total der ER-Bereinigungen		-	-	32	22	32

Anhang I

Peer Group der Heinrich Malz AG: Basisdaten

Unternehmung	Land	Industrie (GICS Level 4)	Referenz- währung	Markt- kapitali- sierung (Mio.)	Umsatz (Mio.)	Bilanz- summe (Mio.)	Anzahl Mitarbei- tende (FTE)	Stichtag Markt- kapitali- sierung	Datum Geschäfts- bericht
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Belgien	Brauereien	EUR	105'896	49'134	196'907	169'339	18.03.2022	31.12.2021
BHB Brauholding Bayern-Mitte AG	Deutschland	Erfrischungsgetränke	EUR	8	12	14	72	18.03.2022	31.12.2020
Carlsberg A/S	Dänemark	Erfrischungsgetränke	DKK	115'104	66'634	126'383	39'000	18.03.2022	31.12.2021
C&C Group plc	Irland	Erfrischungsgetränke	EUR	1'014	737	1'336	2'653	18.03.2022	28.02.2021
Harboes Bryggeri A/S	Dänemark	Erfrischungsgetränke	DKK	324	1'328	1'141	517	18.03.2022	30.04.2021
Heineken N.V.	Niederlande	Erfrischungsgetränke	EUR	50'078	21'941	48'850	81'070	19.03.2022	31.12.2021
Olvi Oyj	Finnland	Brauereien	EUR	757	462	490	2'111	19.03.2022	31.12.2021
Ottakringer Getränke AG	Österreich	Erfrischungsgetränke	EUR	343	179	201	770	18.03.2022	31.12.2020
Royal Unibrew A/S	Dänemark	Brauereien	DKK	31'406	8'746	10'914	2'890	19.03.2022	31.12.2021
Constellation Brands Inc	Vereinigte Staaten (USA)	Brennereien & Winzer	USD	41'573	8'615	27'105	9'300	18.03.2022	28.02.2021
Molson Coors Beverage Company	Vereinigte Staaten (USA)	Brauereien	USD	11'180	10'280	27'619	16'300	19.03.2022	31.12.2021

Min	8	12	14	72
Mittelwert	32'517	15'279	40'087	29'457
Median	11'180	8'615	10'914	2'890
Max	115'104	66'634	196'907	169'339
Anzahl	11	11	11	11

Anhang I

Peer Group der Heinrich Malz AG: Schlüsselkennzahlen

Unternehmung	Land	Umsatz- wachstum (CAGR, 4 Jahre)	Brutto- gewinn- marge	EBITDA- Marge	EBIT- Marge	Rein- gewinn- marge	Rendite auf investiertem Kapital (ROIC)	Eigen- kapital- rendite (ROE)	Kapital- umschlag	Datum Geschäfts- bericht
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Belgien	-0.90%	57.47%	34.00%	26.05%	11.26%	7.50%	8.94%	0.24	31.12.2021
BHB Brauholding Bayern-Mitte AG	Deutschland	-5.74%	60.41%	7.25%	-5.43%	-4.59%	-4.47%	-5.38%	0.89	31.12.2020
Carlsberg A/S	Dänemark	1.80%	47.01%	22.17%	15.57%	12.02%	13.06%	19.24%	0.54	31.12.2021
C&C Group plc	Irland	3.16%	23.72%	-3.83%	-8.01%	-14.18%	-6.39%	-20.87%	0.53	28.02.2021
Harboes Bryggeri A/S	Dänemark	-1.79%	16.78%	6.74%	0.11%	0.12%	0.15%	0.25%	1.13	30.04.2021
Heineken N.V.	Niederlande	0.06%	38.31%	21.60%	13.55%	16.11%	7.52%	22.99%	0.56	31.12.2021
Olvi Oyj	Finnland	7.57%	41.73%	18.73%	12.89%	10.46%	16.24%	17.30%	1.02	31.12.2021
Ottakringer Getränke AG	Österreich	-5.00%	55.72%	6.90%	-3.89%	-2.87%	-4.15%	-6.86%	0.86	31.12.2020
Royal Unibrew A/S	Dänemark	7.27%	48.66%	23.24%	18.89%	14.84%	18.76%	39.11%	0.91	31.12.2021
Constellation Brands Inc	Vereinigte Staaten (USA)	4.12%	51.84%	35.81%	32.40%	23.58%	8.63%	15.79%	0.32	28.02.2021
Molson Coors Beverage Company	Vereinigte Staaten (USA)	-1.60%	39.43%	21.80%	14.15%	9.81%	5.32%	7.82%	0.37	31.12.2021

