

Bewertungsgutachten

im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot der Highlight Communications AG, Pratteln für alle sich im Publikum befindenden kotierten Aktien der Escor Casinos & Entertainment AG, Düringen

Zürich, 19. September 2011

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

Oliver Ambs
Stv. Direktor
+41 44 444 37 52
oliver.ambs@bdo.ch

Abkürzungs- und Definitionsverzeichnis

Abkürzung	Erklärung
Abs.	Absatz
Art.	Artikel
BDO	BDO AG, Zürich
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes)
BEHV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel
CAPEX	Capital Expenditures / Investitionen ins Anlagevermögen
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash-Flow / Methode basierend auf den diskontierten freien Cash-Flow
EBIT	Earnings before interest and taxes (Operativer Gewinn vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation (Operativer Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisation)
Escor	Escor Casinos & Entertainment AG, CH-3186 Düringen, Zielgesellschaft
EUR	Euro

FCF	Free Cash-Flow / Freier Cash-Flow, Basis für Berechnung der Barwerte
Free Float	Streubesitz; handelbarer Teil an kotierten Beteiligungspapieren; Beteiligungspapiere die nicht dauerhaft im Besitz von Anlegern sind
FTE	Full Time Equivalent (Anzahl Stellen umgerechnet auf 100% Beschäftigungsgrad)
Highlight	Highlight Communications AG, CH-4133 Pratteln, Anbieterin
Mio.	Millionen
NOPLAT	Operativer Gewinn nach Zinsen, Steuern und Abschreibungen
NUV	Nettoumlaufvermögen / Working Capital
Pokermania	Pokermania GmbH, D-Köln
UEV	Übernahmeverordnung, Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote
USD	US-Dollar
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittskurs
WACC	Weighted Average Cost of Capital (durchschnittlicher gewichteter Kapitalkostensatz)

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungs- und Definitionsverzeichnis	ii
Inhaltsverzeichnis	iii
Ausgangslage	1
Auftrag	2
Unternehmensbeschreibung	3
Geschäftstätigkeit	3
Aktuelle Organisationsstruktur	5
Zusammensetzung Aktionariat	6
Beurteilungsgrundlagen	7
Liquiditätsanalyse der Escor-Aktie im Sinne des Übernahmerechts	8
Bewertungsvorgehen und Methoden	9
Berechnung Substanzwert Escor (ohne Pokermania)	11
Escor Automaten AG	11
Casino Zürich AG	11
Casino Promotion Montenegro d.o.o.	12
Casino Les 3 Lacs SA (vormals Casino Promotion AG)	12
Pokermania GmbH	12
Bewertung Pokermania GmbH	13
DCF-Methode	15
Resultat für Pokermania mit der DCF-Methode	20
Sensitivitätsanalysen	21
Marktbewertung Pokermania	22
Trading Multiples	22
Transaction Multiples	23
Bestimmung des Wertes pro Escor-Aktie	23
Sensitivitätsanalyse	23
Marktbewertung	24
Trading Multiples	24
Transaction Multiples	25

Entwicklung Aktienkurs	25
Gesamtbeurteilung	26
Übersicht Resultate	26
Ergebnis des Gutachtens	27
Anhang	28
Bewertung Pokermania GmbH	
Anhang 1 Beta- und Finanzierungsanalyse	
Anhang 2 Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	
Anhang 3 Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen	
Bewertung Escor Casinos & Entertainment AG (ohne Beteiligung Pokermania GmbH)	
Anhang 4 Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	
Anhang 5 Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen	

Ausgangslage

Escor Casinos & Entertainment AG ("Escor") ist eine Gesellschaft nach Schweizer Recht mit Sitz in Düringen (Kanton Freiburg). Zweck der Gesellschaft ist das Errichten und Führen von Unternehmen und Betrieben im Freizeitbereich sowie die Erbringung von damit zusammenhängenden Dienstleistungen.

Escor ist seit 1987 an der SIX Swiss Exchange ("SIX") unter dem Tickersymbol ESRI kotiert. Das Aktienkapital von Escor ist eingeteilt in 1'237'286 kotierte Inhaberaktien mit einem Nennwert von CHF 9.00 und 535 nicht kotierte "alte" Inhaberaktien mit einem Nennwert von CHF 3.60. Total bestehen 1'237'500 Inhaberaktien (alte Inhaberaktien umgerechnet).

Highlight Communications AG ("Highlight") ist eine Gesellschaft nach Schweizer Recht mit Sitz in Pratteln (Kanton Basel-Land). Der Zweck der Gesellschaft ist der Erwerb, die Verwaltung und die Veräusserung von Beteiligungen aller Art, im Besonderen auf den Gebieten Medien, Marketing und Sport. Die Gesellschaft besitzt unter anderem eine 100% Beteiligung an der Constantin Film AG. Die Aktien der Highlight sind an der Deutschen Börse in Frankfurt unter dem Ticker HLG kotiert.

