

Fairness Opinion: Escor Casinos & Entertainment SA

16. September 2011

Persönlich / Vertraulich

Louis Siegrist

Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 2131

M +41 58 289 2131

F +41 58 286 3004

E louis.siegrist@ch.ey.com

Marc Filleux

Senior Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 3660

M +41 58 289 3660

F +41 58 286 3004

E marc.filleux@ch.ey.com

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|-------------------|--|
| 1HJ 2011 | Erstes Halbjahr 2011 |
| AG | Aktiengesellschaft |
| CAPM | Capital Asset Pricing Model |
| Casino Montenegro | Casino Promotion Montenegro d.o.o. |
| CHF | Schweizer Franken |
| D.o.o. | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| DCF | Discounted Cashflow |
| EBIT | Gewinn vor Zinsen und Steuern (engl.: Earnings before interest and taxes) |
| EBITDA | Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisierungen (engl.: Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) |
| EK | Eigenkapital |
| Escor | Escor Casinos & Entertainment SA, Industriestrasse 34, CH-3186 Düringen |
| EUR | Euro |
| FK | Fremdkapital |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| Highlight | Highlight Communications AG, Netzbodenstrasse 23b, CH-4133 Pratteln |
| Mio. | Millionen |
| Mrd. | Milliarden |
| n.a. | nicht erhältlich |
| NOPAT | Operativer Gewinn vor Zinsen nach Steuern (engl.: Net operating profit after taxes) |
| Pokermania | Pokermania GmbH, Bonner Str. 271, 50968 Köln |
| SA | Aktiengesellschaft (franz.: Société anonyme) |
| Stk. | Stück |
| VWAP | Volumengewichteter Durchschnittskurs (Volume-weighted average price) |
| WACC | Weighted Average Cost of Capital |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----------|
| Einleitung | 1 |
| <hr/> | |
| 1. Ausgangslage | 2 |
| 2. Auftrag und Beurteilungsvorgehen..... | 3 |
| Unternehmensbeschreibung | 5 |
| <hr/> | |
| 3. Unternehmen | 6 |
| 4. Finanzergebnis | 8 |
| 5. Branche | 9 |
| Bewertungsvorgehen | 10 |
| <hr/> | |
| 6. Bewertungsvorgehen | 11 |
| Wertüberlegungen | 13 |
| <hr/> | |
| 7. Analyse des Aktienkurses | 14 |
| 8. Casino Handel | 16 |
| 9. Pokermania..... | 21 |
| 10. Casino Promotion Montenegro | 28 |
| 11. Vermögenswerte der Gruppe | 29 |
| 12. Synthese..... | 30 |
| Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion | 31 |
| <hr/> | |
| 13. Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion..... | 32 |
| Anhang | 33 |
| <hr/> | |
| 14. Beurteilungsgrundlagen..... | 34 |
| 15. Vergleichsgruppe zur Herleitung des Betas und der Kapitalstruktur | 35 |

Einleitung

1. Ausgangslage
2. Auftrag und Beurteilungsvorgehen

Ausgangslage

Ausgangslage

- ▶ Die Escor Casinos und Entertainment SA (Escor oder Zielgesellschaft) ist eine nach schweizerischem Recht eingetragene Gesellschaft mit Sitz in Düringen, Kanton Freiburg.
- ▶ Die Inhaberaktien von Escor sind seit 1987 an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert (Reuters Ticker: ESRI).
- ▶ Per 16. September 2011 existieren 1'237'286 kotierte Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 9 pro Aktie. Der Free Float gemäss SIX Swiss Exchange ist 41.78%. 16'017 Aktien werden durch Escor selbst gehalten.
- ▶ Darüber hinaus bestehen 535 nicht kotierte Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 3.6 pro Aktie.
- ▶ Die Highlight Communications AG (Highlight oder Anbieter) ist eine börsenkotierte Gesellschaft mit Sitz in Pratteln, Kanton Basel.
- ▶ Am 16. September 2011 hat Highlight ein Übernahmeangebot für Escor abgegeben (Angebot). Das Angebot umfasst sämtliche kotierten Inhaberaktien von Escor. Die 535 nicht kotierten Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 3.6 sind nicht Bestandteil des Angebots.
- ▶ Das Angebot von Highlight für die ausstehenden Aktien von Escor besteht aus einer Barzahlung von CHF 17.5 je Aktie mit einem Nennwert von CHF 9.

Auftrag und Beurteilungsvorgehen

Auftrag

- ▶ Der Verwaltungsrat von Escor (Verwaltungsrat) hat die Ernst & Young AG Schweiz (Ernst & Young oder uns) mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt. Die Fairness Opinion dient der Überprüfung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Highlight.
- ▶ Die Fairness Opinion soll als neutrale Meinung den Mitgliedern des Verwaltungsrats und den Publikumsaktionären von Escor die Sicherheit geben, dass der offerierte Kaufpreis je Inhaberaktie aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.
- ▶ Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Die Fairness Opinion enthält keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann und macht auch keine Aussage über den zukünftigen Wert einer Escor Aktie und den Preis, zu welchem im Kaufangebot nicht angediente Escor Aktien zukünftig gehandelt werden können.
- ▶ Da unsere Bewertung weitgehend auf den Angaben der Gesellschaft beruht, beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen. Des Weiteren wurde uns von Escor bestätigt, dass sich Escor keiner Tatsachen oder Umständen bewusst ist, gemäss welchen die zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären.
- ▶ Die Fairness Opinion darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

Auftrag und Beurteilungsvorgehen

Beurteilungsvorgehen

- ▶ Ernst & Young stellte für die finanzielle Beurteilung des Kaufangebots für die Escor Inhaberaktien eigene Wertüberlegungen an. Im wesentlichen sind folgende Arbeitsschritte Bestandteil dieser Fairness Opinion:
 - Relevante Informationen anfordern;
 - Analyse der von Escor erhaltenen Informationen;
 - Durchführung von Interviews mit den verantwortlichen Personen (Verwaltungsrat und Geschäftsführung von Escor);
 - Bewertungsüberlegungen zu Escor mittels angemessenen Bewertungsmethoden; und
 - Beurteilung des Angebots durch ein Fairness Opinion Komitee von Ernst & Young.
- ▶ Die vorliegende Fairness Opinion wurde von uns aus der Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt. Individuelle steuerliche und andere Effekte als Folge einer Annahme des Kaufangebots auf Seiten der Aktionäre wurden in dieser Analyse nicht berücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Voraussetzungen der Aktionäre nicht möglich.

Unternehmensbeschreibung

3. Unternehmen
4. Finanzergebnis
5. Branche

Unternehmen

Escor

Quelle: Escor



* in Liquidation

** zur Veräusserung gehaltener Vermögenswert

Unternehmenslogo

Quelle: Escor



Escor

- ▶ Escor ist ein international tätiges Unternehmen, das am 31. Oktober 1973 im Kanton Freiburg gegründet wurde und zurzeit rund 8 Personen beschäftigt.
- ▶ Per 30. Juni 2011 sind folgende Gesellschaften Teil von Escor:
 - Escor Casinos und Entertainment SA (Holding);
 - Escor Automaten AG (100%, vollkonsolidiert);
 - Pokermania GmbH (50.004% Beteiligung, vollkonsolidiert);
 - Casino Zürich AG (36.5% Beteiligung); und
 - Casino Promotion Montenegro d.o.o (100%, zur Veräusserung gehaltener Vermögenswert).
- ▶ Gegenüber dem Geschäftsjahr 2010 sind folgende Änderungen zu erwähnen:
 - Die Casino Promotion AG (inaktive Gesellschaft) wurde per 30. Dezember 2010 veräussert.
 - Die Beteiligung (36.5%) an der Casino Locarno SA wurde am 20. Dezember 2010 abgestossen.

Geschäftstätigkeit

- ▶ Escor ist gegenwärtig in den vier Geschäftsfeldern Casino Handel, Spielautomatenentwicklung, Casinobetrieb und Social Media tätig.

Casino Handel

- ▶ Mit dem Vertrieb und der Wartung der Produktlinien der österreichischen Austrian Gaming Industries GmbH und der spanischen Unidesa etablierte die Escor Automaten AG zwei bekannte Angebotspaletten im Schweizer Casinoautomatenmarkt. Im Februar 2011 wurde das Portfolio mit den Produkten des Gold Clubs aus Slowenien ergänzt. Die Hauptabnehmer der Escor Automaten AG sind Schweizer Casinos. Der Bereich Vertrieb umfasst drei Vollzeitstellen.

Spielautomatenentwicklung

- ▶ Zudem werden eigene Automaten entwickelt. Aktuell wird ein Prototyp für ein Geschicklichkeitsspiel entwickelt, der im nächsten Jahr auf den Markt kommen soll.
- ▶ Der Bereich Entwicklung ist lediglich mit einer Vollzeitstelle besetzt und als marginal zu bezeichnen.

Casinobetrieb

- ▶ Im Bereich Casinobetrieb wurden in den vergangenen Jahren verschiedene Projekte in Zürich, Neuenburg und Montenegro entwickelt. Zudem hielt Escor eine Beteiligung an der Casino Locarno SA.
- ▶ Aufgrund der für Escor negativen Konzessionsentscheide in Neuenburg und Zürich und den finanziellen Schwierigkeiten in Montenegro wird der Bereich Casinobetrieb zukünftig keine entscheidende Rolle mehr spielen.
 - Die Casino Zürich AG wird als Folge der Nichtzuteilung der Casinokonzession liquidiert. Für die anteiligen Restrukturierungskosten von CHF 0.3 Mio. wurden Rückstellungen gebildet. Die mit dem Konzessionsgesuch verbundene Zahlung von CHF 7.3 Mio. wurde per 10. August 2011 an die Escor zurückbezahlt.
 - Escor hat am 21. Juli 2010 das Grand Swiss Casino in der Hafenstadt Bar in Montenegro eröffnet. Der Betrieb war jedoch bis dato nicht profitabel. Gemäss Management soll das Unternehmen Casino Promotion Montenegro d.o.o. (Casino Montenegro) deshalb veräussert werden. Das Management hat diesbezüglich Massnahmen eingeleitet, um die Betriebskosten zu senken und die Verkaufsbemühungen zu intensivieren.

