

## Expertise d'évaluation

en relation avec l'offre publique d'achat de Highlight Communications AG, à Pratteln, pour toutes les actions cotées d'Escor Casinos & Entertainment SA, à Düringen, en circulation

Zurich, le 19 septembre 2011

Marcel Jans  
Partner  
+41 44 444 37 55  
marcel.jans@bdo.ch

Oliver Ambs  
Directeur adjoint  
+41 44 444 37 52  
oliver.ambs@bdo.ch

## Abréviations et définitions

Abréviation	Définition
Al.	Alinéa
Art.	Article
BDO	BDO SA, Zurich
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
CAPM	Modèle d'évaluation des actifs financiers
OBVM-FINMA	Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
CAPEX	Capital Expenditures / Dépenses d'investissement
CHF	Franc suisse
DCF	Discounted Cash-Flow / Méthode reposant sur les flux de trésorerie disponibles escomptés
EBIT	Bénéfice opérationnel avant intérêts et impôts
EBITDA	Bénéfice opérationnel avant déduction des intérêts, des impôts, des corrections de valeur et des amortissements
Escor	Escor Casinos & Entertainment SA, CH-3186 Düringen, société cible
EUR	Euro

FCF	Free cash-flow / Cash-flow disponible, base de calcul des liquidités
Free Float	Actions en circulation; part négociable de titres cotés en Bourse; titres qui ne sont pas durablement propriété d'investisseurs
FTE	Full Time Equivalent (nombre de postes convertis en emplois à 100%)
Highlight	Highlight Communications AG, CH-4133 Pratteln. Offrant
Mio.	Millions
NOPLAT	Bénéfice opérationnel après intérêts, impôts et amortissements
ACN	Actif circulant net / Working Capital
Pokermania	Pokermania GmbH, D-Cologne
OOPA	Ordonnance sur les OPA, Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition
USD	Dollar US
CMPV	Cours moyen pondéré du volume
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût moyen pondéré du capital)

Zurich, le 19 septembre 2011

Expertise d'évaluation en relation avec l'offre publique d'achat de Highlight Communications AG, à Pratteln, pour toutes les actions cotées d'Escor Casinos & Entertainment SA, à Düringen, en circulation

# Table des matières

Abréviations et définitions	ii
Table des matières	iii
Situation initiale	1
Mandat	2
Description de l'entreprise	3
Activité	3
Structure organisationnelle actuelle	5
Composition de l'actionariat	6
Base de l'évaluation	7
Analyse de la liquidité de l'action d'Escor au sens du droit des OPA	8
Procédures et méthodes d'évaluation	9
Calcul de la valeur intrinsèque d'Escor (sans Pokermania)	11
Escor Automaten AG	11
Casino Zürich AG	11
Casino Promotion Montenegro d.o.o.	12
Casino Les 3 Lacs SA (anciennement Casino Promotion AG)	12
Pokermania GmbH	12
Evaluation de Pokermania GmbH	13
Méthode DCF	15
Résultat pour Pokermania avec la méthode DCF	20
Analyses de sensibilité	21
Evaluation de marché pour Pokermania	22
Trading Multiples	22
Transaction Multiples	23
Détermination de la valeur par action Escor	23
Analyse de sensibilité	23
Evaluation de marché	24
Trading Multiples	24
Transaction Multiples	25

Evolution du cours de l'action	25
Evaluation globale	26
Vue d'ensemble des résultats	26
Résultat de l'expertise	27
Annexe	28
Evaluation de Pokermania GmbH	
Annexe 1 Analyse de beta et structure du capital	
Annexe 2 Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables	
Annexe 3 Multiplicateurs de transactions comparables	
Evaluation d'Escor Casinos & Entertainment SA (sans la participation dans Pokermania GmbH)	
Annexe 4 Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables	
Annexe 5 Multiplicateurs de transactions comparables	

## Situation initiale

Escor Casinos & Entertainment SA («Escor») est une société de droit suisse dont le siège est établi à Düringen (canton de Fribourg). La société a pour objet la constitution et la gestion d'entreprises actives dans le secteur des loisirs ainsi que la fourniture de prestations y relatives.

Escor est cotée depuis 1987 à la SIX Swiss Exchange («SIX») avec pour symbole ticker ESRI. Le capital-actions d'Escor est réparti en 1'237'286 actions au porteur cotées d'une valeur nominale de CHF 9.00 et en 535 «anciennes» actions au porteur non cotées d'une valeur nominale de CHF 3.60. Le nombre total d'actions au porteur s'élève à 1'237'500 (anciennes actions converties).

Highlight Communications AG («Highlight») est une société de droit suisse dont le siège est établi à Pratteln (canton de Bâle-Campagne). La société a pour objet l'acquisition, l'administration et la vente de participations de tous types, notamment dans le domaine des médias, du marketing et du sport. La société détient entre autres une participation à 100% dans la Constantin Film AG. Les actions de Highlight sont cotées à la Bourse allemande de Francfort sous le ticker HLG.

Au 15 septembre 2011 (dernier jour de négoce à la Bourse avant la publication de l'annonce préalable de l'offre publique d'achat), Highlight possède environ 30% des droits de participation et de vote d'Escor.

Le 16 septembre 2011, Highlight a annoncé au moyen d'une annonce préalable une offre publique d'achat pour toutes les actions au porteur d'Escor en circulation.

Conformément à l'art. 32, al. 4, LBVM, la règle du prix minimum s'applique à l'offre.

D'après les critères de liquidité au sens du droit des OPA (circulaire COPA n° 2, du 26 février 2010), les titres de participation d'Escor ne sont pas liquides. Par conséquent, en vertu des dispositions de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA, il convient d'établir une évaluation par un organe de contrôle pour juger du respect des règles du prix minimum. La méthode d'évaluation et les bases de l'évaluation doivent être indiquées dans le rapport.

## Mandat

En relation avec l'offre publique d'achat pour toutes les actions au porteur cotées d'Escor en circulation, Highlight a mandaté BDO comme organe de contrôle au sens de l'art. 25 LBVM.

En vertu de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA, le mandat de l'organe de contrôle porte également sur l'évaluation des actions d'Escor en relation avec le respect des règles du prix minimum prévues à l'art. 32, al. 4, LBVM, car, d'après les critères de la circulaire COPA n° 2, les actions de la société visée doivent être considérées comme non liquides.

Le présent rapport d'évaluation a été établi exclusivement dans le cadre du respect des règles du prix minimum selon la LBVM. L'expertise doit uniquement être publiée en relation avec notre rapport en tant qu'organe de contrôle au sens de l'art. 25 LBVM concernant l'offre publique d'achat lancée par Highlight pour toutes les actions au porteur cotées d'Escor en circulation et ne saurait être utilisé à aucune autre fin.

Les travaux d'évaluation ont été exécutés en tant qu'organe de contrôle indépendant de Highlight au sens de l'art. 26, al. 2, COPA. BDO n'assume, dans le cadre de l'OPA, aucune autre prestation de service que celles mentionnées précédemment, et n'opère comme organe de révision ni pour Highlight ou les personnes agissant de concert avec elle, ni pour Escor.

L'expertise ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de rejeter l'offre publique d'achat. Elle ne contient en outre aucune appréciation des effets susceptibles de découler de la décision d'acceptation ou de refus de l'offre publique d'achat. Par ailleurs, l'expertise ne comporte aucune estimation de la valeur future des actions non proposées et n'indique pas si de telles actions sont ou peuvent être négociées ou non, et à quel prix, après l'exécution de l'offre.

## Description de l'entreprise

### Activité

Escor a été fondée en 1973 et est cotée depuis 1987 à la SIX. La société a pour objet la constitution et la gestion d'entreprises actives dans le secteur des loisirs et la fourniture de prestations y relatives. Le siège social de la société est établi à Dürdingen, dans le canton de Fribourg. Jusqu'à début 2011, Escor disposait de deux domaines d'activité:

- Escor Automaten AG, dont le siège est établi à Dürdingen, a pour objet la constitution et la gestion d'entreprises actives dans le secteur des loisirs et plus particulièrement le développement et l'installation d'appareils à sous de tous types ainsi que la mise en place d'installations et de systèmes techniques. Cela inclut:
  - le commerce d'appareils à sous servant aux jeux de hasard: développement, production, vente et réparation d'appareils à sous servant aux jeux de hasard pour casinos. Occasionnellement aussi importation et vente d'appareils étrangers.
  - le développement d'appareils à sous servant aux jeux d'adresse: ce type d'appareils est plus particulièrement développé, produit et réparé pour le secteur de la restauration.
- Participations dans des casinos et dans des projets de casinos: Escor détenait et/ou détient diverses participations dans des casinos ou des projets de casinos:
  - Casino Zürich AG: Escor détient une participation de 36.5% dans cette société de projet. En 2010, cette dernière avait introduit une demande de concession pour un casino A dans la ville de Zurich. Après la décision du Conseil fédéral en défaveur de Casino Zürich AG, les coûts accumulés du projet doivent être intégralement amortis.
  - Casino Les 3 Lacs SA (anciennement Casino Promotion AG): la société a été vendue le 2 janvier 2011 à Sunset Casino AG. la vente comprend également la cession de la demande de concession introduite en 2010 pour un casino B à Neuchâtel. Les coûts de projet accumulés à la charge d'Escor ont été intégralement amortis.
  - Casino Promotion Montenegro d.o.o.: il s'agit d'une participation à 100%. Le casino a ouvert ses portes le 21 juillet 2010. En raison d'une rentabilité insuffisante, le conseil d'administration d'Escor a décidé de céder sa participation à fin 2010 et de la comptabiliser dans les comptes annuels en tant qu'actifs financiers disponibles à la vente. Au moment de l'évaluation, la recherche d'un repreneur n'a pas encore abouti et les actifs financiers sont toujours inscrits au bilan en tant qu'actifs disponibles à la vente.

