

**Oaklins** SWITZERLAND

# FAIRNESS OPINION

GOLDBACH GROUP AG

**15. Januar 2018**



# INHALTSVERZEICHNIS

## Oaklins

Einleitung

Unternehmen & Markt

Wertüberlegungen

Fairness Opinion

Anhang



Sehr geehrte Damen und Herren

Zur Beurteilung der Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots für die Goldbach Group AG (nachfolgend auch «Goldbach», «Goldbach Group») durch die Tamedia AG («Tamedia»), ein an der SIX Swiss Exchange kotiertes schweizerisches Medienunternehmen, hat der Verwaltungsrat von Goldbach die Oaklins Binder AG («Oaklins», «Oaklins Switzerland» oder «wir») mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt.

Adressat der Fairness Opinion ist ausschliesslich der Verwaltungsrat der Goldbach Group AG, welcher sich im Rahmen seiner Stellungnahme zur Beurteilung des oben erwähnten Angebots auf die Fairness Opinion beziehen wird. Sie darf als Ganzes öffentlich publiziert und interessierten Personen zugänglich gemacht werden. Eine Verwendung zu einem anderen Zweck als der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

Oaklins Switzerland erstellt diese Fairness Opinion als unabhängiger Corporate Finance Berater und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. Oaklins Switzerland erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. Oaklins Switzerland bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt und von der Zielgesellschaft sowie den mit dieser in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat Oaklins Switzerland die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen von Goldbach vorausgesetzt. Das Management hat bestätigt, dass es sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, gemäss welchen die zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären. Die Verantwortung von Oaklins Switzerland beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen und Berechnungen.



**Dr. Jürg Stucker, CFA**

Partner

+41 44 268 45 30

[j.stucker@ch.oaklins.com](mailto:j.stucker@ch.oaklins.com)



**Dr. Daniel Spring, CFA**

Head of Valuation

+41 31 326 18 17

[d.spring@ch.oaklins.com](mailto:d.spring@ch.oaklins.com)

# AUSGANGSLAGE

- Die Goldbach Group AG ist eine 1983 gegründete Anbieterin für die Vermarktung elektronischer, interaktiver und mobiler privater Medien, welche an der SIX Swiss Exchange kotiert ist (Swiss Reporting Standard, Valor 487094, ISIN CH0004870942, Symbol GBMN).
- Goldbach hat ihren Sitz in Küsnacht (ZH), Schweiz und ist in der DACH-Region (Deutschland, Österreich und Schweiz) tätig mit Fokus auf TV, Radio, Online, Mobile und Digital out of Home (DOOH). Das Unternehmen verfügt über zwei operative Geschäftsbereiche:
  - **Ad Sales:** Kunden sind Medienpartner, für welche Goldbach Werbezeit und Werbeflächen in TV- und Radioprogrammen sowie auf Online- und Mobile-Plattformen platziert.
  - **Marketing Services:** Kunden sind Direktkunden, die bei der Konzeption, Kreation, Produktion, Planung, Einkauf, Abwicklung und Optimierung ihrer Marketingmassnahmen in elektronischen und digitalen Medien von Goldbach unterstützt werden.
- Die grössten Aktionäre per 30. November sind: Dr. Beat Curti, Veraison Sicav, Credit Suisse Funds AG und UBS Fund Management. Sie halten vereint mehr als die Hälfte der Goldbach Aktien.
- Am 22. Dezember 2017 hat die Tamedia AG ein öffentliches Kaufangebot für Goldbach angekündigt. Der Angebotspreis beträgt CHF 35.50 netto in bar pro Goldbach Aktie und bezieht sich auf alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Goldbach Group AG.
- Der Verwaltungsrat ist gemäss Art. 132 FinfraG verpflichtet, bei einem öffentlichen Übernahmeangebot einen Bericht zu diesem Angebot zu veröffentlichen. Zur Beurteilung der Angemessenheit dieses Angebots hat der Verwaltungsrat Oaklins Switzerland beauftragt, eine Fairness Opinion zu erstellen. Gemäss Verfügung der Übernahmekommission (UEK) vom 25. April 2012 ist die Oaklins Binder AG für die Erstellung von Fairness Opinions im Rahmen öffentlicher Kaufangebote besonders befähigt.
- Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre von Goldbach dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen. Des Weiteren enthält sie keine Beurteilung der Abgeltungsmodalitäten und weiterer Bedingungen des Tamedia Angebots, keine rechtliche und steuerliche Beurteilung der Transaktionsstruktur, keine Auswirkungen, die sich aus einer Annahme oder Ablehnung des Tamedia Angebots ergeben können und äussert sich nicht zum zukünftigen Wert der Goldbach Aktie. Oaklins Switzerland hat weder eine aktienrechtliche Revision noch irgendeine Form von Due Diligence durchgeführt.

# VORGEHEN & BEWERTUNGSMETHODEN

- Die vorliegende Einschätzung zur finanziellen Angemessenheit des Angebots an die Aktionäre der Goldbach Group AG basiert auf Wertüberlegungen von Oaklins Switzerland.
- Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots an die Aktionäre der Goldbach Group AG erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen oder juristischen Situation der einzelnen Aktionäre.
- Dementsprechend sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen aus Sicht aller Publikumsaktionäre zur finanziellen Angemessenheit des Angebots möglich.
- Der Bewertungsstichtag ist der 18. Dezember 2017.
- Für die Bewertung wird angenommen, dass die Alternative zum Verkauf an einen strategischen Partner eine eigenständige Weiterführung der Unternehmung ist. Synergien, welche ein potenzieller Käufer erzielen könnte, wurden nicht berücksichtigt.
- Folgende Bewertungsmethoden sind in der Fairness Opinion zur Anwendung gekommen, wobei der Schwerpunkt auf der erstgenannten Methode liegt:
  - **Discounted Cash Flow (DCF)-Methode**  
Abzinsung der zukünftig erwarteten Cashflows auf den Bewertungszeitpunkt.
  - **Marktwertmethode**  
Bewertung anhand von Vergleichsunternehmen (Trading Multiples) und Vergleichstransaktionen (Transaction Multiples).
  - **Aktienkursanalyse und Kursziel des Aktienanalysten**  
Liquiditätsanalyse und Analyse des Aktienkurses sowie Beurteilung der Kursziele des Aktienanalysten.

# BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE & INFORMATIONSGRUNDLAGEN

- Im vorliegenden Bewertungsbericht wird hinsichtlich des Geschäftsverlaufs und der Kotierung von Goldbach Group AG von einer Weiterführung des Status quo ausgegangen. Der Bericht enthält keine Aussagen über die Wertentwicklung bei einer Dekotierung der Aktie von der SIX Swiss Exchange oder einer möglichen Liquidation des Unternehmens.
- Für die Wertüberlegungen hinsichtlich der Gruppe hat sich Oaklins Switzerland auf die vorliegenden Informationen sowie die öffentlich zugänglichen Informationen zur Goldbach Group abgestützt. Dabei ist Oaklins davon ausgegangen, dass die Finanzinformationen und die anderen erhaltenen Daten richtig und vollständig sind. Die Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen wird nicht übernommen.
- Bei der Vorbereitung dieses Dokuments hat Oaklins keine physische Inspektion von Gebäuden, Standorten und/oder Akten o. ä. von Goldbach vorgenommen. Die Geschäftsleitung der Goldbach Group AG hat gegenüber Oaklins bestätigt, dass sie sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, wonach die zur Verfügung gestellten Informationen unvollständig, unrichtig oder irreführend wären.
- Die Informationen und Kriterien in diesem Dokument basieren auf dem vorherrschenden Markt-, Unternehmens- und Wirtschaftsumfeld bis zum Bewertungsstichtag des 18. Dezember 2017. Später eintretende Umstände können sich auf die Informationen auswirken, die als Grundlage für diese Analyse verwendet wurden. Oaklins ist nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren, zu überprüfen oder zu bestätigen. Die Beurteilung basiert auf folgenden Informationsgrundlagen:
  - Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots von Tamedia AG vom 22. Dezember 2017
  - Ausgewählte, öffentlich zugängliche, Geschäfts- und Finanzinformationen der Gesellschaft (u. a. testierte Jahresberichte)
  - Diverse Finanzprognosen und andere von der Goldbach Group zur Verfügung gestellte Daten, insbesondere vom Verwaltungsrat genehmigte Businesspläne
  - Gespräche mit Jens Alder (VRP), Michi Frank (CEO), Roland Wittmann (CSO) und Lukas Leuenberger (CFO) über Geschäftstätigkeit und Zukunftsaussichten
  - Details zu den Finanzverbindlichkeiten und flüssigen Mitteln
  - Details zu den aktien- und optionsbasierten Vergütungsplänen von Verwaltungsrat und Management
  - Marktstudien zur Einschätzung des Marktumfelds und der Zukunftsentwicklungen
  - Historische Aktienkurse und Handelsvolumina der Aktien der Gesellschaft
  - Kapitalmarktdaten und weitere öffentlich zugängliche Informationen zu ausgewählten anderen Unternehmen, deren Tätigkeitsbereiche nach Einschätzung von Oaklins Switzerland mit den Tätigkeitsbereichen der Gesellschaft vergleichbar sind
  - Informationen zu vergangenen vergleichbaren Transaktionen
  - Sonstige finanzielle Studien, Analysen und Untersuchungen, die Oaklins Switzerland für angemessen erachtet hat.

# INHALTSVERZEICHNIS

## Oaklins

Einleitung

Unternehmen & Markt

Wertüberlegungen

Fairness Opinion

Anhang



# GOLDBACH GROUP AG

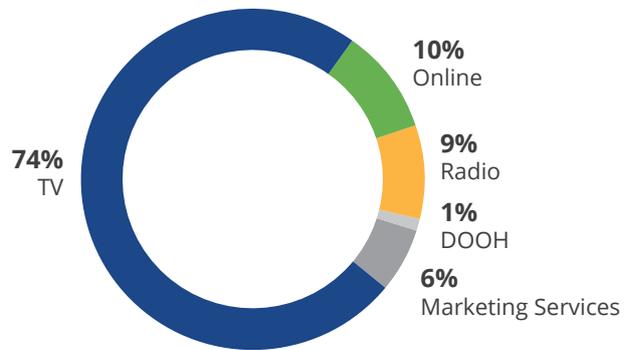
## Übersicht

- Gegründet **1983**
- Hauptsitz in **Küsnacht** ZH
- Fokus auf die **DACH-Region**
- Umsatz 2016: **CHF 495.5 Mio.**
- EBITDA 2016: **CHF 32.5 Mio.**
- Mitarbeiter: **340 (319 FTE)** per Mitte 2017



## Dienstleistungsangebot

- **Vermarktung** von elektronischen Medien und **Vermittlung**
  - **TV** (74% Umsatz)
  - **Online** (10% Umsatz)
  - **Radio** (9% Umsatz)
  - **DOOH** (1% Umsatz)
- **Marketing Services** (6% Umsatz)



Quelle: Goldbach

## Positionierung entlang der Werbe-Wertschöpfungskette

- Goldbach ist in den grün markierten Bereichen tätig.

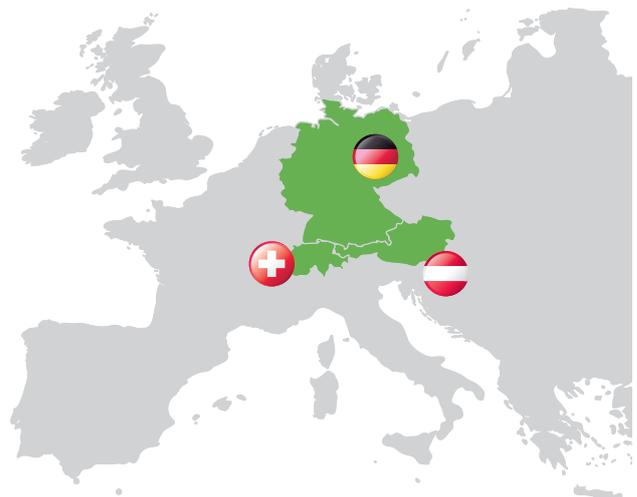


# GESCHÄFTSMODELL

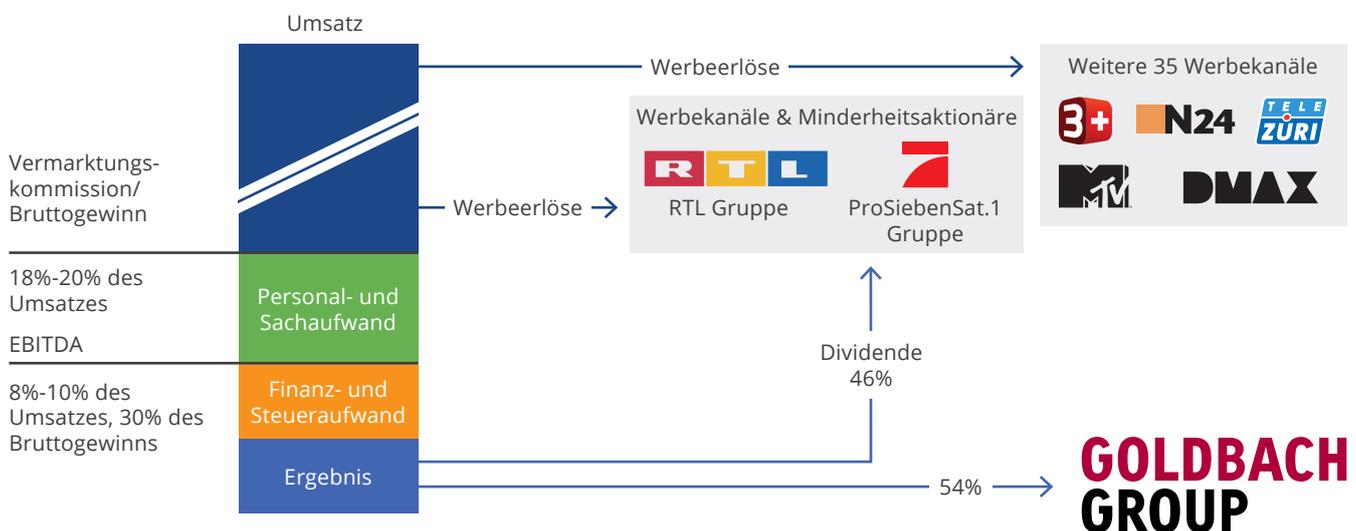
- Goldbach ist heute in den Bereichen Vermarktung und Vermittlung von Werbung (Ad Sales) in der DACH-Region (Deutschland, Österreich, Schweiz) präsent. Zudem betreibt sie im Geschäftsbereich Marketing Services eine Digitalagentur.
- 2014 hat das Unternehmen Goldbach Russia, Goldbach Adriatic, Goldbach Romania, Goldbach Poland sowie die Web-TV Plattform Wilmaa veräußert. Seither fokussiert sich Goldbach auf das Kerngeschäft als deutschsprachiger Werbevermarkter in den drei Kernmärkten Schweiz, Deutschland und Österreich.
- Das Geschäftsmodell Ad Sales basiert auf Einnahmen aus der Vermarktung von Werbefenstern über diverse Mediengattungen. Zentral ist dabei die Vermarktung von Fernsehwerbung in der Schweiz, welche mehr als 70% des Gesamtumsatzes ausmacht. Die Kunden sind Agenturen.
- Eine Säule für langfristige und exklusive Vermarktungsmandate im Schweizer Vermarktungsgeschäft ist die Kapitalbeteiligung der Sender RTL und ProSiebenSat.1 bei der Goldbach Media Switzerland AG (seit über 20 Jahren). Die langjährigen Verträge mit den beiden TV-Sendern bilden auch die Basis für das TV-Werbe-geschäft.

