

Attestation d'équité: Escor Casinos & Entertainment SA

16 septembre 2011

Personnel / confidentiel

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

Abréviations

1S 2011	Premier semestre 2011
SA	Société anonyme
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers
Casino Montenegro	Casino Promotion Montenegro d.o.o.
CHF	Franc suisse
D.o.o.	Société à responsabilité limitée
DCF	Discounted Cashflow (cash-flow actualisé)
EBIT	Bénéfice avant intérêts et impôts (angl.: earnings before interest and tax)
EBITDA	Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissements (angl.: earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
FP	Fonds propres
Escor	Escor Casinos & Entertainment SA, Industriestrasse 34, CH-3186 Düringen
EUR	Euro
CE	Capitaux empruntés
Sàrl	Société à responsabilité limitée
Highlight	Highlight Communications AG, Netzbodenstrasse 23b, CH-4133 Pratteln
mEUR / mCHF	Milliers d'euro / de CHF
mio.	Millions
mrd.	Milliards
n.d.	non disponible
NOPAT	Bénéfice opérationnel net après impôts (angl.: Net Operating Profit After Tax)
Pokermania	Pokermania GmbH, Bonner Str. 271, 50968 Cologne
SA	Société anonyme
UT	Unité
CMPC	Coût moyen pondéré du capital
CMPV	Cours moyen pondéré selon le volume (Volume-weighted average price)

Table des matières

Introduction	1
<hr/>	
1. Situation initiale	2
2. Mandat et procédure d'évaluation.....	3
Description de l'entreprise	5
<hr/>	
3. Entreprise	6
4. Résultat financier	9
5. Branche	10
Procédure d'évaluation	11
<hr/>	
6. Procédure d'évaluation.....	12
Estimations de valeur	14
<hr/>	
7. Analyse du cours de l'action	15
8. Activités relatives aux casinos	17
9. Pokermania.....	22
10. Casino Promotion Montenegro	29
11. Actifs du Groupe	30
12. Synthèse.....	31
Evaluation globale / attestation d'équité	32
<hr/>	
13. Evaluation globale / attestation d'équité.....	33
Annexe	34
<hr/>	
14. Bases d'évaluation	35
15. Groupe de comparaison pour la détermination du bêta et de la structure du capital	36

Introduction

1. Situation initiale
2. Mandat et procédure d'évaluation

Situation initiale

Situation initiale

- ▶ Escor Casinos & Entertainment SA («Escor» ou «la société cible») est une société de droit suisse dont le siège est établi à Düdingen, dans le canton de Fribourg.
- ▶ Les actions au porteur d'Escor sont cotées à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange depuis 1987 (ticker Reuters: ESRI).
- ▶ Au 16 septembre 2011, il y avait 1 237 286 actions au porteur cotées d'une valeur nominale de CHF 9 par action. Selon la SIX Swiss Exchange, le flottant s'élève à 41,78%. Escor, pour sa part, détient 16 017 actions.
- ▶ En outre, il existe également 535 actions au porteur non cotées d'une valeur nominale de CHF 3,6 par action.
- ▶ Highlight Communications AG («Highlight» ou «l'offrant») est une société cotée en Bourse dont le siège est établi à Pratteln, dans le canton de Bâle.
- ▶ Le 16 septembre 2011, Highlight a déposé une offre publique d'achat pour Escor («offre»). L'offre porte sur l'ensemble des actions au porteur cotées d'Escor. Les 535 actions au porteur non cotées d'une valeur nominale de CHF 3,6 chacune ne font pas partie de l'offre.
- ▶ L'offre de Highlight portant sur les actions d'Escor en circulation porte sur un paiement en numéraire de CHF 17,5 par action dont la valeur nominale est de CHF 9.

Mandat et procédure d'évaluation

Mandat

- ▶ Le Conseil d'administration d'Escor («Conseil d'administration») a chargé Ernst & Young SA Suisse («Ernst & Young» ou «nous») d'établir une attestation d'équité. Cette attestation d'équité permet de vérifier l'adéquation financière de l'offre de Highlight.
- ▶ L'attestation d'équité est un avis neutre qui doit donner aux membres du Conseil d'administration ainsi qu'aux actionnaires d'Escor l'assurance que le prix d'acquisition proposé par action au porteur est équitable et approprié d'un point de vue financier.
- ▶ L'attestation d'équité ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'achat. L'attestation d'équité ne comporte aucune estimation des répercussions entraînées par une acceptation ou un refus de l'offre, ni aucune déclaration concernant la valeur future d'une action d'Escor et du prix auquel les actions d'Escor non livrées pourront dorénavant se négocier.
- ▶ Etant donné que notre évaluation repose essentiellement sur des données de la société, notre responsabilité se limite à l'analyse et à l'évaluation minutieuse et technique des informations mises à notre disposition. Par ailleurs, il nous a été confirmé par Escor que cette dernière n'a connaissance d'aucun fait ou circonstance selon lesquels les informations mises à disposition seraient trompeuses, inexactes ou incomplètes.
- ▶ L'attestation d'équité peut être rendue publique.

Mandat et procédure d'évaluation

Procédure d'évaluation

- ▶ Ernst & Young a procédé à quelques estimations de valeur pour l'évaluation financière de l'offre d'achat portant sur les actions au porteur d'Escor. Pour l'essentiel, les étapes de travail suivantes font partie intégrante de cette attestation d'équité:
 - demande d'informations pertinentes;
 - analyse des informations obtenues d'Escor;
 - réalisation d'entretiens avec des responsables (Conseil d'administration et Direction d'Escor);
 - évaluations d'Escor au moyen de méthodes d'évaluation appropriées; et
 - évaluation de l'offre par le biais du comité en charge de l'attestation d'équité d'Ernst & Young.
- ▶ Nous avons réalisé la présente attestation d'équité dans l'optique de l'ensemble des actionnaires publics. Les aspects fiscaux et autres propres à la situation individuelle des actionnaires en cas d'acceptation de l'offre d'achat de leur part n'ont pas été pris en compte dans cette analyse. Cela se serait avéré impossible au vu de la diversité des conditions dans lesquelles se trouvent les différents actionnaires.

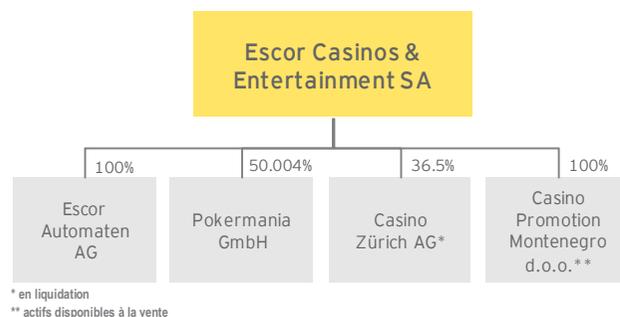
Description de l'entreprise

3. Entreprise
4. Résultat financier
5. Branche

Entreprise

Escor

Source: Escor



Logo de l'entreprise

Source: Escor



Escor

- ▶ Escor est une entreprise active au niveau international fondée le 31 octobre 1973 dans le canton de Fribourg qui occupe actuellement huit personnes.
- ▶ Au 30 juin 2011, les entreprises suivantes font partie d'Escor:
 - Escor Casinos & Entertainment SA (Holding);
 - Escor Automaten AG (100%, consolidée globalement);
 - Pokermania GmbH (participation de 50,004%, consolidée globalement);
 - Casino Zürich AG (participation de 36,5%); et
 - Casino Promotion Montenegro d.o.o. (100%, actifs disponibles à la vente).
- ▶ Par rapport à l'exercice 2010, il convient de mentionner les modifications suivantes:
 - La société Casino Promotion AG (société dormante) a été cédée au 30 décembre 2010.
 - La participation (36,5%) dans la société Casino Locarno SA a été cédée le 20 décembre 2010.

Activités

- ▶ Escor exerce actuellement des activités dans les quatre domaines suivants: activités relatives aux casinos, développement d'appareils de jeu, exploitation de casinos et médias sociaux.

Activités relatives aux casinos

- ▶ Avec la diffusion et maintenance des lignes de produits de la société autrichienne Austrian Gaming Industries GmbH et la société espagnole Unidesa, Escor Automaten AG a établi deux gammes de produits reconnus sur le marché suisse des appareils de jeu destinés aux casinos. En février 2011, le portefeuille a été complété par les produits du Gold Club de Slovénie. Les casinos suisses représentent les principaux clients d'Escor. Le secteur de la diffusion occupe trois postes à temps plein.