La décision négative relative à la concession d'exploitation d'un casino A dans la région de Zurich, un contexte difficile dans le secteur de la vente d'appareils à sous servant aux jeux de hasard et d'adresse ainsi que la nécessité de régulariser diverses situations antérieures font qu'Escor traverse actuellement une phase de profondes mutations par rapport à ses domaines d'activité traditionnels et se retrouve au cœur d'un processus de complète réorientation opérationnelle. Une part essentielle de la stratégie actuelle s'est révélée peu prometteuse et les résultats d'exploitation réalisés se sont avérés insatisfaisants dans l'ensemble des domaines d'activité. C'est dans ce contexte qu'a eu lieu, début juillet 2011, la communication ad hoc relative à la réorientation opérationnelle progressive, à la réorganisation du conseil d'administration et à l'annonce d'une baisse des bénéfices pour l'exercice 2011 (perte annuelle estimée entre CHF 5 millions et CHF 6 millions). Une description détaillée de ces modifications est disponible aux chapitres A et E du prospectus de l'offre publique d'achat dont la présente expertise d'évaluation constitue une partie intégrante.

En mai 2011, l'acquisition d'une participation à hauteur de 50.04% dans la société allemande Pokermania GmbH («Pokermania») qui développe et exploite la plate-forme de jeux sociaux du même nom, a permis d'établir un nouveau pilier dans le domaine des modèles commerciaux de réalité virtuelle. Cela a représenté une première étape dans l'établissement et l'expansion de l'offre de loisirs avec l'objectif à moyen terme de positionner Escor comme holding dans le secteur du loisir. Le prix d'achat a été payé pour une part en numéraire et pour une autre part en actions propres<sup>1</sup>.

---

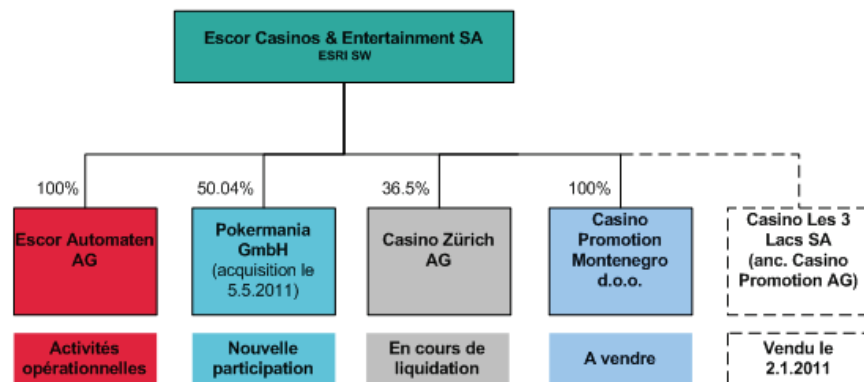
<sup>1</sup> Communiqué de presse du 6 mai 2011



## Structure organisationnelle actuelle

Sur la base de la structure organisationnelle communiquée dans le rapport d'activité 2010 et compte tenu des désinvestissements et investissements décrits ci-avant, réalisés au cours du premier semestre 2011, le Groupe se présente comme suit (situation initiale):

Structure organisationnelle d'Escor  
Source: Rapport d'activité 2010 d'Escor et adaptations de  
BDO



Les sociétés désignées en couleur constituent le Groupe au jour de l'évaluation et sont prises en compte dans les analyses visant à déterminer la valeur d'une action d'Escor.

## Composition de l'actionariat

Au moment de l'annonce préalable de l'offre le 16 septembre 2011, les principaux actionnaires d' Escor étaient<sup>2</sup>:

• <i>Highlight Communications AG, CH-Pratteln</i>	<i>30.02%</i>
• <i>Wolfgang Hahn</i>	<i>5.58%</i>
• <i>DHV GmbH, D-Munich</i>	<i>4.85%</i>
• <i>André Pass</i>	<i>4.04%</i>
• <i>Hendrik Knopp</i>	<i>4.04%</i>

---

<sup>2</sup> Rapport d'activité 2010 d'Escor et informations de la SIX Swiss Exchange

## Base de l'évaluation

L'expertise d'évaluation repose sur les informations relatives à Escor qui sont accessibles au public et sur les données financières historiques. Nous avons également utilisé des informations sur les cours boursiers et les volumes d'échange. Nos réflexions en matière d'évaluation se fondent essentiellement sur:

- les rapports annuels d'Escor de 2008 à 2010
- le budget 2011 d'Escor
- le bilan intermédiaire au 30 juin 2011
- l'évaluation immobilière de l'immeuble commercial de Düringen
- les informations de la SIX Swiss Exchange sur le cours des actions, les volumes d'échange et les transactions de management
- les communications ad hoc de la SIX Swiss Exchange concernant Escor
- les données financières 2009 et 2010 de Pokermania
- les informations et plans d'affaires de Pokermania pour les années 2011 à 2013
- l'évaluation des actifs incorporels de Pokermania du 5 août 2011 selon la norme IFRS 3 de Strafin Corporate Services AG
- le contrat d'achat et de cession des parts entre Pokermania et Escor
- les documents de Highlight relatifs à la participation dans Escor et notamment à l'achat des actions de Christian Vollmer du 1<sup>er</sup> juillet 2011
- les informations accessibles au public émanant de la presse, de sources officielles et d'agences d'information
- les données de Bloomberg LLP
- les données de mergermarket.com

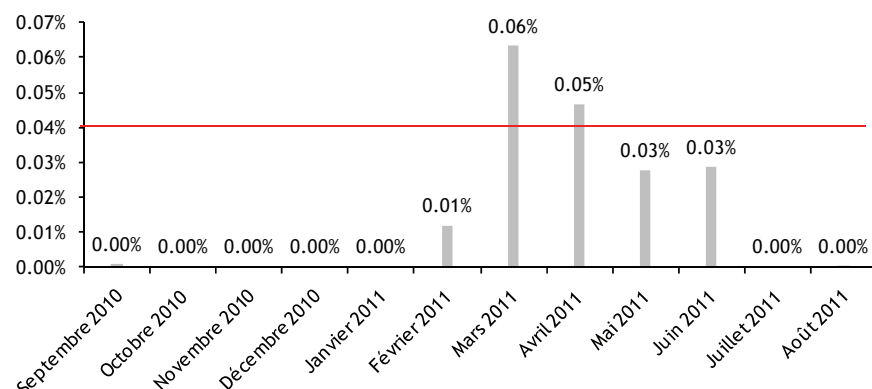
En outre, Peter von Büren (CFO de Highlight) et Fredy Haas (CFO d'Escor) se sont tenus à notre disposition pour toutes questions et compléments d'information. Nous avons discuté notamment des données prospectives de planification financière du management ainsi que des perspectives d'évolution de l'activité et des marges, en particulier concernant la participation dans Pokermania acquise récemment, laquelle sera à l'avenir l'unique participation opérationnelle substantielle.

L'évaluation réalisée par BDO se base sur les principes actuels en matière de marché, d'exploitation et d'économie financière et prend en compte la situation du marché des capitaux et d'autres facteurs existants ou attendus qui ont pu être évalués au moment où l'expertise s'est déroulée.

## Analyse de la liquidité de l'action d'Escor au sens du droit des OPA

D'après la circulaire COPA n° 2, un titre de participation qui ne fait pas partie du SLI est considéré comme liquide au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en Bourse est égale ou supérieure à 0.04% de la fraction librement négociable («Free Float») du titre de participation.