Highlight besitzt per 15. September 2011 (letzter Börsenhandelstag vor Veröffentlichung der Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebotes) rund 30% der Beteiligungs- und Stimmrechte an Escor.

Am 16. September 2011 hat Highlight mittels Voranmeldung ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Escor angekündigt.

Auf das Angebot ist die Mindestpreisregel gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG anwendbar.

Gemäss den Liquiditätskriterien im Sinne des Übernahmerechts (UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 26. Februar 2010) sind die Beteiligungspapiere der Escor nicht liquid. Demnach ist im Einklang mit den Bestimmungen von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA zur Beurteilung der Einhaltung der Mindestpreisregeln auf die Bewertung einer Prüfstelle abzustellen. Bewertungsmethode sowie die Bewertungsgrundlagen sind aufzuzeigen.

Auftrag

Highlight hat im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden kotierten Inhaberaktien der Escor BDO als Prüfstelle gemäss Art. 25 BEHG beauftragt.

Basierend auf Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA umfasst der Auftrag als Prüfstelle auch die Bewertung der Escor-Aktien im Zusammenhang mit der Einhaltung der Mindestpreisregeln gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG, da die Aktien der Zielgesellschaft gemäss den Kriterien von UEK-Rundschreiben Nr. 2 als nicht liquid einzustufen sind.

Der vorliegende Bewertungsbericht äussert sich ausschliesslich zur Einhaltung der Mindestpreisregel gemäss BEHG. Das Gutachten darf nur im Zusammenhang mit unserem Bericht als Prüfstelle gemäss Art. 25 BEHG zum öffentlichen Kaufangebot der Highlight für alle sich im Publikum befindenden kotierten Inhaberaktien der Escor veröffentlicht und nicht für andere Zwecke verwendet werden.

Die Bewertungsarbeiten wurden als von Highlight unabhängige Prüfstelle gemäss Art. 26 Abs. 2 UEV durchgeführt. BDO erbringt im Rahmen des Übernahmeangebots keine anderen Dienstleistungen und ist weder für Highlight oder die in gemeinsamer Absprache handelnden Personen noch für Escor als Revisionsstelle tätig.

Das Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Des Weiteren enthält es keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche sich aus dem Entscheid einer Annahme oder Ablehnung des öffentlichen Kaufangebotes ergeben können. Ausserdem enthält das Gutachten keine Einschätzung über den künftigen Wert von nicht angedienten Aktien oder ob und zu welchen Preisen derartige Aktien nach der Durchführung des Angebots gehandelt bzw. gehandelt werden können.

Unternehmensbeschreibung

Geschäftstätigkeit

Escor wurde 1973 gegründet und ist seit 1987 an der SIX kotiert. Zweck der Gesellschaft ist das Errichten und Führen von Unternehmen und Betrieben im Freizeitbereich sowie die damit zusammenhängenden Dienstleistungen. Der eingetragene Hauptsitz der Gesellschaft ist in Düdingen, Kanton Freiburg. Bis anfangs 2011 verfügte Escor über zwei Geschäftsfelder:

- Escor Automaten AG, mit Sitz in Düdingen, Zweck der Gesellschaft ist nebst der Errichtung und Führung von Unternehmen und Betrieben im Freizeitbereich, insbesondere die Entwicklung und Aufstellung von Spielautomaten aller Art, sowie die Einrichtung von technischen Installationen und Systemen. Dazu gehören:
 - Handel mit Glückspielautomaten: Glückspielautomaten für Casinos werden entwickelt, gebaut, verkauft und repariert. Teilweise werden auch Fremdgeräte importiert und verkauft.
 - Entwicklung von Geschicklichkeitsspielautomaten: Diese Art von Automaten wird insbesondere für die Gastronomie entwickelt, hergestellt und repariert.
- Casino-Beteiligungen und -Projekte: Escor besass und/oder besitzt verschiedene Beteiligungen an Casinos oder Casinoprojekten:
 - Casino Zürich AG: Escor besitzt eine Beteiligung von 36.5% an dieser Projektgesellschaft. Die Gesellschaft hatte in 2010 ein Konzessionsgesuch für ein A-Casino in der Stadt Zürich eingereicht. Nach dem Entscheid des Bundesrates zuungunsten der Casino Zürich AG müssen die aufgelaufenen Projektkosten vollständig abgeschrieben werden.
 - Casino Les 3 Lacs SA (vormalige Casino Promotion AG): Die Gesellschaft wurde am 2. Januar 2011 an die Sunset Casino AG verkauft. Der Verkauf beinhaltet auch die Abtretung des in 2010 erstellten Konzessionsgesuchs für ein B-Casino in Neuenburg. Die von der Escor zu tragenden aufgelaufenen Projektkosten wurden vollständig wertberichtigt.
 - Casino Promotion Montenegro d.o.o.: Es handelt sich um eine 100% Beteiligung. Das Casino wurde am 21. Juli 2010 eröffnet. Wegen der ungenügenden Rentabilität beschloss der Verwaltungsrat der Escor per Ende 2010 die Beteiligung zu veräussern und entsprechend in der Jahresrechnung als zur Veräusserung gehaltener Vermögenswert zu bilanzieren. Im Bewertungszeitpunkt ist die Suche nach einem Käufer noch nicht abgeschlossen und der Vermögenswert wird noch immer als zur Veräusserung bilanziert.