Social Media

- ▶ Mit der Pokermania GmbH mit Sitz in Köln (Pokermania) will sich Escor in Zukunft im Bereich Social Media etablieren. Per 13. Mai 2011 hat Escor ein 50.004% Anteil an dem jungen Wachstumsunternehmen erworben.
- ▶ Pokermania ist spezialisiert auf die Entwicklung und den Vertrieb von Pokersoftware. Pokermania ist vorwiegend im Geschäftskundenbereich tätig. Zudem betreiben sie eine eigene Internet-Plattform.
- ▶ Aktuell bieten sie ihre Dienstleistungen und Produkte über zwei unterschiedliche Geschäftsmodelle an:
 - Modell 1: Fixe Einnahmen aus der Entwicklung von spezifischer Software für Dritte und daraus entstehende Erträge aus Wartung und Weiterentwicklung; und
 - Modell 2: Entwicklung von spezifischer Software für Dritte, wobei Pokermania mit einem variablen Anteil an den Erträgen der Internetspielplattform beteiligt ist.
- ▶ Ab 2012 ist geplant, ausschliesslich auf Modell 2 umzustellen. Dadurch erhofft sich das Management, nachhaltig mit höheren Margen am wirtschaftlichen Erfolg der Partner partizipieren zu können.

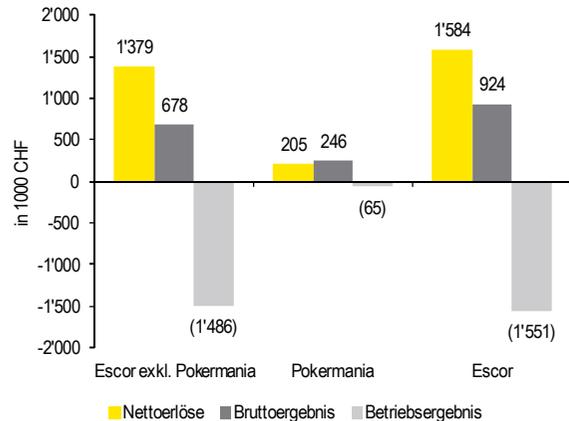
Fazit

Für eine zukunftsgerichtete Bewertung von Escor sind die Bereiche Social Media und Casino Handel von Relevanz.

Finanzergebnis

Betriebsergebnis fortgeführte Geschäftsbereiche 1HJ 2011

Quelle: Geschäftsbericht



Geschäftsjahr 2010

- ▶ 2010 erwirtschaftete Escor ein Betriebsergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen von minus CHF 0.7 Mio. Das Geschäftsjahr 2010 war insbesondere durch zwei ausserordentliche Ereignisse geprägt. Einerseits resultierte aus dem nicht fortgeführten Geschäftsbereich Casino Montenegro ein Verlust von CHF 8.4 Mio. Andererseits konnte ein hoher Erlös aus dem Verkauf der Beteiligung an der Casino Locarno SA erzielt werden. Dadurch war das Gesamtergebnis mit CHF 0.23 Mio. insgesamt positiv.

1HJ 2011

- ▶ Im ersten Halbjahr 2011 erzielte Escor einen konsolidierten Verlust aus fortgeführten Geschäften von CHF 1.551 Mio. Dies ist in nebenstehender Grafik abgebildet. Aus aufgegebenen Geschäftsbereichen resultierte ein Verlust von CHF 2.33 Mio. Insgesamt resultierte nach Berücksichtigung des Finanzergebnisses, der Steuern und Währungsumrechnungsdifferenzen ein Gesamtergebnis von minus CHF 4.05 Mio.

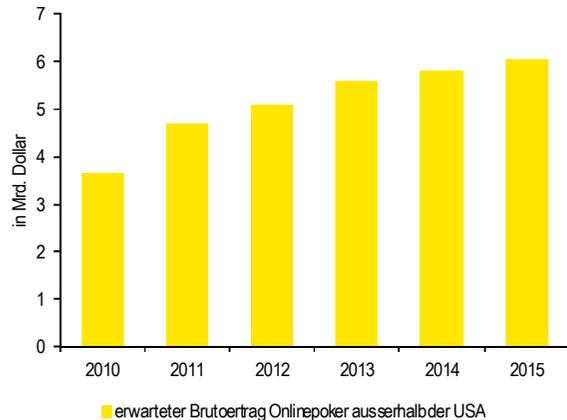
Budget 2011

- ▶ Gemäss aktuellem Budget 2011 kann nicht von einer kurzfristigen Erholung ausgegangen werden. Das Budget (per 9. Juni 2011) sieht einen Betriebsverlust für das gesamte Geschäftsjahr 2011 vor.

Branche

Erwarteter Ertrag Onlinepoker (ausserhalb der USA)

Quelle: H2 Gambling Capital Consulting



Casino Handel

- ▶ Die 19 Schweizer Spielbanken verbuchten im Jahr 2010 5'239'673 Eintritte. Der Bruttospielertrag sank im Vergleich zum Vorjahr um 7.2% auf rund CHF 869 Mio. Der Rückgang des Spielertrags ist hauptsächlich auf die eingeführten Rauchverbote und die mit dem schwachen Euro verbundene rückläufige Anzahl ausländischer Gäste zurückzuführen.
- ▶ In 2010 waren 237 Spieltische und 3'771 Geldspielautomaten in Betrieb. Seit 1. Januar 2011 ist es den B-Spielbanken erlaubt, 250 (bisher 150) Spielautomaten zu betreiben.
- ▶ In 2023 werden sämtliche Casinokonzessionen in der Schweiz erneuert. Dies könnte zu einem Investitionsschub führen. Bis dann ist jedoch mit einer schwierig planbaren Nachfrage nach Automaten zu rechnen, die vorwiegend von den Spielerträgen und von Spielinnovationen abhängig ist.

Social Media

Generell

- ▶ Im Worldwide Web werden 2011 über 2'600 Onlinespielplattformen mit echtem Geld betrieben. Die Erträge im globalen Onlinespiele-Markt werden für 2011 auf \$23.7 Mrd. geschätzt. Gemäss H2 Gambling Capital Consulting wird erwartet, dass die globalen Erträge bis 2015 auf rund \$30.4 Mrd. gesteigert werden können. Das grösste Wachstum wird bei Online Bingo gesehen. Der ertragsstärkste Onlinespiele-Markt bleiben die Sportwetten.

Pokergeschäft

- ▶ Ausserhalb der USA wird erwartet, dass sich die Erträge aus Onlinepoker bis 2015 auf über \$6.1 Mrd. summieren. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rund 10.4% gegenüber 2010.
- ▶ Der dominierende Markt für Onlinespiele ist Europa, wobei Deutschland den zweitgrössten Pokermarkt der Welt stellt.

Fazit

Gemäss Management ist im Markt „Handel mit Spielautomaten“ nicht von einem wachsenden Markt auszugehen. Eine vielversprechende Zukunft wird im Bereich Social Media gesehen. Die Entwicklungen in diesem Umfeld sind jedoch von hoher Unsicherheit geprägt.

Bewertungsvorgehen

6. Bewertungsvorgehen

Bewertungsvorgehen

Angewandte Bewertungsmethoden

| Einheit | Methode |
|-----------------------------|---|
| Casino Handel | Substanz- und Ertragswert |
| Pokermania | Discounted Cashflow / Marktpreis |
| Casino Promotion Montenegro | Netto-Veräusserungswert |
| Vermögenswerte Gruppe | Substanzwert / Verkehrswert für Liegenschaft und Land |

Quelle: Ernst & Young

Bewertungsvorgehen

Grundsätze

- ▶ Ziel der Bewertung ist es, den Wert einer Aktie von Escor inklusive der zugehörigen Gesellschaften zum 15. September 2011 zu bestimmen.
- ▶ Die Bewertung der einzelnen Teile von Escor wurde jeweils zum 30. Juni 2011 vorgenommen. Daher wurde für den Zeitraum bis zum 15. September 2011 eine Verzinsung des ermittelten Eigenkapitalwerts vorgenommen. Da sich ein Grossteil des Eigenkapitalwerts von Escor aus Vermögensgegenständen mit geringem Risiko, wie flüssigen Mitteln oder dem Grundstück und der Liegenschaft, zusammensetzt, wurde für die Verzinsung auf den 3 Monats CHF-LIBOR per 30. Juni 2011 von 0.175% abgestützt.
- ▶ Die gesamte Anzahl registrierter Aktien von Escor beträgt 1'237'286 mit einem Nominalwert von je CHF 9. Zur Berechnung des Werts pro Aktie wurden 1'221'483 Aktien berücksichtigt. Die Differenz entspricht einerseits den durch das Unternehmen selbst gehaltenen 16'017 Aktien. Diese haben keine Dividendenberechtigung und es kann durch sie kein Stimmrecht ausgeübt werden. Das bedeutet, dass sie nicht relevant sind, um die Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen, und daher bei unseren Bewertungsüberlegungen nicht berücksichtigt werden. Andererseits bestehen 535 alte Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 3.6 pro Aktie (umgerechnet auf einen Nominalwert von CHF 9 entspricht dies 214 Aktien). Da die alten Inhaberaktien nicht Teil des Angebots sind, aber Dividenden und Stimmrecht haben, wird der mit dem Nominalwert gewichtete Teil der alten Inhaberaktien bei der Ermittlung der für die Bewertung relevanten Anzahl Aktien berücksichtigt.

Vorgehen

- ▶ Grundsätzlich ist der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft die beste Indikation für den Wert eines Unternehmens. Dies setzt voraus, dass der Handel hinreichend liquide ist. Wie im folgenden Kapitel gezeigt wird, ist dies jedoch für Escor nicht der Fall. Der Handel in Escor Aktien ist illiquide und der Börsenkurs der Escor Aktie eignet sich nicht, um die Fairness des öffentlichen Kaufangebots von Highlight zu beurteilen.
- ▶ Für die Bewertung von Escor per 15. September 2011 kommen daher die in nebenstehender Tabelle genannten Bewertungsmethoden zur Anwendung. Folgendes Bewertungsvorgehen wird gewählt.
- ▶ Escor wird als Summe der folgenden Einzelteile bewertet: (1) Casino Handel; (2) Pokermania; (3) Casino Montenegro; und (4) Vermögenswerte der Gruppe. Zudem wird der im zweiten Halbjahr 2011 zu erwartende Verlust von der Summe der Einzelteile in Abzug gebracht. Die konsolidierte Bilanz der Escor Gruppe per 30. Juni 2011 bildet die Ausgangsbasis für unsere Bewertungsüberlegungen.