Rapportée à l'action d'Escor, l'analyse pour la période allant de septembre 2010 à août 2011 donne les valeurs suivantes:



	2010/2011	Vol. % Free Float	Resultat (>0.04%)
2010	Sep 10	0.001%	illiquid
	Okt 10	0.000%	illiquid
	Nov 10	0.000%	illiquid
	Dez 10	0.000%	illiquid
2011	Jan 11	0.000%	illiquid
	Feb 11	0.012%	illiquid
	Mrz 11	0.063%	i.o.
	Apr 11	0.046%	i.o.
	Mai 11	0.028%	illiquid
	Jun 11	0.029%	illiquid
	Jul 11	0.000%	illiquid
	Aug 11	0.000%	illiquid

Anzahl Monate illiquid (letzte 12 Monate) gemäss UEK-RS Nr. 2 **10**  
Maximum zulässig gemäss UEK-RS Nr. 2 **2**

L'évaluation montre que sur dix des douze mois précédant l'annonce préalable, les critères de liquidité au sens du droit des OPA n'étaient pas remplis. Les actions d'Escor ne se négocient que sporadiquement et avec des volumes très faibles. Seuls les mois de mars et avril 2011 ont indiqué un volume de transactions supérieur au seuil.

C'est pourquoi la fixation du prix de l'offre de Highlight doit être fondée sur une évaluation effectuée par un organe de contrôle, conformément à l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA.

## Procédures et méthodes d'évaluation

La présente expertise d'évaluation a été établie à partir d'une observation indépendante de tous les actionnaires publics. L'analyse n'a pas pris en compte de manière spécifique les effets individuels découlant de l'acceptation ou du refus de l'offre publique d'achat pour les actionnaires individuels ou les groupes d'actionnaires.

L'expertise d'évaluation a été réalisée sur la base du Going-Concern (maintien de l'entreprise) et du Stand-Alone (poursuite de l'activité commerciale). Les travaux d'évaluation ont été réalisés durant la période couvrant les mois de juillet à septembre 2011 dans l'optique de la publication prévue de l'annonce préalable de l'offre publique d'achat le 16 septembre 2011.

La procédure d'évaluation choisie est considérablement influencée par l'annonce concomitante effectuée début juillet 2011 concernant une réorientation progressive et une baisse des bénéfices s'inscrivant dans le cadre de la régularisation de situations antérieures. Dans ce contexte, il y a lieu de mentionner à titre d'événements individuels la décision négative relative à la demande de concession à Zurich, la cession non encore aboutie de la participation dans des casinos au Monténégro ainsi que la prise de participation majoritaire dans la start-up allemande Pokermania GmbH («Pokermania»). En outre, il convient de tenir compte du fait que le commerce actuel d'appareils de jeux ne couvre pas les coûts dans l'environnement de marché du moment.

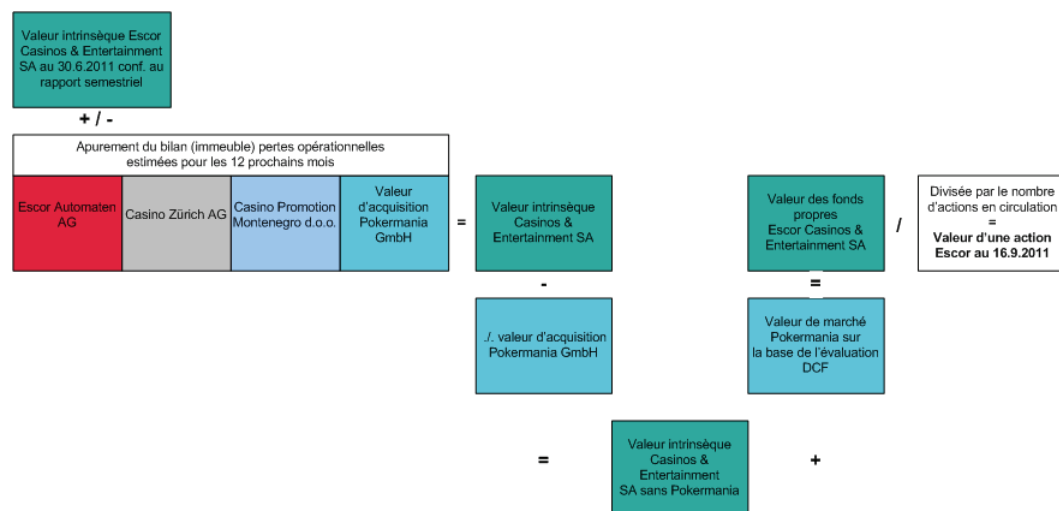
Sur la base de l'analyse de la situation initiale décrite ci-avant, nous avons opté pour une procédure d'évaluation modulaire pour déterminer la valeur d'une action d'Escor. Notamment parce que les différentes unités d'affaires présentent des caractéristiques spécifiques qui ne permettent aucune procédure d'évaluation uniforme.

Dans le contexte de la réorientation stratégique progressive et de l'abandon simultané d'activités, une évaluation basée sur une méthode d'évaluation prospective n'a été effectuée que pour le domaine d'activité «Pokermania». Une valeur intrinsèque apurée a été calculée pour les actifs restants des domaines d'activité exploités jusqu'à présent. A la suite du changement de stratégie décidé par le conseil d'administration nouvellement constitué d'Escor et des résultats opérationnels négatifs, il n'existe aucune planification à moyen terme au sens d'un Going-Concern pour l'activité relative aux casinos exploitée jusqu'à présent qui, outre l'exploitation de casinos, comprend également la vente et le développement d'appareils à sous servant aux jeux de hasard. Aux fins de l'évaluation de l'entreprise, pour l'ensemble des domaines d'activité qui doivent être vendus ou abandonnés ou qui ne sont plus importants d'un point de vue stratégique, il a été fait référence à la valeur intrinsèque apurée.

Afin de déterminer la valeur par action d'Escor, nous avons donc effectué des évaluations et des analyses au moyen des méthodes suivantes:

- calcul de la valeur intrinsèque d'Escor (pour l'ensemble des domaines d'activité sauf Pokermania) en tenant compte des frais et charges relatives à la régularisation de situations antérieures ainsi que des pertes prévues pour douze mois
- évaluation de Pokermania au moyen de la méthode DCF
- évaluation de marché au moyen d'une analyse d'entreprises comparables cotées en Bourse et d'une analyse de transactions comparables pour Pokermania et Escor (sans la participation dans Pokermania).

La procédure d'évaluation pour le calcul de la valeur de l'entreprise ou de la valeur des actions d'Escor est représentée dans le schéma ci-après:



Le point de départ schématique de l'approche d'évaluation est lié à la structure d'organisation existante chez Escor, bien que la détermination de la valeur substantielle apurée, pour les domaines d'activités jusqu'ici exploités et n'étant stratégiquement plus importants (sans Pokermania), est regroupée et non séparée par unité juridique.

### Calcul de la valeur intrinsèque d'Escor (sans Pokermania)

Au moment de l'évaluation, Escor traverse une phase de réorientation. A l'exception de la participation récemment acquise dans Pokermania, aucune des autres sociétés du Groupe, qui ne sont plus pertinentes d'un point de vue stratégique, ne dispose d'un plan d'affaires à moyen terme. Le budget 2011 pour Escor (sans Pokermania), qui reflète essentiellement les activités commerciales opérationnelles dans le domaine des appareils à sous, présente un résultat d'exploitation opérationnel négatif. Celui-ci est de surcroît grevé par les charges relatives à la régularisation des situations antérieures concernant les participations dans Casino Promotion Montenegro et Casino Les 3 Lacs ainsi que par une indemnité de départ de CHF 0.3 millions versée à un membre du management. Selon la communication ad hoc du 1<sup>er</sup> juillet 2011, la perte probable pour l'exercice 2011 en cours se chiffre à un montant situé entre CHF 5 millions et CHF 6 millions. Le résultat global consolidé de l'exercice pour le premier semestre 2011 selon le rapport intermédiaire publié à fin août 2011 présente une perte d'environ CHF 4 millions. Sur la base de la valeur intrinsèque consolidée figurant dans le rapport semestriel du 30 juin 2011 et tenant compte de l'investissement réalisé ainsi que des pertes prévues pour la période de douze mois, nous calculé la valeur intrinsèque probable d'Escor (sans Pokermania et les participations minoritaires correspondantes) au 16 septembre 2011, jour de l'annonce préalable de l'offre publique d'achat. A cet égard, les différents domaines d'activité ont été pris en compte comme suit:

#### *Escor Automaten AG*

Un résultat opérationnel négatif est prévu pour l'exercice 2011. Il n'y a aucune planification au-delà de 2011. Par conséquent, une évaluation au moyen de la méthode DCF n'a été réalisée. La perte opérationnelle attendue fait partie de la perte annuelle 2011 annoncée dans le cadre de l'avertissement sur bénéfices du 1<sup>er</sup> juillet 2011 et est intégrée dans la correction de la valeur intrinsèque.

#### *Casino Zürich AG*

Cette société avait pour objet d'obtenir la concession de casino A prévu dans la ville de Zurich. Comme évoqué et comme il ressort également de la presse, un concurrent s'est vu attribuer la concession fin juin 2011, annulant de la sorte l'objet de la société de projet et entraînant la liquidation de cette dernière. La participation a été prise en compte avec CHF 1 dans le bilan d'Escor à fin 2010. Les frais de projet capitalisés sont apurés avec la correction de la valeur intrinsèque. Le montant de CHF 7.3 millions placé sur un compte bloqué dans le cadre de la demande de concession pour le casino de Zurich est à nouveau disponible et pris en compte dans la valeur intrinsèque.