Wegen des negativen Konzessionsentscheides zum Betrieb eines A-Casinos am Standort Zürich und infolge eines schwierigen Umfelds im Bereich des Verkaufs von Glückspiel- und Geschicklichkeitsautomaten sowie diversen notwendigen Bereinigungen von Altlasten befindet sich Escor mit Bezug auf ihre traditionellen Geschäftsfelder zurzeit in einer Phase des Umbruchs bzw. in einem Prozess der vollständigen operativen Neuausrichtung. Ein wesentlicher Teil der bisherigen Strategie hat sich als nicht erfolgsversprechend herausgestellt und die erzielten betrieblichen Ergebnisse waren in allen Geschäftsbereichen unbefriedigend. In diesem Zusammenhang ist die anfangs Juli 2011 erfolgte Ad-hoc-Meldung betreffend schrittweise operative Neuausrichtung, Wechsel im Verwaltungsrat sowie Gewinnwarnung für das Geschäftsjahr 2011 (prognostizierter Jahresverlust von CHF 5 Mio. bis CHF 6 Mio.) erfolgt. Detaillierte Beschreibungen zu diesen Veränderungen befinden sich in den Kapiteln A und E des Angebotsprospektes zum öffentlichen Kaufangebot, zu welchem das vorliegende Bewertungsgutachten ein integrierter Bestandteil darstellt.

Im Mai 2011 wurde mit dem Kauf einer Beteiligung von 50.04% am deutschen Social Games-Entwickler und -Plattformbetreiber Pokermania GmbH ("Pokermania") ein neues Standbein im Bereich von Virtual Reality Geschäftsmodellen geschaffen. Dies war ein erster Schritt zum Auf- und Ausbau des Entertainment Angebots mit dem mittelfristigen Ziel, Escor als Unterhaltungsholding zu positionieren. Der Kaufpreis wurde teilweise bar und teilweise mit eigenen Aktien bezahlt¹.

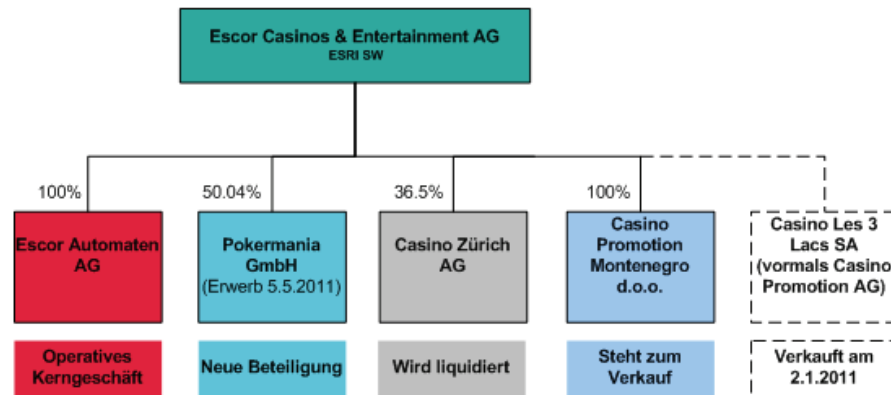
¹ Pressemitteilung vom 6. Mai 2011

Aktuelle Organisationsstruktur

Basierend auf der im Geschäftsbericht 2010 kommunizierten Organisationsstruktur stellt sich unter Berücksichtigung der vorstehend beschriebenen Devestitionen und Investitionen im ersten Halbjahr 2011 das Gesamtunternehmen wie folgt dar (Ausgangslage):

Organisationsstruktur Escor

Quelle: Geschäftsbericht Escor 2010 und Anpassungen BDO



Die farbig markierten Gesellschaften bilden zum Bewertungsstichtag den Konzern und werden in die Analysen zur Bestimmung des Wertes einer Aktie von Escor einbezogen.