Bewertungsvorgehen

- 1 *Casino Handel*: Um den Substanzwert zu bestimmen, werden die zugehörigen Vermögensgegenstände beziehungsweise Verbindlichkeiten aus der konsolidierten Bilanz dem Geschäftsbereich Casino Handel zugeordnet. Des Weiteren werden Ertragswertüberlegungen angestellt.
- 2 *Pokermania*: Pokermania wird aus der konsolidierten Bilanz heraus gerechnet, da Pokermania separat anhand der Discounted Cashflow (DCF) Methode bewertet wird. Grundlage für die DCF Rechnung ist der vom Management erstellte Business Plan 2011-2013 sowie eigenes Research hinsichtlich nachhaltiger Marge und Marktwachstum.
- 3 *Casino Montenegro*: Da hinsichtlich Casino Montenegro Verkaufsbemühungen laufen, werden Überlegungen anhand des Netto-Veräußerungswertes gemacht.
- 4 *Vermögenswerte Gruppe*: Die verbleibenden Bilanzpositionen werden hauptsächlich zum Nettosubstanzwert in der Bewertung berücksichtigt. Es sind dies vorwiegend flüssige Mittel, die u.a. im Zusammenhang mit dem Casino Projekt auf einem Sperrkonto gehalten wurden, mittlerweile allerdings wieder an Escor ausbezahlt sind. Die Immobilien und das Land am Standort Düdingen werden zum Verkehrswert berücksichtigt.

Fazit

Basierend auf den Ergebnissen der verschiedenen Bewertungsmethoden haben wir eine Bandbreite für den fairen Marktwert einer Escor Aktie ermittelt.

Um von uns als finanziell fair beurteilt zu werden, muss das öffentliche Kaufangebot von Highlight innerhalb dieser Bandbreite oder darüber liegen.

Wertüberlegungen

7. Analyse des Aktienkurses
8. Casino Handel
9. Pokermania
10. Casino Promotion Montenegro
11. Vermögenswerte der Gruppe
12. Synthese

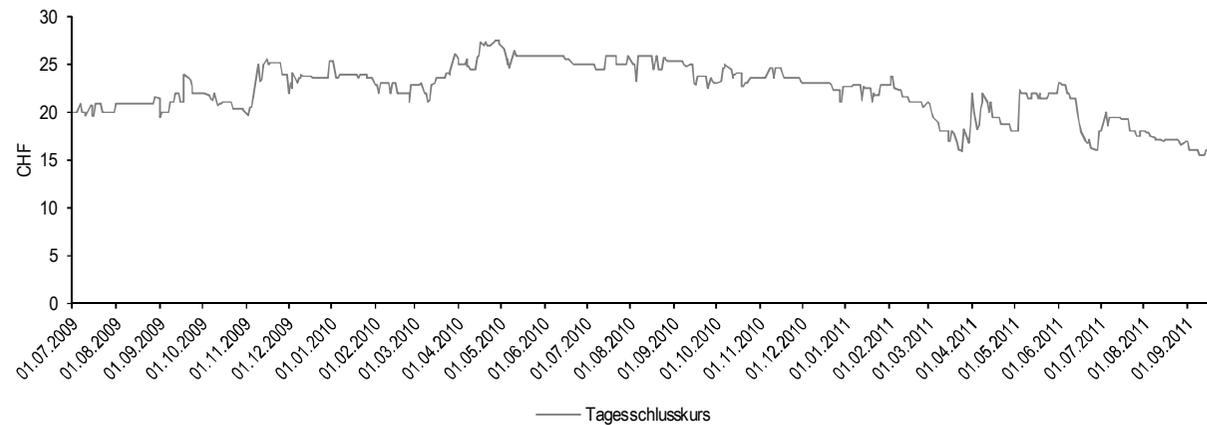
Analyse des Aktienkurses

Analyse des Aktienpreises

- Die nachfolgende Abbildung zeigt den historischen Verlauf des Aktienpreises seit 1. Juli 2009. Der Schlusskurs der Escor Aktie am 15. September 2011 betrug CHF 16.0. Der höchste in dieser Periode erreichte Kurs betrug CHF 27.6 (27. April 2010), der tiefste lag bei CHF 15.5 (12. September 2011). Der volumengewichtete Durchschnittskurs (VWAP 60) liegt per 15. September 2011 bei CHF 17.43.

Entwicklung des Aktienpreises seit 1. Juli 2009

Quelle: Bloomberg



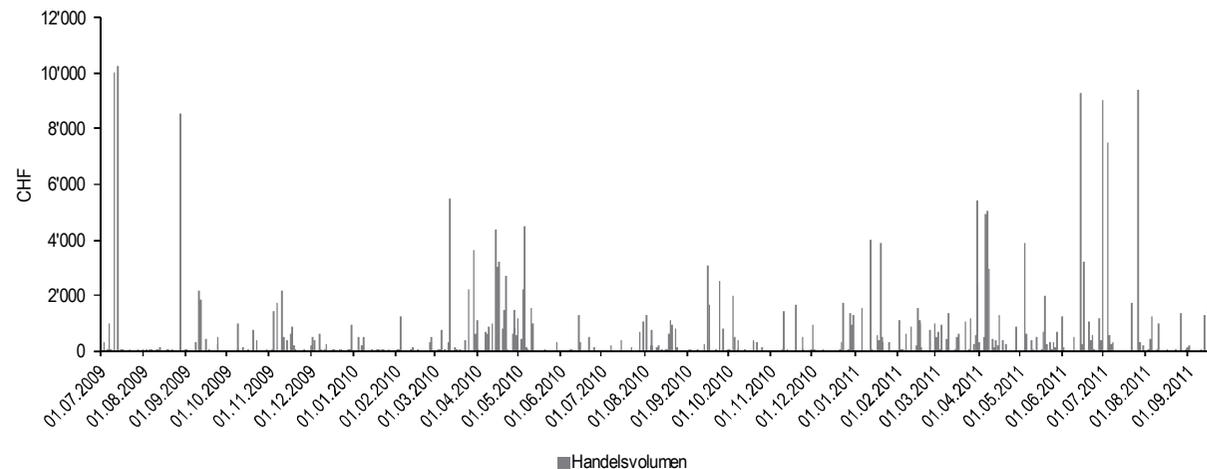
Analyse des Aktienkurses

Analyse des Handelsvolumens

- ▶ Untenstehende Grafik zeigt das Handelsvolumen seit 1. Juli 2009. Die Analyse des Handelsvolumens ergibt, dass im Betrachtungszeitraum vom 1. Juli 2009 bis 15. September 2011 insgesamt 284 Tage ohne abgeschlossene Börsentransaktionen und 293 Tage mit Transaktionsvolumen zu verzeichnen waren.

Handelsvolumen seit 1. Juli 2009

Quelle: Bloomberg



Fazit

- ▶ Aufgrund des geringen Handelsvolumens der Escor Aktie, haben wir dem aktuellen Börsenkurs der Escor Aktien bei der Beurteilung der finanziellen Fairness des öffentlichen Kaufangebots keine grosse Bedeutung beigemessen.

Fazit

Wir haben dem aktuellen Börsenkurs der Escor Aktien bei der Beurteilung der Fairness des öffentlichen Kaufangebots keine grosse Bedeutung beigemessen.

Bewertungsmethoden

- ▶ Der Bereich Casino Handel wird mit der Substanzwertmethode und mit der Ertragswertmethode bewertet. Nachfolgend werden diese beiden Methoden kurz umschrieben.

Substanzwert

- ▶ Der Substanzwert stellt eine Annäherung des fairen Werts des investierten Kapitals dar, reflektiert jedoch nicht die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens. Substanzwertbetrachtungen sind geeignet für die Bewertung von nicht operativ tätigen Unternehmen oder Unternehmen deren zukünftige Entwicklung mit grosser Unsicherheit behaftet ist.

Ertragswert

- ▶ Die Ertragswertmethode ist eine vereinfachte Form der Discounted Cashflow Methode, bei der der Wert eines Unternehmens durch die Kapitalisierung eines geschätzten, nachhaltig erzielbaren Zukunftsgewinns ermittelt wird.
- ▶ Im vorliegenden Fall wird die nachhaltige Gewinngrösse auf der Basis operativer Gewinne vor Zinsen nach Steuern (NOPAT) ermittelt. Basierend auf dieser nachhaltigen Gewinngrösse wird unter Anwendung des gewichteten Gesamtkapitalkostensatzes und unter Berücksichtigung einer adäquaten ewigen Wachstumsrate ein Residualwert berechnet.
- ▶ Um den Eigenkapitalwert zu bestimmen, wird das verzinsliche Fremdkapital vom Bruttounternehmenswert in Abzug gebracht und das nicht betriebsnotwendige Vermögen addiert.
- ▶ Die Ertragswertmethode wird für die Bewertung von Gesellschaften mit stabilen betriebswirtschaftlichen Strukturen und einem etablierten Businessmodell angewandt.

Fazit

Der Geschäftsbereich Casino Handel wird anhand der Substanzwert- und Ertragswertmethode bewertet.

Annahmen

- ▶ Folgende allgemeinen Annahmen wurden für die Bewertung getroffen:
 - Bewertungszeitpunkt: 30. Juni 2011.
 - Währung: Schweizer Franken (CHF).
 - Steuersatz: Effektiver Steuersatz in der Höhe von 20%.
 - Verlustvorträge: Der Grossteil der Verlustvorträge verfällt in 2012 und kann nicht genutzt werden.
 - Betriebsnotwendige flüssige Mittel: Gemäss Management ist ein Grundstock an flüssigen Mittel von rund CHF 0.25 Mio. notwendig, um das Casino Handel Geschäft zu betreiben.
 - Gemäss Angaben des Managements bestehen zum Bewertungszeitpunkt kein verzinsliches Fremdkapital, nichtbetriebsnotwendiges Vermögen oder Eventualverbindlichkeiten.
 - Es wird angenommen, dass das nachhaltige Betriebsergebnis (Ertragswertmethode) mit jährlich 1.4% wächst. Dies entspricht einer mittleren erwarteten langfristigen Inflationsrate für die Schweiz (Quelle: IHS Global Insight). Dieses Wachstum kann dahingehend interpretiert werden, dass die nachhaltigen Gewinngrössen real gleich bleiben werden.