Développement d'appareils de jeu

- ▶ En outre, la société développe ses propres machines. Actuellement, un prototype d'une machine destinée aux jeux d'adresse est en développement et devrait être lancé sur le marché l'année prochaine.
- ▶ Le secteur du développement ne compte qu'un seul poste à temps plein et doit être considéré comme marginal.

Exploitation de casinos

- ▶ Dans le secteur de l'exploitation de casinos, différents projets ont été développés ces dernières années à Zurich, Neuchâtel ainsi qu'au Monténégro. De plus, Escor détient une participation dans Casino Locarno SA.
- ▶ Compte tenu des décisions négatives en défaveur d'Escor concernant l'attribution des concessions de Neuchâtel et Zurich et des difficultés financières au Monténégro, le secteur relatif à l'exploitation de casinos ne jouera plus aucun rôle déterminant à l'avenir.
 - La société Casino Zürich AG est liquidée à la suite de la non attribution de la concession de casino. Des provisions ont été constituées pour les coûts proportionnels de restructuration d'un montant de CHF 0,3 mio. Le paiement d'un montant de CHF 7,3 mio lié à la demande de concession a été remboursé à Escor le 10 août 2011.
 - Le 21 juillet 2010, Escor a ouvert le Grand Swiss Casino dans la ville portuaire de Bar, dans le Monténégro. L'exploitation n'a pas encore pu être rentabilisée à ce jour. Selon le management, l'entreprise Casino Promotion Montenegro d.o.o. (Casino Montenegro) doit par conséquent être cédée. Le management a pris des mesures en vue de réduire les charges d'exploitation et d'intensifier les activités de vente.

Médias sociaux

- ▶ Pokermania GmbH dont le siège est situé à Cologne (Pokermania) permettra à Escor d'établir sa présence dans le secteur des médias sociaux. Au 13 mai 2011, Escor a acquis une participation de 50,004% dans la jeune société start-up.
- ▶ Pokermania est spécialisée dans le développement et la distribution de logiciels de jeux de poker. Elle est principalement active dans le secteur de la clientèle d'entreprises. En outre, elle exploite sa propre plateforme Internet.
- ▶ Actuellement, elle offre ses services et produits via deux modèles d'affaires différents:
 - modèle 1: recettes fixes provenant du développement de logiciels spécifiques pour des tiers et les revenus qui découlent de la maintenance et des développements ultérieurs; et
 - modèle 2: développement de logiciels spécifiques pour des tiers, Pokermania détenant une participation variable dans les revenus de la plate-forme Internet.

Conclusion

Les secteurs médias sociaux et activités relatives aux casinos sont pertinents pour effectuer une évaluation d'Escor tournée vers le futur.

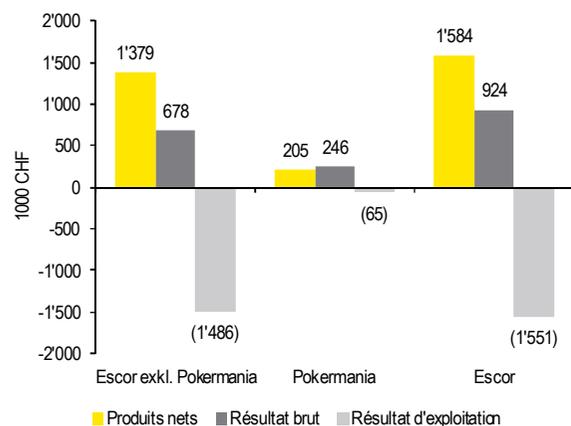
Entreprise

- ▶ A compter de 2012, il est prévu d'opérer un transfert vers le modèle 2. Le management souhaite de la sorte pouvoir participer au succès économique des partenaires, et ce, de manière durable et avec des marges plus élevées.

Résultat financier

Résultat d'exploitation des activités poursuivies 1S 2011

Source: rapport d'activité



Exercice 2010

- ▶ En 2010, Escor a réalisé un résultat d'exploitation des activités poursuivies de –CHF 0,7 mio. L'exercice 2010 a été marqué notamment par deux événements extraordinaires: d'une part, par la perte de CHF 8,4 mio. résultant des activités Casino Montenegro non poursuivies et, d'autre part, par le produit élevé de la vente de la participation à dans société Casino Locarno SA. Avec CHF 0,23 mio, le résultat global a ainsi été positif dans l'ensemble.

1S 2011

- ▶ Au premier semestre 2011, Escor a enregistré une perte consolidée issue des activités poursuivies de CHF 1,551 mio. (voir graphique ci-contre). Les activités cessées ont entraîné une perte de CHF 2,33 mio. Après prise en compte du résultat financier, des impôts et des différences de change, il en résulte un résultat global de –CHF 4,05 mio.

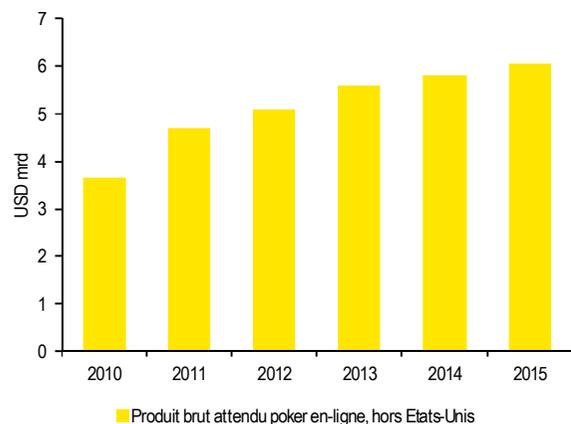
Budget 2011

- ▶ Selon le budget 2011 actuel, on ne peut pas tabler sur une reprise à court terme. Le budget (au 9 juin 2011) prévoit une perte d'exploitation pour l'ensemble de l'exercice 2011.

Branche

Produit attendu poker en ligne (hors Etats-Unis)

Source: H2 Gambling Capital Consulting



Activités relatives aux casinos

- ▶ Les 19 casinos suisses ont enregistré 5 239 673 entrées en 2010. Le produit brut des jeux a diminué de 7,2% par rapport à l'exercice précédent et s'établit à près de CHF 869 mio. Cette baisse est principalement due à l'interdiction de fumer et à la diminution de clients étrangers suite à la faiblesse de l'euro.
- ▶ En 2010, 237 tables de jeux et 3 771 machines à sous ont été exploitées. Depuis le 1^{er} janvier 2011, les casinos B sont autorisés à exploiter 250 machines (150 jusqu'à présent).
- ▶ En 2023, toutes les concessions de casino seront renouvelées en Suisse, ce qui pourrait entraîner une hausse des investissements. D'ici là, il sera toutefois difficile de planifier correctement la demande de machines, celle-ci étant avant tout dépendant des produits des jeux et des innovations dans le domaine des jeux.

Médias sociaux

Généralités

- ▶ En 2011, on dénombrait plus de 2 600 plateformes de jeux en ligne. Les produits du marché global des jeux en ligne sont estimés à USD 23,7 mrd. pour 2011. Selon la société de consulting H2 Gambling Capital, on peut s'attendre à ce que les produits globaux augmentent à USD 30,4 mrd. d'ici 2015. Le domaine du bingo en ligne recèle le potentiel de croissance le plus élevé. Le marché le plus rentable reste celui des paris sportifs.

Activités de poker

- ▶ En dehors des Etats-Unis, on s'attend à ce que les produits du poker en ligne totaliseront USD 6,1 mrd. d'ici 2015. Cela correspond à un taux de croissance annuel de près de 10,4% par rapport à 2010.
- ▶ Le marché européen est le principal marché des jeux en ligne. L'Allemagne représente le deuxième marché du poker du monde.

Conclusion

Selon le management, il ne faut pas s'attendre à une croissance du marché «Commerce d'appareils à sous». Le secteur des médias sociaux recèle un potentiel important. Cela dit, les développements dans ce domaine sont marqués par une insécurité élevée.