### *Casino Promotion Montenegro d.o.o.*

Dans le rapport annuel 2010, la participation a été indiquée comme destinée à la vente et évaluée à CHF 3.3 millions. Compte tenu de la situation actuelle, le management d'Escor considère que le prix de vente net réalisable ne se chiffrera qu'à environ CHF 2.2 millions. La correction de valeur correspondante a été prise en compte dans le rapport intermédiaire du 30 juin 2011. Au moment de l'évaluation, les efforts de vente n'avaient encore abouti à aucun contrat de vente.

### *Casino Les 3 Lacs SA (anciennement Casino Promotion AG)*

La participation a été vendue début 2011, y compris la demande de concession pour le casino B à Neuchâtel. Les frais de projet capitalisés y afférents sont apurés pour le calcul de la valeur intrinsèque.

### *Pokermania GmbH*

La participation à hauteur de 50.04% dans la société Pokermania a été acquise début mai 2011. Une part du prix d'achat a été réglée en numéraire et l'autre part en actions propres. La participation dans Pokermania a été portée au bilan selon les valeurs d'acquisition compte tenu des modalités de paiement et constitue dès lors une part de la valeur intrinsèque opérationnelle. La valeur d'acquisition de Pokermania portée au bilan est déduite de la valeur intrinsèque opérationnelle vu que cette participation fait l'objet d'une évaluation distincte selon la méthode DCF, comme décrit ci-après. Pour calculer la valeur de l'ensemble des fonds propres d'Escor, la valeur proportionnelle calculée de la société Pokermania est ajoutée à la valeur intrinsèque escomptée (sans Pokermania).

En ce qui concerne la procédure d'évaluation décrite, la valeur intrinsèque escomptée d'Escor, hors participation dans Pokermania, se calcule comme suit:

Fonds propres (valeur intrinsèque) d'Escor conf. à la clôture au 30 juin 2011 (participations minoritaires incluses)		22'093'000
./. pertes opérationnelles estimées pour les 12 prochains mois		
./. participation Pokermania GmbH aux valeurs d'acquisition		
+ correction de la valeur comptable de l'immeuble de Düringen à la valeur vénale		
./. Correction différence de change participation Montenegro		
./. Part minoritaire et déconsolidation de Pokermania GmbH		
Apurements totaux		-5'210'800
= valeur intrinsèque d'Escor sans Pokermania et sans participations minoritaires		16'882'200



La valeur initiale de CHF 21'940'000 pour la détermination de la valeur substantielle apurée correspond aux fonds propres consolidés présentés au 30 juin 2011 (minoritaires inclus) selon le rapport intermédiaire publié à fin août 2011. Le boucllement intermédiaire a été établi conformément aux normes comptables internationales (IFRS) et est publié sur le site de la société cible ([www.escor.ch](http://www.escor.ch)). Escor ne publie aucune information sectorielle réparti par unité d'affaires, étant donné que l'exploitation est en fait regroupée dans le domaine d'activité des automates et qu'une segmentation, et répartition entre groupes de produits et prestations de services, n'est pas considérée comme opportune<sup>3</sup>. Par conséquent ni les actifs et passifs et ni les fonds propres consolidés sont attribués dans des domaines d'activités séparés. Sur la base des fonds propres consolidés au 30 juin 2011 (valeur initiale) il est déterminé la valeur substantielle apurée regroupée pour tous les domaines d'activités jusqu'ici exploités et n'étant stratégiquement plus importants de Escor (sans Pekermania).

### Evaluation de Pekermania GmbH

L'activité commerciale de Pekermania comprend la production, la concession de licence, le développement, la distribution, l'hébergement et la maintenance de produits de «casual games» et de «fun gaming» dans le secteur des médias sociaux. Les clients de Pekermania sont en premier lieu des exploitants de sites Internet. Le modèle commercial de Pekermania repose essentiellement sur deux piliers:

- Le développement de logiciels de jeu spécifiques pour les clients. Le client détient les droits de propriété portant sur le logiciel après le développement de ce dernier. Pekermania génère des recettes d'une part lors du développement du logiciel et d'autre part génère des revenus par le biais de contrats de maintenance.
- Pekermania développe des logiciels adaptés au client et obtient une part des recettes générées par l'exploitation des plates-formes de jeu en ligne, ces recettes étant variables. Les droits de propriété portant sur le logiciel sont conservés par Pekermania.

Bien que la société Pekermania développe déjà, depuis l'exercice 2008, l'architecture logicielle sur laquelle se base le logiciel de jeu de poker et de paris («fun betting»), on peut parler d'une société start-up en phase d'expansion en raison du démarrage opérationnel amorcé depuis juin 2011 avec la plate-forme de jeux sociaux. Une telle phase nécessite principalement des investissements au niveau de l'actif circulant qui permet une poursuite de la crois-

---

<sup>3</sup> Selon rapport annuel 2010 de Escor (page 34)

sance des marchés existants et nouveaux<sup>4</sup>. Le premier contrat de développement d'un logiciel individuel a pu être conclu avec un client fin 2010. D'autres contrats-clients ont été conclus en 2011.

Une caractéristique essentielle d'une entreprise en phase de démarrage réside dans la croissance élevée prévue du chiffre d'affaires et des bénéfices durant une période relativement courte. Le plan d'affaires de Pokermania prévoit que le chiffre d'affaires 2013 soit multiplié par 20 par rapport à celui de 2010, alors que durant la même période les frais de personnels sont multipliés par 40. De surcroît, on considère que la croissance peut être accélérée par la pénétration de nouveaux produits sur le marché.

La planification financière de Pokermania a été établie sur une base mensuelle pour les années 2011 à 2013. L'évolution prévue du chiffre d'affaires et des charges a été documentée par des pièces détaillées. Un calcul mensuel du cash-flow peut être établi sur cette base. Sur la base du plan d'affaires qui nous est soumis, un premier cash-flow opérationnel positif est attendu pour mi-2012.

Partant du principe que la valeur de la société start-up Pokermania découle de la transposition réussie du concept d'affaires, l'évaluation de la participation Pokermania s'appuie sur la méthode prospective DCF.

---

<sup>4</sup> Voir en ce sens Dr. Patrik Frei, *Assessment and Valuation of high growth companies*, Haupt Verlag, Berne, 2006, page 109 s.

## Méthode DCF

La méthode d'évaluation repose sur l'approche théorique en vertu de laquelle les recettes nettes attendues de l'investisseur peuvent être escomptées lors de la détermination de la valeur de l'entreprise sur la base de la valeur des fonds et de l'importance du risque au moment donné. Dans la pratique, on part du cash-flow disponible escompté pour l'avenir, qui, dans le cadre de la méthode DCF, est déduit de la valeur actuelle. Pour calculer la valeur des fonds propres de Pokermania, nous avons déduit les capitaux empruntés rémunérés au moment de l'évaluation et ajouté les éventuels actifs non nécessaires à l'exploitation.

Le management nous a fourni un plan d'affaires détaillé sur une base mensuelle pour les années 2011 à 2013 incluse. En raison du taux de croissance supérieur à la moyenne durant la phase de planification 2011 à 2013, nous avons poursuivi la planification avec une croissance normalisée sur trois années supplémentaires, à l'issue d'entretiens avec le management. Les prévisions des analystes relatives au développement des sociétés du groupe de référence (annexe 1) ont sous-tendu la croissance normalisée durant la période 2014 à 2016 inclus dans le cadre d'une analyse de référence. Ces analyses de référence permettent de réaliser une estimation du développement futur de Pokermania par rapport à l'ensemble du secteur. Sur la base du modèle commercial décrit à deux volets de Pokermania, un groupe de référence mixte a été constitué avec des entreprises cotées en Bourse et qui sont actives dans le domaine commercial des jeux d'argent en ligne ou dans le développement de jeux pour plates-formes Internet et ordinateurs personnels.

Le taux d'actualisation («WACC»), en tant que l'un des principaux leviers de création de valeur, est une composante essentielle de l'évaluation DCF. Le WACC correspond à l'exigence de rendement pondérée de fournisseurs de capitaux propres ou empruntés. Lors du calcul des coûts du capital emprunté, il convient de tenir compte d'un ajustement fiscal vu que les taxes contenues dans les flux de trésorerie sont calculées sur la base des résultats d'exploitation (EBIT) prévus.

Les coûts des fonds propres sont, quant à eux, déterminés sur la base du modèle CAPM communément admis.