- Im Geschäftsbereich Marketing Services bietet Goldbach Direktkunden die Konzeption und Umsetzung digitaler Werbekampagnen sowie Lösungen im Bereich von Social Media und Suchmaschinenmarketing an. Nachdem dieser Bereich im Jahr 2016 noch einen negativen EBITDA-Beitrag von CHF -2.5 Mio. aufwies, wurde bereits in diesem Jahr die Break-even Schwelle erreicht, so dass das Segment Marketing Services gemäss Planung fortan positiv zur zukünftigen Entwicklung beitragen wird.

## Geographischer Fokus



## Nachhaltiges Geschäftsmodell durch Kapitalbeteiligung der TV-Sender



# UNTERNEHMENSSTRUKTUR

- Die Goldbach Group ist in mehreren selbständigen Gesellschaften organisiert, welche in verschiedenen Geschäftsbereichen und Ländern aktiv sind.
- Untenstehende Übersicht zeigt die Tätigkeitsfelder der wichtigsten Gruppengesellschaften auf.

Tätigkeitsfelder der wichtigsten Gruppengesellschaften

Geschäftsbereich	Ad Sales												Marketing Services		
	TV			Online			Radio			DOOH					
Land															
Gesamtumsatz (2016)	CHF 368 Mio.			CHF 51 Mio.			CHF 42 Mio.			CHF 5 Mio.			CHF 30 Mio.		
<b>GOLDBACH MEDIA</b>	✓		✓	✓						✓		✓			
swiss radioworld							✓								
<b>GOLDBACH GERMANY</b>		✓			✓						✓				
<b>GOLDBACH AUDIENCE</b>	✓			✓		✓				✓					
<b>GOLDBACH INTERACTIVE</b>													✓		
<b>Jaduda</b>					✓						✓				

# DIENSTLEISTUNGSANGEBOT & PARTNER

- Als Werbevermarkter verkauft Goldbach Werbeflächen eines Publishers (TV, Online, Radio, DOOH) an Werbetreibende bzw. deren Agenturen. Umsatzerlöse werden zwischen Publisher und Vermarkter aufgeteilt. Goldbach arbeitet im Bereich Ad Sales mit einer Vielzahl von ausgewählten Publishern und Vermarktungspartnern zusammen. Im Bereich Marketing Services werden die Umsätze mit Direktkunden erzielt.
- Nachfolgende Übersicht zeigt die wichtigsten Partner bzw. Kunden in den einzelnen Segmenten und Ländern.

Ausgewählte Partner/Kunden in den einzelnen Segmenten und Ländern

Land	Ad Sales				Marketing Services (Direktkunden, ganze DACH-Region)
	TV	Online	Radio	DOOH	
	     	   	  	  	      
	   	  	  	    	
	    	  	   	    	

Die Rechte der einzelnen Logos gehören den jeweiligen Inhabern

## HISTORISCHE FINANZZAHLEN

- Die historische Umsatzentwicklung zeigt einen durchgehend steigenden Umsatz (Nettoerlös) im Zeitraum 2011 bis 2016.
- Die EBITDA Marge schwankt leicht, bewegt sich aber prinzipiell seitwärts zwischen 6% und 8%.
- Sondereffekte (Wertminderung) im Jahr 2013 haben das EBIT und damit die Marge im Jahresvergleich verzerrt.
- Zum Jahr 2014 erfolgte die Umstellung der Rechnungslegung von IFRS auf Swiss GAAP FER, wodurch die Ergebnisse der Perioden vor 2014 nur bedingt mit denjenigen der Perioden 2014-2016 vergleichbar sind. Vor 2014 wurden auch keine Segmentzahlen ausgewiesen.

### Erfolgsrechnung

in TCHF	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Rechnungslegung</i>	<i>IFRS</i>	<i>IFRS</i>	<i>IFRS</i>	<i>Swiss GAAP</i>	<i>Swiss GAAP</i>	<i>Swiss GAAP</i>
Ad Sales Schweiz				394'157	414'184	447'370
Ad Sales Deutschland				-	3'057	8'162
Ad Sales Österreich*				26'006	19'960	13'002
Eliminationen				(319)	(487)	(1'373)
Ad Sales				419'844	436'714	467'161
Marketing Services				48'702	35'482	29'744
Corporate/Eliminationen				(4'655)	(1'933)	(1'370)
<b>Nettoerlös</b>	<b>446'030</b>	<b>455'448</b>	<b>458'569</b>	<b>463'891</b>	<b>470'263</b>	<b>495'535</b>
Direkter Aufwand	(346'986)	(356'524)	(358'754)	(370'997)	(378'454)	(402'150)
<b>Bruttogewinn</b>	<b>99'044</b>	<b>98'924</b>	<b>99'815</b>	<b>92'894</b>	<b>91'809</b>	<b>93'385</b>
Personalaufwand	(46'296)	(45'506)	(47'793)	(44'040)	(44'148)	(43'138)
Sonstiger Betriebsaufwand	(22'409)	(22'945)	(23'233)	(23'741)	(22'699)	(20'729)
Sonstiger Betriebsertrag	6'989	5'184	2'512	2'345	3'176	3'006
<b>EBITDA</b>	<b>37'328</b>	<b>35'657</b>	<b>31'301</b>	<b>27'458</b>	<b>28'138</b>	<b>32'524</b>
Abschreibungen & Amortisationen	(3'265)	(2'532)	(2'877)	(3'283)	(2'535)	(2'961)
Wertminderungen	(4'056)	(1'037)	(20'728)			
<b>EBIT</b>	<b>30'007</b>	<b>32'088</b>	<b>7'696</b>	<b>24'175</b>	<b>25'603</b>	<b>29'563</b>

#### KPIs:

Umsatzwachstum	n/a	2.1%	0.7%	1.2%	1.4%	5.4%
Bruttomarge	22.2%	21.7%	21.8%	20.0%	19.5%	18.8%
EBITDA Marge	8.4%	7.8%	6.8%	5.9%	6.0%	6.6%
EBIT Marge	6.7%	7.0%	1.7%	5.2%	5.4%	6.0%
Capex	2'825	4'853	2'548	1'464	2'956	1'514
Capex in % des EBITDA	7.6%	13.6%	8.1%	5.3%	10.5%	4.7%

\*vormals Ad Sales Übrige  
Quelle: Goldbach Jahresberichte 2011-2016

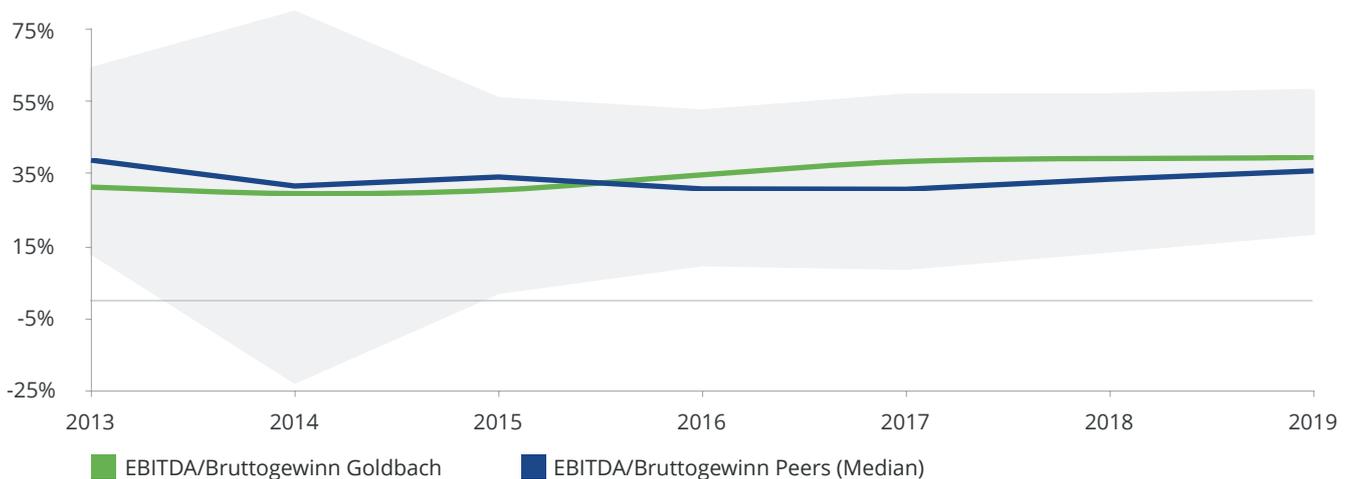
# BENCHMARKING MIT PEER GROUP

## Benchmarking

- Das Benchmarking vergleicht verschiedene Kennzahlen (EBITDA in % des Bruttogewinns, Nettoumlaufvermögen (NUV) und Capex) von Goldbach mit denjenigen der Peer Group.
- Das Benchmarking unterliegt gewissen Limitationen, da es keine vollständig vergleichbaren Unternehmen (Peers) mit öffentlich zugänglichen Daten gibt. Entsprechend wurde eine breite Auswahl an internationalen Unternehmen getroffen, welche ganz oder teilweise in der Werbevermarktung tätig sind. Die genaue Zusammensetzung der Peer Group ist im Anhang ersichtlich.
- Die Linien in den Grafiken zeigen jeweils die Werte von Goldbach sowie den Median der Peer Group über den Zeitraum 2013 bis 2019. Der graue Bereich zeigt die gesamte Spannweite der Kennzahlen der Unternehmen in der Peer Group.
- Die Werte von Goldbach sollten im Bereich der Peer Group liegen, welche auch für die Bewertung verwendet wird.

## EBITDA in % des Bruttogewinns

- Goldbach gibt einen grossen Teil des Umsatzes direkt an die Medienpartner weiter. Dieser Umsatz läuft aber vollumfänglich durch die Erfolgsrechnung von Goldbach. Die Konsequenz davon ist, dass eine EBITDA-Marge im herkömmlichen Sinne, welche das EBITDA ins Verhältnis zum Umsatz setzt, hier kaum aussagekräftig ist. Besser geeignet ist hingegen das Verhältnis zwischen EBITDA und Bruttogewinn, welches wir für das Benchmarking verwenden.



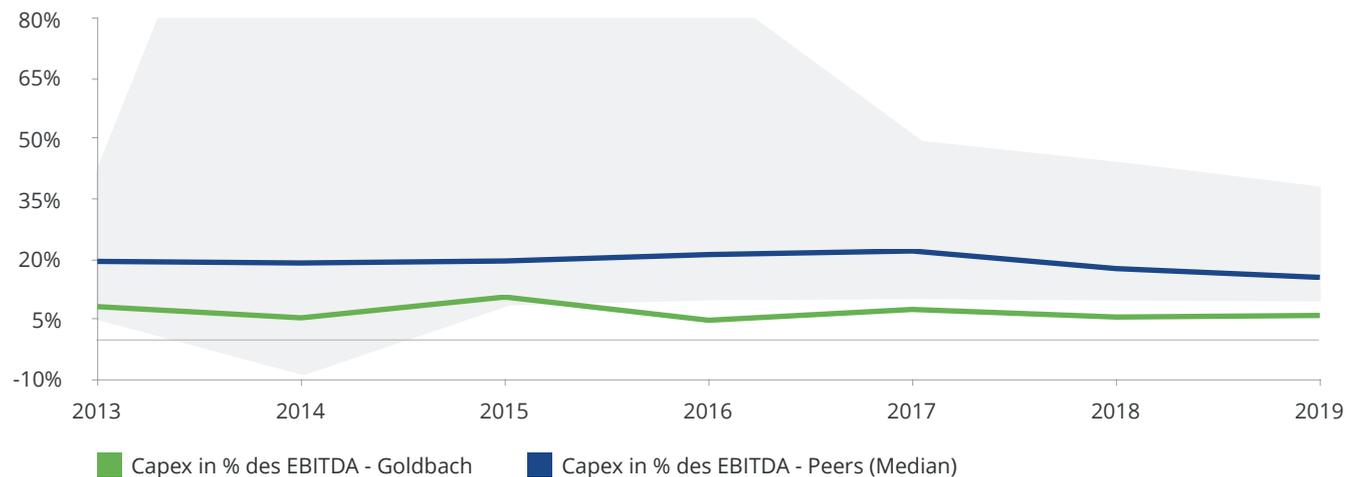
Quelle: Oaklins, Infront Analytics, Goldbach  
 Daten für Goldbach aus historischen Jahresrechnungen und Planrechnungen; Daten für Peer Group von Infront Analytics

- Sowohl historisch als auch gemäss Planung liegt das Verhältnis von EBITDA und Bruttogewinn nahe beim Median der Peer Group.