Zusammensetzung Aktionariat

Im Zeitpunkt der Voranmeldung des Angebots am 16. September 2011 sind die grössten Aktionäre von Escor²:

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

² Geschäftsbericht Escor 2010 und Information gemäss SIX Swiss Exchange

Beurteilungsgrundlagen

Die allgemeinen Grundlagen für das Bewertungsgutachten bilden öffentlich zugängliche Informationen zu Escor und historische Finanzdaten. Zudem wurden Informationen zu Aktienkursen und Handelsvolumen verwendet. Die Bewertungsüberlegungen basieren vorwiegend auf:

- Jahresberichte der Escor von 2008 bis 2010
- Budget 2011 von Escor
- Zwischenabschluss per 30. Juni 2011
- Immobilien-Bewertung Gewerbeliegenschaft in Düdingen
- Informationen der SIX Swiss Exchange zu Aktienkursen, Handelsvolumen und Managementtransaktionen
- Ad-hoc Meldungen SIX Swiss Exchange zu Escor
- Finanzaufstellungen 2009 und 2010 von Pokermania
- Informationen und Businesspläne von Pokermania für die Jahre 2011 bis 2013
- Bewertung der immateriellen Aktiven von Pokermania gemäss IFRS3 von Strafin Corporate Services AG vom 5. August 2011
- Kauf- und Abtretungsvertrag über Geschäftsanteile zwischen Pokermania und Escor
- Unterlagen der Highlight zur Beteiligung an der Escor, insbesondere zum Kauf der Aktien von Christian Vollmer vom 1. Juli 2011
- Öffentlich zugängliche Informationen aus Presse, behördlichen Quellen und Nachrichtenagenturen
- Daten aus Bloomberg LLP
- Daten aus mergermarket.com

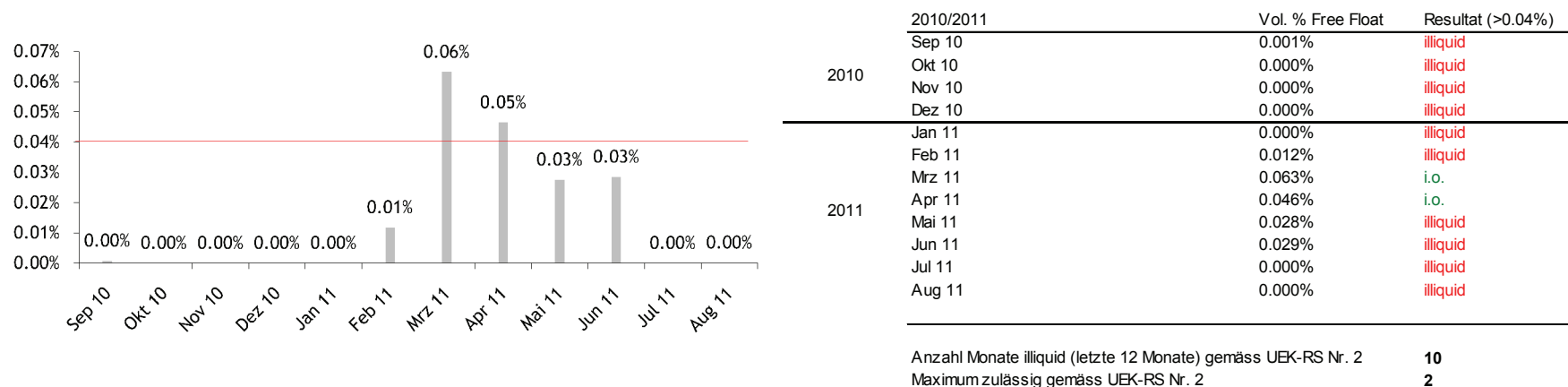
Im Weiteren standen uns Herr Peter von Büren (CFO von Highlight) und Herr Fredy Haas (CFO von Escor) für Fragen und ergänzende Informationen zur Verfügung. Besprochen wurden insbesondere die zukunftsgerichteten Finanzplandaten des Managements und die erwartete Geschäfts- und Margenentwicklung, im speziellen bei der neu erworbenen und operativ zukünftig einzig wesentlichen Beteiligung Pokermania.

Die Beurteilung von BDO basiert auf aktuellen, markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Bedingungen. Sie berücksichtigt die Kapitalmarktverhältnisse sowie weitere Bedingungen, welche zum Zeitpunkt der Beurteilung bestanden, erwartet wurden und ausgewertet werden konnten.

Liquiditätsanalyse der Escor-Aktie im Sinne des Übernahmerechts

Gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 2 gilt ein Beteiligungspapier, das nicht dem SLI angehört, als liquid im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils ("Free Float") des Beteiligungspapiers ist.

Bezogen auf Aktien von Escor ergibt die Analyse für den Zeitraum von September 2010 bis August 2011 folgende Werte:



Die Auswertung zeigt, dass in zehn von zwölf der Voranmeldung vorausgehenden Monaten die Liquiditätskriterien im Sinne des Übernahmerechts nicht erfüllt waren. Die Escor-Aktien werden nur sporadisch und mit sehr tiefen Volumina gehandelt. Lediglich im März und April 2011 waren über dem Schwellenwert liegende Transaktionsvolumen zu verzeichnen.