Procédure d'évaluation

6. Procédure d'évaluation

Procédure d'évaluation

Méthodes d'évaluation appliquées

Unité	Méthode
Activités relatives aux casinos	Valeur intrinsèque et valeur de rendement
Pokermania	Discounted Cashflow / prix du marché
Casino Promotion Montenegro	Valeur de liquidation nette
Actifs financiers du Groupe	Valeur intrinsèque / valeur vénale de l'immeuble et du terrain

Source: Ernst & Young

Procédure d'évaluation

Principes

- ▶ L'objectif de l'évaluation est de déterminer la valeur d'une action d'Escor, y compris des sociétés qui en font partie, au 15 septembre 2011.
- ▶ L'évaluation des différentes entités d'Escor a été effectuée au 30 juin 2011. Par conséquent, une rémunération des fonds propres établis a été effectuée durant la période allant jusqu'au 15 septembre 2011. Vu que la majeure partie des fonds propres d'Escor se compose d'actifs à faible risque, tels que des liquidités ou le terrain et l'immeuble, la rémunération s'est basée sur le LIBOR CHF à 3 mois de 0,175% au 30 juin 2011.
- ▶ Le nombre total des actions d'Escor enregistrées, d'une valeur nominale de CHF 9 chacune, est de 1 237 286. Par ailleurs, 1 221 483 actions ont été prises en compte dans le calcul de la valeur par action. D'une part, la différence correspond aux 16 017 actions détenues par l'entreprise elle-même. Ces dernières ne donnent pas droit au dividende et ne confèrent aucun droit de vote. En d'autres termes, elles ne sont pas déterminantes pour obtenir le contrôle de l'entreprise, de sorte qu'elles n'ont pas été prises en compte dans nos réflexions en matière d'évaluation. D'autre part, il existe 535 anciennes actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 3,6 chacune (calculée sur une valeur nominale de CHF 9, cela correspond à 214 actions). Vu que les anciennes actions au porteur ne font pas partie de l'offre, mais qu'elles donnent droit à des dividendes et confèrent un droit de vote, il est tenu compte de la partie pondérée avec la valeur nominale des anciennes actions au porteur pour la détermination du nombre pertinent d'actions destinées à l'évaluation.

Méthode

- ▶ En règle générale, le cours boursier d'une société cotée constitue la meilleure indication de sa valeur. Cela suppose toutefois que le marché soit suffisamment liquide. Comme indiqué au prochain chapitre, cela n'est pas le cas pour Escor. Le négoce des actions Escor est illiquide et le cours boursier de l'action Escor ne permet pas de juger du caractère équitable de l'offre publique d'achat de Highlight.
- ▶ Pour l'évaluation d'Escor au 15 septembre 2011, nous avons donc eu recours aux méthodes d'évaluation évoquées dans le tableau ci-contre. La procédure d'évaluation suivante est choisie.
- ▶ Escor est évaluée comme étant la somme des différentes entités: (1) Activités relatives aux casinos; (2) Pokermania; (3) Casino Montenegro; et (4) actifs du Groupe. En outre, la perte prévue pour le second semestre 2011 est déduite de la somme des différentes entités. Le bilan consolidé du Groupe Escor au 30 juin 2011 constitue la base de nos réflexions en matière d'évaluation.

Procédure d'évaluation

- 1 *Activités relatives aux casinos*: afin de déterminer la valeur intrinsèque, les actifs y afférents et les engagements du bilan consolidé sont affectés au secteur «Activités relatives aux casinos». Par ailleurs, des évaluations de valeurs de rendement sont réalisées.
- 2 *Pokermania*: le calcul portant sur Pokermania est effectué en dehors du bilan consolidé, vu que Pokermania fait l'objet d'une évaluation séparée sur la base de la méthode du cash-flow actualisé (DCF). Le plan d'affaires 2011-2013 établi par le management ainsi que les analyses propres en matière de marge et de croissance de marché durables sont à la base du calcul DCF.
- 3 *Casino Montenegro*: vu que des efforts de vente sont en cours concernant Casino Montenegro, les réflexions réalisées se fondent sur la valeur de vente nette.
- 4 *Actifs du Groupe*: les positions du bilan restantes sont principalement prises en compte dans l'évaluation à la valeur intrinsèque nette. Il s'agit notamment de moyens liquides qui ont, entre autres, été bloqués sur un compte dans le cadre du projet de casino, et ont entre-temps, toutefois, été remboursés à Escor. Les bâtiments ainsi que le terrain à Düdingen sont pris en compte à la valeur vénale.

Conclusion

Sur la base des résultats des différentes méthodes d'évaluation, nous avons établi une fourchette pour la valeur de marché équitable d'une action Escor.

Afin que nous puissions la considérer comme financièrement équitable, l'offre publique d'achat de Highlight doit s'inscrire dans cette fourchette ou être supérieure.

Estimations de valeur

7. Analyse du cours de l'action
8. Activités relatives aux casinos
9. Pokermania
10. Casino Promotion Montenegro
11. Actifs du Groupe
12. Synthèse

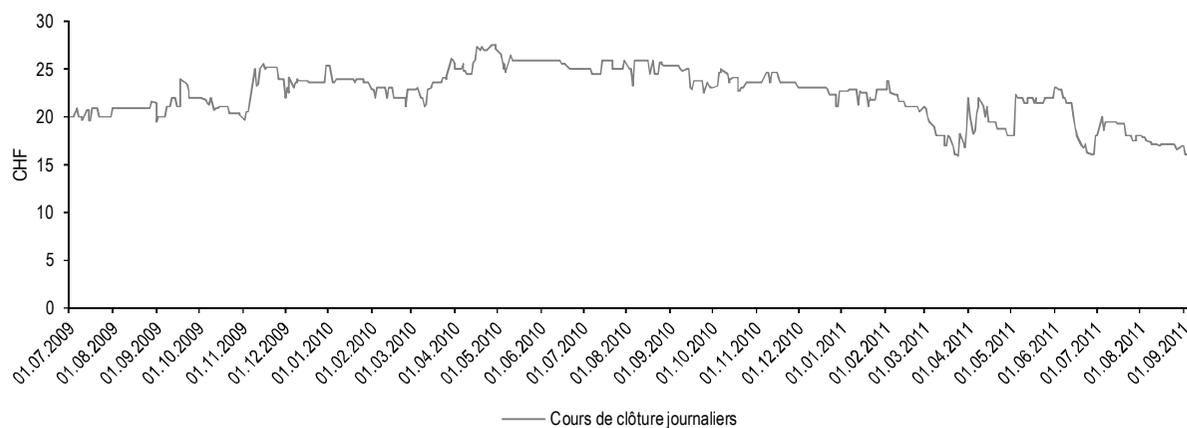
Analyse du cours de l'action

Analyse du prix des actions

- Le tableau ci-après indique l'évolution historique du prix de l'action depuis le 1^{er} juillet 2009. Le cours de clôture de l'action Escor le 15 septembre 2011 s'élevait à CHF 16,00. Le cours le plus élevé atteint durant cette période s'élevait à CHF 27,6 (27 avril 2010), quant au cours le plus bas, il s'est établi à CHF 15,5 (12 septembre 2011). Le cours moyen pondéré selon le volume (CMPV 60) s'établit au 15 septembre 2011 à CHF 17,43.

Evolution du prix de l'action depuis le 1^{er} juillet 2009

Source: Bloomberg



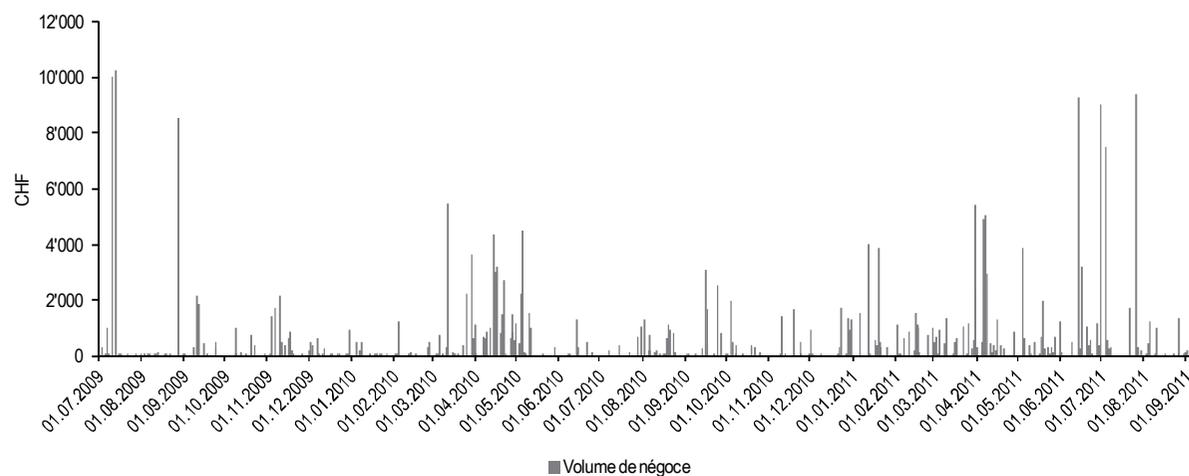
Analyse du cours de l'action

Analyse du volume de transactions

- Le graphique ci-après indique le volume de négoce depuis le 1^{er} juillet 2009. Il ressort de l'analyse de ce volume de transactions, que durant la période du 1^{er} juillet 2009 au 15 septembre 2011, un total de 284 jours sans transactions boursières clôturées et 293 jours de volume de transaction ont été enregistrés.