## BENCHMARKING MIT PEER GROUP

### Capex in % des EBITDA

- Die Grafik zeigt den Anteil am EBITDA, welcher jährlich investiert wird. Die Werte sind positiv dargestellt, aus Cashflow Sicht sind sie negativ.



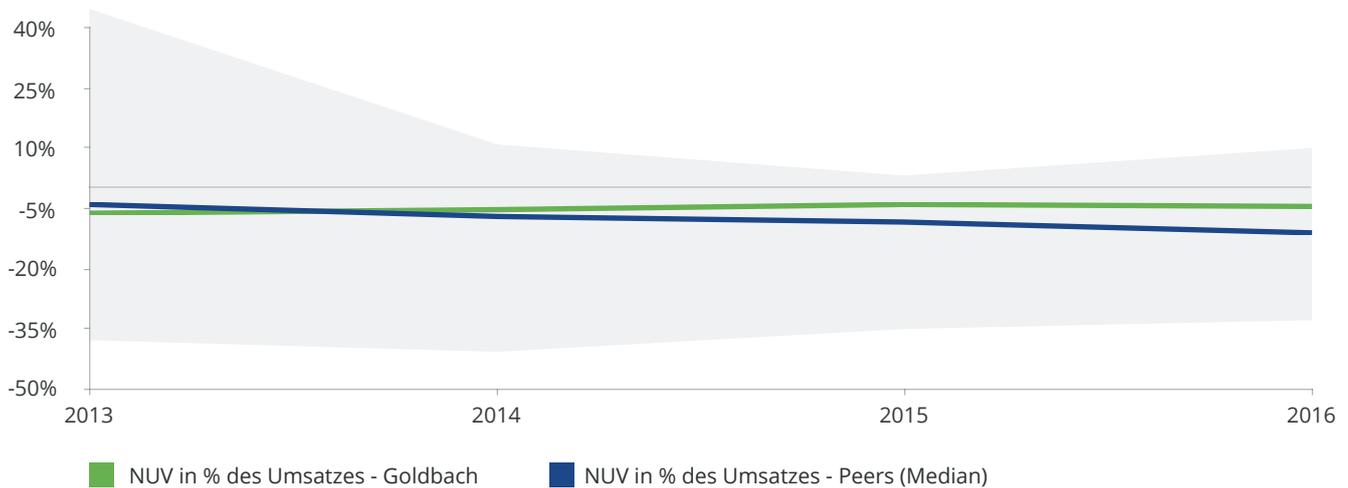
Quelle: Oaklins, Infront Analytics, Goldbach  
 Daten für Goldbach aus historischen Jahresrechnungen und Planrechnungen; Daten für Peer Group von Infront Analytics

- Die Kennzahl von Goldbach ist am unteren Ende der Peer Group, teilweise sogar darunter. Dies ist damit zu erklären, dass einige der Peers im Vergleich zu Goldbach über einen deutlich höheren Investitionsbedarf ins Anlagevermögen verfügen (z. B. TV-Unternehmen, welche neben der Werbevermarktung auch über eine eigene Produktion und Ausstattung verfügen). Das Geschäft von Goldbach hingegen ist wenig anlageintensiv.

## BENCHMARKING MIT PEER GROUP

### Nettoumlaufvermögen (NUV) in % des Umsatzes

- Die Grafik zeigt das NUV im Verhältnis zum Umsatz.

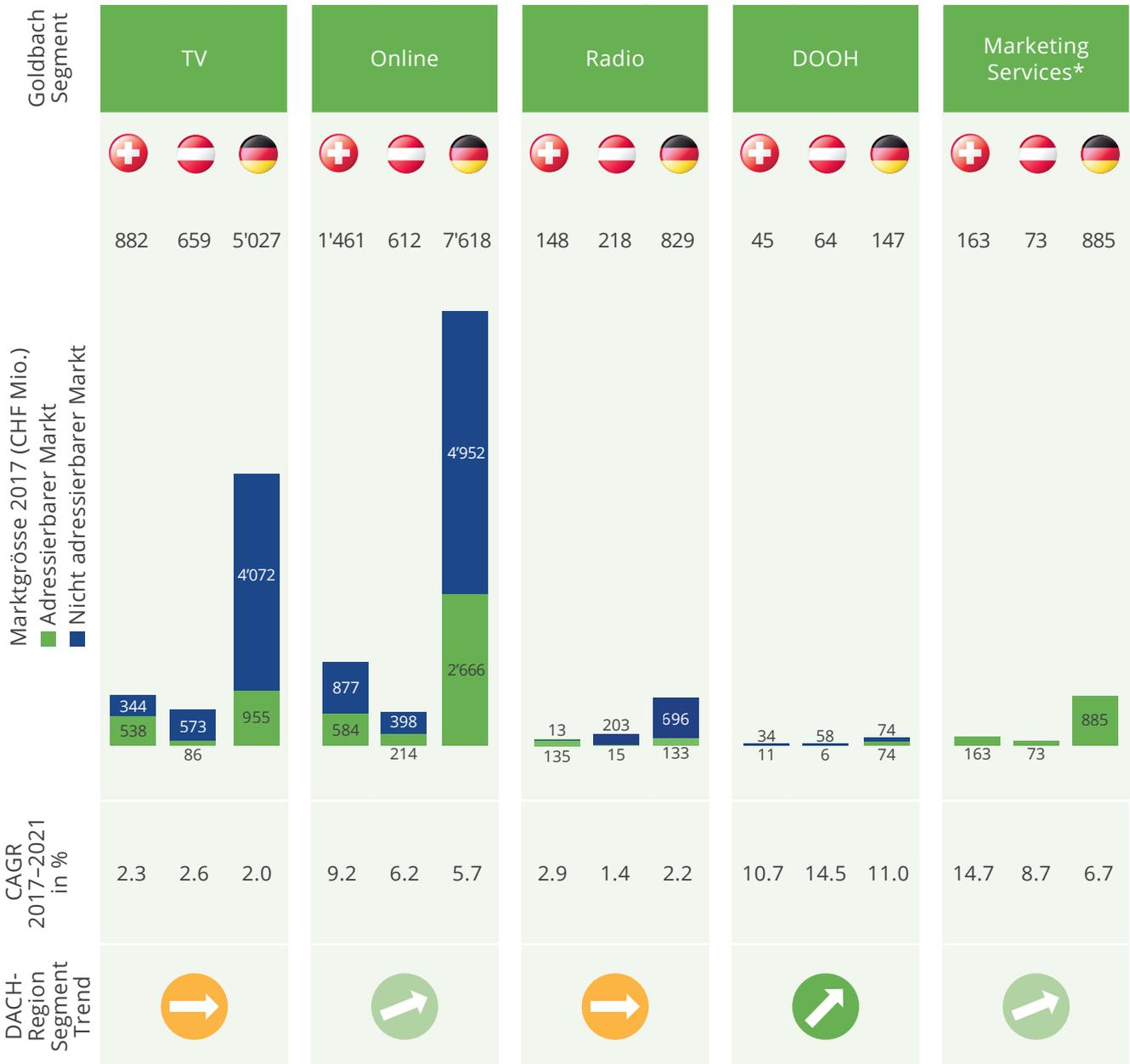


Quelle: Oaklins, Infront Analytics, Goldbach  
Definition des NUV gemäss Infront Analytics. Vergleichswerte für die Peer Group liegen nur für die historischen Perioden vor.

- Sowohl das NUV von Goldbach als auch jenes der Peer Group ist durchgehend negativ. Das Verhältnis von NUV zu Umsatz von Goldbach liegt nahe beim Median der Peer Group, wobei es in den letzten beiden Jahren leicht darüber lag.

→ Das Benchmarking zeigt, dass die Kennzahlen von Goldbach grösstenteils im Bereich der Peer Group liegen.

# MARKTUMFELD UND POTENZIELLER MARKT NACH SEGMENT

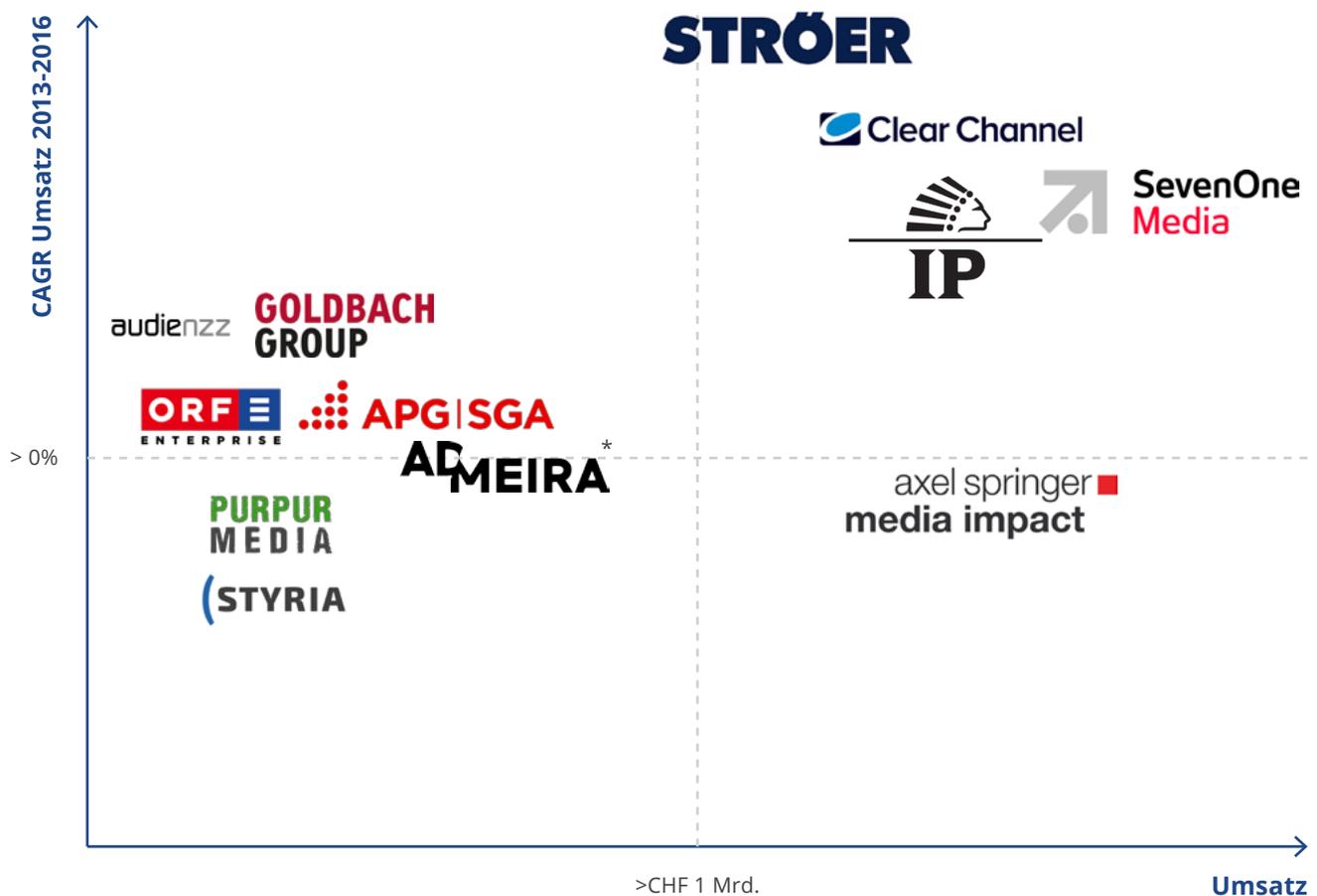


\*Performance Marketing & Search Agenturen.  
 Durch Goldbach geschätzte adressierbare Marktgröße.  
 Es liegen keine Daten zum Gesamtmarkt vor.

Quelle: PwC Media & Entertainment Outlook/Goldbach Group

→ Die Einschätzung des langfristigen Trends fließt quantitativ in die Bewertung von Goldbach ein.

## ÜBERSICHT DER TOP-VERMARKTER IN DACH



\* Admeira ist erst seit kurzem aktiv, weshalb keine aussagekräftige Wachstumsrate vorliegt.  
Quelle: Goldbach, Oaklins

- Obenstehende Grafik zeigt die Gegenüberstellung der Top-Vermarkter in der DACH-Region nach Umsatz und Umsatzwachstum über die letzten vier Jahre.
- IP Deutschland ist die Vermarkterin der RTL Mediengruppe.
- Die SevenOne Media ist die Vermarkterin der ProSiebenSat.1 Gruppe.
- Wettbewerbsvorteile von Goldbach insbesondere im Schweizer Markt sind:
  - Langjähriger Fokus auf den Schweizer Markt
  - Gute Vernetzung mit den relevanten Partnerunternehmen
  - Universeller Vermarkter-Ansatz mit TV, Online, Radio und DOOH im Portfolio

# STRATEGIE & BUSINESS PLAN

- Goldbach tritt heute ausschliesslich als Vermarkterin in der DACH-Region auf und deckt die Medien TV, Online, Radio und DOOH ab. Zusätzlich werden Marketing Services angeboten.
- Die Strategie von Goldbach beruht auf einer organischen Entwicklung in den bestehenden Märkten Deutschland, Österreich und Schweiz (DACH-Region) mit Fokus auf die Wachstumsbereiche Online, Video, Mobile und DOOH. Das Wachstum im Bereich des linearen TV, welches derzeit rund drei Viertel des Umsatzes ausmacht, wird für die kommenden Jahre als nur leicht wachsend eingeschätzt und mittel- bis langfristig wird mit einer rückläufigen Entwicklung gerechnet. Daher liegt der strategische Fokus in der nachhaltigen Sicherung und dem Ausbau des Vermarktungsportfolios, dem Halten und Anbinden von Schlüsselpersonen sowie dem Eingehen von strategischen Partnerschaften.
- Der vom Verwaltungsrat genehmigte Business Plan deckt die Perioden 2018 bis 2020 ab. Darüber hinaus liegt eine Langfristplanung bis ins Jahr 2027 vor. Die Planrechnungen widerspiegeln die oben geschilderten strategischen Überlegungen. Um das angestrebte Wachstum zu erreichen, wird mit Investitionen von durchschnittlich CHF 1.5 Mio. pro Jahr gerechnet. Diese erfolgen hauptsächlich in datengetriebenen und automatisierten Bereichen.
- Die Markteinschätzung geht von einer Seitwärtsbewegung im Werbemarkt der DACH-Region aus, d. h. jährliche Wachstumsraten im unteren einstelligen Bereich bis 2020. Der Bereich TV wächst mit durchschnittlich 2.0% bis 2.6%, während zweistellige Zuwachsraten für Online und DOOH erwartet werden. Ebenfalls ein starkes zweistelliges Wachstum wird im geografischen Geschäftsbereich Deutschland erwartet. Der Business Plan von Goldbach ist somit kompatibel mit den generellen Markterwartungen.