Vous trouverez ci-dessous une description des paramètres à prendre en compte pour déterminer le WACC:

Beta «unlevered» ajusté: 1.09

Cette valeur représente le risque systématique d'une action déterminé par le modèle CAPM. Les betas du groupe de pairs (annexe 1) sont observés sur le marché des capitaux et sont «unlevered» en fonction de leur structure de capital individuelle. La valeur des betas «unlevered» correspond à cet égard à la médiane du groupe de pairs.

Beta «relevered» ajusté: 1.15

Le beta «relevered» est basé sur la médiane du beta «unlevered»<sup>5</sup> de l'entreprise du groupe de pairs, adapté à la structure du capital cible à long terme de Pokermania.

Taux d'intérêt sans risque: 1.77%.

Le taux d'intérêt sans risque à la base des travaux d'évaluation reflète les rendements à l'échéance des emprunts à dix ans de la République fédérale d'Allemagne.

Prime de risque de marché: 5.00%

De la même manière qu'a été déterminé le taux d'intérêt sans risque exposé ci-avant, la prime de risque de marché estimée correspond à la différence pondérée entre, d'une part, le rendement du marché d'actions allemand et, d'autre part, le rendement sans risque des emprunts d'Etat correspondants au cours d'une période représentative. La prime de risque de marché de 5.00% est basée sur des recherches menées par Aswath Damodaran<sup>6</sup>.

Prime pour le risque spécifique relatif à une entreprise start-up: 17.50%

Vu que Pokermania est une entreprise en phase de démarrage, il a été fait abstraction d'une prime liée à la taille de l'entreprise. Une telle prime reflète les perspectives de risque/rendement accrues liées à un investissement dans une petite ou moyenne entreprise en termes de capitalisation boursière<sup>7</sup>. Vu que ces primes sont basées sur la comparaison entre de grandes et petites sociétés cotées en Bourse, qui traversent une phase de développement et de consolidation, nous n'estimons en l'occurrence pas opportun d'appliquer une majoration classique liée à la taille. En revanche, il importe de tenir compte du fait que Pokermania est une entreprise en phase d'expansion et dotée d'un nouveau modèle commercial s'accompagnant d'incertitudes considérables et dont le succès ne peut être évalué que de manière limitée en raison de l'absence de track record. Ce fait n'est pas reflété dans le modèle CAPM.

---

<sup>5</sup> Unlevered Beta = Levered Beta / (1 + capitaux empruntés/fonds propres). Les capitaux empruntés correspondent aux capitaux empruntés rémunérés moins les liquidités non opérationnelles. Source pour les Betas: Bloomberg.

<sup>6</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>7</sup> Voir en ce sens Ibbotson Associates, 2010 Yearbook, publié par Morningstar

Dans son ouvrage<sup>8</sup>, Patrik Frei définit trois types de majorations liées à une entreprise start-up en phase d'expansion (première étape) sur la base de l'évaluation du coût des fonds propres réalisée avec le modèle CAPM<sup>9</sup>.

Type de majoration	Description	Fourchette	Utilisation dans l'évaluation de Pokermania
Prime de liquidité	Majoration reflétant le fait que la société n'est pas cotée en Bourse et est par conséquent plus difficile à vendre.	11% à 21%	Non. Pokermania est une entité d'Escor, une société cotée en Bourse.
Majoration liée au gain de valeur ajoutée (value added)	<p>Majoration liée à la valeur ajoutée à laquelle contribue le fournisseur de capital risque (investisseur) par le biais de services d'investissement. Il s'agit entre autres de l'appui dans les domaines suivants:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Stratégie (éventuellement siège au sein du CA)</li> <li>• Marketing et maintien du contact avec la clientèle</li> <li>• Administration</li> <li>• Recrutement de personnel et recherche du cadre</li> <li>• Locaux</li> <li>• Image de l'investisseur</li> </ul>	0% à 7%	<p>2.5%</p> <p>Vu que certains services sont fournis par Escor et qu'Escor est une entreprise cotée en Bourse.</p>

<sup>8</sup> Patrik Frei, Assessment and Valuation of high growth companies, Haupt Verlag Berne, 2006

<sup>9</sup> Voir en ce sens Patrik Frei, Assessment and Valuation of high growth companies, Haupt Verlag, Berne, 2006, page 179 ss

Majoration liée à l'ajustement du cash-flow	<p>Majoration qui reflète les incertitudes liées aux hypothèses du plan d'affaires, notamment en ce qui concerne les prévisions relatives au montant et à l'échéancier des flux de trésorerie escomptés. Les trois facteurs essentiels pour déterminer cette majoration sont:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• l'évaluation de l'environnement de marché</li> <li>• la qualité et le savoir-faire du management</li> <li>• les produits et la technologie</li> </ul> <p>La majoration liée à l'ajustement du cash-flow est déterminée en corrélation avec l'évaluation des deux autres types de majorations.</p>	15% à 25%	<p>15%</p> <p>En règle générale, cette composante de majoration est prépondérante. La décision d'investissement prise par Escor en mai 2011 d'acquérir une participation majoritaire dans Pokermania est intervenue à l'issue d'une procédure de «due diligence» qui a impliqué les facteurs ci-contre.</p> <p>Sur la base de nos analyses et estimations, nous considérons qu'une majoration de 15% est raisonnable en l'occurrence.</p>
---	--	-----------	---

En résumé, les majorations établies ci-avant donnent une prime liée au risque spécifique d'une entreprise start-up qui s'élève à 17.50%.

Structure du capital cible: CE: 5.0%/FP 95.0%

Le ratio des capitaux empruntés par rapport aux fonds propres à la base du calcul de la valeur repose sur les attentes du management en ce qui concerne le développement futur de la société ainsi que sur l'analyse réalisée avec les entreprises comparables (groupe de pairs).

Coûts des capitaux empruntés: 3.77%

Les coûts des capitaux empruntés reflètent la possibilité d'une entreprise d'avoir accès à des capitaux empruntés. Un fournisseur de capitaux empruntés calcule les charges d'intérêt sur la base du profil de risque de l'entreprise. Actuellement, d'après les documents qui ont été mis à notre disposition, Pokermania ne dispose pas de capitaux empruntés rémunérés sur le long terme. Dans le cadre de l'extension des activités commerciales, on peut

raisonnablement penser que des capitaux empruntés devront pouvoir être obtenus être à court terme. Sur la base des analyses du ratio de couverture des intérêts et des notations des entreprises comparables, les coûts des capitaux empruntés s'élèvent pour Pokermania à environ 3.8% avant impôt, ce qui correspond à une majoration de 2.0% du taux d'intérêt sans risque utilisé.

Taux d'imposition des bénéfices: 28.90%

Le taux d'imposition du bénéfice de 28.90% appliqué correspond au taux d'imposition futur estimé selon le management de Pokermania<sup>10</sup>.

Taux de croissance perpétuelle: 2.5%

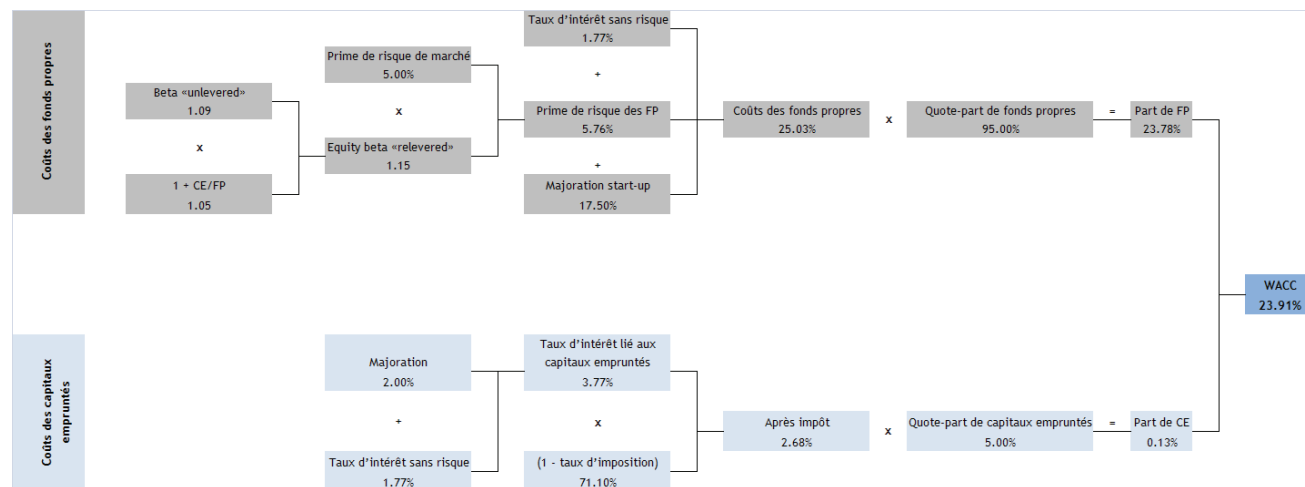
Dans le cadre de la méthode DCF, une hypothèse est posée au terme de la période du plan d'affaires concernant la durabilité du «Free Cash Flow» (flux de trésorerie) qui est utilisé pour le calcul de la valeur résiduelle. La valeur résiduelle comprend la valeur de l'ensemble des flux de trésorerie futurs qui suivront la phase détaillée du plan d'affaires. Lors du calcul de la valeur résiduelle, le flux de trésorerie est assorti d'une croissance perpétuelle. Cette croissance doit refléter la dépréciation monétaire attendue ainsi qu'une éventuelle croissance réelle de la société à évaluer.