Volume de transactions depuis le 1^{er} juillet 2009

Source: Bloomberg



Conclusion

- En raison du volume de transactions limité de l'action Escor, aucune importance particulière n'a été accordée à l'actuel cours boursier de l'action Escor lors de l'évaluation du caractère équitable de l'offre publique d'achat.

Conclusion

Aucune importance particulière n'a été accordée à l'actuel cours boursier de l'action Escor lors de l'évaluation du caractère équitable de l'offre publique d'achat.

Activités relatives aux casinos

Méthodes d'évaluation

- ▶ L'évaluation du secteur des activités relatives aux casinos s'opère par le biais des méthodes de la valeur intrinsèque et de la valeur de rendement. Ces deux méthodes seront brièvement décrites ci-après.

Valeur intrinsèque

- ▶ La valeur intrinsèque représente un rapprochement de la valeur équitable du capital investi, mais qui ne reflète toutefois pas la capacité bénéficiaire future de l'entreprise. Les réflexions en matière de valeur intrinsèque sont appropriées pour l'évaluation d'entreprises n'ayant aucune activité opérationnelle ou d'entreprises dont le développement futur est très incertain.

Valeur de rendement

- ▶ La méthode basée sur la valeur de rendement constitue une forme simplifiée de la méthode du cash-flow actualisé (DCF) au cours de laquelle la valeur d'une entreprise est établie par le biais de la capitalisation d'un bénéfice futur estimé et durable.
- ▶ Dans le cas présent, le bénéfice durable est établi sur la base des bénéfices opérationnels avant intérêts et impôts (NOPAT). Sur la base de ce bénéfice durable, une valeur résiduelle est calculée en application du coût moyen pondéré du capital et compte tenu d'un taux de croissance perpétuel adéquat.
- ▶ Afin de déterminer la valeur des fonds propres, le capital emprunté rémunéré est déduit de la valeur brute de l'entreprise et ajouté aux actifs non nécessaires à l'exploitation.
- ▶ La méthode basée sur la valeur de rendement est appliquée pour l'évaluation de sociétés disposant de structures économiques stables ainsi que d'un modèle d'affaires établi.

Conclusion

Le secteur «Activités relatives aux casinos» est évalué au moyen de la méthode de la valeur intrinsèque et de la valeur de rendement.

Activités relatives aux casinos

Hypothèses

- ▶ Les hypothèses générales suivantes ont été posées pour l'évaluation:
 - Date de l'évaluation: 30 juin 2011.
 - Monnaie: francs suisses (CHF).
 - Taux d'imposition: taux d'imposition effectif à hauteur de 20%.
 - Report de pertes: la majeure partie des pertes reportées arrive à échéance en 2012 et ne peut être utilisée.
 - Liquidités nécessaires à l'exploitation: selon le management, une base de liquidités d'environ CHF 0,25 mio. est nécessaire afin de permettre l'exploitation du secteur «Activités relatives aux casinos».
 - Selon les informations du management, aucun capital emprunté rémunéré, aucun actif non nécessaire à l'exploitation ou aucun engagement conditionnel n'existent à la date de l'évaluation.
 - Il est prévu que le résultat d'exploitation durable (méthode de la valeur de rendement) augmente de 1,4% par an. Cela correspond à un taux d'inflation à long terme attendu moyen pour la Suisse (source: IHS Global Insight) et peut être interprété dans le sens que les bénéfices durables se maintiennent.

Chiffre d'affaires

- ▶ En principe, il convient de décrire l'activité relative au commerce d'appareils de jeux comme stable. En 2009, un produit net d'environ CHF 2,9 mio. a pu être réalisé. En 2010, le résultat a été supérieur à la moyenne. La vente unique d'appareils de jeu au Monténégro a permis de faire progresser le produit net à CHF 3,4 mio. Le budget 2011 prévoit un produit net d'environ CHF 2,7 mio. Cela correspond environ au niveau de 2009. Le management prévoit la conclusion de contrats dans le cadre des nouveaux projets de casinos à Neuchâtel et Zurich. Le management table sur un produit net à long terme de CHF 2,5 à 4 mio. Sur la base des résultats enregistrés par le passé ainsi que des entretiens menés avec le président du Conseil d'administration d'Escor, un chiffre d'affaires durable de CHF 2,5 mio. est fixé dans les évaluations de la valeur de rendement.

Marge EBIT

- ▶ En 2009, le commerce des appareils de jeu a permis de générer une marge de 11,7%. Pour 2011 également, une marge d'environ 11% est prévue. Des entreprises comparables indiquent des marges attendues de 16% (en moyenne). Sur la base des marges réalisées par le passé et des entretiens

Activités relatives aux casinos

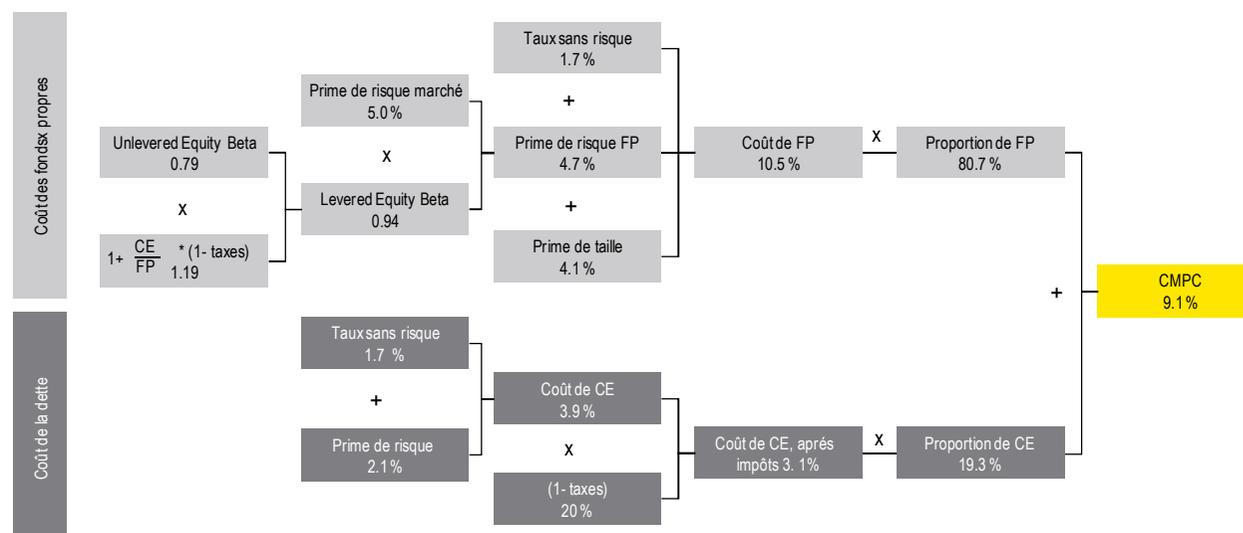
menés avec le président du Conseil d'administration d'Escor, une marge durable de 11% est utilisée pour calculer la valeur de rendement.