Umsatz

- ▶ Das Geschäft mit dem Automatenhandel ist grundsätzlich als stabiles Geschäft zu bezeichnen. In 2009 konnte im Handel ein Nettoerlös von rund CHF 2.9 Mio. erzielt werden. In 2010 wurde ein überdurchschnittlich gutes Resultat erzielt. Aufgrund von einmaligen Automatenverkäufen nach Montenegro konnte der Nettoerlös auf CHF 3.4 Mio. gesteigert werden. Das Budget 2011 sieht einen Nettoerlös von rund CHF 2.7 Mio. vor. Dies entspricht in etwa dem Niveau in 2009. Das Management erwartet Geschäftsabschlüsse in Zusammenhang mit den neuen Casino Projekten in Neuenburg und Zürich. Gemäss Management wird nachhaltig ein Nettoerlös-Niveau von CHF 2.5-4.0 Mio. erwartet. Aufgrund der in der Vergangenheit erzielten Resultate sowie Gesprächen mit dem Verwaltungsratspräsident von Escor wird in den Ertragswertüberlegungen ein nachhaltiger Umsatz von rund CHF 2.5 Mio. angesetzt.

EBIT Marge

- ▶ Im Automatenhandel konnte in 2009 eine Marge von 11.7% erzielt werden. Auch für 2011 ist eine Marge von rund 11% geplant. Vergleichbare Unternehmen zeigen erwartete Margen im Bereich von 16% (Median) auf. Aufgrund der in der Vergangenheit erzielten Margen und geführten Gesprächen mit dem Verwaltungsratspräsidenten von Escor wird für die Ertragswertrechnung eine nachhaltige Marge von 11.0% verwendet.

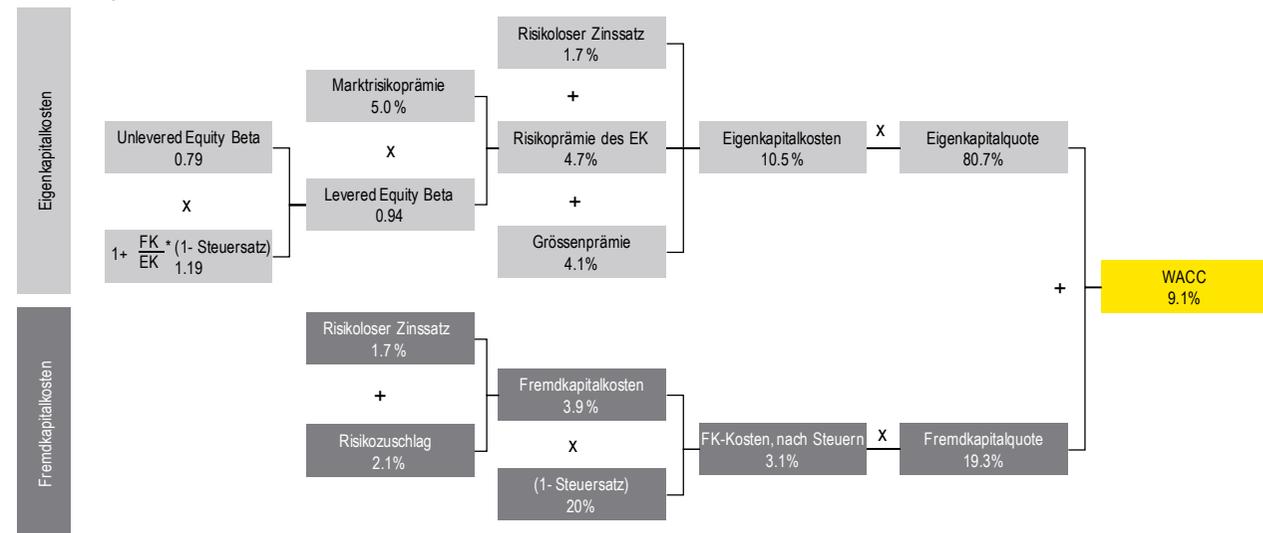
Casino Handel

Kapitalkosten

- Der WACC beschreibt die gewichtete Renditeforderung von Fremd- und Eigenkapitalgebern. Die Eigenkapitalkosten werden gemäss Capital Asset Pricing Model (CAPM) hergeleitet. Die Fremdkapitalkosten wurden um den Steuersatz für den Geschäftsbereich Casino Handel von 20% adjustiert. Der WACC für den Bereich Casino Handel wird entsprechend nachfolgend illustrierter Formel berechnet.

Berechnungsschema für den steueradjustierten WACC für den Bereich Casino Handel

Quelle: Ernst & Young



► Nachfolgend werden die Elemente des steueradjustierten WACC beschrieben.

Eigenkapitalkosten (gerundete Werte)

| Bestandteil | Wert | Erklärung | Quellenangabe |
|---|--------------|---|---|
| Risikoloser Zinssatz Schweiz | 1.7% | Der risikolose Zinssatz beschreibt die nominelle Renditeerwartung für risikolose Anlagen. Als nominelle Grösse enthält der risikolose Zinssatz eine Erwartung über die Realverzinsung und die Inflation. | Rendite einer 10-jährigen Schweizer Bundesobligation per 30. Juni 2011 gemäss Bloomberg |
| Adjustiertes „unlevered“ Beta | 0.79x | Der Beta Wert reflektiert das nach dem CAPM hergeleitete systematische Risiko einer Aktie. Die Betas wurden am Kapitalmarkt beobachtet und entsprechend ihrer Kapitalstruktur „unlevered“. Der Prozess des „unlevering“ bereinigt die Betas und neutralisiert Effekte, die durch die unterschiedliche Fremdkapitalstruktur entstehen. Formel: Beta (unlevered) = adjustiertes Beta / (1+ FK/EK * (1- Steuersatz)). | Das adjustierte „unlevered“ Beta basiert auf dem Median der Vergleichsgruppe; siehe Anhang (Quelle: Bloomberg) |
| Adjustiertes „relevered“ Beta | 0.94x | Um das systematische Risiko für den Geschäftsbereich Casino Handel zu errechnen, wird das adjustierte „unlevered“ Beta entsprechend der Zielkapitalstruktur „relevered“. Formel: Beta (relevered) = Beta (unlevered) * (1+ FK/EK * (1- Steuersatz)) | Hergeleitet |
| Marktrisikoprämie | 5.0% | Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des zugrundeliegenden Aktienmarktes und der risikolosen Rendite der korrespondierenden Staatsanleihe über einen aussagekräftigen Zeitraum hinweg. | Marktrisikoprämie für die Schweiz (abgeleitet aus: Pictet "The Performance of Shares and Bonds in Switzerland" und Ernst & Young). |
| Grössenprämie | 4.1% | Empirische Studien haben gezeigt, dass kleinere Unternehmen (in Bezug auf die Kapitalisierung) im Vergleich zu grösseren Unternehmen langfristig Überrenditen erzielen, die nicht durch das CAPM, also das systematische Risiko, erklärt werden können. Generell sind höhere Renditen langfristig nur durch höhere Risiken zu realisieren. Für das höhere Risiko verlangen die Kapitalgeber eine höhere Entschädigung. Um die erhöhte Renditeforderung bei einer Firma wie Escor zu kompensieren, nehmen wir einen entsprechenden Aufschlag auf die Eigenkapitalkosten vor. | Grössenzuschlag für KMU unter MUSD 477 Marktwert gemäss Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, Yearbook 2011 veröffentlicht durch Morningstar. |
| Eigenkapitalkosten Casino Handel | 10.5% | | |

Quelle: Ernst & Young

Casino Handel

Fremdkapitalkosten (gerundete Werte)

| Bestandteil | Wert | Erklärung | Quellenangabe |
|---|-------------|--|--------------------------|
| Risikoloser Zinssatz Schweiz | 1.7% | Siehe oben | Siehe oben |
| Risikozuschlag für FK | 2.1% | Entsprechend der Kreditwürdigkeit von Escor verlangen die FK-Geber einen Risikozuschlag auf den risikolosen Zinssatz. Der Risikozuschlag wurde über den Spread von Fremdkapital, welches mit einem BBB Rating eingestuft ist, hergeleitet. | Bloomberg, Ernst & Young |
| Fremdkapitalkosten Casino Handel | 3.9% | | |

Quelle: Ernst & Young

Kapitalstruktur und Steuersatz (gerundete Werte)

| Bestandteil | Wert | Erklärung | Quellenangabe |
|--------------------------|-------|---|--|
| Fremdkapitalquote | 19.3% | Die Fremdkapitalquote beschreibt den erfassten Fremdkapitalanteil der Unternehmen der Industrie zum Bewertungszeitpunkt. Sie dient zur Gewichtung der Fremdkapitalkosten im WACC. | FK-Anteil gemäss Median der Vergleichsgruppe; siehe Anhang (Quelle: Bloomberg) |
| Eigenkapitalquote | 80.7% | Die Eigenkapitalquote beschreibt den zu Marktwerten erfassten Eigenkapitalanteil der Industrie zum Bewertungszeitpunkt. Sie dient zur Gewichtung der Eigenkapitalkosten im WACC | Hergeleitet über Fremdkapitalanteil |
| Steuersatz Casino Handel | 20.0% | Der Steuersatz entspricht dem Steuersatz für den Geschäftsbereich Casino Handel. Der Steuersatz wird im Prozess des „Re-levering“ für die Betaberechnung und die Steueradjustierung der Fremdkapitalkosten verwendet. | Escor Management |

Quelle: Ernst & Young

Bewertungsergebnis Casino Handel

- ▶ Basierend auf den erhaltenen Informationen, Gesprächen mit dem Management und dem Verwaltungsratspräsident von Escor sowie eigenen Überlegungen haben wir einen Netto-Substanzwert per 30. Juni 2011 von CHF 1.2 Mio. für den Geschäftsbereich Casino Handel ermittelt.
- ▶ Bei Anwendung der Ertragswertmethode resultiert ein Eigenkapitalwert von CHF 2.9 Mio. Bei dem gemäss Ertragswertmethode ermittelten Eigenkapitalwert liegt die Annahme zugrunde, dass ein durchschnittlicher EBIT in der Höhe von CHF 0.28 Mio. nachhaltig erwirtschaftet werden kann.