Dans la pratique courante, le taux d'inflation à long terme attendu est appliqué comme taux de croissance perpétuelle, ce qui a pour effet que les futurs flux de trésorerie réels demeurent stables. Selon la base de données du Fonds monétaire international («FMI»), Perspectives de l'économie mondiale et Bloomberg, une prévision d'inflation de 2% est estimée pour l'Allemagne sur la base de l'indice des prix à la consommation. En outre, les pronostics tablent encore sur une croissance organique de 0,5%. Sur cette base, un taux de croissance à long terme de 2,5% a été appliqué à l'évaluation de Pokermania.

---

<sup>10</sup> Voir en ce sens l'étude KPMG 'Corporate and Indirect Tax Survey 2010

Le schéma suivant représente le calcul mathématique du WACC avec les paramètres définis.



### Résultat pour Pokermania avec la méthode DCF

<b>Valeur de l'entreprise au 30 juin 2011</b>	<b>7'092'739</b>	<b>Euro</b>
./. financement pre-money jusqu'au break event	-500'000	
+ économie d'impôt issue des reports de pertes	60'689	
<b>Valeur des fonds propres</b>	<b>6'653'428</b>	
au cours EUR / CHF <sup>1)</sup>	1.2000	<b>CHF</b>
<b>Valeur des fonds propres en CHF au</b>	<b>7'984'114</b>	
Part d'Escor dans Pokermania	50.040%	
<b>Valeur de la participation Pokermania GmbH</b>	<b>3'995'250</b>	

<sup>1)</sup> Source: Bloomberg / Seuil minimal conformément à la Banque nationale suisse



Une valeur opérationnelle d'entreprise de EUR 7.1 mio. a été déterminée pour Pokermania au 30 juin 2011 au moyen de la méthode DCF d'après les bases d'information reçues, les paramètres obtenus et décrits ainsi que les discussions menées avec le management d'Escor. A partir de cette valeur, la valeur des fonds propres est obtenue en y additionnant les actifs non nécessaires à l'exploitation sous la forme d'un report fiscal de pertes.

Dans le cadre de la mise en place de l'activité commerciale, on suppose, selon la planification actuelle, un besoin supplémentaire de liquidités pour un montant de EUR 500 000 environ. Cet élément a été pris en considération à titre supplémentaire dans la détermination des fonds propres.

Après conversion en francs suisses, on obtient une valeur de CHF 4.0 mio. environ pour la participation d'Escor dans Pokermania.

### Analyses de sensibilité

La première analyse de sensibilité varie les valeurs finales des deux paramètres d'évaluation WACC et croissance perpétuelle. Le tableau ci-après présente les fourchettes de valeurs obtenues par l'analyse de sensibilité sur la base de la valeur de participation obtenue de CHF 4.0 mio., calculée avec un WACC de 23.91% et une croissance perpétuelle d'une valeur résiduelle de 2.5%.

**Valeur de la participation d'Escor dans Pokermania en fonction de la croissance perpétuelle et du WACC**  
CHF

WACC de Pokermania	Croissance perpétuelle - Free cash-flow de Pokermania						
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
26.91%	3'141'950	3'183'842	3'227'415	3'272'773	3'320'028	3'369'301	3'420'724
25.91%	3'344'939	3'391'848	3'440'718	3'491'676	3'544'857	3'600'412	3'658'501
24.91%	3'566'311	3'619'025	3'674'040	3'731'509	3'791'601	3'854'499	3'920'404
<b>23.91%</b>	3'808'520	3'867'987	3'930'167	<b>3'995'250</b>	4'063'446	4'134'983	4'210'112
22.91%	4'074'473	4'141'837	4'212'422	4'286'465	4'364'227	4'445'993	4'532'083
21.91%	4'367'632	4'444'290	4'524'799	4'609'454	4'698'586	4'792'558	4'891'775
20.91%	4'692'158	4'779'829	4'872'136	4'969'455	5'072'208	5'180'861	5'295'938

Source: Evaluations BDO

La deuxième analyse de sensibilité sert de contrôle supplémentaire de la plausibilité et varie les paramètres WACC et marge EBITDA. Les résultats de cette deuxième analyse de sensibilité sont présentés dans le tableau ci-après.

Valeur de la participation d'Escor dans Pokermania en fonction de la marge EBITDA et du WACC  
(CHF)

WACC de Pokermania	Variation de la marge EBITDA						
	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
26.91%	3'245'689	3'254'717	3'263'745	3'272'773	3'281'801	3'290'829	3'299'857
25.91%	3'463'153	3'472'661	3'482'168	3'491'676	3'501'184	3'510'691	3'520'199
24.91%	3'701'413	3'711'445	3'721'477	3'731'509	3'741'541	3'751'572	3'761'604
23.91%	3'963'431	3'974'037	3'984'644	3'995'250	4'005'857	4'016'464	4'027'070
22.91%	4'252'747	4'263'986	4'275'226	4'286'465	4'297'705	4'308'944	4'320'184
21.91%	4'573'636	4'585'575	4'597'515	4'609'454	4'621'394	4'633'333	4'645'273
20.91%	4'931'302	4'944'020	4'956'738	4'969'455	4'982'173	4'994'891	5'007'609

Source: Evaluations BDO

### Evaluation de marché pour Pokermania

Dans le cadre de l'évaluation de marché, la valeur de l'entreprise est estimée sur la base de chiffres calculés à partir de la capitalisation boursière de sociétés comparables cotées en Bourse et de leurs indicateurs financiers (Trading Multiples) ou sur la base de prix payés lors de transactions d'entreprises comparables et mis en relation avec les indicateurs financiers (Transaction Multiples).

### Trading Multiples

Les multiples les plus fréquemment utilisés au niveau des valeurs EBIT ou EBITDA d'entreprises établies - dont en particulier le multiple d'EBITDA, qui reflète de la façon la plus fiable la capacité bénéficiaire d'une entreprise - ne sont souvent pas applicables pour les sociétés qui se trouvent dans une période de forte croissance, car les résultats opérationnels attendus sont fréquemment négatifs ou peu élevés durant les premières années de planification. Compte tenu de ces réflexions, le multiple du chiffre d'affaires peut, le cas échéant, être considéré comme un multiplicateur approprié. Cependant, le multiple du chiffre d'affaires ne renseigne pas sur la capacité bénéficiaire d'une entreprise et n'est, de ce fait, pas non plus approprié en l'espèce. Pour ces raisons, les Trading Multiples (annexe 2) sont considérés comme non appropriés pour calculer la valeur de Pokermania.

### Transaction Multiples

La recherche dans la base de données mergermarket.com n'a pas permis d'identifier des transactions comparables qui présenteraient une similitude pertinente du point de vue de l'activité commerciale et, en particulier, de l'état de développement de Pokermania. Pour cette raison, il est renoncé à l'évaluation de la valeur au moyen de Transaction Multiples (annexe 3).

### Détermination de la valeur par action Escor

A partir de la valeur intrinsèque obtenue sans la participation dans Pokermania et en tenant compte de la valeur de participation de Pokermania calculée selon la méthode DCF, la valeur d'une action Escor est calculée comme suit:

<b>Valeur intrinsèque d'Escor (y c. pertes du second semestre 2011)</b>	
<b>sans participation dans Pokermania et participations minoritaires *</b>	<b>16'882'200</b>
<b>+ Participation dans Pokermania (50.04%) conf. à l'évaluation DCF</b>	<b>3'995'250</b>
<b>= Valeur totale des fonds propres d'Escor au 30.6.2011</b>	<b>20'877'450</b>
<b>Nombre total d'actions émises</b>	<b>1'237'500</b>
<b>./. Nombre d'actions propres détenues</b>	<b>-16'017</b>
<b>= Nombre d'actions en circulation</b>	<b>1'221'483</b>
<b>Valeur par action en circulation au 30.6.2011</b>	<b>17.092</b>
<b>Extrapolation à la date de l'annonce préalable du 16.9.2011</b>	<b>0.036</b>
<b>Valeur par action en circulation au 16.9.2011</b>	<b>17.128</b>

\* Selon la valeur substantielle apurée déterminée selon le tableau de la page 12.

### Analyse de sensibilité

L'analyse de sensibilité menée relativement à la valeur de l'action Escor montre la variation de la valeur d'une action en rapport avec la variation des paramètres d'évaluation utilisés (WACC et croissance perpétuelle) afin d'évaluer la participation dans Pokermania. Les résultats de cette analyse de sensibilité sont présentés dans le tableau ci-après.