Coûts du capital

- Le CMPC décrit l'exigence de rendement pondérée des bailleurs de fonds propres et de capitaux empruntés. Les coûts des fonds propres sont déduits selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Les coûts des fonds propres ont subi un ajustement de 20% au niveau du taux d'imposition pour le secteur «Activités relatives aux casinos». Le CMPC du secteur «Activités relatives aux casinos» est calculé selon la formule illustrée ci-après.

Schéma de calcul du CMPC corrigé des impôts pour le secteur «Activités relatives aux casinos»

Source: Ernst & Young



Activités relatives aux casinos

► Les éléments du CMPC corrigé des impôts sont décrits ci-après.

Coûts des fonds propres (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque Suisse	1.7%	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation.	Rendement d'une obligation de la Confédération suisse à 10 ans au 30 juin 2011 selon Bloomberg
Bêta «unlevered» ajusté	0,79x	Le bêta reflète le risque systématique d'une action déterminé selon le MEDAF. Les bêtas ont été observés sur le marché des capitaux et sont «unlevered» conformément à la structure de leur capital. Le processus de «unlevering» corrige les bêtas et neutralise les effets induits par la structure différente des capitaux empruntés. Formule: $\text{bêta (unlevered)} = \text{bêta ajusté} / (1 + \text{CE/FP} * (1 - \text{taux d'imposition}))$	Le bêta «unlevered» ajusté repose sur la moyenne du groupe de comparaison; voir annexe (source: Bloomberg)
Bêta «relevered» ajusté	0,94x	Pour calculer le risque systématique pour le secteur «Activités relatives aux casinos», le bêta «unlevered» ajusté est «relevered» conformément à la structure du capital cible. Formule: $\text{bêta (relevered)} = \text{bêta (unlevered)} * (1 + \text{CE/FP} * (1 - \text{taux d'imposition}))$	Déduction
Prime de risque de marché	5.0%	La prime de risque de marché correspond à la différence entre le rendement du marché des actions sous-jacent et le rendement sans risque d'un emprunt d'Etat correspondant au cours d'une période probante.	Prime de risque de marché pour la Suisse (tirée de Pictet «The Performance of Shares and Bonds in Switzerland» et Ernst & Young)
Prime de taille	4.1%	Plusieurs études empiriques ont montré qu'en comparaison avec les grandes entreprises, les petites entreprises (en termes de capitalisation) affichaient à long terme un excédent de rendement qui ne s'explique pas via le MEDAF, en d'autres termes le risque systématique. En règle générale, de plus hauts rendements ne sont possibles à long terme que moyennant de plus grands risques. En échange de ces risques plus élevés, les bailleurs de fonds exigent une indemnisation plus importante. Afin de compenser l'exigence de rendement accrue d'une société telle que Escor, nous procédons à une majoration correspondante des coûts des fonds propres.	Prime de taille pour les PME d'une valeur boursière inférieure à MUSD 477 selon Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, Yearbook 2011, publié par Morningstar
Coûts des fonds propres «Activités relatives aux casinos»	10.5%		

Source: Ernst & Young

Activités relatives aux casinos

Coûts des capitaux empruntés (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque Suisse	1.7%	Voir ci-dessus	Voir ci-dessus
Prime de risque pour les CE	2.1%	Suivant l'honorabilité d'Escor, les bailleurs de CE exigent une prime de risque sur le taux sans risque. La prime de risque a été déterminée sur la base du spread sur le capital emprunté assorti de la note BBB.	Bloomberg, Ernst & Young
Coûts des fonds propres «Activités relatives aux casinos»	3.9%		

Source: Ernst & Young

Structure du capital et taux d'imposition (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Quote-part des capitaux empruntés	19.3%	La quote-part des capitaux empruntés décrit la part des capitaux empruntés des entreprises du secteur à la date d'évaluation. Elle permet de pondérer les coûts des capitaux empruntés dans le CMPC.	Part des CE rapportée à la moyenne du groupe de comparaison; voir annexe (source: Bloomberg)
Quote-part des fonds propres	80.7%	La quote-part des fonds propres décrit la part des fonds propres du secteur saisie aux valeurs de marché à la date d'évaluation. Elle permet de pondérer les coûts des fonds propres dans le CMPC.	Déduction par le biais de la part des capitaux empruntés
Taux d'imposition «Activités relatives aux casinos»	20.0%	Le taux d'imposition correspond au taux d'imposition pour le secteur «Activités relatives aux casinos». Le taux d'imposition est utilisé dans le processus de «relevering» pour le calcul du bêta et l'ajustement fiscal des coûts des capitaux empruntés.	Management d'Escor

Source: Ernst & Young

Résultat de l'évaluation des activités relatives aux casinos

- ▶ Sur la base des informations obtenues, des entretiens menés avec le management et avec le président du Conseil d'administration d'Escor ainsi que selon des réflexions propres, nous avons établi une valeur intrinsèque nette de CHF 1,2 mio. au 30 juin 2011 pour le secteur «Activités relatives aux casinos».
- ▶ En appliquant la méthode basée sur la valeur de rendement, il résulte une valeur des fonds propres de CHF 2,9 mio. La valeur des fonds propres établie selon la méthode basée sur la valeur de rendement repose sur l'hypothèse selon laquelle un EBIT moyen de CHF 0,28 mio. peut être réalisé durablement.

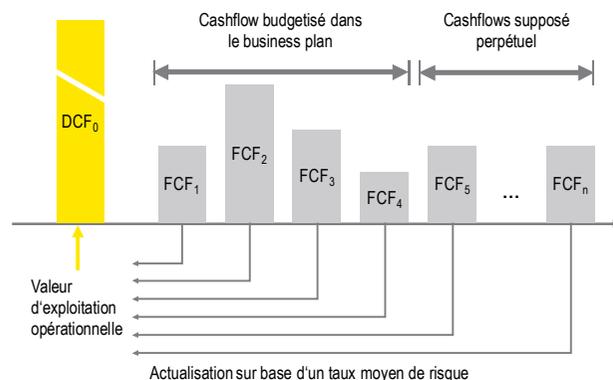
Conclusion

Pour le secteur «Activités relatives aux casinos», nous établissons une fourchette de CHF 1,2 mio. à CHF 2,9 mio.

Pokermania

Méthode DCF

Source: Ernst & Young



Méthodes d'évaluation

► L'entreprise start-up Pokermania est évaluée au moyen de la méthode du cash-flow actualisé (DCF). En outre, il a été tenu compte dans la détermination de la valeur du prix d'achat de CHF 2,8 mio. payé le 10 mai 2011 par Escor pour l'acquisition d'une participation d'environ 50,0% dans Pokermania. Le prix d'acquisition correspond au prix de marché payé dans le cadre d'une transaction récente et doit donc être pris en considération pour l'évaluation. En raison de la nature d'une entreprise start-up, il est difficile d'appliquer des méthodes d'évaluation qui utilisent l'approche par la valeur de marché d'entreprises cotées en bourse à des fins de comparaison. Une analyse des multiplicateurs ne semble dès lors pas pertinente. La méthode DCF est détaillée brièvement ci-après.

Méthode DCF

- La méthode DCF (approche brute) détermine la valeur d'une entreprise grâce à l'escompte des cash-flows futurs disponibles planifiés avec le coût moyen pondéré du capital (CMPC). Les cash-flows disponibles décrivent les flux financiers de la société avant les activités de financement et, partant, les cash-flows mis à la disposition des bailleurs de fonds propres et de capitaux empruntés. Afin de déterminer la valeur des fonds propres, la valeur de marché du capital emprunté rémunéré est déduite de la valeur brute de l'entreprise et ajoutée aux actifs non nécessaires à l'exploitation.
- Pokermania est une société start-up. L'évaluation d'entreprises start-up s'accompagne toujours d'un degré élevé d'incertitudes.

Hypothèses

- Les hypothèses générales suivantes ont été posées pour l'évaluation:
- Date de l'évaluation: 30 juin 2011.
 - Monnaie: EUR.
 - Taux d'imposition: taux d'imposition effectif de 28,9%
 - Il est prévu que le résultat d'exploitation durable augmente de 1,9% par an au niveau de la valeur résiduelle. Cela correspond à un taux d'inflation moyen attendu à long terme pour l'espace européen (source: IHS Global Insight) et peut être interprété dans le sens que les bénéfices durables se maintiennent.
 - Taux de participation d'Escor à Pokermania: 50,004%.