Min	-5.74%	16.78%	-3.83%	-8.01%	-14.18%	-6.39%	-20.87%	0.24
Mittelwert	0.81%	43.74%	17.67%	10.57%	6.96%	5.65%	8.94%	0.67
Median	0.06%	47.01%	21.60%	13.55%	10.46%	7.50%	8.94%	0.56
Max	7.57%	60.41%	35.81%	32.40%	23.58%	18.76%	39.11%	1.13
Anzahl	11	11	11	11	11	11	11	11

Anhang I

Peer Group der Heinrich Malz AG: Multiples

Unternehmung	Land	Umsatz- Multiple	EBITDA- Multiple	EBIT- Multiple	Reingewinn- Multiple	Buchwert- Multiple	Stichtag Markt- kapitali- sierung	Datum Geschäfts- bericht
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Belgien	3.5x	10.3x	13.4x	19.1x	1.7x	18.03.2022	31.12.2021
BHB Brauholding Bayern-Mitte AG	Deutschland	0.6x	8.9x			0.8x	18.03.2022	31.12.2020
Carlsberg A/S	Dänemark	2.0x	9.0x	12.8x	14.4x	2.6x	18.03.2022	31.12.2021
C&C Group plc	Irland	1.9x				2.3x	18.03.2022	28.02.2021
Harboes Bryggeri A/S	Dänemark	0.3x	4.6x	11.2x	1.9x	0.5x	18.03.2022	30.04.2021
Heineken N.V.	Niederlande	2.8x	13.2x	21.0x	14.2x	2.9x	19.03.2022	31.12.2021
Olvi Oyj	Finnland	1.6x	8.7x	12.7x	15.7x	2.6x	19.03.2022	31.12.2021
Ottakringer Getränke AG	Österreich	2.2x	32.5x			5.1x	18.03.2022	31.12.2020
Royal Unibrew A/S	Dänemark	4.0x	17.2x	21.2x	24.2x	9.4x	19.03.2022	31.12.2021
Constellation Brands Inc	Vereinigte Staaten (USA)	6.0x	16.7x	18.5x	20.5x	3.1x	18.03.2022	28.02.2021
Molson Coors Beverage Company	Vereinigte Staaten (USA)	1.7x	7.9x	12.2x	11.1x	0.8x	19.03.2022	31.12.2021

Min	0.3x	4.6x	11.2x	1.9x	0.5x
Mittelwert	2.4x	12.9x	15.4x	15.1x	2.9x
Median	2.0x	9.6x	13.1x	15.0x	2.6x
Max	6.0x	32.5x	21.2x	24.2x	9.4x
Anzahl	11	10	8	8	11