**Valeur de l'action Escor en tenant compte de la sensibilité de Pokermania  
en fonction de la croissance perpétuelle et du WACC  
(CHF)**

WACC de Pokermania	Croissance perpétuelle - Free cash-flow de Pokermania						
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
26.91%	16.43	16.46	16.50	16.54	16.58	16.62	16.66
25.91%	16.60	16.63	16.67	16.72	16.76	16.80	16.85
24.91%	16.78	16.82	16.86	16.91	16.96	17.01	17.07
23.91%	16.97	17.02	17.07	17.13	17.18	17.24	17.30
22.91%	17.19	17.25	17.31	17.37	17.43	17.50	17.57
21.91%	17.43	17.50	17.56	17.63	17.70	17.78	17.86
20.91%	17.70	17.77	17.85	17.93	18.01	18.10	18.19

Source: Evaluations BDO

## Evaluation de marché

### Trading Multiples

L'évaluation de marché par Trading Multiples met en rapport la valeur de marché d'entreprises cotées comparables sur la base des valeurs de marché de leurs fonds propres (capitalisations boursières) et de leur position financière actuelle nette avec différents indicateurs financiers, et applique ces données aux indicateurs financiers correspondants de l'entreprise à évaluer. Les multiples généralement reconnus et utilisés pour les sociétés de services et les entreprises de production sont les multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA et d'EBIT.

Comme expliqué précédemment, Escor se trouve actuellement dans une phase de réorientation stratégique, raison pour laquelle seul le budget pour l'année 2011 est disponible. Suite à l'avertissement sur bénéfices publié le 2 juillet 2011 dans le cadre d'un communiqué ad-hoc, il faut s'attendre à des résultats opérationnels négatifs, qui seront encore accentués par l'apurement des charges héritées du passé. Pour cette raison, une évaluation sur la base de Trading Multiples n'est pas considérée comme appropriée, car les sociétés sélectionnées pour la comparaison (annexe 4) présentent, contrairement à Escor, des chiffres de rendements et de revenus stables.

### Transaction Multiples

En complément à l'analyse menée au moyen de l'évaluation boursière de sociétés comparables, nous avons étudié les transactions effectuées avec des entreprises comparables. Cette méthode met en rapport le prix de vente d'une entreprise avec ses indicateurs financiers et applique ces données aux indicateurs financiers correspondants de l'entreprise à évaluer. Concernant les Transaction Multiples, il convient de noter que les prix peuvent subir des distorsions, ce qui limite leur degré de pertinence.

Nous avons utilisé la base de données de «mergermarket.com» pour notre recherche. Celle-ci a englobé des transactions effectuées par et avec des entreprises du groupe comparatif d'Escor (annexe 5).

Compte tenu des résultats opérationnels négatifs durant l'exercice clôturé en 2010 et de la réorientation stratégique d'Escor, une évaluation sur la base de Transaction Multiples est jugée non pertinente en raison du manque de comparabilité et, partant, pas applicable en l'espèce.

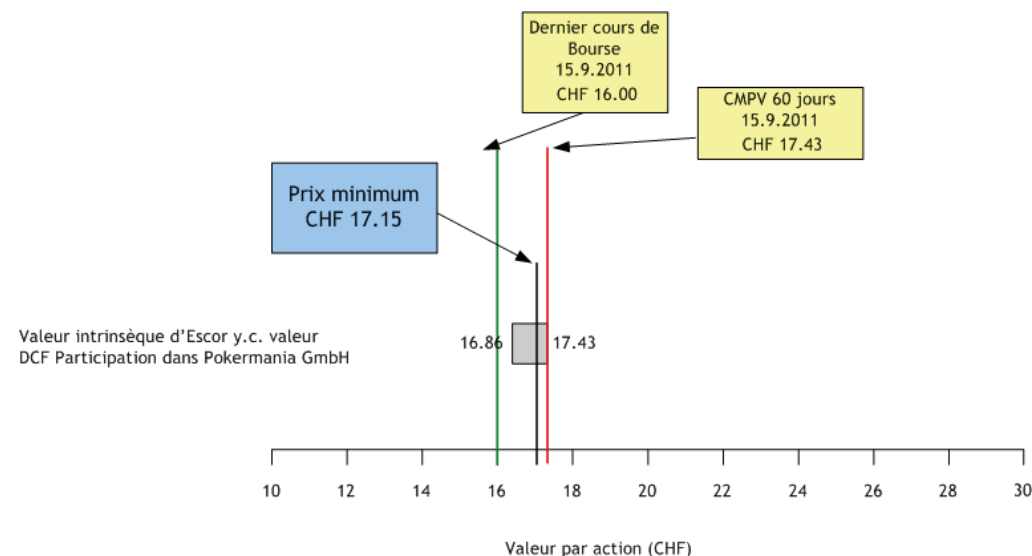
### Evolution du cours de l'action

Vu les faibles volumes négociés au cours des douze derniers mois, l'évolution du cours de l'action Escor n'est pas représentative et n'est pertinente que de manière limitée. Elle ne permet pas de dégager des affirmations fiables en vue de la détermination de la valeur d'entreprise d'Escor.

## Evaluation globale

### Vue d'ensemble des résultats

Le graphique ci-après présente le résultat de l'évaluation par rapport au CMPV et au dernier cours négocié avant la clôture des travaux d'évaluation.



La valeur d'entreprise calculée afin de déterminer le prix minimum repose, comme décrit précédemment, uniquement sur la méthode d'évaluation choisie en tenant compte de la situation initiale spécifique (valeur DCF pour la participation dans Pokermania + valeur intrinsèque apurée des autres domaines d'activité). Outre les analyses de sensibilité, aucune autre méthode de contrôle de la plausibilité n'a été utilisée, car Escor n'exerce, pendant la phase de mutation et de réorientation, hormis la détention de la participation de start-up dans Pokermania, aucune activité rémunératrice et stratégiquement axée sur le futur.

## Résultat de l'expertise

En nous appuyant sur les considérations d'évaluation menées sur l'action Escor, nous considérons que la méthode d'évaluation la plus appropriée pour déterminer la valeur d'une action Escor est la méthode d'évaluation modulaire, qui prend en compte la valeur intrinsèque apurée des domaines d'activité non poursuivis ou déficitaires ainsi que la valeur DCF de la participation dans Pokermania GmbH achetée en mai 2011.

Compte tenu de la valeur totale des fonds propres d'Escor Casinos & Entertainment SA calculés à CHF 20.9 mio. et des 1 221 483 actions en circulation, il en résulte une valeur de CHF 17.15 par action.

## Conclusion

**BDO a déterminé une valeur de CHF 17.15 par action Escor, conformément à l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA, en relation avec le respect des règles du prix minimum.**

Zurich, le 19 septembre 2011

BDO AG



Marcel Jans



Oliver Ambs

## **Annexe**

Evaluation de Pokermania GmbH

*Annexe 1 Analyse de beta et structure du capital*

*Annexe 2 Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables*

*Annexe 3 Multiplicateurs de transactions comparables*

Evaluation d'Escor Casinos & Entertainment SA (sans la participation dans Pokermania GmbH)

*Annexe 4 Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables*

*Annexe 5 Multiplicateurs de transactions comparables*



## Annexe 1: Analyse de beta et structure du capital

Evaluation de Pokermania GmbH

Groupe d'entreprises comparables	Ticker	Monnaie	1) Fonds propres	Participations minoritaires	Capitaux empruntés	Liquidés	Capitaux empruntés nets	CE nets / FP	CE nets / capitaux totaux	2) Equity beta «levered»	3) Asset beta «unlevered»
Betting Promotion Sweden AB	BETT SS	SEK	101	0	0	53	-53	-52.3%	-109.8%	0.479	1.005
888 Holdings PLC	888 LN	USD	179	0	0	61	-61	-34.0%	-51.4%	0.780	1.181
Redbet Holding AB	RBET SS	SEK	37	0	9	35	-26	-70.0%	-235.4%	0.643	2.144
Bwin.Party Digital Entertainment PLC	BPTY LN	EUR	1'150	-1	36	36	0	0.0%	0.0%	0.960	0.960
bet-at.home.com AG	ACX GR	EUR	76	0	0	36	-36	-47.6%	-90.8%	0.713	1.360
Electronic Arts Inc.	ERTS US	USD	7'354	0	0	1'848	-1'848	-25.1%	-33.6%	0.967	1.292
Gameloft SA	GFT FP	EUR	299	0	2	27	-25	-8.4%	-9.2%	0.926	1.011
Funcom NV	FUNCOM NO	USD	82	0	0	13	-13	-15.8%	-18.7%	0.749	0.889
Activision Blizzard Inc.	ATVI US	USD	13'245	0	0	2'944	-2'944	-22.2%	-28.6%	0.821	1.055
Two-Two Interactive Software	TTWO US	USD	1'163	0	109	249	-140	-12.0%	-13.6%	0.998	1.134
<b>Moyenne</b>								<b>-28.7%</b>	<b>-59.1%</b>	<b>0.804</b>	<b>1.20</b>
<b>Médiane</b>								<b>-23.7%</b>	<b>-31.1%</b>	<b>0.800</b>	<b>1.09</b>