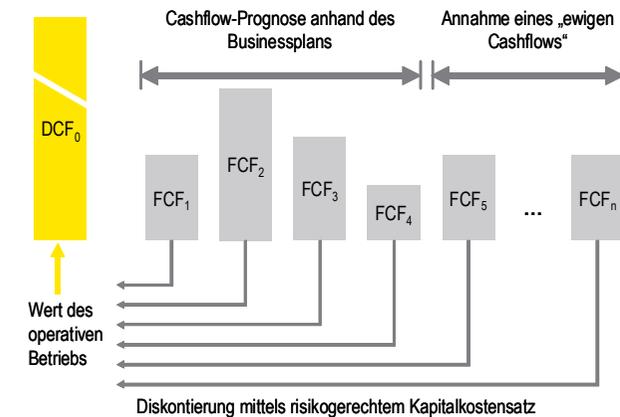
Fazit

Für den Bereich Casino Handel ermitteln wir eine Bandbreite von CHF 1.2 Mio. bis CHF 2.9 Mio.

Pokermania

DCF Methode

Quelle: Ernst & Young



Bewertungsmethoden

- ▶ Das Wachstumsunternehmen Pokermania wird anhand der Discounted Cashflow (DCF) Methode bewertet. Zusätzlich wurde in der Wertermittlung der am 10. Mai 2011 von Escor bezahlte Kaufpreis von CHF 2.8 Mio. für den Erwerb von rund 50.0% an Pokermania berücksichtigt. Der Kaufpreis stellt einen in einer kürzlich stattgefundenen Transaktion bezahlten Marktpreis dar und ist daher in der Wertermittlung zu berücksichtigen. Aufgrund der Natur eines Start-up Unternehmens sind Bewertungsmethoden, welche Marktwertansätze börsenkotierter Unternehmen zu Vergleichszwecken benutzen, schwierig anzuwenden. Eine Multiplikatoren Analyse erscheint deshalb nicht aussagekräftig. Nachfolgend wird die DCF Methode kurz umschrieben.

DCF Methode

- ▶ Die DCF Methode (Bruttoansatz) bestimmt den Unternehmenswert mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cashflows mit dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz. Die freien Cashflows beschreiben dabei die Finanzströme der Firma vor Finanzierungsaktivitäten und damit diejenigen Cashflows, die Fremd- und Eigenkapitalgebern zusammen zur Verfügung stehen. Zur Bewertung des Eigenkapitals wird der Marktwert des Fremdkapitals vom Bruttounternehmenswert in Abzug gebracht und das nicht betriebsnotwendige Vermögen addiert.
- ▶ Bei Pokermania handelt es sich um ein start-up Unternehmen. Die Bewertung von start-up Unternehmen ist stets mit einer hohen Unsicherheit verbunden.

Annahmen

- ▶ Folgende allgemeine Annahmen wurden für die Bewertung getroffen:
 - Bewertungszeitpunkt: 30. Juni 2011.
 - Währung: EUR.
 - Steuersatz: Effektiver Steuersatz von 28.9%.
 - Es wird angenommen, dass das nachhaltige Betriebsergebnis im Residualwert mit jährlich 1.9% wächst. Dies entspricht einer mittleren erwarteten langfristigen Inflationsrate für den Euro-Raum (Quelle: IHS Global Insight). Dieses Wachstum kann dahingehend interpretiert werden, dass die nachhaltigen Gewinngrößen real gleich bleiben werden.
 - Beteiligungsquote Escor an Pokermania: 50.004%.

Fazit

Bei Pokermania handelt es sich um ein start-up Unternehmen. Die Bewertung von start-up Unternehmen ist stets mit einer hohen Unsicherheit verbunden. Pokermania wird anhand der DCF Methode und des bezahlten Kaufpreises bewertet.

Pokermania

Hauptannahmen des Business Plans

| Position | Durchschnitt Planungsperiode | Residualjahr |
|----------------|------------------------------|--------------|
| Umsatzwachstum | 64.3% | 1.9% |
| EBITDA-Marge | 39.0% | 30.0% |
| NUV / Umsatz | 6.0% | 5.6% |
| Capex / Umsatz | 0.0% | 0.0% |

Quelle: Management, Ernst & Young

- Wechselkurs EUR/CHF per 30. Juni 2011: 1.19.

Business Plan

- ▶ Die Bewertung per 30. Juni 2011 basiert auf dem Business Plan, der vom Management von Pokermania im Rahmen des Erwerbs von Pokermania durch Escor erstellt wurde.
- ▶ Im uns zur Verfügung gestellten Business Plan wurde bis zum Jahr 2013 geplant. Aufgrund der bei einem Start-up typischen hohen Umsatz-Wachstumsraten in den Anfangsjahren haben wir die explizite Planungsperiode des Business Plans um drei Jahre verlängert. Anschliessend wurde ein normalisiertes Jahr als Grundlage zur Ermittlung des Residualwerts hergeleitet.
- ▶ Die Hauptannahmen des Business Plans sind in nebenstehender Tabelle dargestellt und werden nachfolgend beschrieben.

Umsatz

- ▶ In der expliziten Planungsperiode 2011-2013 wurde der Business Plan des Pokermania Managements unverändert übernommen. Für die Jahre 2014-2016 wurden über eine Benchmarking Analyse, die erwarteten Wachstumsraten von vergleichbaren Unternehmen in der Industrie hergeleitet und angesetzt (siehe dazu Anhang). Das durchschnittlich erwartete Umsatzwachstum von 64.3% über die gesamte Planungsperiode reflektiert den start-up Charakter von Pokermania.

EBITDA

- ▶ In der expliziten Planungsperiode wurde wiederum der Business Plan des Pokermania Managements unverändert übernommen. Für die Folgejahre wurde die vom Management für das Jahr 2013 geplante EBITDA-Marge graduell auf ein Niveau von 30% für das normalisierte Jahr reduziert. Die durchgeführten Benchmarking Analysen stützen eine nachhaltige Marge von 30%.

Abschreibungen / Investitionen (Capex)

- ▶ Gemäss Angaben des Pokermania Managements sind keine Investitionen in materielle oder immaterielle Sachanlagen notwendig und folglich werden auch keine Abschreibungen geplant.

Nettoumlaufvermögen

- ▶ In Übereinstimmung mit den Angaben des Managements werden die wesentlichen Positionen des Nettoumlaufvermögens über Zahlungsfristen modelliert.
 - Zahlungsfrist Debitoren: 30 Tage
 - Zahlungsfrist Kreditoren: 30 Tage

- ▶ Unter Berücksichtigung dieser Zahlungsfristen, sowie des Umsatzes beziehungsweise des Anteils des Betriebsaufwandes, welcher durch Kreditoren bezahlt wird, wird das Nettoumlaufvermögen hergeleitet. Die Annahmen über die Zahlungsfristen werden dabei über die Planungsperiode und die Residualwertberechnung konstant gehalten.

Weitere bewertungsrelevante Positionen

Verzinsliches Fremdkapital

- ▶ In der DCF Bewertung werden die langfristigen Verbindlichkeiten vom Bruttounternehmenswert abgezogen, um zum Eigenkapitalwert zu gelangen. Zum Bewertungszeitpunkt sind keine Finanzschulden vorhanden.

Eventualverbindlichkeiten

- ▶ Gemäss Management sind keine Eventualverbindlichkeiten vorhanden.

Nicht-betriebliches Vermögen

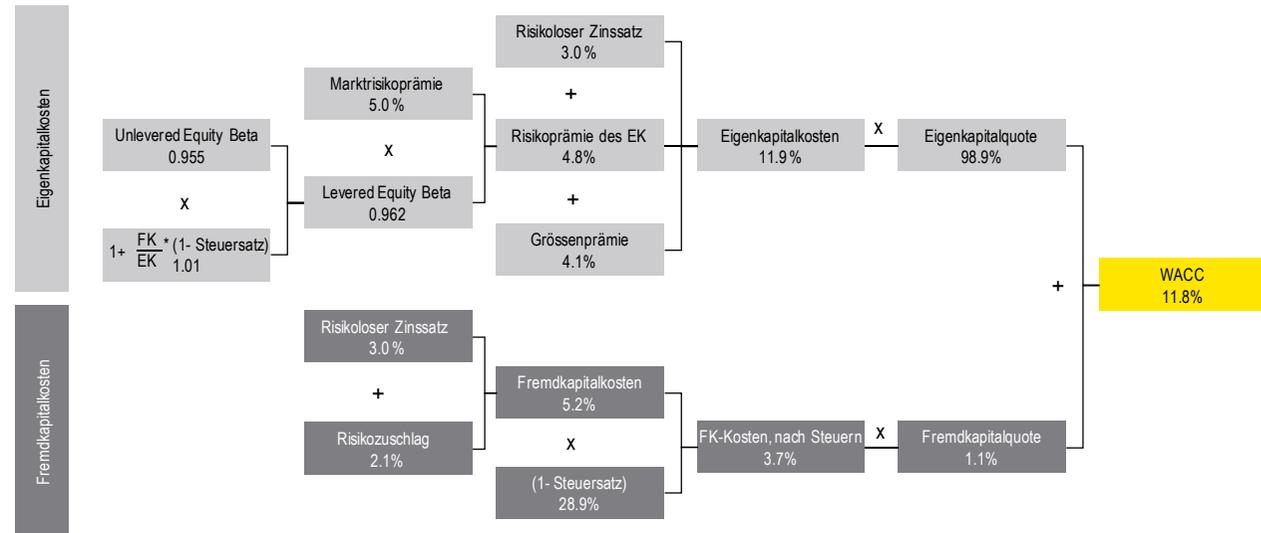
- ▶ Gemäss Management sind die zum Bewertungszeitpunkt bestehenden flüssigen Mittel als betriebsnotwendig zu betrachten. Es bestehen daher keine nicht-betriebsnotwendigen flüssigen Mittel.
- ▶ Da für die Berechnung des Nettoumlaufvermögens lediglich auf die wesentlichen Bilanzpositionen von Pokermania, Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, abgestützt wird, werden für die Wertermittlung die Summe des Bestandes der weiteren, jedoch unwesentlichen, Positionen des Netto-Umlaufvermögens (Netto-Aktiven) zum Bewertungszeitpunkt zum Unternehmenswert addiert. Dies sind Vorräte und aktive Rechnungsabgrenzungen.