## Zusammenfassung

- Organische Entwicklung
- Keine Veränderung der Konzernstruktur
- Seitwärtsentwicklung in Werbemärkten in DACH
- Langfristig leicht rückläufiges lineares TV-Geschäft
- Wachstum in den Bereichen Online, Video, Mobile und DOOH
- Jährliche Investitionen von CHF 1.5 Mio.

# INHALTSVERZEICHNIS

## Oaklins

Einleitung

Unternehmen & Markt

Wertüberlegungen

Fairness Opinion

Anhang



# BEWERTUNGSMETHODEN – ÜBERSICHT

## Ertragswertbasierte Bewertungsmethoden

### 1. Discounted Cash Flow (DCF)-Methode

- Die DCF-Methode ist eine der in der Praxis anerkanntesten Bewertungsmethoden. Dabei werden zukünftig erwartete Free Cashflows mit den durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (WACC) diskontiert und in der Summe mit einem diskontierten Terminal Value der Unternehmenswert ermittelt. Die wichtigsten Treiber der DCF-Methode sind:
  - Die zugrunde liegenden zukünftig erwarteten Free Cashflows, welche aus dem Business Plan des Unternehmens resultieren.
  - Die zur Diskontierung der Cashflows verwendeten Kapitalkosten.
  - Die Annahmen zum ewigen Wachstum in der Terminal Value Periode.

→ Die DCF-Methode ist unsere primäre Bewertungsmethode, die zur Beurteilung des Angebots von Tamedia zur Anwendung kommt.

## Marktwertbasierte Bewertungsmethoden

### 2. Vergleichbare Unternehmen (Trading Multiple)

- Die Marktbewertung vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen (Peer Group) dient als Grundlage für die Bewertung.

### 3. Vergleichbare Transaktionen (Transaction Multiple)

- Die Analyse vergleichbarer früherer Transaktionen dient als Grundlage für die Bewertung.

### 4. Historische Aktienkursentwicklung und Kursziele von Analysten

- Aktueller Marktwert des Zielunternehmens durch Analyse der Aktienkursentwicklung in den letzten 12 Monaten sowie Einschätzungen von Analysten.

→ Die marktwertbasierten Bewertungsmethoden dienen der Plausibilisierung der DCF-Resultate.

# HERLEITUNG DES EIGENKAPITALWERTS

## Aktienwert

- Durch die genannten Bewertungsmethoden wird der operative Unternehmenswert der Goldbach Group ermittelt. Um daraus den Eigenkapitalwert und schliesslich den Wert pro Aktie zu ermitteln, sind verschiedene Schritte erforderlich.
- Zum operativen Unternehmenswert werden die nicht-betrieblichen Mittel addiert und die Finanzverbindlichkeiten abgezogen, um den Eigenkapitalwert zu ermitteln.
  - Die Finanzverbindlichkeiten und der Bestand der nicht-betrieblichen flüssigen Mittel basieren dabei auf dem letzten verfügbaren Monatsabschluss per Ende November 2017.
  - Die Bestimmung der Höhe der nicht-betrieblichen flüssigen Mittel basiert auf Überlegungen des Managements, welche durch uns plausibilisiert wurden. Zusätzlich sind darin Zahlungszuflüsse durch die Ausübung von Aktienoptionen sowie der Verkaufserlös aus dem Verkauf von Anteilen der Goldbach Audience enthalten.
  - Die nicht-betrieblichen flüssigen Mittel betragen CHF 58.3 Mio. und die Finanzverbindlichkeiten betragen CHF 19.3 Mio. Diese Werte sind um die jeweiligen Minderheiten korrigiert.

## Anzahl ausstehender Aktien

- Der Wert pro Aktie wird ermittelt, indem der Eigenkapitalwert durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert wird. Dabei werden eigene Aktien ausgenommen und die Verwässerung durch aktienbasierte Vergütung und Mitarbeiteroptionsprogramme berücksichtigt.
- Auf Basis der uns vorliegenden Unterlagen und der Angaben des Managements berechnen wir die Anzahl der relevanten Aktien auf 6'282'837 Stück.
- Diese Summe basiert auf der Anzahl der Aktien per 30.06.2017 und berücksichtigt später ausgegebene bzw. auszugebende Aktien im Rahmen von aktienbasierten Vergütungsprogrammen und Optionsprogrammen des laufenden Jahres sowie der Vorjahre.
- Die Anzahl noch auszugebender Aktien basiert auf der bestmöglichen Einschätzung zum Bewertungsstichtag. Aufgrund der Variabilität der Vergütungsprogramme, kann sich diese Zahl unter Umständen nach dem Bewertungsstichtag leicht verändern. Unter Berücksichtigung des Umfangs der vorliegenden variablen Vergütungsprogramme, dürfte eine allfällige Veränderung der Anzahl auszugebender Aktien jedoch keinen materiellen Einfluss auf das Ergebnis der Fairness Opinion haben.

# BEWERTUNGSANNAHMEN DER DCF-METHODE

## Methodik

- Die einzelnen Segmente der Goldbach Group unterscheiden sich in ihrer Geschäftstätigkeit und insbesondere auch bzgl. der Wachstumsaussichten. Zudem sind die Geschäftsbereiche in drei verschiedenen Ländern tätig.
- Um diese unterschiedlichen Voraussetzungen zu berücksichtigen, bewertet wird die Goldbach Group mittels der Sum of the Parts-Methode. D. h. die einzelnen Segmente (TV, Online, Radio, DOOH, Ad Sales Deutschland, Ad Sales Österreich, Marketing Services und Corporate) werden separat mit der DCF-Methode bewertet und anschliessend addiert, um den operativen Unternehmenswert der Gruppe zu bestimmen.
- Der Bewertungsstichtag ist der 18. Dezember 2017.
- Die Bewertung erfolgt auf einer Stand-alone-Basis und es wird von der Going Concern-Prämisse ausgegangen.
- Siehe Anhang für eine ausführliche Erläuterung der DCF-Methode.

## Generelle Annahmen zum Business Plan

- Die Analyse basiert auf dem detaillierten und vom Verwaltungsrat genehmigten Business Plan der Goldbach Group für die Jahre 2018 bis 2020, aktualisiert mit dem aktuellsten Forecast 2017 und Budget 2018. Darüber hinaus besteht eine Langfristplanung bis 2027. Diese bilden zusammen die Grundlage für die DCF-Bewertung.
- Der Plan geht von einer rein organischen Entwicklung aus und es wurden keine Synergien im Business Plan berücksichtigt.
- Der Business Plan wurde mit dem Management besprochen und die Annahmen auf deren Plausibilität überprüft.
- Die Annahmen zum Terminal Value basieren auf langfristigen Überlegungen, welche im Wesentlichen von einer erwarteten rückläufigen Entwicklung im klassischen TV-Bereich geprägt sind.

## ANNAHMEN ZUM BUSINESS PLAN

### Übersicht zu den Hauptannahmen der DCF-Bewertung

- Für die Planungsperiode wurden für die einzelnen Segmente separate Planungen vorgenommen, welche von unterschiedlichen Annahmen bzgl. Wachstum und Marge ausgehen.
- Nachfolgende Tabelle fasst die wichtigsten Annahmen für die Bewertung der einzelnen Segmente zusammen.

Kennzahlen / Annahme	TV CH	Online CH	Radio CH	DOOH CH	Ad Sales DE	Ad Sales AT	Marketing Services	Corporate	Quelle
CAGR Nettoerlös FY17-27	(1.1)%	3.9%	1.6%	7.4%	9.1%	5.2%	0.6%	1.9%	Plausibilisierter Business Plan
EBITDA Marge	8-10%	3-6%	8%	5-11%	0-8%	5-7%	0-3%	n/a	Plausibilisierter Business Plan
Steuersatz	19.5%	18.8%-19.5%	19.5%	19.5%	29.5%	25.0%	18.9%	1.0%	Goldbach
Minderheitsanteile	46%	46% (GBM) 49% (GBA) 0% (GDS)	46%	46%	15% (GB GER) 10% (Jaduda)	-	-	-	Beteiligungsstruktur
Langfristiges Wachstum	(1.0)%	1.0%	1.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	-	Annahmen Oaklins
WACC	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	8.0%	8.1%	7.9%	7.2%	Berechnung Oaklins

# ANNAHMEN ZUM BUSINESS PLAN

## Annahmen Planungsperiode

- **Wachstum:** Die Wachstumsraten unterscheiden sich wesentlich zwischen den einzelnen Segmenten. Insbesondere für das TV-Geschäft wird aufgrund der Entwicklungen auf dem Markt (Verschiebung zu Online, non-lineares TV usw.) mittelfristig mit einem Rückgang gerechnet. Ab 2020 wird ein Umsatzrückgang erwartet, welcher die erwähnten Marktveränderungen widerspiegelt. Andere Segmente können hingegen von den Verschiebungen im Markt profitieren. Entsprechend fallen die Wachstumsraten in diesen Bereichen höher aus.
- **Investitionen:** Zur Ermittlung der zukünftigen Investitionen wurden für die einzelnen Segmente individuelle Reinvestitionsquoten angenommen, welche sich konsistent zum erwarteten Wachstum verhalten. Insgesamt betragen die Investitionen rund CHF 1.5 Mio. pro Jahr.
- **Nettoumlaufvermögen (NUV):** Das NUV besteht hauptsächlich aus Debitoren und Kreditoren und wurde jeweils auf Segmentstufe geplant. Die Ermittlung der Planwerte basiert auf den Annahmen zur erwarteten Debitorenlaufzeit (DSO) und Kreditorenlaufzeit (DPO), welche sich zwischen den einzelnen Segmenten unterscheiden.
- **Minderheiten:** Verschiedene Gesellschaften verfügen über teilweise hohe Minderheitsanteile. Die den Minderheiten zustehenden Anteile wurden auf Segmentstufe aus den Cashflows herausgerechnet, um den Wert für die Goldbach Aktionäre zu ermitteln. Ebenfalls wurden Finanzverbindlichkeiten und flüssige Mittel um die Minderheitsanteile bereinigt.
- **Verlustvorträge:** Gemäss Einschätzung des Managements können in den nächsten Jahren mit grosser Wahrscheinlichkeit steuerliche Verlustvorträge in der Höhe von knapp CHF 9.0 Mio. geltend gemacht werden. Die daraus resultierenden Steuervorteile betragen insgesamt CHF 2.4 Mio. und wurden bilanztechnisch undiskontiert aktiviert. Wir berücksichtigen diese Verlustvorträge, indem wir den jeweils um die Minderheitsanteile reduzierten Wert der Steuerersparnisse zum Wert der einzelnen Segmente hinzuaddieren.
- **Finanzanlagen:** Goldbach weist im Geschäftsbericht 2016 Finanzanlagen in der Höhe von TCHF 319 aus. Dabei handelt es sich faktisch um eine operative Minderheitsbeteiligung. Entsprechend wurde der Gewinnbeitrag in den Cashflows berücksichtigt.