Anhang J

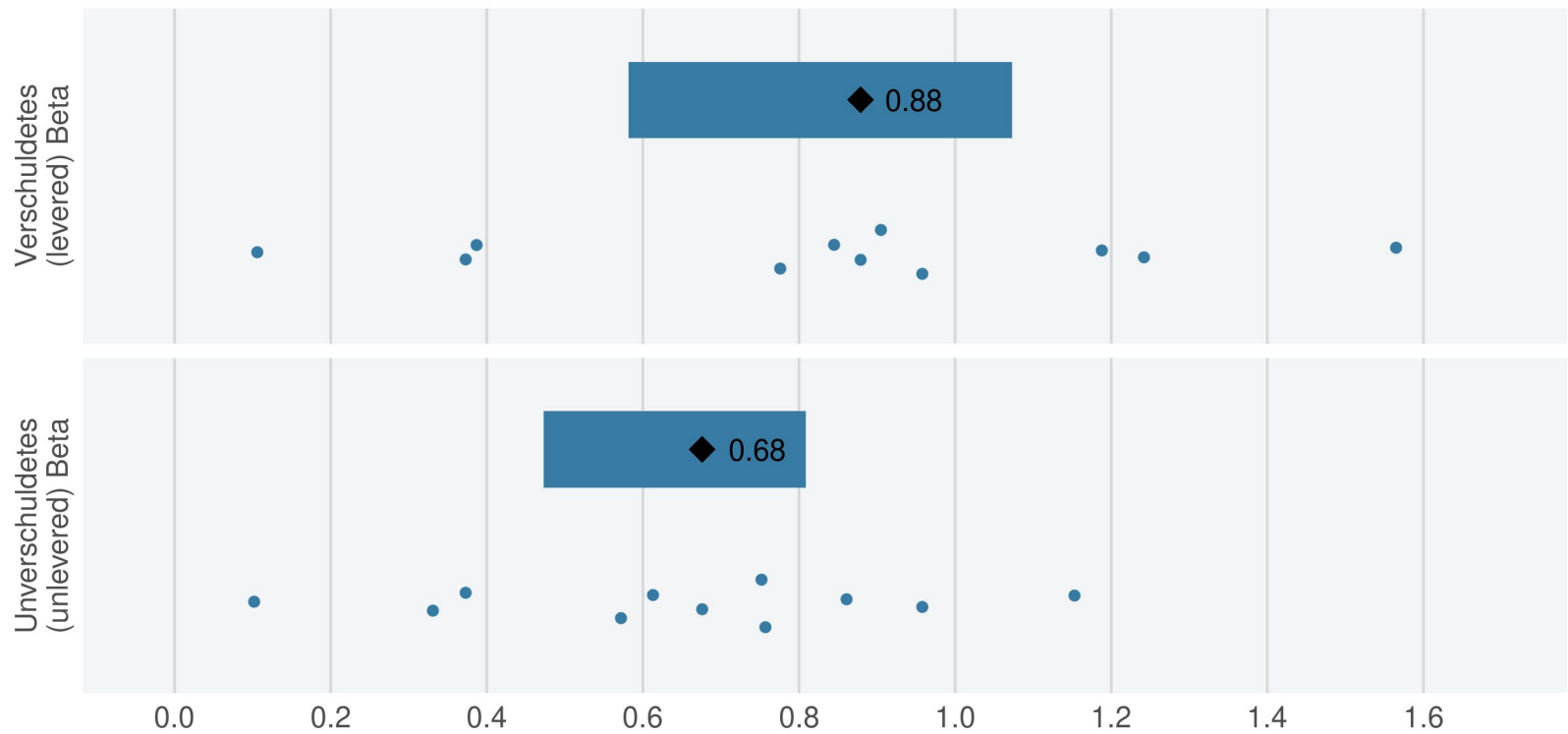
Peer Group der Heinrich Malz AG: Betas

Unternehmung	Land	Verschuldetes (levered) Beta (60 Monate)	Verschul- dungsgrad (FK/EK zu Marktwerten)	Unverschuldetes (unlevered) Beta (60 Monate)	R ² Beta	t-Wert Beta	Aktienmarkt für Betaschätzung
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Belgien	1.24	0.64	0.76	0.54	8.31	Belgian 20 Index
BHB Brauholding Bayern-Mitte AG	Deutschland	0.11	0.03	0.10	0.02	1.13	DAX Composite Index
Carlsberg A/S	Dänemark	0.88	0.17	0.75	0.35	5.64	OMX Copenhagen 20 Index
C&C Group plc	Irland	1.57	0.36	1.15	0.44	6.72	FTSE 100 Index
Harboes Bryggeri A/S	Dänemark	0.78	0.27	0.61	0.20	3.84	OMX Copenhagen 20 Index
Heineken N.V.	Niederlande	0.85	0.25	0.68	0.40	6.25	AEX Index
Olvi Oyj	Finnland	0.37	-	0.37	0.13	2.92	OMX Helsinki 25 Index
Ottakringer Getränke AG	Österreich	0.39	0.17	0.33	0.12	2.67	Austrian Traded Index (ATX)
Royal Unibrew A/S	Dänemark	0.96	0.11	0.86	0.29	4.82	OMX Copenhagen 20 Index
Constellation Brands Inc	Vereinigte Staaten (USA)	1.19	0.24	0.96	0.49	7.49	S&P 500 Index
Molson Coors Beverage Company	Vereinigte Staaten (USA)	0.91	0.58	0.57	0.23	4.15	S&P 500 Index

Min	0.11	-	0.10	0.02	1.13
Mittelwert	0.84	0.26	0.65	0.29	4.90
Median	0.88	0.24	0.68	0.29	4.82
Max	1.57	0.64	1.15	0.54	8.31
Anzahl	11	11	11	11	11