Conclusion

Pokermania est une société start-up. L'évaluation d'entreprises start-up s'accompagne toujours d'un degré élevé d'incertitudes. Pokermania fait l'objet d'une évaluation sur la base de la méthode DCF et du prix d'achat acquitté.

Pokermania

Hypothèses de base du plan d'affaires

Position	Période de planification moyenne	Année résiduelle
Croissance du chiffre d'affaires	64,3%	1,9%
Marge EBITDA	39,0%	30,0%
ACN / chiffre d'affaires	6,0%	5,6%
Dépenses d'investissement / chiffre d'affaires	0,0%	0,0%

Source: management; Ernst & Young

- Taux de change EUR/CHF au 30 juin 2011: 1,19.

Plan d'affaires

- ▶ L'évaluation au 30 juin 2011 repose sur le plan d'affaires établi par le management de Pokermania dans le cadre de l'acquisition de Pokermania par Escor.
- ▶ Le plan d'affaires mis à notre disposition court jusqu'à 2013. Vu le taux de croissance habituellement élevé du chiffre d'affaires enregistré par une start-up dans ses premières années d'existence, nous avons prolongé de trois ans la période de planification explicite du plan d'affaires. La valeur résiduelle a ensuite été déterminée sur la base d'une année normalisée.
- ▶ Les hypothèses de base du plan d'affaires sont indiquées dans le tableau ci-contre et décrites ci-après.

Chiffre d'affaires

- ▶ Pour la période de planification explicite de 2011 à 2013, le plan d'affaires du management de Pokermania a été repris tel quel. Pour les années 2014 à 2016, le taux de croissance attendu d'entreprises similaires du secteur de l'industrie déterminé au moyen d'une analyse de benchmarking a été utilisé (voir annexe). La croissance attendue moyenne du chiffre d'affaires de 64,3% sur toute la durée de la période de planification reflète le caractère de start-up de Pokermania.

EBITDA

- ▶ Pour la période de planification explicite de 2011 à 2013, le plan d'affaires du management de Pokermania a de nouveau été repris tel quel. Pour les années suivantes, la marge EBITDA prévue par le management pour 2013 a été progressivement réduite à un niveau de 30% pour l'année normalisée. Les analyses de benchmarking réalisées soutiennent une marge durable de 30%.

Amortissements / investissements (dépenses d'investissement)

- ▶ Selon les indications fournies par le management de Pokermania, aucun investissement dans des immobilisations corporelles ou incorporelles n'est nécessaire. Aucun amortissement n'est donc planifié.

Actif circulant net

- ▶ Les principales positions de l'actif circulant net sont modélisées au moyen de délais de paiement, conformément aux indications du management.
 - Délai de paiement des débiteurs: 30 jours
 - Délai de paiement des créanciers: 30 jours

- ▶ L'actif circulant net est déterminé sur la base de ces délais de paiement, en tenant compte du chiffre d'affaires ou de la part des charges d'exploitation réglée par les créiteurs. Les hypothèses concernant les délais de paiement sont maintenues constantes, aussi bien pour la période de planification que pour le calcul de la valeur résiduelle.

Autres positions importantes pour l'évaluation

Capital emprunté rémunéré

- ▶ La valeur des fonds propres est déterminée en déduisant, dans l'évaluation DCF, les engagements à long terme de la valeur d'entreprise brute. Il n'y a pas de dettes financières à la date d'évaluation.

Engagements conditionnels

- ▶ Selon le management, l'entreprise ne dispose d'aucun engagement conditionnel.

Actifs non liés à l'exploitation

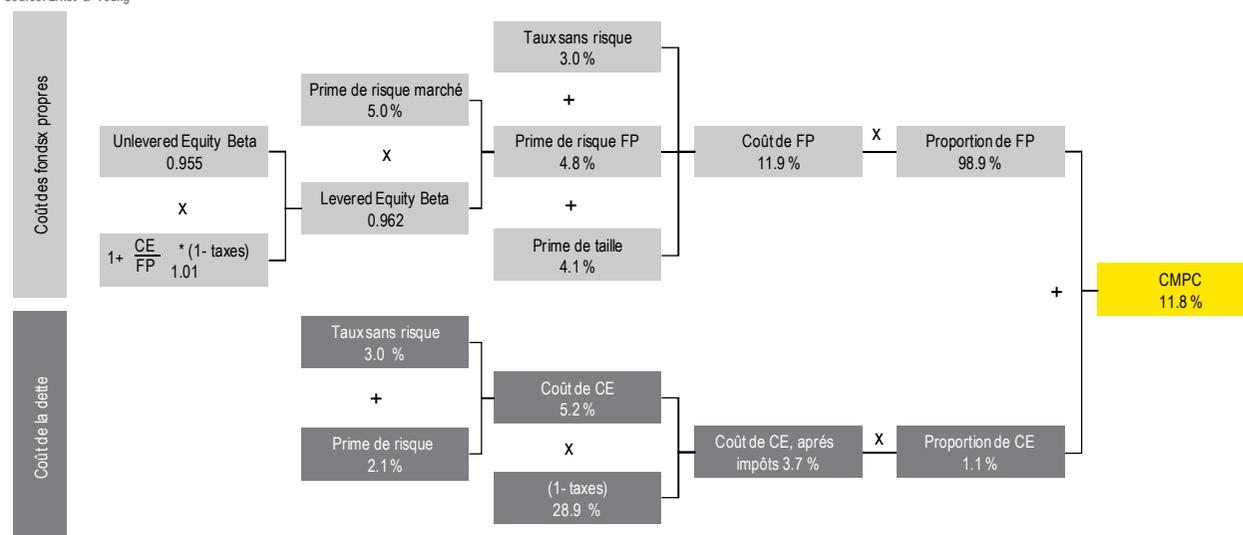
- ▶ Selon le management, les liquidités existantes à la date d'évaluation sont indispensables à l'exploitation. Il n'y a donc pas de liquidités non indispensables au fonctionnement de l'entreprise.
- ▶ Etant donné que le calcul de l'actif circulant net repose uniquement sur les principales positions du bilan de Pokermania – créances et engagements résultant de livraisons et prestations de services –, on rajoute à la valeur d'entreprise la somme des autres positions existantes, mais non essentielles de l'actif circulant net (actifs nets) à la date d'évaluation, à savoir les stocks et les comptes de régularisation actifs.

Coûts du capital

- Le CMPC décrit l'exigence de rendement pondérée des bailleurs de fonds propres et de capitaux empruntés. Les coûts des fonds propres sont déterminés en fonction du MEDAF. Les coûts des capitaux empruntés ont été corrigés du taux d'imposition de 28,9% de Pokermania. Le CMPC pour Pokermania est calculé selon la formule illustrée ci-après:

Schéma de calcul du CMPC corrigé des impôts pour Pokermania

Source: Ernst & Young



► Les composantes du CMPC corrigé des impôts sont décrites ci-après.

Coûts des fonds propres (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque zone euro	3,0%	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation.	Rendement d'un emprunt d'Etat de la zone euro à 10 ans au 30 juin 2011 selon Bloomberg
Bêta «unlevered» ajusté	0,955x	Le bêta reflète le risque systématique d'une action déterminé selon le MEDAF. Les bêtas ont été observés sur le marché des capitaux et sont «unlevered» conformément à la structure de leur capital. Le processus de «unlevering» corrige les bêtas et neutralise les effets induits par la structure différente des capitaux empruntés. Formule: $\text{bêta (unlevered)} = \text{bêta ajusté} / (1 + \text{CE/FP} * (1 - \text{taux d'imposition}))$	Le bêta «unlevered» ajusté repose sur la moyenne du groupe de comparaison; voir annexe (source: Bloomberg)
Bêta «relevered» ajusté Pokermania	0,962x	Pour calculer le risque systématique pour Pokermania, le bêta «unlevered» ajusté est «relevered» conformément à la structure de capital cible. Formule: $\text{bêta (relevered)} = \text{bêta (unlevered)} * (1 + \text{CE/FP} * (1 - \text{taux d'imposition}))$	
Prime de risque de marché	5,0%	La prime de risque de marché correspond à la différence entre le rendement du marché des actions sous-jacent et le rendement sans risque d'un emprunt d'Etat correspondant au cours d'une période probante.	Prime de risque de marché pour la zone euro (tirée de Pictet «The Performance of Shares and Bonds in Switzerland», janvier 2009 et Ernst & Young)
Prime de taille	4,1%	Plusieurs études empiriques ont montré qu'en comparaison avec les grandes entreprises, les petites entreprises (en termes de capitalisation) affichaient à long terme un excédent de rendement qui ne s'explique pas via le MEDAF, en d'autres termes le risque systématique. En règle générale, de plus hauts rendements ne sont possibles à long terme que moyennant de plus grands risques. En échange de ces risques plus élevés, les bailleurs de fonds exigent une indemnisation plus importante. Afin de compenser l'exigence de rendement accrue d'une société telle que Pokermania, nous procédons à une majoration correspondante des coûts des fonds propres.	Prime de taille pour les PME d'une valeur boursière inférieure à MUSD 477 selon Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, Yearbook 2011, publié par Morningstar
Coûts des fonds propres de Pokermania	11,9%		