Kapitalkosten

- Der WACC beschreibt die gewichtete Renditeforderung von Fremd- und Eigenkapitalgebern. Die Eigenkapitalkosten werden gemäss CAPM bestimmt. Die Fremdkapitalkosten wurden um den Steuersatz für Pokermania von 28.9% adjustiert. Der WACC für Pokermania wird entsprechend nachfolgend illustrierter Formel berechnet.

Berechnungsschema für den steueradjustierten WACC für Pokermania

Quelle: Ernst & Young



► Nachfolgend werden die Elemente des steueradjustierten WACC beschrieben.

Eigenkapitalkosten (gerundete Werte)

| Bestandteil | Wert | Erklärung | Quellenangabe |
|--|--------------|--|---|
| Risikoloser Zinssatz Eurozone | 3.0% | Der risikolose Zinssatz beschreibt die nominelle Renditeerwartung für risikolose Anlagen. Als nominelle Grösse enthält der risikolose Zinssatz eine Erwartung über die Realverzinsung und die Inflation. | Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe in der Eurozone per 30. Juni 2011 gemäss Bloomberg |
| Adjustiertes „unlevered“ Beta | 0.955x | Der Beta-Wert reflektiert das nach dem CAPM hergeleitete systematische Risiko einer Aktie. Die Betas wurden am Kapitalmarkt beobachtet und entsprechend ihrer Kapitalstruktur „unlevered“. Der Prozess des „unlevering“ bereinigt die Betas und neutralisiert Effekte, die durch die unterschiedliche Fremdkapitalstruktur entstehen. Formel: Beta (unlevered) = adjustiertes Beta / (1+ FK/EK * (1- Steuersatz)). | Das adjustierte „unlevered“ Beta basiert auf dem Median der Vergleichsgruppe; siehe Anhang (Quelle: Bloomberg) |
| Adjustiertes „relevered“ Beta Pokermania | 0.962x | Um das systematische Risiko für Pokermania zu errechnen, wird das adjustierte „unlevered“ Beta entsprechend der Zielkapitalstruktur „relevered“. Formel: Beta (relevered) = Beta (unlevered) * (1+ FK/EK * (1- Steuersatz)) | |
| Marktrisikoprämie | 5.0% | Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des zugrundeliegenden Aktienmarktes und der risikolosen Rendite der korrespondierenden Staatsanleihe über einen aussagekräftigen Zeitraum hinweg. | Marktrisikoprämie für die Eurozone (abgeleitet aus: Pictet "The Performance of Shares and Bonds in Switzerland", Januar 2009 und Ernst & Young). |
| Grössenprämie | 4.1% | Empirische Studien haben gezeigt, dass kleinere Unternehmen (in Bezug auf die Kapitalisierung) im Vergleich zu grösseren Unternehmen langfristig Überrenditen erzielen, die nicht durch das CAPM, also das systematische Risiko, erklärt werden können. Generell sind höhere Renditen langfristig nur durch höhere Risiken zu realisieren. Für das höhere Risiko verlangen die Kapitalgeber eine höhere Entschädigung. Um die erhöhte Renditeforderung bei einer Firma wie Pokermania zu kompensieren, nehmen wir einen entsprechenden Aufschlag auf die Eigenkapitalkosten vor. | Grössenzuschlag für KMU unter MUSD 477 Marktwert gemäss Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, Yearbook 2011 veröffentlicht durch Morningstar. |
| Eigenkapitalkosten Pokermania | 11.9% | | |

Quelle: Ernst & Young

Fremdkapitalkosten (gerundete Werte)

| Bestandteil | Wert | Erklärung | Quellenangabe |
|--------------------------------------|-------------|---|--------------------------|
| Risikoloser Zinssatz Eurozone | 3.0% | Siehe oben | Siehe oben |
| Risikozuschlag für FK | 2.1% | Entsprechend der Kreditwürdigkeit von Pokermania verlangen die FK-Geber einen Risikozuschlag auf den risikolosen Zinssatz. Der Risikozuschlag wurde über den Spread von Fremdkapital, welches mit einem BBB Rating eingestuft ist, hergeleitet. | Bloomberg, Ernst & Young |
| Fremdkapitalkosten Pokermania | 5.2% | | |

Quelle: Ernst & Young

Kapitalstruktur und Steuersatz (gerundete Werte)

| Bestandteil | Wert | Erklärung | Quellenangabe |
|-----------------------|-------|---|--|
| Fremdkapitalquote | 1.1% | Die Fremdkapitalquote beschreibt den erfassten Fremdkapitalanteil der Unternehmen der Industrie zum Bewertungszeitpunkt. Sie dient zur Gewichtung der Fremdkapitalkosten im WACC. | FK-Anteil gemäss Median der Vergleichsgruppe; siehe Anhang (Quelle: Bloomberg) |
| Eigenkapitalquote | 98.9% | Die Eigenkapitalquote beschreibt den zu Marktwerten erfassten Eigenkapitalanteil der Industrie zum Bewertungszeitpunkt. Sie dient zur Gewichtung der Eigenkapitalkosten im WACC | Hergeleitet über Fremdkapitalanteil |
| Steuersatz Pokermania | 28.9% | Der Steuersatz entspricht dem Steuersatz für Pokermania. Der Steuersatz wird im Prozess des „Re-levering“ für die Betaberechnung und die Steueradjustierung der Fremdkapitalkosten verwendet. | Pokermania Management |

Quelle: Ernst & Young

Hurdle Rate

- ▶ Bei einem Start-Up kann der WACC nicht per se übernommen werden da in der Regel nicht sämtliche unsystematische Risiken über den Business Plan abgebildet sind. Deshalb wird für die Diskontierung der Cashflows eine sogenannte Hurdle Rate angesetzt.
- ▶ Ein in der Bewertungspraxis anerkanntes Verfahren für die Ermittlung der Hurdle Rate besteht in der Hochrechnung des WACC mit der „probability of success“ des Start-up. In vorliegender Bewertung wird eine Hurdle Rate von 29.5% ermittelt. Dieser Wert resultiert aus der Hochrechnung des WACC von 11.8% mit der von uns evaluierten „probability of success“ von 40% ($29.5\% = 11.8\% \text{ dividiert durch } 40\%$).

Pokermania

Wertermittlung Pokermania (DCF Methode)

| Position | Einheit | Wert |
|--|-------------|----------------|
| Barwert der Freien Cashflows (FY11B - FY16F) | TEUR | 3'863.8 |
| Barwert des Residualwerts (ab FY17N) | TEUR | 1'722.3 |
| Operativer Unternehmenswert | TEUR | 5'586.0 |
| Nicht betriebsnotwendiges Vermögen | TEUR | - |
| Netto-Aktiven | TEUR | 32.7 |
| Unternehmenswert | TEUR | 5'618.8 |
| Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals | TEUR | - |
| Eigenkapitalwert (100%) | TEUR | 5'618.8 |
| Beteiligungsquote Escor an Pokermania | % | 50.0% |
| Eigenkapitalwert Pokermania (50.004%) | TEUR | 2'809.6 |
| Wechselkurs EUR - CHF per 30.06.2011 | x | 1.199 |
| Eigenkapitalwert Pokermania (50.004%) | TCHF | 3'367.4 |

Quelle: Management; Ernst & Young

- ▶ Gemäss Aussagen von Escor liegt die „probability of success“ unter 50%. Folgende Tabelle zeigt die Argumente, welche in die Festlegung der „probability of success“ eingeflossen sind:

Einschätzung „probability of success“

| Pro | Kontra |
|---|--|
| - Es bestehen bereits Verträge mit verschiedenen Kunden | - Halbjahreszahlen (per 30.Juni 2011) liegen unter den Erwartungen |
| - Technisches Know-how / Voraussetzungen sind gegeben | - Gemäss Management besteht das Risiko zeitlicher Verzögerungen in der Realisierung der Planzahlen |
| | - Ähnliche Plattformen existieren bereits |
| | - Technische Lösung ist noch nicht voll ausgereift |

Quelle: Management; Ernst & Young

Bewertungsergebnis Pokermania

- ▶ Basierend auf den erhaltenen Informationen, Gesprächen mit dem Management sowie eigenen Überlegungen haben wir unter Anwendung der DCF Methode einen Eigenkapitalwert per 30. Juni 2011 von EUR 5.6 Mio. für Pokermania ermittelt.
- ▶ Unter Berücksichtigung der Beteiligungsquote von Escor an Pokermania, ergibt sich ein Eigenkapitalwert für 50.004% von EUR 2.8 Mio. für Pokermania. Bei Anwendung eines Wechselkurs EUR/CHF von 1.19 per 30. Juni 2011 resultiert ein Eigenkapitalwert für 50.004% von rund CHF 3.4 Mio. für Pokermania.
- ▶ Unter Berücksichtigung des am 10. Mai 2011 von Escor bezahlten Kaufpreis von CHF 2.8 Mio. für den Erwerb des 50.004% Anteils an Pokermania ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 2.8 Mio. bis CHF 3.4 Mio. für den 50.004% Anteil an Pokermania.
- ▶ Der Kaufpreis stellt einen in einer kürzlich stattgefundenen Transaktion bezahlten Marktpreis dar und ist daher in der Wertermittlung zu berücksichtigen.
- ▶ Die Tabelle auf der linken Seite zeigt die Ermittlung des Eigenkapitalwerts von Pokermania anhand der DCF Methode.