# ANNAHMEN ZUM TERMINAL VALUE

## Terminal Value Periode

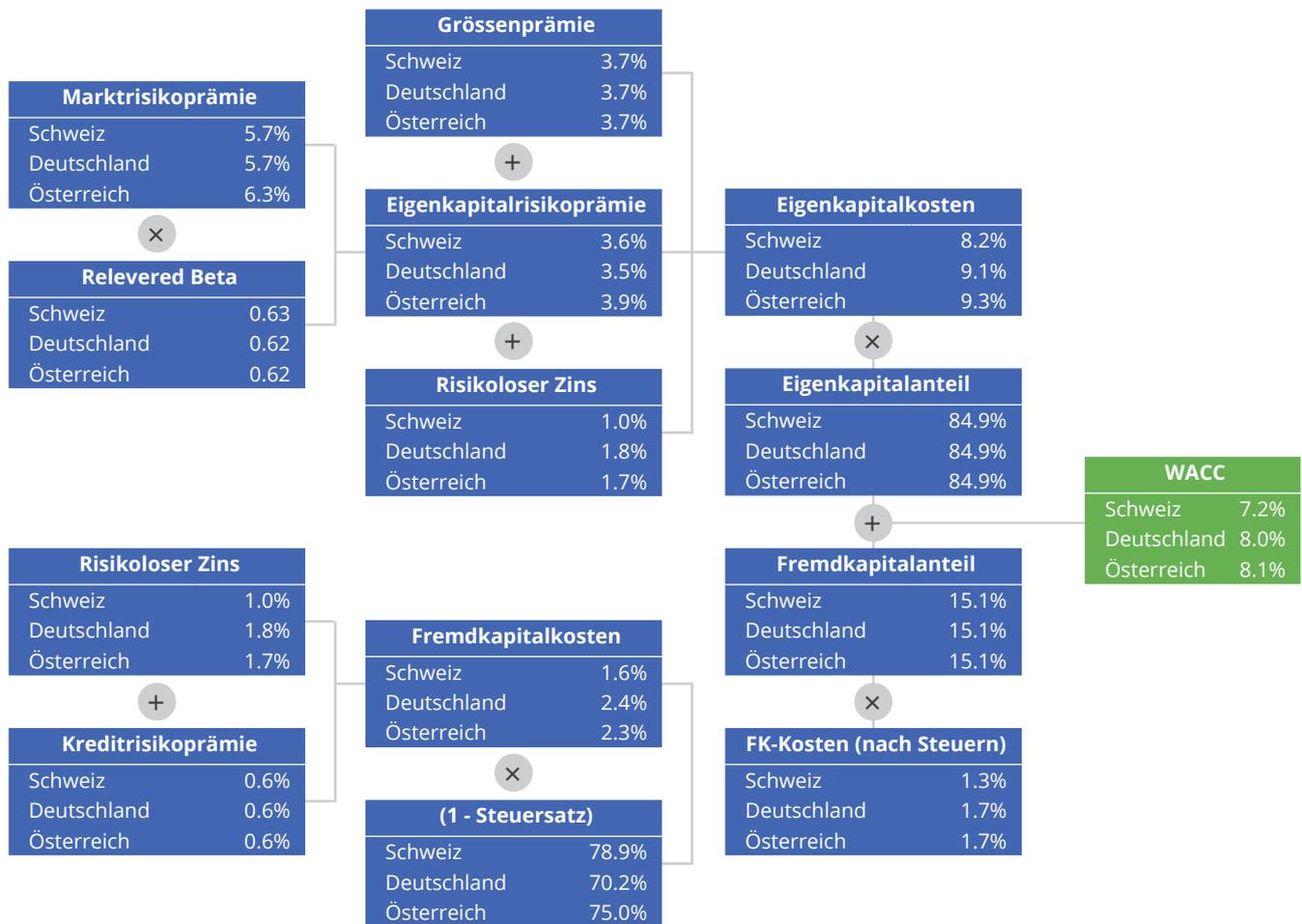
Für die Berechnung des Terminal Value wurde ein normalisierter Cashflow berechnet. Dabei gehen wir von folgenden Annahmen aus:

- **EBITDA Marge:** Basierend auf der letzten Planungsperiode nehmen wir eine nachhaltige EBITDA Marge an.
- **Investitionen (Capex) und Abschreibungen:** Bei einem realen Nullwachstum wird generell davon ausgegangen, dass die Investitionen den Abschreibungen entsprechen müssen. Da die Segmente teilweise ein negatives Wachstum aufweisen, wurden für die Terminal Value Periode Reinvestitionsquoten angenommen, welche die Wachstumsrate im Terminal Value widerspiegeln.
- **Nettoumlaufvermögen:** Ausgehend von der letzten Planperiode wurde das Verhältnis von Nettoumlaufvermögen zum Umsatz in der Terminal Value Periode konstant gehalten.

## Ewige Wachstumsrate

- Aufgrund der Going Concern-Annahme muss eine Annahme über das ewige Wachstum in den einzelnen Segmenten getroffen werden. Die Berechnungen basieren auf Annahmen von Oaklins Switzerland, wobei insbesondere auch Marktstudien sowie Überlegungen des Managements berücksichtigt wurden.
- Wir sind der bewertungstechnischen Annahme gefolgt, dass die langfristig erwartete Wachstumsrate nicht höher sein kann als die in der Bewertung angenommene risikolose Rendite. Entsprechend haben wir die Wachstumsrate auf maximal diesen Wert beschränkt.
- Die ewige Wachstumsrate ist ein wichtiger Treiber für den Unternehmenswert, weshalb wir auf diesem Wert entsprechende Sensitivitätsanalysen durchführen.

# WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC)



- Der WACC kommt zur Diskontierung der Cashflows in der DCF-Bewertung zum Einsatz.
- Für die Bewertung der einzelnen Geschäftsbereiche unterscheiden wir vier verschiedene Kapitalkostensätze:
  - Schweiz
  - Deutschland
  - Österreich
  - Marketing Services (gewichteter WACC aus den drei obigen, da das Segment Marketing Services alle drei Länder betrifft).
- Obenstehender Baum zeigt die einzelnen Komponenten des WACCs auf.
- Details zur Berechnung der einzelnen Kapitalkostenparameter und der verwendeten Datengrundlage sind im Anhang zu finden.

## RESULTATE DER DISCOUNTED CASH FLOW-BEWERTUNG

### DCF-Bewertung

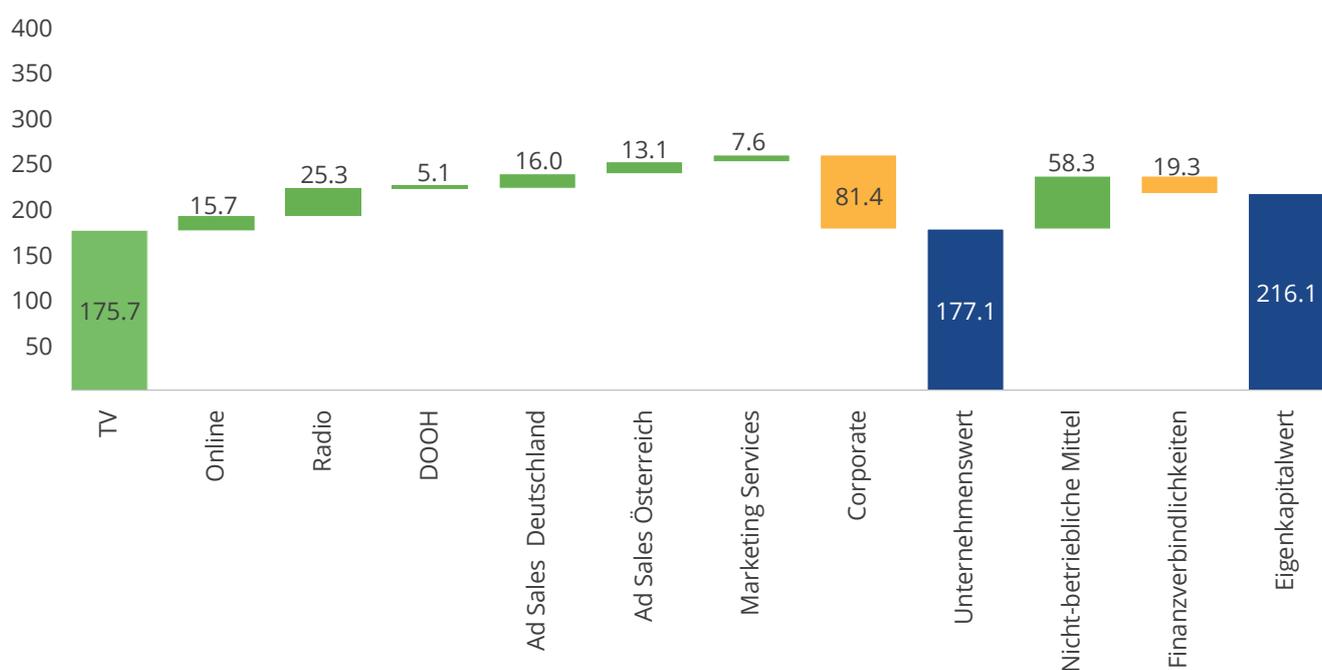
Wertzusammenfassung	in CHF Mio.
DCF-Wert (Sum of the Parts)	366.6
Steuerersparnis aus Verlustvorträgen	2.4
<b>Operativer Unternehmenswert</b>	<b>369.0</b>
Minderheitsanteile am Unternehmenswert	(192.0)
<b>Unternehmenswert exkl. Minderheitsanteile</b>	<b>177.1</b>
Nicht-betriebliche Mittel (ohne Minderheitsanteile)	58.3
Finanzverbindlichkeiten (ohne Minderheitsanteile)	(19.3)
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>216.1</b>
Anzahl ausstehender Aktien (Anzahl)	6'282'837
<b>Wert pro Aktie (in CHF)</b>	<b>34.4</b>

### Wert pro Aktie

- Basierend auf der DCF-Bewertung beträgt der operative Unternehmenswert der Goldbach Group per Bewertungsstichtag 18. Dezember 2017 CHF 369.0 Mio.
- Nach Berücksichtigung der Minderheitsanteile, der nicht-betrieblichen Mittel und der Finanzverbindlichkeiten ergibt sich ein Eigenkapitalwert von CHF 216.1 Mio.
- Basierend auf dem Szenario einer eigenständigen Fortsetzung der Geschäftstätigkeit entspricht der Wert pro Aktie **CHF 34.4**.

### Sum of the Parts

in CHF Mio.



Alle Werte exkl. Minderheitsanteile

## SENSITIVITÄTSANALYSEN

- Zwei der wichtigsten Treiber der DCF-Bewertung sind der WACC und die Annahmen bezüglich des ewigen Wachstums. Letztere sind im vorliegenden Fall insbesondere relevant, da in Teilen des Geschäfts (TV) langfristig mit einem negativen Wachstum gerechnet wird.
- Um den DCF-Wert breiter abzustützen und die Auswirkungen einer Veränderung dieser Annahmen aufzuzeigen, haben wir eine Sensitivitätsanalyse auf diesen beiden Parametern gerechnet.
- Bei einer Veränderung der jeweiligen WACCs um +/- 0.25 Prozentpunkte bzw. der verschiedenen Annahmen zu den ewigen Wachstumsraten um +/- 0.5 Prozentpunkte, liegt der Aktienwert in einer Wertbandbreite von CHF 32.5 bis CHF 36.8.

		ewiges Wachstum				
		-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
WACC	-0.50%	33.4	34.7	36.1	37.9	39.9
	-0.25%	32.7	33.9	35.2	36.8	38.6
	0.00%	32.0	33.1	34.4	35.8	37.5
	0.25%	31.4	32.5	33.6	34.9	36.4
	0.50%	30.9	31.8	32.9	34.1	35.4

## MULTIPLES ANALYSE

### Trading und Transaction Multiples

- Die verwendeten Multiples entsprechen dem Median der jeweiligen Peer Group, welche aus vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen (Trading Multiples) oder vergleichbaren Transaktionen (Transaction Multiple) besteht.
- Die Anzahl von Unternehmen bzw. Transaktionen, die als unmittelbar vergleichbar angesehen werden können, sind aufgrund von Goldbach Groups spezifischem Geschäftsmodell sehr begrenzt, weshalb die Peer Groups etwas breiter gefasst wurden. Siehe Anhang für eine detaillierte Zusammenstellung dieser Gruppen.
- Die Multiple-Bewertung basiert auf dem EBITDA und EBIT Forecast für das Jahr 2017. Ein EBIT Multiple auf Basis von Vergleichstransaktionen konnte aufgrund der unzureichenden Datenlage in der Peer Group nicht berechnet werden.
- Basierend auf unseren Multiple-Überlegungen ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 34.6 bis CHF 39.0.

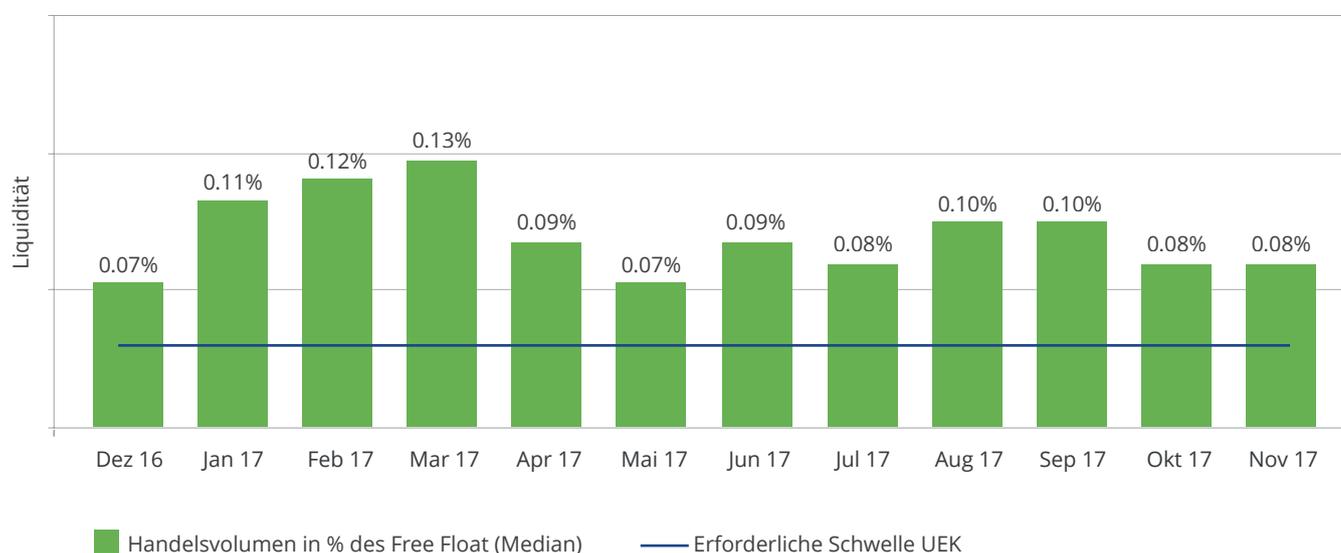
### Multiples Analyse

in Mio. CHF	Trading EBITDA	Trading EBIT	Transaction EBITDA
Multiple	10.3	12.9	9.7
EBITDA FY17F (ohne Anteil Minderheiten)	18.1	-	18.1
EBIT FY17F (ohne Anteil Minderheiten)	-	15.7	-
<b>Multiple Wert</b>	<b>185.8</b>	<b>203.6</b>	<b>176.4</b>
Steuerersparnis aus Verlustvorträgen (ohne Minderh.)	2.2	2.2	2.2
<b>Operativer Unternehmenswert</b>	<b>188.0</b>	<b>205.8</b>	<b>178.6</b>
Nicht-betriebliche Mittel (ohne Minderheitsanteile)	58.3	58.3	58.3
Finanzverbindlichkeiten (ohne Minderheitsanteile)	-19.3	-19.3	-19.3
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>227.0</b>	<b>244.8</b>	<b>217.7</b>
Anzahl ausstehender Aktien (Anzahl)	6'282'837	6'282'837	6'282'837
<b>Wert pro Aktie (in CHF)</b>	<b>36.1</b>	<b>39.0</b>	<b>34.6</b>

# LIQUIDITÄTSANALYSE

- Untenstehende Grafik zeigt das Handelsvolumen (monatlicher Median) in Prozent des Free Floats über die letzten 12 der Voranmeldung vorausgehenden vollständigen Monate.
- In jedem der letzten 12 vollständigen Monate überschritt das Handelsvolumen in Prozent des Free Float die von der Übernahmekommission vorgegebene Schwelle von 0.04% klar.
- Die Liquiditätsanalyse zeigt somit, dass die GBMN Aktie gemäss der Definition der Übernahmekommission als liquide gilt.
- Als Folge ist bei Anwendung der Mindestpreisregel kein zusätzliches Bewertungsgutachten erforderlich.