Deshalb ist für die Festsetzung des Angebotspreises von Highlight im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA auf eine Bewertung einer Prüfstelle abzustellen.

Bewertungsvorgehen und Methoden

Das vorliegende Bewertungsgutachten wurde aus der unabhängigen Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt. Individuelle Effekte als Folge einer Annahme oder Ablehnung des öffentlichen Kaufangebotes für einzelne Aktionäre oder Aktionärsgruppen wurden in der Analyse nicht spezifisch berücksichtigt.

Das Bewertungsgutachten wurde auf der Basis von Going-Concern (Unternehmensfortführung) und Stand-Alone (Weiterführung der Geschäftstätigkeit) erstellt. Die Bewertungsarbeiten wurden im Laufe der Monate Juli bis September 2011 im Hinblick auf die vorgesehene Publikation der Voranmeldung des öffentlichen Kaufgebots per 16. September 2011 durchgeführt.

Das gewählte Bewertungsvorgehen ist von der anfangs Juli 2011 angekündigten schrittweisen Neuausrichtung mit gleichzeitiger Gewinnwarnung im Zuge der Bereinigung von Altlasten wesentlich beeinflusst. Damit zusammenhängend können als einzelne Ereignisse der negative Entscheid für das eingereichte Konzessionsgesuch in Zürich, die noch nicht abgeschlossene Veräusserung der Casinobeteiligung in Montenegro sowie die Übernahme der Mehrheit an der deutschen Start-Up-Firma Pokermania GmbH ("Pokermania") erwähnt werden. Zudem ist der Tatsache Rechnung zu tragen, dass das noch betriebene Automatengeschäft im derzeitigen Marktumfeld nicht kostendeckend ist.

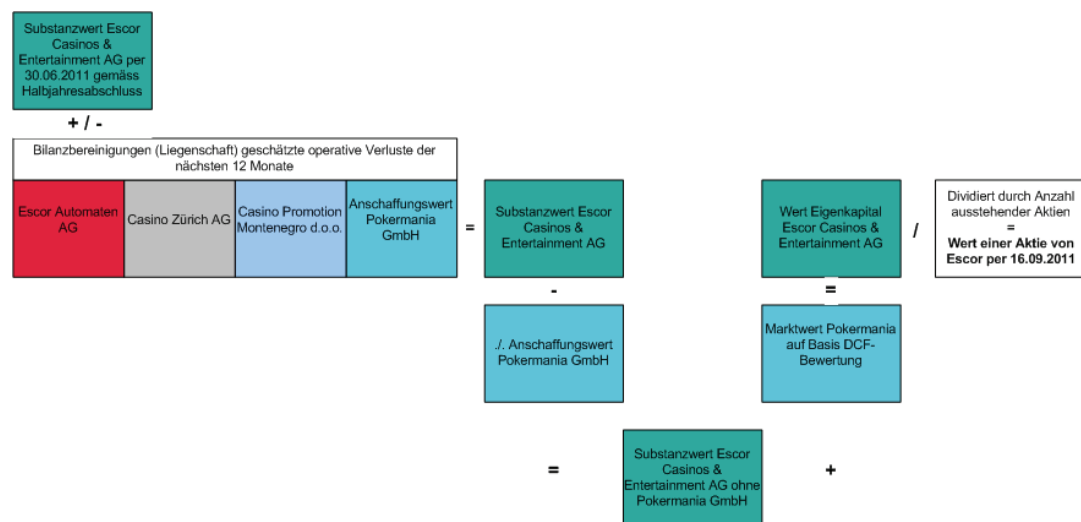
Basierend auf der Analyse der vorstehend beschriebenen Ausgangslage wurde das Bewertungsvorgehen zur Bestimmung des Wertes einer Aktie von Escor modular aufgebaut. Dies deshalb, weil die einzelnen Geschäftseinheiten spezifische Gegebenheiten aufweisen, die kein einheitliches Bewertungsvorgehen möglich machen.

Vor dem Hintergrund der schrittweisen strategischen Neuausrichtung und gleichzeitiger Aufgabe von Aktivitäten wird nur für das Geschäftsfeld "Pokermania" eine Bewertung basierend auf einer zukunftsgerichteten Bewertungsmethode durchgeführt. Für die restlichen Vermögenswerte der bisher betriebenen Geschäftsfelder wird ein bereinigter Substanzwert ermittelt. Aufgrund der vom neu zusammengesetzten Verwaltungsrat der Escor beschlossenen Strategieänderung sowie den negativen operativen Ergebnissen besteht für das bisher betriebene Casinogeschäft, wozu nebst dem Betrieb von Casinos auch der Verkauf und die Entwicklung von Glücksspielautomaten gehören, keine Mittelfristplanung im Sinne einer Going-Concern Betrachtung. Vor diesem Hintergrund wurde für die Zwecke der Unternehmensbewertung für alle Geschäftsfelder, welche verkauft oder eingestellt werden sollen bzw. strategisch nicht mehr relevant sind, auf den bereinigten Substanzwert abgestellt.