Sources:

1) Capitalisation boursière de septembre 2011 selon Bloomberg

2) Bloomberg adjusted Beta / indices locaux sur trois ans (hebdomadaires)

3) Selon la formule Harris/Pringle: Unlevered Beta = Levered Beta / (1 + CE/FP)

Zurich, le 19 septembre 2011

Expertise d'évaluation en relation avec l'offre publique d'achat de Highlight Communications AG, à Pratteln, pour toutes les actions cotées d'Escor Casinos & Entertainment SA, à Düringen, en circulation



## Annexe 2: Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables

Evaluation de Pokermania GmbH

		EV/chiffre d'affaires				EV/EBITDA				EV/EBIT			
Entreprises comparables	Monnaie	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Betting Promotion Sweden AB	SEK	1.2x	0.6x	0.5x	0.5x	4.0x	n.d.	n.d.	n.d.	4.9x	n.d.	4.4x	3.7x
888 Holdings PLC	USD	0.9x	0.4x	0.4x	0.4x	10.7x	3.5x	3.2x	3.0x	24.3x	6.5x	5.7x	5.3x
Redbet Holding AB	SEK	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Bwin.Party Digital Entertainment PLC	EUR	2.4x	1.4x	1.3x	1.2x	9.6x	6.3x	5.5x	5.1x	17.8x	12.6x	9.4x	8.0x
bet-at.home.com AG	EUR	0.7x	0.5x	0.5x	0.4x	4.3x	3.1x	2.9x	2.6x	4.5x	3.2x	3.0x	2.7x
Electronic Arts Inc.	USD	1.2x	1.4x	1.3x	1.2x	355.5x	9.1x	7.7x	6.7x	n.d.	15.3x	9.7x	8.0x
Gameloft SA	EUR	2.7x	1.7x	1.5x	1.4x	12.4x	7.7x	6.6x	6.0x	26.2x	13.6x	11.1x	9.0x
Funcom NV	USD	1.0x	5.0x	1.3x	2.0x	7.8x	n.d.	2.8x	3.1x	n.d.	n.d.	5.3x	6.6x
Activision Blizzard Inc.	USD	2.5x	2.5x	2.3x	2.2x	8.6x	6.7x	6.1x	5.8x	14.1x	8.1x	7.0x	6.9x
Two-Two Interactive Software	USD	1.0x	1.0x	0.6x	0.8x	4.8x	20.6x	4.0x	7.3x	14.9x	80.8x	4.3x	13.5x
Minimum		0.7x	0.4x	0.4x	0.4x	4.0x	3.1x	2.8x	2.6x	4.5x	3.2x	3.0x	2.7x
Moyenne		1.5x	1.6x	1.1x	1.1x	46.4x	8.1x	4.8x	5.0x	15.2x	20.0x	6.7x	7.1x
Médiane		1.2x	1.4x	1.3x	1.2x	8.6x	6.7x	4.8x	5.5x	14.9x	12.6x	5.7x	6.9x
Maximum		2.7x	5.0x	2.3x	2.2x	355.5x	20.6x	7.7x	7.3x	26.2x	80.8x	11.1x	13.5x

Source: Bloomberg septembre 2011

Zurich, le 19 septembre 2011

Expertise d'évaluation en relation avec l'offre publique d'achat de Highlight Communications AG, à Pratteln, pour toutes les actions cotées d'Escor Casinos & Entertainment SA, à Düringen, en circulation

## Annexe 3: Multiplicateurs de transactions comparables

Evaluation de Pokermania GmbH

Date de la conclusion	Société cible	Offrant	en millions d'EUR			Multiplicateur du chiffre d'affaires	Multiplicateur EBITDA	Multiplicateur EBIT
			Valeur de la transaction	Valeur de l'entreprise	Revenu			
09.11.2008	FreeStyleGames	Activision Blizzard Inc	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
07.09.2008	Vivendi Games Inc (VU Games)	Activision Blizzard Inc	5'507.0	5'507.5	804.0	6.9x	35.5x	n.d.
30/06/2008	Gameloft SA	Ubisoft Entertainment SA	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
02.07.2008	Eastwood Bookmakers	Ladbrokes Plc	158.0	157.6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
01.08.2008	Illusion Softworks a.s.	Take-Two Interactive Software Inc	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
12.03.2007	Ladbrokes (Vernons Pools business)	Sportech Plc	73.0	73.2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
26/09/2007	Bizarre Creations Ltd	Activision Blizzard Inc	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
05.11.2007	DemonWare Ltd	Activision Blizzard Inc	15.0	15.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
18/01/2007	Sponsio Limited	Ladbrokes Plc	55.0	52.7	16.2	3.2x	17.9x	18.0x
26/04/2006	John Harney Bookmaker's Limited	Ladbrokes Plc	10.0	10.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
23/02/2006	Hilton International Corporation	Hilton Worldwide	4'807.0	4'806.9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
20/07/2005	Sofia Hotel Development Corporation	Quinn Group Limited	40.0	40.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
15/07/2005	Jack Brown (Bookmaker) Ltd	Ladbrokes	104.0	104.5	504.4	0.2x	23.9x	33.7x
05.10.2005	Hilton Group (11 hôtels au R.-U.)	Stardon UK Ltd	159.0	159.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
		Moyenne				3.41	25.80	25.82
		Médiane				3.17	23.92	25.82

Source: mergermarket.com

## Annexe 4: Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables

Evaluation d'Escor Casinos & Entertainment SA

		EV/chiffre d'affaires				EV/EBITDA				EV/EBIT			
Entreprises comparables	Monnaie	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
International Game Technology	USD	2.9x	3.4x	3.2x	3.0x	9.8x	8.9x	8.1x	7.4x	14.6x	12.6x	11.1x	9.5x
Scientific Games Corp	USD	2.5x	2.5x	2.4x	2.3x	10.2x	7.3x	6.7x	6.0x	32.0x	22.3x	18.9x	n.d.
Aristocrat Leisure Ltd	AUD	2.8x	2.2x	1.9x	1.7x	11.2x	10.9x	7.7x	6.7x	15.2x	15.1x	9.7x	8.2x
Bally Technologies Inc	USD	2.3x	2.7x	2.5x	2.4x	10.5x	8.6x	7.7x	7.3x	14.1x	12.5x	10.3x	10.9x
WMS Industries Inc	USD	2.8x	1.9x	1.8x	1.8x	6.2x	5.9x	5.5x	5.1x	9.5x	10.0x	8.4x	6.4x
Minimum		2.3x	1.9x	1.8x	1.7x	6.2x	5.9x	5.5x	5.1x	9.5x	10.0x	8.4x	6.4x
Moyenne		2.6x	2.6x	2.4x	2.2x	9.6x	8.3x	7.1x	6.5x	17.1x	14.5x	11.7x	8.7x
Médiane		2.8x	2.5x	2.4x	2.3x	10.2x	8.6x	7.7x	6.7x	14.6x	12.6x	10.3x	8.8x
Maximum		2.9x	3.4x	3.2x	3.0x	11.2x	10.9x	8.1x	7.4x	32.0x	22.3x	18.9x	10.9x

Source: Bloomberg septembre 2011

Zurich, le 19 septembre 2011

Expertise d'évaluation en relation avec l'offre publique d'achat de Highlight Communications AG, à Pratteln, pour toutes les actions cotées d'Escor Casinos & Entertainment SA, à Düringen, en circulation

## Annexe 5: Multiplicateurs de transactions comparables

Evaluation d'Escor Casinos & Entertainment SA

Date de la conclusion	Société cible	Offrant	en millions d'EUR			Multiplicateur du chiffre d'affaires	Multiplicateur EBITDA	Multiplicateur EBIT
			Valeur de la transaction	Valeur de l'entreprise	Revenu			
n.d.	Barcrest Group Limited	Scientific Games Corporation	39.0	39.4	51.6	0.8x	3.5x	6.1x
19/04/2010	Sceptre Leisure Plc (Fixed Odds Betting Terminal (FOBT))	Global Draw Limited	4.0	4.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
10.05.2010	Scientific Games Racing LLC	Sportech Plc	53.0	53.5	76.6	0.7x	n.d.	n.d.
07.08.2008	Cyberview Technology Inc	International Game Technology	49.0	48.0	35.4	1.4x	55.8x	n.d.
06.12.2008	Bally International AG	Labelux Group GmbH	372.0	372.4	310.4	1.2x	n.d.	n.d.
		Moyenne				1.03	29.65	6.14
		Médiane				0.99	29.65	6.14

Source: mergermarket.com