### Liquiditätsanalyse



## Fazit

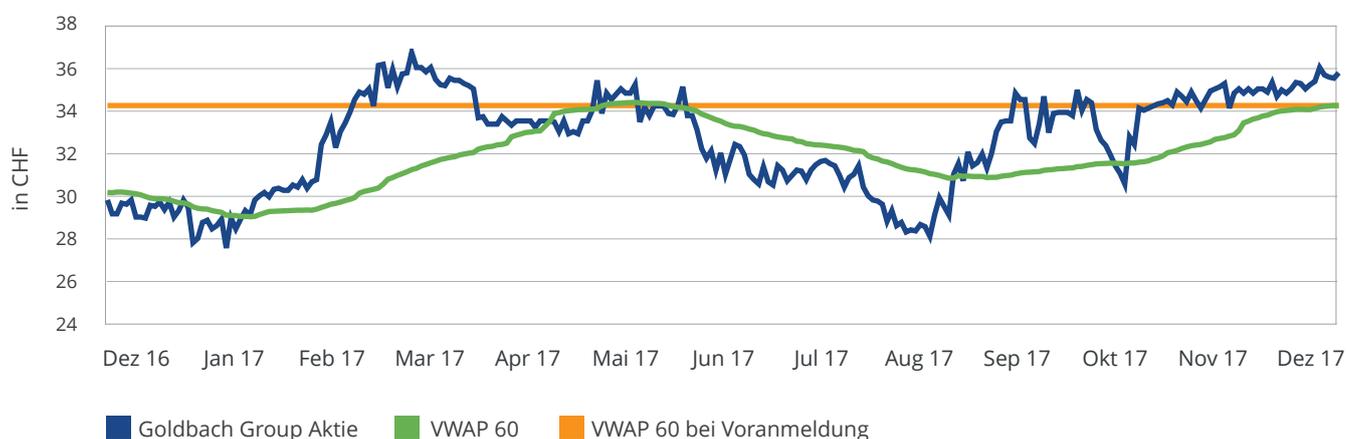
- Die Aktie der Goldbach Group gilt gemäss der Definition der Übernahmekommission als liquide. Somit hat der Aktienkurs eine entsprechende Relevanz bei der Beurteilung der Angemessenheit des Angebots.

## AKTIENKURSANALYSE

### Aktienkurs

- Der Aktienkurs der Goldbach Group AG schwankte in den 12 Monaten vor der Voranmeldung zwischen CHF 27.55 und CHF 36.70. Der tiefste Schlusskurs wurde am 26. Januar 2017 erreicht und der höchste am 22. März 2017.
- Der Schlusskurs am Vortag der Voranmeldung lag bei CHF 35.75.
- Der volumengewichtete Durchschnittspreis der letzten 60 Tage (VWAP 60) vor der Voranmeldung betrug gemäss SIX CHF 34.22.
- Der VWAP 60 am letzten Börsentag vor der Ankündigung eines Angebots gilt als Mindestpreis bei öffentlichen Pflichtangeboten.

Entwicklung des Aktienkurses im Verlaufe der letzten 12 Monate



Quelle: Analyse Oaklins; Daten von Infront Analytics

### Analysten

- Die Analysten der Zürcher Kantonalbank (ZKB) sehen für die Aktie der Goldbach Group per 1. September 2017 einen Zielwert im Bereich von CHF 42.8 bis CHF 47.8.
- Diese Einschätzung unterscheidet sich von unserer Bandbreite. Die Differenz ist insbesondere durch unterschiedliche Annahmen bzgl. der ewigen

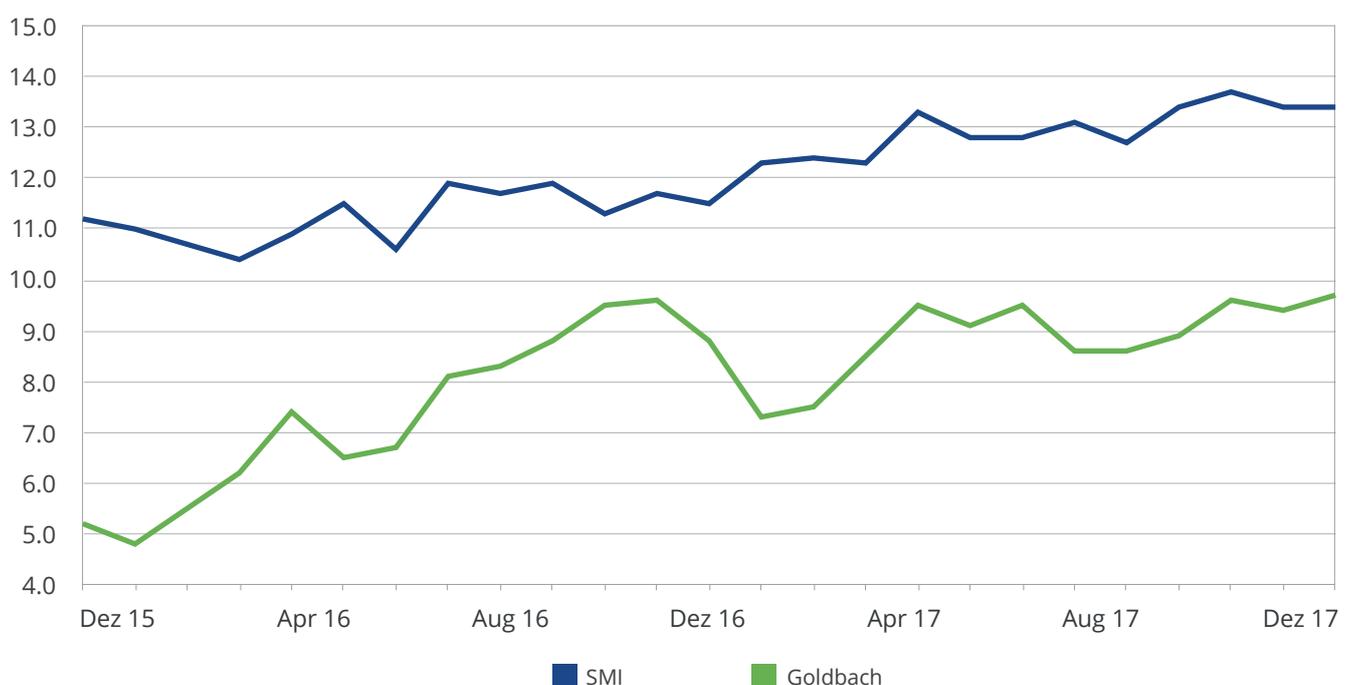
Wachstumsrate, dem Kapitalisierungssatz sowie bei der Überleitung zum Eigenkapitalwert und der Gesamtanzahl der ausstehenden Aktien zu erklären.

# ÜBERNAHMEPRÄMIEN UND BÖRSENBEWERTUNGEN

## Übernahmeprämien

- Unsere Analyse der Übernahmeprämien bei vergangenen Transaktionen zeigt, dass in der Vergangenheit bei Übernahmen in der Schweiz im Durchschnitt eine Prämie von rund 30% auf den aktuellen Aktienkurs bezahlt wurde. Die Bandbreite der bezahlten Prämien ist jedoch gross und variiert zwischen 0% und 70% (siehe Auswertung der Übernahmeprämien im Anhang).
- Ob eine Prämie bezahlt wird, ist stark von der Charakteristik der Transaktion sowie den aktuellen Marktgegebenheiten abhängig (z. B. Konkurrenz-situation).
- Dazu gilt es zu berücksichtigen, dass die Bewertungen von Aktien an der Schweizer Börse seit zwei Jahren stetig steigen, wie die untenstehende Analyse der Entwicklung des impliziten EBITDA Multiplikators des SMI zeigt. Gleiches gilt auch für die Bewertung der Goldbach-Aktie selbst.
- Seit Dezember 2015 ist der implizite EBITDA Multiplikator für die Goldbach Group von 5.2x auf aktuell 9.7x gestiegen, was einem Anstieg von über 80% entspricht. Noch vor einigen Monaten hätte das aktuelle Angebot einer wesentlichen Prämie gegenüber dem Aktienkurs entsprochen.
- Vor diesem Hintergrund dürfte es derzeit schwierig sein, hohe Übernahmeprämien am Markt zu realisieren, da die Bewertung der Aktien in der jüngeren Vergangenheit bereits stark gestiegen ist.

**Börsenbewertungen (Implizite EV/EBITDA Multiples)**



Quelle: SMI gemäss Infront Analytics; die Werte für Goldbach wurden durch Oaklins näherungsweise berechnet, um die Minderheiten angemessen zu berücksichtigen.

# INHALTSVERZEICHNIS

## Oaklins

Einleitung

Unternehmen & Markt

Wertüberlegungen

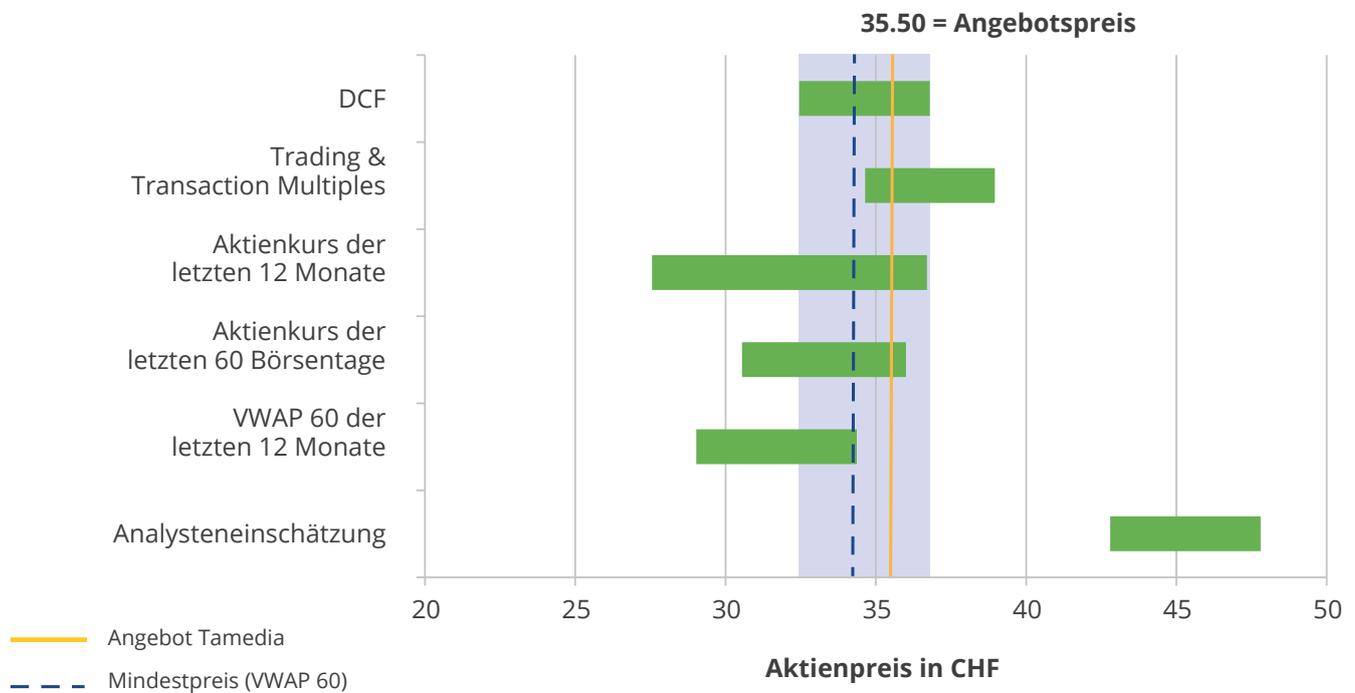
Fairness Opinion

Anhang



# BEWERTUNGSERGEBNISSE

## Bewertungsübersicht



- Obenstehende Übersicht fasst die Ergebnisse unserer Bewertungsanalysen zusammen. Basierend auf der zentralen Bewertungsmethode, der DCF-Bewertung, liegt die Wertbandbreite der GBMN Namenaktie zwischen CHF 32.5 und CHF 36.8.
- Dieses primäre Ergebnis wurde mittels marktbasierter Bewertungsmethoden (Multiples, Aktienkursanalyse, Analysteneinschätzung) plausibilisiert.
- Das Angebot der Tamedia von CHF 35.50 entspricht einer Prämie von 3.7% gegenüber dem 60-Tage VWAP von CHF 34.22 und einer Prämie von -0.7% gegenüber dem Schlusskurs vom 21. Dezember 2017, welcher CHF 35.75 betrug.

→ Das öffentliche Kaufangebot der Tamedia von CHF 35.50 pro Namenaktie ist aus finanzieller Sicht als fair und angemessen anzusehen.