Source: Ernst & Young

Coûts des capitaux empruntés (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque zone euro	3,0%	Voir ci-dessus	Voir ci-dessus
Prime de risque pour les CE	2,1%	Suivant l'honorabilité de Pokermania, les bailleurs de CE exigent une prime de risque sur le taux sans risque. La prime de risque a été déterminée sur la base du spread sur le capital emprunté assorti de la note BBB.	Bloomberg, Ernst & Young
Coûts des capitaux empruntés de Pokermania	5,2%		

Source: Ernst & Young

Structure du capital et taux d'imposition (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Quote-part des capitaux empruntés	1,1%	La quote-part des capitaux empruntés décrit la part des capitaux empruntés des entreprises du secteur à la date d'évaluation. Elle permet de pondérer les coûts des capitaux empruntés dans le CMPC.	Part des CE rapportée à la moyenne du groupe de comparaison; voir annexe (source: Bloomberg)
Quote-part des fonds propres	98,9%	La quote-part des fonds propres décrit la part des fonds propres du secteur saisie aux valeurs de marché à la date d'évaluation. Elle permet de pondérer les coûts des fonds propres dans le CMPC.	Déduction par le biais de la part des capitaux empruntés
Taux d'imposition de Pokermania	28,9%	Le taux d'imposition correspond au taux d'imposition de Pokermania. Le taux d'imposition est utilisé dans le processus de «relevering» pour le calcul du bêta et l'ajustement fiscal des coûts des capitaux empruntés.	Management de Pokermania

Source: Ernst & Young

Taux de rendement minimal

- ▶ Dans le cas d'une start-up, le CMPC ne peut pas être repris en tant que tel, étant donné que les risques non systémiques ne sont généralement pas tous représentés dans le plan d'affaires. C'est pourquoi un taux de rendement minimal est défini pour l'escompte des cash-flows.
- ▶ Une pratique reconnue en matière d'évaluation pour déterminer le taux de rendement minimal consiste à extrapoler le CMPC au moyen de la «probabilité de succès» de la start-up. Dans la présente évaluation, le taux de rendement minimal s'élève à 29,5%. Il est issu de l'extrapolation du CMPC de 11,8% et de la «probabilité de succès» que nous avons évaluée à 40% ($29,5\% = 11,8\% \text{ divisé par } 40\%$).

Pokermania

Evaluation de Pokermania (méthode DCF)

Position	Unité	Valeur
Valeur actuelle du cash-flow libre (FY11B - FY16F)	mEUR	3'863,8
Valeur actuelle de la valeur résiduelle (dès FY17N)	mEUR	1'722,3
Valeur d'entreprise opérationnelle	mEUR	5'586,0
Actifs non nécessaires à l'exploitation	mEUR	-
Actifs nets	mEUR	32,7
Valeur de l'entreprise	mEUR	5'618,8
Valeur de marché du capital emprunté rémunéré	mEUR	-
Valeur des fonds propres (100%)	mEUR	5'618,8
Taux de participation d'Escor à Pokermania	%	50,0%
Valeur des fonds propres de Pokermania (50,004%)	mEUR	2'809,6
Taux de change EUR/CHF au 30 juin 2011	x	1,199
Valeur des fonds propres de Pokermania (50,004%)	mCHF	3'367,4

Source: management; Ernst & Young

- ▶ Selon les affirmations d'Escor, la «probabilité de succès» est inférieure à 50%. Le tableau suivant indique les arguments pris en considération dans la détermination de la «probabilité de succès»:

Evaluation de la «probabilité de succès»

Pour	Contre
- Des contrats ont déjà été signés avec différents clients.	- Les résultats semestriels (au 30 juin 2011) sont inférieurs aux attentes.
- Le savoir-faire / conditions techniques sont données.	- Selon le management, des retards risquent de survenir dans la réalisation des chiffres prévisionnels.
	- Des plateformes similaires existent déjà.
	- La solution technique n'est pas encore au point.

Source: management; Ernst & Young

Résultat de l'évaluation de Pokermania

- ▶ Sur la base des informations reçues, des entretiens menés avec le management et de nos propres réflexions, nous avons déterminé, au moyen de la méthode DCF, une valeur des fonds propres d'EUR 5,6 mio. pour Pokermania au 30 juin 2011.
- ▶ Compte tenu du taux de participation d'Escor à Pokermania, il en résulte une valeur des fonds propres pour 50,004% d'EUR 2,8 mio. pour Pokermania. Avec un taux de change EUR/CHF de 1,19 au 30 juin 2011, la valeur des fonds propres pour 50,004% s'élève à près de CHF 3,4 mio. pour Pokermania.
- ▶ Au vu du prix de CHF 2,8 mio. payé par Escor le 10 mai 2011 pour l'acquisition d'une participation de 50,004% dans Pokermania, la valeur pour la participation de 50,004% dans Pokermania se situe dans une fourchette comprise entre CHF 2,8 mio. et CHF 3,4 mio.
- ▶ Le prix d'acquisition correspond au prix de marché payé dans le cadre d'une transaction récente et doit donc être pris en considération pour l'évaluation.
- ▶ Le tableau ci-contre montre la détermination de la valeur des fonds propres de Pokermania au moyen de la méthode DCF.

Conclusion

La valeur déterminée pour Pokermania se situe dans une fourchette comprise entre CHF 2,8 mio. et CHF 3,4 mio.

Casino Promotion Montenegro

Evaluation Casino Montenegro

Position	Unité	Valeur
Actif circulant	mCHF	421,0
Immobilisations corporelles	mCHF	225,0
Immobilisations incorporelles	mCHF	1'586,0
Capitaux empruntés à court terme	mCHF	(48,0)
Valeur de liquidation nette	mCHF	2'184,0
Besoins de liquidités supplémentaires Montenegro	mCHF	(700,0)
Valeur Casino Montenegro	mCHF	1'484,0

Source: rapport intermédiaire du Groupe Escor, management

Réflexions en matière d'évaluation

- ▶ Le 21 juillet 2010, Escor a ouvert le Grand Swiss Casino dans la ville portuaire de Bar, dans le Monténégro. L'exploitation n'ayant pas encore pu être rentabilisée à ce jour, l'entreprise Casino Montenegro doit être vendue. Le management a pris des mesures en vue de réduire les charges d'exploitation et d'intensifier les activités de vente.
- ▶ Dans les comptes intermédiaires, les activités dans le Monténégro sont comptabilisées comme «actifs détenus à la vente». Selon les dires du management, la vente prévue de l'entreprise s'avère toutefois difficile et aucun progrès mesurable n'a pu être enregistré à ce jour.
- ▶ Ce retard dans le processus de vente entraîne, selon le management, des besoins de liquidités supplémentaires non prévus dans le budget à hauteur de CHF 0,7 mio. maximum.
- ▶ Au vu de la valeur de liquidation nette et des besoins de liquidités supplémentaires, il en résulte une valeur de CHF 1,48 mio. pour Casino Montenegro.
- ▶ La détermination de la valeur de liquidation nette conformément aux comptes intermédiaires du Groupe Escor ainsi que la prise en considération des besoins de liquidités supplémentaires sont représentées ci-contre.

Conclusion

Au vu de la valeur de liquidation nette et des besoins de liquidités supplémentaires, il en résulte une valeur de CHF 1,48 mio. pour Casino Montenegro.