Dementsprechend haben wir zur Ermittlung des Wertes je Escor-Aktie Bewertungen und Analysen mittels folgender Methoden durchgeführt:

- Berechnung des Substanzwertes für Escor (alle Geschäftsfelder ohne Pokermania) unter Berücksichtigung der Kosten und Aufwendungen für die Bereinigung der Altlasten sowie der erwarteten Verluste für zwölf Monate;
- Bewertung mittels DCF-Methode für Pokermania;
- Marktbewertung mittels Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen für Pokermania und Escor (ohne die Beteiligung Pokermania)

Nachfolgend ist das Bewertungsvorgehen zur Ermittlung des Unternehmenswertes bzw. des Wertes der Escor Aktien schematisch dargestellt:



Der Ausgangspunkt der vorstehenden schematischen Darstellung des Bewertungsvorgehens knüpft an die bestehende Organisationsstruktur der Escor an, wobei die Ermittlung des bereinigten Substanzwertes für die bisher betriebenen und strategisch nicht mehr relevanten Geschäftsfelder (ohne Pokermania) zusammengefasst und nicht für jede juristische Einheit getrennt erfolgt.

Berechnung Substanzwert Escor (ohne Pokermania)

Escor befindet sich zum Zeitpunkt der Bewertung in einer Phase der Neuausrichtung. Mit Ausnahme der neu erworbenen Beteiligung Pokermania, besteht für keine der anderen, strategisch nicht mehr relevanten Gruppengesellschaften ein mittelfristiger Businessplan. Das Budget 2011 für Escor (ohne Pokermania), das im Wesentlichen die operativen Geschäftsaktivitäten im Automatengeschäft reflektiert, zeigt ein negatives operatives Betriebsergebnis. Dieses wird zusätzlich durch die Aufwendungen für die Bereinigung von Altlasten bei den Beteiligungen Casino Montenegro und Casino Les 3 Lacs sowie durch Abgangsentschädigungen für ein Mitglied des Managements von CHF 0.3 Mio. belastet. Gemäss erfolgter Ad-hoc-Meldung vom 1. Juli 2011 beträgt der voraussichtliche Verlust für das laufende Geschäftsjahr 2011 rund CHF 5 Mio. bis CHF 6 Mio. Das konsolidierte Gesamtergebnis für das erste Halbjahr 2011 gemäss dem Ende August 2011 publizierten Zwischenbericht zeigt einen Verlust von rund CHF 4 Mio. Ausgehend vom konsolidierten Substanzwert gemäss Halbjahresabschluss per 30. Juni 2011 und unter Berücksichtigung der getätigten Investition sowie der erwarteten Verluste für die Zeitperiode von zwölf Monaten haben wir den voraussichtlichen Substanzwert der Escor (ohne Pokermania und den entsprechenden Minderheiten) per 16. September 2011, dem Tag der Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebotes, berechnet. Die einzelnen Geschäftsfelder wurden dabei wie folgt berücksichtigt:

Escor Automaten AG

Für das Geschäftsjahr 2011 wird ein negatives operatives Ergebnis erwartet. Es gibt keine Planung, welche über das Jahr 2011 hinausgeht. Aus diesen Gründen wurde keine Bewertung mittels DCF-Methode vorgenommen. Der erwartete operative Verlust ist Teil des mit der Gewinnwarnung vom 1. Juli 2011 angekündigten Jahresverlustes 2011 und fliesst in die Korrektur des Substanzwertes ein.

Casino Zürich AG

Zweck dieser Gesellschaft war es, die Konzession für das geplante A-Casino in der Stadt Zürich zu erhalten. Wie erwähnt und auch der Presse zu entnehmen, erhielt Ende Juni 2011 ein Mitbewerber den Zuschlag für die Konzession, womit der Zweck der Projektgesellschaft entfällt und diese liquidiert wird. Die Beteiligung war per Ende 2010 mit CHF 1 in der Bilanz von Escor berücksichtigt. In der Korrektur des Substanzwertes werden die aktivierten Projektkosten bereinigt. Die im Zusammenhang mit dem Konzessionsgesuch für das Casino Zürich AG auf ein Sperrkonto hinterlegten CHF 7.3 Mio. sind wieder frei verfügbar und im Substanzwert berücksichtigt.

Casino Promotion Montenegro d.o.o.

Im Jahresabschluss 2010 wurde die Beteiligung als zum Verkauf stehend ausgewiesen und mit CHF 3.3 Mio. bewertet. Aufgrund der heutigen Situation geht das Management von Escor davon aus, dass der erzielbare Netto-Verkaufspreis lediglich bei rund CHF 2.2 Mio. liegen wird. Die entsprechende Wertkorrektur wurde im Zwischenabschluss per 30. Juni 2011 berücksichtigt. Im Bewertungszeitpunkt haben die Verkaufsanstrengungen noch zu keinem Vertragsabschluss geführt.