Fazit

Für Pokermania ermitteln wir eine Wertbandbreite von CHF 2.8 Mio. bis CHF 3.4 Mio.

Casino Promotion Montenegro

Bewertung Casino Montenegro

| Position | Einheit | Wert |
|---|-------------|----------------|
| Umlaufvermögen | TCHF | 421.0 |
| Sachanlagen | TCHF | 225.0 |
| Immaterielle Anlagen | TCHF | 1'586.0 |
| Kurzfristiges Fremdkapital | TCHF | (48.0) |
| Netto-Veräusserungswert | TCHF | 2'184.0 |
| Zusätzlicher Liquiditätsbedarf Montenegro | TCHF | (700.0) |
| Wert Casino Montenegro | TCHF | 1'484.0 |

Quelle: Zwischenbericht der Escor Gruppe, Management

Bewertungsüberlegungen

- ▶ Escor hat am 21. Juli 2010 das Grand Swiss Casino in der Hafenstadt Bar in Montenegro eröffnet. Der Betrieb war jedoch bis dato nicht profitabel. Das Unternehmen Casino Montenegro soll deshalb veräussert werden. Das Management hat diesbezüglich Massnahmen eingeleitet, um die Betriebskosten zu senken und die Verkaufsbemühungen zu intensivieren.
- ▶ Im Zwischenabschluss ist das Geschäft in Montenegro als „Zur Veräusserung gehaltene Vermögenswerte“ klassifiziert. Der geplante Verkauf des Unternehmens gestaltet sich gemäss Management jedoch schwierig und bis dato konnten noch keine messbaren Fortschritte verzeichnet werden.
- ▶ Aufgrund dieser Verzögerungen im Verkaufsprozess entsteht gemäss Angaben des Managements ein zusätzlicher Liquiditätsbedarf von maximal CHF 0.7 Mio. welcher nicht in der Planung enthalten ist.
- ▶ Unter Berücksichtigung des Netto-Veräusserungswerts und des zusätzlichen Liquiditätsbedarfes ergibt sich ein Wert für Casino Montenegro von CHF 1.48 Mio.
- ▶ Die Herleitung des Netto-Veräusserungswert gemäss Zwischenabschluss der Escor Gruppe, sowie die Berücksichtigung des zusätzlichen Liquiditätsbedarfes sind auf der linken Seite abgebildet.

Fazit

Unter Berücksichtigung des Netto-Veräusserungswerts und des zusätzlichen Liquiditätsbedarfes ergibt sich ein Wert für Casino Montenegro von CHF 1.48 Mio.

Vermögenswerte der Gruppe

Ermittlung des Wertes der in der Gruppe verbleibenden Vermögensgegenstände

| Position | Einheit | Wert |
|--|-------------|-----------------|
| Flüssige Mittel | TCHF | 4'414.9 |
| Forderungen | TCHF | 7'300.0 |
| Vorräte | TCHF | 250.0 |
| Sachanlagen (Immobilien und Land) | TCHF | 5'285.0 |
| Kurzfristige Rückstellungen | TCHF | (648.3) |
| Langfristige Rückstellungen | TCHF | (75.0) |
| Latente Steuerverbindlichkeiten | TCHF | (348.9) |
| Total Netto Vermögenswerte Gruppe | TCHF | 16'177.7 |

Quelle: Management, Ernst & Young

Bewertungsüberlegungen

- ▶ Für die restlichen Vermögenswerte der Gruppe wird der Nettosubstanzwert oder aber der Verkehrswert bestimmt.
- ▶ Die Nettosubstanz per 30. Juni 2011 beträgt CHF 16.2 Mio. Eine detaillierte Zusammenstellung ist nebenstehender Tabelle zu entnehmen.
- ▶ Die Position flüssige Mittel ergibt sich aus dem Bestand gemäss konsolidierter Bilanz, abzüglich der bestehenden flüssigen Mittel der Pokermania, sowie der betriebsnotwendigen flüssigen Mittel für den Casino Handel.
- ▶ Die Forderungen entsprechen der mittlerweile wieder ausbezahlten Anzahlung für das Casino Projekt Zürich. Die verbleibende Differenz zu den Forderungen gemäss konsolidierter Bilanz wurde den operativen Geschäftsbereichen Pokermania und Casino Handel zugeordnet.
- ▶ Die Sachanlagen bestehen aus dem Grundstück und dem Gebäude in Düdingen. Der Buchwert der Immobilien wurde aufgewertet (Verkehrswertbetrachtung). Grundlage für die Aufwertung bildete die uns vorliegende Immobilienbewertung, welche per 26. Juli 2010 vorgenommen wurde. Die in der Tabelle auf der linken Seite dargestellte Position "latente Steuerverbindlichkeiten" bildet den Steuereffekt aus der Aufwertung des Sachanlagevermögens ab.
- ▶ Die Rückstellungen wurden grösstenteils für Liquidationskosten im Zusammenhang mit dem Casino Projekt Zürich sowie für erwartete Abgangsschädigungen ehemaliger Mitarbeiter gebildet.

Fazit

Die Netto-Vermögenswerte der Gruppe belaufen sich auf CHF 16.2 Mio. exklusive Casino Handel, Casino Montenegro und Pokermania. Für das zweite Halbjahr 2011 wird zudem der erwartete Verlust von der Nettosubstanz in Abzug gebracht.

Erwarteter Cash Flow zweites Halbjahr 2011

- ▶ Der gemäss Management im zweiten Halbjahr 2011 zu erwartende Verlust wurde vom Gesamtwert in Abzug gebracht.
- ▶ Die Berechnung des erwarteten Cashflows im Zweiten Halbjahr 2011 wurde über das Escor Budget 2011 und das Zwischenergebnis per 30. Juni 2011 berechnet. Dabei wurden die Zahlen um die Effekte des Casino Handels und von Pokermania bereinigt.

Synthese

Übersicht Bewertungsergebnisse Escor

| Position | Einheit | Unter- grenze | Ober- grenze |
|--|-------------|------------------|-----------------|
| Eigenkapitalwert Stammgeschäft | TCHF | 1'202 | 2'862 |
| Eigenkapitalwert Pokermania (50.004%) | TCHF | 2'774 | 3'367 |
| Wert Casino Montenegro | TCHF | 1'484 | 1'484 |
| Netto-Vermögenswerte Gruppe | TCHF | 16'178 | 16'178 |
| Anteiliger Cash Flow 2011 | TCHF | (1'072) | (1'072) |
| Eigenkapitalwert Escor (per 30. Juni 2011) | TCHF | 20'566 | 22'819 |
| Bewertungszeitpunkt / Kapitalisierungsfaktor | x / % | 15.09.2011 | 0.2% |
| Eigenkapitalwert Escor (per 15. September 2011) | TCHF | 20'574 | 22'827 |
| Anzahl ausstehende Aktien | # | 1'221'483 | 1'221'483 |
| Wert pro Escor Aktie (per 15. September 2011) | CHF | 16.8 | 18.7 |

Quelle: Management; Ernst & Young

Ergebnisübersicht

- ▶ Basierend auf den in dieser Fairness Opinion dargestellten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen ergibt sich für das Eigenkapital von Escor eine Wertbandbreite von CHF 20.6 Mio. bis CHF 22.8 Mio. Bei insgesamt 1'221'483 ausstehenden Namenaktien per 15. September 2011 resultiert eine Wertbandbreite von CHF 16.8 bis CHF 18.7 pro Inhaberaktie von Escor mit einem Nennwert von je CHF 9.
- ▶ Die Ergebnisse der Einzelbewertungen und die Ermittlung des Gesamtwerts sind in der Tabelle auf der linken Seite dargestellt.

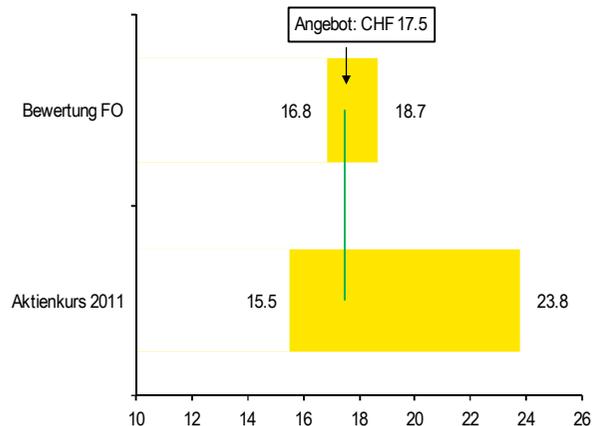
Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion

13. Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion

Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion

Übersicht Wertermittlung Escor

Quelle: Management, Bloomberg und Ernst & Young



Fairness Opinion

- ▶ Basierend auf unseren Bewertungsüberlegungen ergibt sich für 100% des Eigenkapitals von Escor eine Wertspanne von CHF 20.6 Mio. bis CHF 22.8 Mio. Bei 1'221'483 Inhaberaktien von Escor entspricht dies einer Wertbandbreite von CHF 16.8 bis CHF 18.7 pro Inhaberaktie.
- ▶ Nebenstehende Grafik zeigt neben unserem Bewertungsergebnis und dem Angebot von Highlight, die Bandbreite des Escor Aktienkurses im Jahr 2011. Der volumengewichtete Durchschnittskurs (VWAP 60) liegt per 15. September 2011 bei CHF 17.43.
- ▶ Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot von CHF 17.5 von Highlight an die Aktionäre von Escor als fair anzusehen.
- ▶ Die Fairness Opinion wurde am 16. September 2011 fertiggestellt.

Louis Siegrist
Partner

Marc Filleux
Senior Manager

Fazit

Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot von CHF 17.5 von Highlight an die Aktionäre von Escor als fair anzusehen.