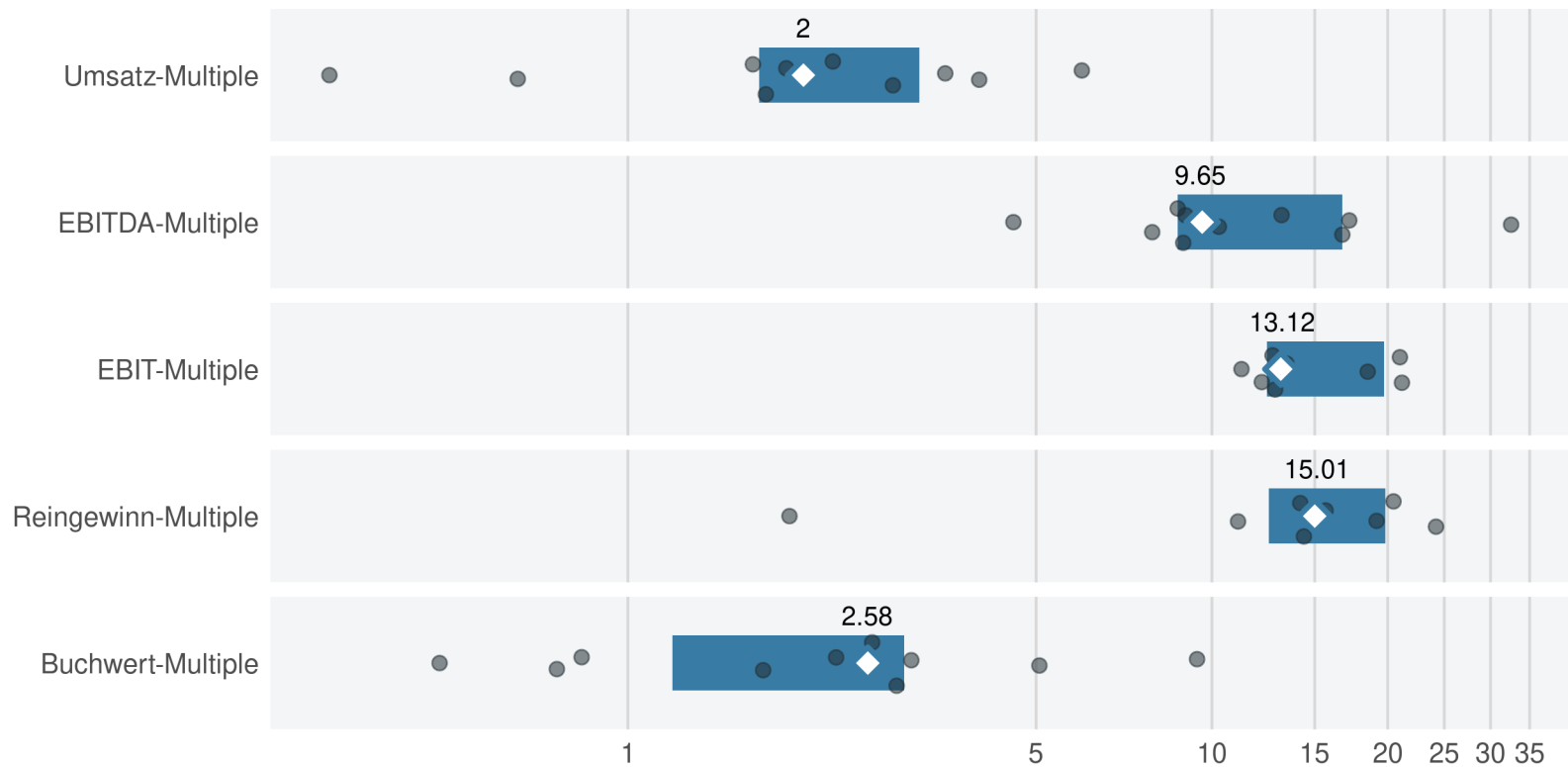
Anhang J

Peer Group Betas (verschuldet/unverschuldet)



Anhang K

Peer Group Multiples



Disclaimer

Auftragsbeschränkung

Bei unseren Arbeiten haben wir uns auf die zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Unterlagen gestützt. Eine über Plausibilitätsprüfungen hinausgehende Prüfung haben wir nicht vorgenommen, insbesondere keine Revision oder Due Diligence durchgeführt. Unsere Verantwortung beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der Unterlagen, deren Inhalte wir in Gesprächen mit dem Management kritisch hinterfragt haben. Eine physische Inspektion des Bewertungsobjekts haben wir nicht durchgeführt und insbesondere an keiner Inventur teilgenommen oder solche Handlungen selber vorgenommen. Weiter stützen wir uns auf die abgegebene Vollständigkeitserklärung, in der die Vertreter des Bewertungsobjekts versichern, dass sie sich keiner Tatsachen und Umstände bewusst sind, wodurch die zur Verfügung gestellten Informationen unvollständig, unrichtig oder irreführend wären. Bezüglich der Bewertung der nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile haben wir keine eigenen Bewertungsüberlegungen angestellt, sondern uns auf die Bilanzwerte bzw. Gutachten und Wertüberlegungen sachverständiger Dritter abgestützt. Diese sind im Gutachten benannt und hervorgehoben.

Stichtag

Die enthaltenen Informationen, Überlegungen und Berechnungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung des Gutachtens und können deshalb Änderungen unterliegen. Für die Bewertung sind – sofern nicht anders vermerkt – die Wertverhältnisse und Kapitalmarktdaten per Bewertungsstichtag relevant.

Publizität

Das vorliegende Bewertungsgutachten ist ausschliesslich für den Auftraggeber und den genannten Bewertungszweck bestimmt. Im Rahmen dieses Bewertungszweckes darf das Bewertungsgutachten als Ganzes an Dritte weitergegeben werden. Eine Verwendung für sonstige Zwecke ist nicht erlaubt. Dritten gegenüber wird jedwede Haftung abgelehnt. Die Haftung aufgrund zwingender gesetzlicher Grundlagen bleibt davon unberührt.



Bernhard Werter AG
Treuhand – Revision – Beratung

Kontakt

Bernhard Werter AG
An der stillen Reserve 48
5600 Lenzburg
062 600 39 00

info@werterag.ch
www.werterag.ch