Dr. Jürg Stucker, Partner

Juraj Janos, Partner

# INHALTSVERZEICHNIS

## Oaklins

Einleitung

Unternehmen & Markt

Wertüberlegungen

Fairness Opinion

Anhang



## ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

AG	Aktiengesellschaft	GBA	Goldbach Audience
AT	Österreich	GBM	Goldbach Media
CAGR	Compound Annual Growth Rate	IFRS	International Financial Reporting Standards
Capex	Capital Expenditures (Investitionen ins Anlagevermögen)	KPIs	Key Performance Indicators
CAPM	Capital Asset Pricing Model	Mio.	Millionen
CEO	Chief Executive Officer	Mrd.	Milliarden
CFO	Chief Financial Officer	n/a	not applicable / nicht anwendbar
CHF	Schweizer Franken	NUV	Nettoumlaufvermögen
CSO	Chief Strategy Officer	o. ä.	oder ähnlich(es)
d. h.	das heisst	p. a.	per annum (pro Jahr)
DACH	Deutschland, Österreich, Schweiz	SIX	SIX Swiss Exchange
DCF	Discounted Cash Flow (Bewertungsmethode)	TCHF	Tausend CHF
DE / GER	Deutschland	TUSD	Tausend USD
DOOH	Digital out of Home	TV	Terminal Value / Television
DPO	Kreditorenlaufzeit	u. a.	unter anderem
DSO	Debitorenlaufzeit	UEK	Übernahmekommission
EBIT	Earnings before interest and taxes	UEV	Übernahmeverordnung
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization	UW	Unternehmenswert
EK	Eigenkapital	VR	Verwaltungsrat
EV	Enterprise Value	VRP	Verwaltungsratspräsident
FCF	Free Cashflow	VWAP xx	Volumengewichteter Durchschnittspreis der letzten xx Tage
FK	Fremdkapital	WACC	Weighted Average Cost of Capital
FinfraG	Finanzmarktinfrastukturgesetz	z. B.	zum Beispiel
FY	Finanzjahr	ZKB	Zürcher Kantonalbank

## WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL WACC

Parameter	Schweiz	Deutschland	Österreich
1 Risikoloser Zinssatz	1.0%	1.8%	1.7%
2 Marktrisikoprämie	5.7%	5.7%	6.3%
3 Unlevered Beta	0.55	0.55	0.55
Relevered Beta	0.63	0.62	0.62
4 Grössenprämie	3.7%	3.7%	3.7%
<b>Eigenkapitalkosten</b>	<b>8.2%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.3%</b>
Risikoloser Zinssatz	1.0%	1.8%	1.7%
5 Kreditrisikoprämie	0.6%	0.6%	0.6%
<b>Fremdkapitalkosten</b>	<b>1.6%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.3%</b>
6 Eigenkapitalquote	84.9%	84.9%	84.9%
Fremdkapitalquote	15.1%	15.1%	15.1%
7 Steuersatz	21.2%	29.8%	25.0%
<b>WACC</b>	<b>7.2%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.1%</b>

## Herleitung der Kapitalkostenparameter

- Die erwartete risikolose Rendite schätzen wir, basierend auf dem 10-jährigen Durchschnitt der Monatsrenditen der jeweiligen Staatsanleihen (d. h. Schweiz, Deutschland, Österreich), mit 10-jähriger Laufzeit.
- Wir verwenden die implizite Marktrisikoprämie gemäss Prof. A. Damodaran. Die implizite Marktrisikoprämie resultiert aus der Invertierung von Aktienbewertungen, adjustiert für das länderspezifische Risiko.
- Das Unlevered Beta entspricht dem Median der Betas der Vergleichsunternehmen. Diese basieren auf einer Regression von wöchentlichen Renditen auf den jeweiligen Index. Relevering mit der Zielkapitalstruktur und dem jeweiligen Steuersatz resultiert im Relevered Beta.  $\text{Unlevered Beta} = \text{Levered Beta} / (1 + (1 - \text{Steuersatz}) \times \text{FK/EK})$ .
- Grössenprämie von 3.7% gemäss 2017 Valuation Handbook von Duff & Phelps.
- Wir leiten die angemessene Kreditrisikoprämie auf Basis eines synthetischen Ratings her, welches die Fähigkeit eines Unternehmens, seinen Zinsverpflichtungen nachzukommen, als Grundlage für den geforderten Kreditrisikozuschlag verwendet. Es resultiert eine Kreditrisikoprämie von 0.6% (Damodaran).
- Die langfristige Zielkapitalstruktur soll eine branchenübliche Finanzierungsstruktur widerspiegeln und wird auf Basis der Peer Group hergeleitet.
- Für die Gewinnsteuerrate stützen wir uns auf den Gewinnsteuersatz pro Land/Kanton gemäss dem KPMG Tax Survey. Diese Sätze entsprechen im Durchschnitt auch den vom Management erwarteten effektiven Steuersätzen für die einzelnen Gesellschaften.

## BETA UND KAPITALSTRUKTUR DER PEER GROUP

Unternehmen	Land	Markt- kapitali- sierung	Minder- heiten	Fremd- kapital <sup>a)</sup>	Anteil Fremd- kapital	Levered Beta <sup>b)</sup>	Un- levered Beta	Umsatz
ad pepper media International N.V.	Niederlande	81	-	0	0.0%	0.38	0.45	64
Affichage Holding SA	Schweiz	1'360	-	0	0.0%	0.32	0.35	309
Axel Springer SE	Deutschland	8'529	-	1'331	13.5%	0.58	0.52	3'460
Cairo Communication S.p.A.	Italien	630	-	525	45.4%	0.72	0.47	595
DigiTouch S.p.A.	Italien	23	-	11	32.8%	n/m	n/m	28
Havas SA	Frankreich	4'658	-	882	15.9%	0.61	0.61	2'393
JCDecaux SA	Frankreich	8'817	-	1'463	14.2%	0.73	0.71	3'128
Lamar Advertising Company	USA	7'477	-	2'349	23.9%	0.60	0.46	1'500
M&C Saatchi plc	Grossbritannien	354	-	35	9.0%	n/m	n/m	278
Netbooster SA	Frankreich	97	-	21	17.7%	0.39	0.38	147
Next Fifteen Communications Group plc	Grossbritannien	387	-	49	11.3%	n/m	n/m	215
ProSiebenSat.1 Media SE	Deutschland	7'285	-	3'424	32.0%	0.83	0.69	3'995
Publicis Groupe SA	Frankreich	15'087	-	3'482	18.8%	0.78	0.63	10'235
RTL Group S.A.	Luxemburg	12'098	-	1'062	8.1%	n/m	n/m	6'559
Stroer SE & Co. KGaA	Deutschland	4'166	-	545	11.6%	0.65	0.58	1'181
WPP AUNZ Limited	Australien	544	-	257	32.1%	0.91	0.72	658
Minimum		23	-	0	0%	0.32	0.35	28
Maximum		15'087	-	3'482	45%	0.91	0.72	10'235
Mittelwert		4'475	-	965	18%	0.63	0.55	2'172
<b>Median</b>		<b>2'763</b>	-	<b>535</b>	<b>15%</b>	<b>0.63</b>	<b>0.55</b>	<b>919</b>

Quelle: Infront Analytics

n/m = statistisch nicht signifikant

Beträge in TUSD.

a) Verzinsliches Fremdkapital

b) Regression mit dem jeweiligen Vergleichsindex,  
basierend auf wöchentlichen Renditen über 5 Jahre.  
Nur statistisch signifikante Betas wurden in der Analyse  
berücksichtigt (95% Signifikanzniveau).

## TRADING MULTIPLES: PEER GROUP

Unternehmen	Land	ISIN	EV/EBITDA - 2017 (e)	EV/EBIT - 2017 (e)
ad pepper media International N.V.	Niederlande	NL0000238145	15.9	18.4
Affichage Holding SA	Schweiz	CH0019107025	16.0	19.3
Axel Springer SE	Deutschland	DE0005501357	10.9	14.0
Cairo Communication S.p.A.	Italien	IT0004329733	5.8	9.9
DigiTouch S.p.A.	Italien	IT0005089476	n/a	n/a
Havas SA	Frankreich	FR0000121881	11.0	12.9
JCDecaux SA	Frankreich	FR0000077919	11.2	19.3
Lamar Advertising Company	USA	US5128161099	13.9	20.4
M&C Saatchi plc	Grossbritannien	GB00B01F7T14	8.7	9.7
Netbooster SA	Frankreich	FR0000079683	24.1	30.4
Next Fifteen Communications Group plc	Grossbritannien	GB0030026057	8.7	10.1
ProSiebenSat.1 Media SE	Deutschland	DE000PSM7770	9.8	12.1
Publicis Groupe SA	Frankreich	FR0000130577	9.0	10.0
RTL Group S.A.	Luxemburg	LU0061462528	8.2	9.5
Stroer SE & Co. KGaA	Deutschland	DE0007493991	10.3	17.3
WPP AUNZ Limited	Australien	AU000000WPP3	8.3	9.5
Minimum			5.8	9.5
Maximum			24.1	30.4
Mittelwert			11.5	14.9
<b>Median</b>			<b>10.3</b>	<b>12.9</b>

Quelle: Infront Analytics

## TRANSACTION MULTIPLES: VERGLEICHSTRANSAKTIONEN

Veröffent-licht	Zielunternehmen	Land	Käufer	UW (CHFm)	EBITDA Multiple
28/11/2017	Constantin Medien AG	Deutschland	Studhalter - Highlight consortium	226	1.2
23/10/2017	DADA S.p.A.	Italien	HgCapital	77	6.2
09/06/2017	Seasam Oy	Finnland	ZetaDisplay AB	5	9.7
07/06/2017	Havas SA	Frankreich	Vivendi SA	4'051	9.7
20/02/2017	SinnerSchrader AG	Deutschland	Accenture Plc	104	18.5
26/08/2016	Mediaplanet International AB	Schweden	Priveq Investment	58	16.9
29/06/2016	Forsman & Bodenfors	Schweden	MDC Partners Inc.	32	5.3
10/05/2016	Banzai Media Holding S.r.l	Italien	Arnoldo Mondadori Editore SpA	45	10.3
13/04/2016	Clickadv Srl (70% stake)	Italien	Cerved Group S.p.A.	22	8.6
08/04/2016	RCS Media Group SpA (95.28%)	Italien	Cairo Communications S.p.A.	1'055	59.1
11/11/2015	Omnea GmbH (80% stake)	Deutschland	Stroeer SE	6	4.7
22/05/2015	Seat Pagine Gialle S.p.A	Italien	Italiaonline S.p.A.	148	4.4
16/03/2015	Moqu Adv S.r.l.	Italien	Italiaonline S.p.A.	6	10.0
16/03/2015	glispa GmbH (75% stake)	Deutschland	Market Tech Holdings Ltd	40	10.7
17/10/2014	Havas SA (63.8% stake)	Frankreich	Bolloré SA	3'676	10.9
16/05/2014	PubliGroupe SA	Schweiz	Swisscom AG	472	89.0
03/06/2013	Intescia SAS	Frankreich	BNP Paribas Private Equity; WINCH Capital 2	58	4.2

Minimum	1.2
Maximum	89.0
Mittelwert	16.4
<b>Median</b>	<b>9.7</b>

Quelle: Mergermarket

Die Datengrundlage in der Peer Group für einen EBIT-Multiple ist unzureichend.