Actifs du Groupe

Calcul de la valeur des actifs résiduels du Groupe

Position	Unité	Valeur
Liquidités	mCHF	4'414,9
Créances	mCHF	7'300,0
Stocks	mCHF	250,0
Immobilisations corporelles (immeubles et terrain)	mCHF	5'285,0
Provisions à court terme	mCHF	(648,3)
Provisions à long terme	mCHF	(75,0)
Dettes fiscales latentes	mCHF	(348,9)
Actifs nets totaux du Groupe	mCHF	16'177,7

Source: management; Ernst & Young

Réflexions en matière d'évaluation

- ▶ Concernant les actifs résiduels du Groupe, la valeur intrinsèque nette ou la valeur vénale est déterminée.
- ▶ La valeur intrinsèque nette au 30 juin 2011 s'élève à CHF 16,2 mio. Des informations plus détaillées figurent dans le tableau ci-contre.
- ▶ La position «Liquidités» résulte de la valeur comptable conformément au bilan consolidé moins les liquidités existantes de Pokermania ainsi que des liquidités nécessaires pour les activités relatives aux casinos.
- ▶ Les créances correspondent à l'acompte désormais versé pour le projet de casino à Zurich. La différence restante par rapport aux créances, selon le bilan consolidé, a été attribuée aux domaines d'activité opérationnels Pokermania et activités relatives aux casinos.
- ▶ Les immobilisations corporelles sont constituées du terrain et de l'immeuble à Düdingen. La valeur comptable des immeubles a été revalorisée (évaluation de la valeur vénale). Cette revalorisation a eu lieu sur la base de l'évaluation immobilière réalisée le 26 juillet 2010. La position «Dettes fiscales latentes» dans le tableau ci-contre représente l'effet fiscal résultant de la revalorisation des immobilisations corporelles.
- ▶ Les provisions ont été constituées pour l'essentiel pour les frais de liquidation dans le cadre du projet de casino à Zurich ainsi que pour les indemnités de départ attendues qui sont versées aux anciens collaborateurs.

Cash-flow attendu pour le second semestre 2011

- ▶ La perte attendue par le management au second semestre 2011 a été déduite de la valeur totale.
- ▶ Le cash-flow attendu pour le second semestre 2011 a été calculé sur la base du budget 2011 d'Escor et du résultat intermédiaire au 30 juin 2011. A cet effet, les chiffres ont été corrigés des effets des activités relatives aux casinos et de Pokermania.

Conclusion

Les actifs nets du Groupe s'élèvent à CHF 16,2 mio, hors activités relatives aux casinos, Casino Montenegro et Pokermania. Pour le second semestre 2011, la perte attendue est par ailleurs déduite de la valeur intrinsèque.

Synthèse

Aperçu du résultat de l'évaluation d'Escor

Position	Unité	Limite inférieure	Limite supérieure
Valeur des fonds propres des activités de base	mCHF	1'202	2'862
Valeur des fonds propres de Pokermania (50,004%)	mCHF	2'774	3'367
Valeur Casino Montenegro	mCHF	1'484	1'484
Actifs nets du Groupe	mCHF	16'178	16'178
Cash-flow au prorata 2011	mCHF	(1'072)	(1'072)
Valeur des fonds propres d'Escor (au 30 juin 2011)	mCHF	20'566	22'819
Date d'évaluation / coefficient de capitalisation	x	15.09.2011	0,2%
Valeur des fonds propres d'Escor (au 15 septembre 2011)	mCHF	20'574	22'827
Nombre d'actions en circulation	#	1'221'483	1'221'483
Valeur par action Escor (au 15 septembre 2011)	CHF	16,8	18,7

Source: management; Ernst & Young

Aperçu du résultat

- ▶ Sur la base des analyses et estimations de valeur présentées dans cette attestation d'équité, la valeur des fonds propres d'Escor se situe dans une fourchette comprise entre CHF 20,6 mio. et CHF 22,8 mio. Compte tenu des 1 221 483 actions nominatives en circulation au 15 septembre 2011, il en résulte une valeur fluctuant entre CHF 16,8 et CHF 18,7 par action nominative d'Escor d'une valeur nominale de CHF 9 chacune.
- ▶ Les résultats des évaluations individuelles et la détermination de la valeur totale figurent dans le tableau ci-contre.

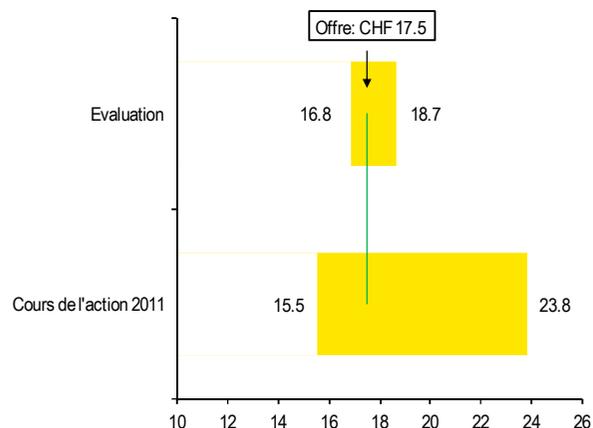
Evaluation globale / attestation d'équité

13. Evaluation globale / attestation d'équité

Evaluation globale / attestation d'équité

Aperçu de l'évaluation d'Escor

Source: management, Bloomberg et Ernst & Young



Attestation d'équité

- ▶ Sur la base de nos réflexions en matière d'évaluation, la valeur des fonds propres d'Escor se situe dans une fourchette comprise entre CHF 20,6 mio. et CHF 22,8 mio. Compte tenu de 1 221 483 actions au porteur d'Escor, cela correspond à une valeur fluctuant entre CHF 16,8 et CHF 18,7 par action au porteur.
- ▶ Le graphique ci-contre montre, outre le résultat de notre évaluation et l'offre de Highlight, la marge de fluctuation du cours de l'action Escor en 2011. Le cours moyen pondéré selon le volume (CMPV 60) au 15 septembre 2011 s'élève à CHF 17,43.
- ▶ D'un point de vue financier, l'offre publique d'achat de CHF 17,5 soumise par Highlight aux actionnaires d'Escor doit être considérée comme équitable.
- ▶ L'attestation d'équité a été achevée le 16 septembre 2011.

Louis Siegrist
Partner

Marc Filleux
Senior Manager

Conclusion

D'un point de vue financier, l'offre publique d'achat de CHF 17,5 soumise par Highlight aux actionnaires d'Escor doit être considérée comme équitable.

Annexe

14. Bases d'évaluation

15. Groupe de comparaison pour la détermination du bêta et de la structure du capital

Bases d'évaluation

Interlocuteurs chez Escor

Nom	Position
Martin Wagner	Président du Conseil d'administration d'Escor
Fredy Haas	CEO / CFO d'Escor
Pascal Berger	Membre du Conseil d'administration d'Escor

Vue d'ensemble des documents reçus

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

Groupe de comparaison pour la détermination du bêta et de la structure du capital pour les activités de casinos

Groupe de comparaison Activités relatives aux casinos

Entreprise	Ticker	Pays	Monnaie	Date de clôture	Capitalisation boursière	Intérêts minoritaires	Actions privilégiées	Capitaux empruntés	CE / CG	Bêta ajusté	Taux d'imposition de l'entreprise	Bêta unlevered
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
Min.									0,00%	0,632		0,465
Max.									55,19%	1,375		1,371
Moyenne									26,22%	1,099		0,864
Valeur médiane									19,25%	1,117		0,792

Source: Bloomberg

Valeurs en millions

Description succincte des entreprises du groupe de comparaison

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.

Source: Bloomberg

Sceptre Leisure PLC

Sceptre 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.

Groupe de comparaison pour la détermination du bêta et de la structure du capital pour Pokermania

Groupe de comparaison Pokermania

Entreprise	Ticker	Pays	Monnaie	Date de clôture	Capitalisation boursière	Intérêts minoritaires	Actions privilégiées	Capitaux empruntés	CE / CG	Bêta ajusté	Taux d'imposition de l'entreprise	Bêta unlevered
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
Min.									0,00%	0,560		0,560
Max.									21,56%	1,286		1,266
Moyenne									4,35%	0,946		0,912
Valeur médiane									1,06%	1,032		0,955

Source: Bloomberg

Valeurs en millions

Description succincte des entreprises du groupe de comparaison

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.

Source: Bloomberg

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.