Anhang

14. Beurteilungsgrundlagen

15. Vergleichsgruppe zur Herleitung des Betas und der Kapitalstruktur

Beurteilungsgrundlagen

Kontaktpersonen bei Escor

| Name | Position |
|-------------------|--|
| Hr. Martin Wagner | Präsident des Verwaltungsrates von Escor |
| Hr. Fredy Haas | CEO / CFO Escor |
| Hr. Pascal Berger | Mitglied des Verwaltungsrates von Escor |

Übersicht über erhaltene Dokumente

| Dateiname | Datum | Dateityp |
|---|-------------------------------------|---------------------|
| Budget 2011 Escor Gruppe | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Konsolidierungsfile Escor Gruppe für Zwischenabschluss per 30.06.2011 | 6. September 2011 | MS Excel |
| Konsolidierter Jahresabschluss Escor Gruppe 2007 – 2010 und Zwischenabschluss per 30.06.2011 | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Bericht: Buchhalterische Erfassung der Akquisition von Pokermania GmbH gemäss IFRS 3 | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Steuerabschluss 2010 Pokermania und Zwischenabschluss per 30.06.2011 | 29. August 2011 / 5. September 2011 | Hardcopy |
| Anhang zum Bericht (Akquisition Pokermania GmbH) | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Einzelabschluss_Casino Locarno SA 2007 - 2009 | 29. August 2011 | Hardcopy |
| Einzelabschluss_Casino Promotion AG 2007 – 2009 | 29. August 2011 | Hardcopy |
| Einzelabschluss_Casino Promotion Montenegro AG 2009 - 2010 und Zwischenabschluss per 30.06.2011 | 29. August 2011 / 5. September 2011 | Hardcopy / MS Excel |
| Einzelabschluss_Casino Zürich AG 2007 - 2010 und Zwischenabschluss per 30.06.2011 | 29. August 2011 / 5. September 2011 | Hardcopy / MS Excel |
| Einzelabschluss_Escor Automaten AG 2007 - 2010 und Zwischenabschluss per 30.06.2011 | 29. August 2011 / 5. September 2011 | Hardcopy / MS Excel |
| Einzelabschluss_Escor Casinos und Entertainment SA 2007 - 2010 und Zwischenabschluss per 30.06.2011 | 29. August 2011 / 5. September 2011 | Hardcopy / MS Excel |
| Auskunft über Rechtsstreitigkeiten_Escor Gruppe | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Escor Casinos & Entertainment AG: Steuerveranlagung 2009 direkte Kantons- und Bundessteuer | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Escor Automaten AG: Steuerveranlagung 2009 direkte Kantons- und Bundessteuer | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Distribution Agreement mit Signs4u | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Vertragshändlervertrag mit Austrian Gaming Industries GmbH | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Agreement mit Gold Club D.O.O | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Commercial Distribution Agreement mit Unidesa | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Statuten Escor Casinos & Entertainment AG | 25. August 2011 | Hardcopy |
| Liegenschaftsbewertung | 8. September 2011 | Hardcopy |
| Aufteilung Nutzflächen Escor Gebäude | 8. September 2011 | PDF File |
| Betriebskosten Escor Gebäude 2008 - 2010 | 8. September 2011 | PDF File |
| Gebäudeversicherung Police | 8. September 2011 | PDF File |
| Gebäudeversicherung Prämien 2008 - 2010 | 8. September 2011 | PDF File |
| Grundbuchauszug | 8. September 2011 | PDF File |
| Mietvertrag Schweizer Post | 8. September 2011 | PDF File |
| Schätzung Gebäude | 8. September 2011 | PDF File |

Vergleichsgruppe zur Herleitung des Betas und der Kapitalstruktur für Casino Handel

Vergleichsgruppe Casino Handel

| Unternehmen | Ticker | Land | Währung | Abschlussdatum | Marktkapitalisierung | Minderheiten | Vorzugsaktien | Fremdkapital | FK / GK | Adjustiertes Beta | Unternehmenssteuersatz | Unlevered Beta |
|---------------------------------|---------|---------------|---------|----------------|----------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|-------------------|------------------------|----------------|
| Escor Casino & Entertainment SA | ESRI SW | SWITZERLAND | CHF | 12/2010 | 22 | - | - | - | 0.00% | 0.632 | 18.9% | 0.632 |
| Sceptre Leisure PLC | SCEL LN | BRITAIN | GBP | 04/2011 | 12 | 0 | - | 15 | 55.19% | 0.878 | 28.0% | 0.465 |
| Groupe Partouche SA | PARP FP | FRANCE | EUR | 04/2011 | 262 | 27 | - | 324 | 52.85% | 1.375 | 34.4% | 0.792 |
| Aristocrat Leisure Ltd | ALL AU | AUSTRALIA | AUD | 06/2011 | 1'298 | (3) | - | 299 | 18.78% | 0.956 | 30.0% | 0.822 |
| Bally Technologies Inc | BYI US | UNITED STATES | USD | 06/2011 | 2'159 | 2 | - | 515 | 19.25% | 1.364 | 35.0% | 1.181 |
| WMS Industries Inc | WMS US | UNITED STATES | USD | 06/2011 | 1'759 | - | - | - | 0.00% | 1.371 | 35.0% | 1.371 |
| Ainsworth Game Technology Ltd | AGI AU | AUSTRALIA | AUD | 12/2010 | 100 | - | - | 60 | 37.46% | 1.117 | 30.0% | 0.787 |
| Tiefst | | | | | | | | | 0.00% | 0.632 | | 0.465 |
| Höchst | | | | | | | | | 55.19% | 1.375 | | 1.371 |
| Durchschnitt | | | | | | | | | 26.22% | 1.099 | | 0.864 |
| Median | | | | | | | | | 19.25% | 1.117 | | 0.792 |

Quelle: Bloomberg
Werte in Millionen

Kurzbeschreibung der Unternehmen der Vergleichsgruppe

Escor Casino & Entertainment SA

Escor Casinos & Entertainment SA operates amusement and slot machines. The Company installs juke-boxes, video games, billiard tables, slot machines and other games in restaurants and casinos throughout Switzerland.

Aristocrat Leisure Ltd

Aristocrat Leisure Limited manufactures and sells gaming machines in Australia and internationally. The Company also supplies gaming systems, software, table gaming equipment and other gaming related products and services to casinos, clubs and hotels.

Ainsworth Game Technology Ltd

Ainsworth Game Technology Limited designs, develops and manufactures gaming machines and games combination software and other related equipment for the gaming industry in Australia. Products include the Ambassador video gaming machines, video games and Embassy Jackpot systems.

Quelle: Bloomberg

Sceptre Leisure PLC

Scepter Leisure PLC supplies lottery, fundraising and gameplay products to private members clubs, and operates amusement machines in bars and pubs. The Company operates in the United Kingdom.

Bally Technologies Inc

Bally Technologies Inc. designs, manufactures, distributes gaming devices, systems, and technology solutions worldwide. The Company's product line includes slot machines, video slots, wide-area progressives and Class II, lottery and central determination games and platforms. Bally's offers casino management, slot accounting, bonusing, cashless and table management solutions.

Groupe Partouche SA

Groupe Partouche SA is a gaming company. The Company operates casinos, hotels, spas and restaurants, and offers gambling and other entertainment. Groupe Partouche operates in France, Belgium, Switzerland, Spain, Tunisia, and Morocco.

WMS Industries Inc

WMS Industries Inc. designs, manufactures, sells, and leases gaming machines and video lottery terminals. The Company's products are distributed throughout the United States and internationally.

Vergleichsgruppe zur Herleitung des Betas und der Kapitalstruktur für Pokermania

Vergleichsgruppe Pokermania

| Unternehmen | Ticker | Land | Währung | Abschlussdatum | Marktkapitalisierung | Minderheiten | Vorzugsaktien | Fremdkapital | FK / GK | Adjustiertes Beta | Unternehmenssteuersatz | Unlevered Beta |
|--------------------------------------|---------|-------------|---------|----------------|----------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|-------------------|------------------------|----------------|
| 888 Holdings PLC | 888 LN | BRITAIN | USD | 06/2011 | 192 | - | - | - | 0.00% | 1.113 | 28.0% | 1.113 |
| JAXX SE | FXXN GR | GERMANY | EUR | 03/2011 | 24 | 1 | - | 7 | 21.56% | 0.951 | 29.8% | 0.797 |
| Playtech Ltd | PTEC LN | ISLE OF MAN | EUR | 06/2011 | 914 | - | - | - | 0.00% | 0.560 | - % | 0.560 |
| Sportingbet PLC | SBT LN | BRITAIN | GBP | 10/2010 | 363 | - | - | 8 | 2.13% | 1.286 | 28.0% | 1.266 |
| Bwin.Party Digital Entertainment PLC | BPTY LN | GIBRALTAR | EUR | 06/2011 | 1'407 | (1) | - | 35 | 2.40% | 1.172 | 10.0% | 1.146 |
| 32Red PLC | TTR LN | GIBRALTAR | GBP | 12/2010 | 21 | - | - | - | 0.00% | 0.593 | 10.0% | 0.593 |
| Tiefst | | | | | | | | | 0.00% | 0.560 | | 0.560 |
| Höchst | | | | | | | | | 21.56% | 1.286 | | 1.266 |
| Durchschnitt | | | | | | | | | 4.35% | 0.946 | | 0.912 |
| Median | | | | | | | | | 1.06% | 1.032 | | 0.955 |

Quelle: Bloomberg
Werte in Millionen

Kurzbeschreibung der Unternehmen der Vergleichsgruppe

888 Holdings PLC

888 Holdings PLC operates a gambling business. The Company operates an Internet gaming website.

Sportingbet PLC

Sportingbet Plc operates a global on-line and telephone sports betting business, serving over 880,000 customers in some 150 countries. The Group, which offers betting on a wide assortment of international sports and accepts bets in some 23 currencies, conducts operations via betting licenses in the Channel Islands and Costa Rica.

JAXX SE

JAXX SE is a financial holding company with holdings in European companies in the gambling industry. The Company's subsidiaries offer sports and horse betting, lotteries, and casino and poker games. JAXX has investments in Germany the UK, Spain, Austria and Malta.

Bwin.Party Digital Entertainment PLC

Bwin.Party Digital Entertainment PLC offers Internet gambling services. The Company operates gambling websites offering sports betting, poker, casino games, and audio and video streams of sporting events.

Playtech Ltd

Playtech Ltd. develops unified software platforms and content for the online, mobile and land-based gaming industry. The Company's gaming applications include casino, poker, bingo, sports betting, live gaming, casual and fixed odds games.

32Red PLC

32Red PLC offers Internet gambling services.

Quelle: Bloomberg