Casino Les 3 Lacs SA (vormals Casino Promotion AG)

Die Beteiligung wurde anfangs des Jahres 2011 verkauft, inklusive des Konzessionsgesuchs für das B-Casino in Neuenburg. Die diesbezüglichen aktivierten Projektkosten werden zur Ermittlung des Substanzwertes wertbereinigt.

Pokermania GmbH

Der Anteil von 50.04% an Pokermania wurde anfangs Mai 2011 erworben. Der Kaufpreis bestand aus einer Teilzahlung in bar und einer Teilzahlung mit eigenen Aktien. Die Beteiligung an Pokermania wurde unter Berücksichtigung der Zahlungsmodalitäten zu den Anschaffungswerten in die Bilanz eingestellt und ist somit Teil des operativen Substanzwertes. Der bilanzierte Anschaffungswert von Pokermania wird vom operativen Substanzwert abgezogen, da diese Beteiligung, wie nachfolgend beschrieben, separat mittels DCF-Methode bewertet wird. Der ermittelte anteilige Unternehmenswert von Pokermania wird zur Berechnung des Wertes des gesamten Eigenkapitals von Escor zum erwarteten Substanzwert (ohne Pokermania) addiert.

Mit Bezug auf das skizzierte Bewertungsvorgehen berechnet sich der erwartete Substanzwert von Escor, ohne die Beteiligung an Pokermania, wie folgt:

Eigenkapital (Substanzwert) Escor gemäss Abschluss 30. Juni 2011	
(inkl. Minderheiten)	21'940'000
<hr/>	
./. Geschätzte operative Verluste nächste 12 Monate	
./. Beteiligung Pokermania GmbH zu Anschaffungswerten	
+ Korrektur Buchwert Liegenschaft Düringen zu Verkehrswert	
./. Korrektur Fremdwährungsanpassung Beteiligung Montenegro	
./. Anteil Minderheiten und Dekonsolidierung Pokermania	
<hr/>	
Total Bereinigungen	-5'057'800
<hr/>	
= Substanzwert Escor ohne Pokermania und ohne Minderheiten	16'882'200

Der Ausgangswert von CHF 21'940'000 zur Herleitung des bereinigten Substanzwertes entspricht dem ausgewiesenen konsolidierten Eigenkapital der Escor per 30. Juni 2011 (inklusive Minderheiten) gemäss dem Ende August 2011 publizierten Zwischenabschluss. Der Zwischenabschluss wurde in Übereinstimmung mit den International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellt und ist auf der Homepage der Zielgesellschaft publiziert (www.escor.ch). Escor veröffentlicht keine Segmentinformationen aufgeteilt auf einzelne Geschäftseinheiten, da lediglich im Automatengeschäft eigentliche operative Geschäftstätigkeiten betrieben werden und eine Segmentierung und Unterteilung in Produktgruppen und Dienstleistungen als nicht sinnvoll erachtet wird³. Dementsprechend werden weder die Aktiven und Passiven noch das konsolidierte Eigenkapital einzelnen Geschäftsfeldern zugewiesen. Basierend auf dem konsolidierten Eigenkapital per 30. Juni 2011 (Ausgangswert) erfolgt die Ermittlung des bereinigten Substanzwertes zusammengefasst für alle bisher betriebenen und strategisch nicht mehr relevanten Geschäftsfelder von Escor (ohne Pokermania).

Bewertung Pokermania GmbH

Die Geschäftstätigkeit der Pokermania umfasst die Erstellung, Lizenzierung, Entwicklung, Vertrieb, Betrieb, Hosting, und Wartung von Casual Games und Fun Gaming Produkten im Bereich Social Media. Kunden von Pokermania sind in erster Linie Betreiber von Internetseiten. Das Geschäftsmodell von Pokermania beruht grundsätzlich auf zwei Standbeinen:

- In der Entwicklung von spezifischer Spiel-Software für Kunden. Die Eigentumsrechte an der Software gehören nach der Entwicklung dem Kunden. Pokermania erzielt einerseits Einnahmen mit der Entwicklung der Software und generiert andererseits Erträge mit Wartungsverträgen.
- Pokermania entwickelt kundenspezifische Software und erhält einen Teil der Einnahmen, die aus dem Betrieb in Internetspielplattformen generiert werden, wobei diese Einnahmen variabel sind. Die Eigentumsrechte der Software verbleiben bei Pokermania.