## ÜBERNAHMEPRÄMIEN IN DER SCHWEIZ

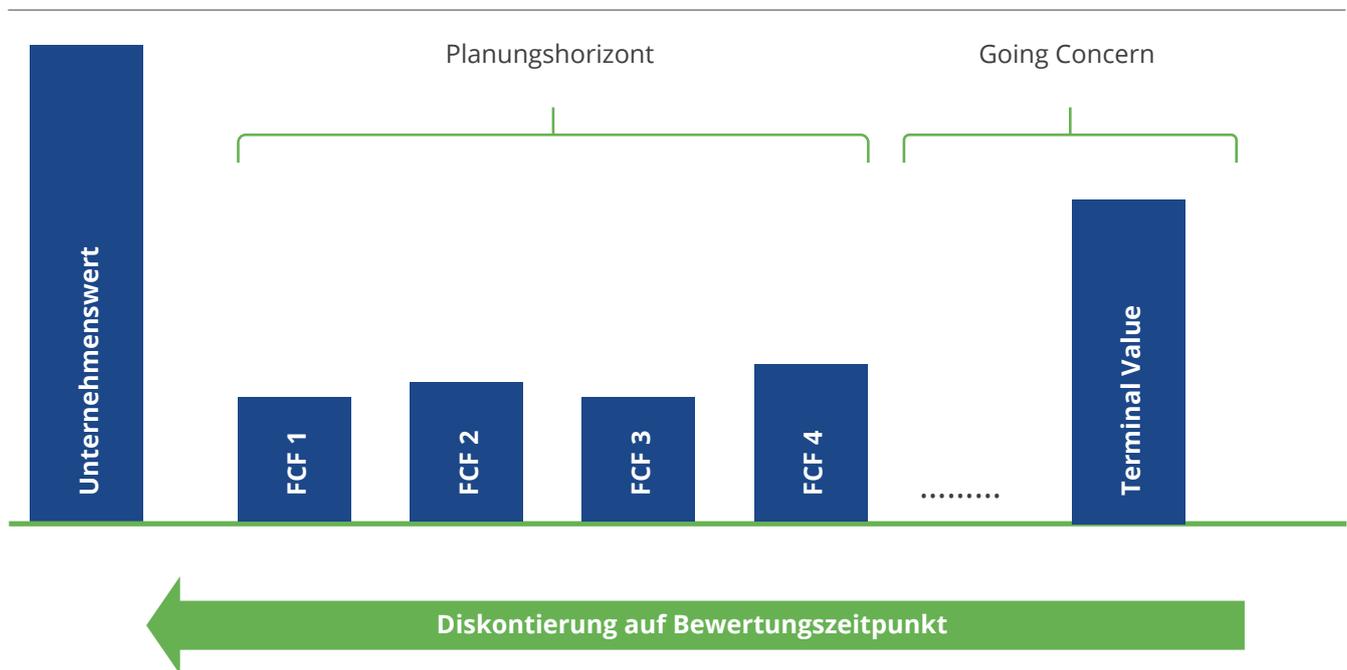
Jahr	Angebot	Zielgesellschaft	Angebot von	Impliziter Eigenkapitalwert (CHF Mio.)	Angebotspreis	VWAP 60	Prämie	Erfolgsquote
2011	Pflicht	Genolier Swiss Medical Network SA	M.R.S.I.	118	19.00	17.64	<b>7.7%</b>	35.3%
2011	Freiwillig	Newave Energy Holding SA	ABB Schweiz AG	175	56.00	41.14	<b>36.1%</b>	98.9%
2011	Freiwillig	Escor Casinos & Entertainment AG	Highlight Communications AG	22	17.50	17.43	<b>0.4%</b>	39.2%
2011	Freiwillig	Schulthess Group AG	NIBE Industrier AB	629	59.20	47.94	<b>23.5%</b>	95.0%
2011	Freiwillig	Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen III AG	267	350.00	326.9	<b>7.1%</b>	72.2%
2012	Pflicht	Bank Sarasin & Cie AG	JSH S.A., Luxemburg (Group Safra)	1'800	27.00	26.32	<b>2.6%</b>	97.5%
2012	Pflicht	Uster Technologies AG	Toyota Industries Corporation	385	44.00	31.50	<b>39.7%</b>	98.8%
2013	Freiwillig	Absolute Invest AG	Alpine Select AG	171	28.50	27.60	<b>3.3%</b>	89.9%
2013	Konkurrierend	Victoria-Jungfrau Collection AG	AEVIS Holding SA	86	310.00	182.42	<b>69.9%</b>	21.0%
2013	Freiwillig	Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	398	115.00	75.27	<b>52.8%</b>	93.6%
2014	Freiwillig	Swisslog Holding	KUKA Aktiengesellschaft	339	1.35	1.18	<b>14.4%</b>	92.2%
2014	Freiwillig	Advanced Digital Broadcast Holdings SA	4T S.A	78	15.50	12.89	<b>20.3%</b>	73.4%
2014	Freiwillig	Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	2'117	17.10	16.02	<b>6.7%</b>	77.2%
2014	Freiwillig	National Versicherung	Helvetia Holding AG	1'764	80.00	60.06	<b>33.2%</b>	95.4%
2014	Konkurrierend	Publigroupe S.A.	Swisscom	501	214.00	123.41	<b>73.4%</b>	97.1%
2015	Freiwillig	Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	223	7.50	4.40	<b>70.5%</b>	90.5%
2016	Freiwillig	Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding IV Sarl (EQT)	1'388	370.00	275.86	<b>34.1%</b>	87.2%
2016	Freiwillig	Syngenta AG	CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina)	45'264	488.95	370.70	<b>31.9%</b>	94.7%
2016	Freiwillig	gategroup Holding AG	HNA Aviation Air Catering Holding Co.	1'420	53.00	38.69	<b>37.0%</b>	96.1%
2016	Freiwillig	Charles Vögele AG	Sempione Retail AG (OVS)	56	6.38	6.38	-	94.1%
2016	Freiwillig	Looser Holding AG	AFG Arbonia-Foster Holding AG	406	106.80	67.60	<b>58.0%</b>	94.7%
2017	Freiwillig	Pax Anlage AG	Basler Leben AG	288	1'600.00	1'349.00	<b>18.6%</b>	42.8%
2017	Freiwillig	Actelion Ltd	Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson)	30'438	280.00	191.20	<b>46.4%</b>	92.5%
2017	Konkurrierend	LifeWatch AG	Cardiac Monitoring Holding Company (BioTelemetry)	259	14.00	9.95	<b>40.7%</b>	96.4%

<b>Median Prämie</b>	<b>32.6%</b>
<b>Durchschnittsprämie</b>	<b>30.3%</b>

Quelle: Oaklins, UEK

## BEWERTUNGSMETHODEN – DCF-METHODE

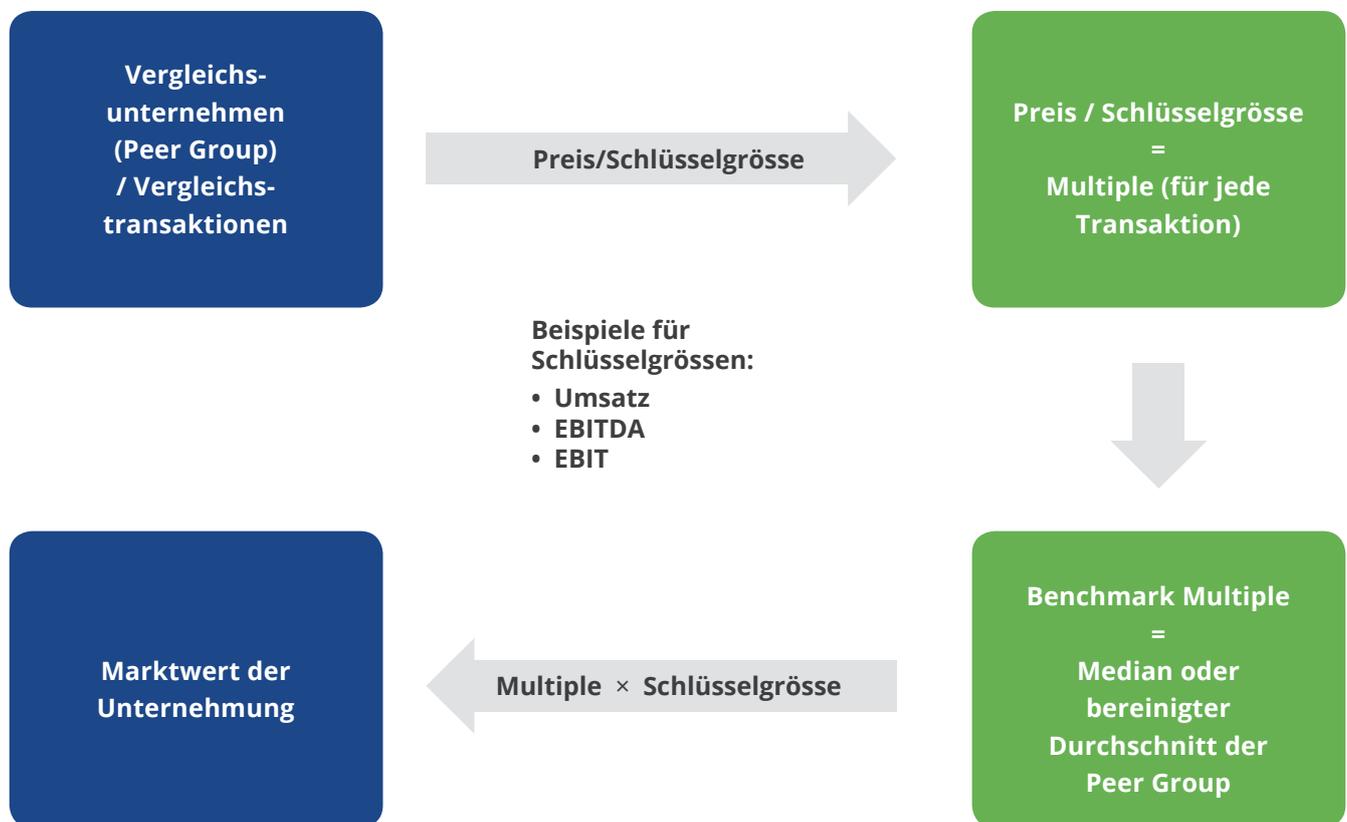
### Schematische Darstellung der DCF-Methode



- Gemäss der Discounted Cash Flow (DCF)-Methode hängt der Wert einer Unternehmung von dessen zukünftigen Ertragspotenzial ab bzw. von der Kraft, zukünftige Free Cashflows generieren zu können.
- Die Free Cashflows werden über den Planungshorizont (bis 2027) explizit geplant. Die Wertgenerierung danach (Terminal Value) wird auf einem nachhaltigen Free Cashflow abgestützt. Die zukünftigen Free Cashflows werden mit dem jeweiligen unternehmensspezifischen, risikogerechten Zinssatz diskontiert.
- Der Unternehmenswert ergibt sich als Summe der Barwerte sämtlicher zukünftigen Free Cashflows und des Terminal Value.

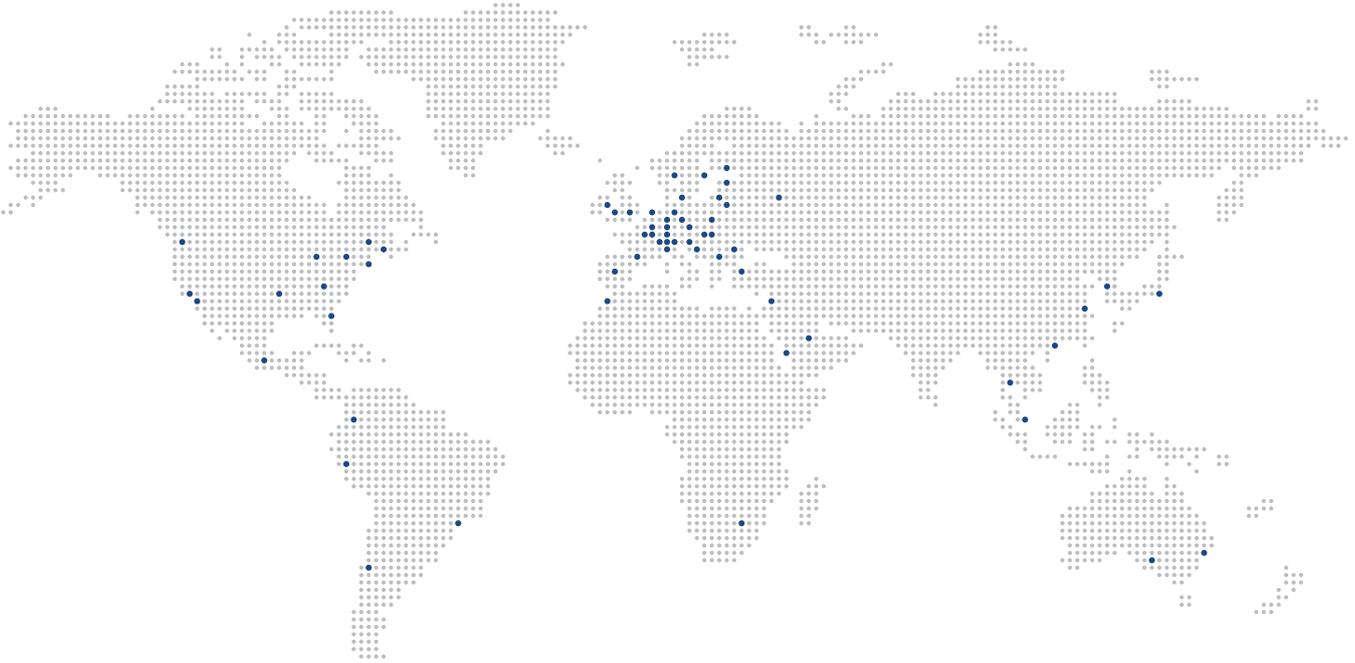
## BEWERTUNGSMETHODEN – MULTIPLE-METHODE

### Schematische Darstellung der Multiple-Methode



- Die Multiple-Methode oder Multiplikatoren-Methode basiert auf dem Grundsatz, dass vergleichbare Unternehmen oder Vermögenswerte zu vergleichbaren Preisen verkauft werden.
- Die Unternehmenswerte ähnlicher Firmen können daher aus erfolgten Transaktionen (Transaction Multiples) oder von an der Börse gehandelten Unternehmen (Trading Multiples) abgeleitet werden.
- Gängige Schlüsselgrößen (v. a. Umsatz, EBITDA oder EBIT) von vergleichbaren gehandelten Unternehmen oder vergangenen Transaktionen werden dabei ins Verhältnis zum entsprechenden Unternehmenswert gesetzt. Dieser Multiple wird dann auf derselben Kennzahl des zu bewertenden Unternehmens angewandt, um dessen Wert zu bestimmen.
- Um die Multiplikatoren zu ermitteln, werden Vergleichsgruppen (Peer Group) von möglichst ähnlichen Unternehmen herangezogen.

## Oaklins – our offices around the world



## Oaklins SWITZERLAND

Oaklins Binder AG  
www.oaklins.ch  
info@ch.oaklins.com

### Zürich

Lintheschergasse 15  
CH-8001 Zürich

Tel. +41 44 268 45 35

### Bern

Spitalgasse 32  
Postfach  
CH-3001 Bern

Tel. +41 31 326 18 18

### Basel

Sternengasse 6  
CH-4051 Basel

Tel. +41 61 271 88 44

The term “Oaklins” and any term that refers to Oaklins or the Swiss Verein refers to the affiliated firms or entities authorized to carry the name “Oaklins” or one or more of those affiliated firms or entities, as the context requires. Such terms are used only for convenience of reference and do not imply that all or any of such entities are in partnership together or accept responsibility for the acts or omissions of each other.

Legal responsibility for the provision of services to clients is defined in engagement terms entered into between clients and the relevant member of Oaklins International, and these should be relied upon in determining liability for the services provided. In the absence of any explicit agreement and without the consent of both entities involved, no Oaklins member firm is responsible for the acts or omissions of, nor has any authority to obligate or otherwise bind, any other Oaklins member firm. Similarly, Oaklins International has no authority to obligate or otherwise bind any member firm.

In accordance with the common terminology used in professional service organizations, reference to a “partner” means a person who has the title of a partner, or equivalent, of a member firm and does not imply legal partnership. Similarly, reference to an “office” means an office, associate office, facility, associate firm or special alliance of a member firm.

© 2018 All rights reserved.

Oaklins is the collective trade name of independent member firms affiliated with Oaklins International Inc. For details of the nature of affiliation, please refer to [www.oaklins.com/legal](http://www.oaklins.com/legal).