Obwohl die Gesellschaft Pokermania bereits seit dem Geschäftsjahr 2008 die Softwarearchitektur entwickelt, auf welcher die Poker- und Fun Betting

³ Gemäss Geschäftsbericht 2010 der Escor (Seite 34)

Software basiert, kann aufgrund des operativen Starts mit der Social-Games-Plattform ab Juni 2011 von einem Start-Up Unternehmen gesprochen werden, das sich in der Expansionsphase befindet. In einer solchen Phase sind wesentliche Investitionen ins Nettoumlaufvermögen notwendig, welches ein weiteres Wachstum in bestehende und neue Märkte erlaubt⁴. Der erste Vertrag mit einem Kunden zur Entwicklung einer individuellen Software konnte Ende 2010 abgeschlossen werden. Weitere Kundenverträge wurden im Jahr 2011 abgeschlossen.

Ein wesentliches Charaktermerkmal eines Unternehmens in der Start-Up-Phase ist das geplante hohe Umsatz- und Profitwachstum innerhalb einer relativ kurzen Zeitspanne. Im Businessplan der Pokermania wird davon ausgegangen, dass sich der Umsatz 2013 im Vergleich zu 2010 verzwanzigfacht, im gleichen Zeitraum wachsen die Personalkosten um das vierzigfache. Im Weiteren wird davon ausgegangen, dass das Wachstum durch die Penetrierung des Marktes mit neuen Produkten beschleunigt werden kann.

Die finanzielle Planung von Pokermania für die Jahre 2011 bis 2013 wurde auf monatlicher Basis erstellt. Die detaillierten Unterlagen dokumentieren die erwartete Entwicklung von Umsatz und Kosten. Darauf basierend wird eine monatliche Cash-flow Berechnung abgeleitet. Aufgrund des uns vorliegenden Businessplanes wird der erste positive operative Cash-flow per Mitte 2012 erwartet.

Davon ausgehend, dass sich der Unternehmenswert des Start-Up Unternehmens Pokermania aus der erfolgreichen Umsetzung der Geschäftsidee ableitet, wird für die Bewertung der Beteiligung Pokermania auf die zukunftsgerichtete DCF-Methode abgestützt.

⁴ Vergleiche Dr. Patrik Frei, Assessment and Valuation of high growth companies, Haupt Verlag Bern, 2006, Seite 109f

DCF-Methode

Die Bewertungsmethode basiert auf dem theoretischen Ansatz, dass bei der Bestimmung des Unternehmenswertes die zu erwartenden Netto-Einnahmen des Investors aufgrund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden. In der Praxis wird von den zukünftig zu erwartenden freien Cash Flows ausgegangen, welche im Rahmen der DCF-Methode auf den Gegenwartswert diskontiert werden. Um den Wert des Eigenkapitals von Pokermania zu berechnen, wird das verzinsliche Fremdkapital zum Bewertungszeitpunkt in Abzug gebracht und allfälliges nicht betriebsnotwendiges Vermögen addiert.

Wir haben vom Management einen detaillierten Businessplan auf monatlicher Basis für die Jahre 2011 bis und mit 2013 erhalten. Aufgrund der überproportionalen Wachstumsraten in der Planungsphase 2011 bis 2013 haben wir nach Gesprächen mit dem Management die Planung mit normalisiertem Wachstum über drei zusätzliche Jahre weitergeführt. Dem normalisierten Wachstum 2014 bis und mit 2016 wurden die Erwartungen der Analysten für die Entwicklung der Gesellschaften der Vergleichsgruppe (Anhang 1) im Rahmen einer Benchmarkanalyse zugrunde gelegt. Diese Benchmarkanalysen erlauben eine Einschätzung der zukünftigen Entwicklung von Pokermania im Vergleich zur gesamten Industrie. Basierend auf dem beschriebenen zweiteiligen Geschäftsmodell von Pokermania wurde eine gemischte Vergleichsgruppe mit börsenkotierten Unternehmen gebildet, die im Geschäftsfeld Online Gambling oder in der Entwicklung von Spielen für Internetplattformen und Heimcomputer tätig sind.

Die Diskontrate ("WACC") ist als einer der Hauptwerttreiber ein wesentlicher Bestandteil der DCF-Bewertung. Der WACC entspricht der gewichteten Renditeforderung von Fremd- und Eigenkapitalgebern. Bei der Berechnung der Fremdkapitalkosten ist eine Steueradjustierung zu berücksichtigen, da die in den freien Cash-Flows enthaltenen Steuern auf Basis der erwarteten EBIT berechnet werden.

Die Eigenkapitalkosten werden auf Basis des allgemein anerkannten CAPM-Modells hergeleitet.

Nachstehend sind die berücksichtigten Parameter zur Bestimmung des WACC beschrieben:

Adjustiertes unlevered Beta: 1.09

Dieser Wert reflektiert das nach dem CAPM-Modell hergeleitete systematische Risiko einer Aktie. Die Betas der Peer-Gruppe (Anhang 1) werden am Kapitalmarkt beobachtet und entsprechend ihrer individuellen Kapitalstruktur unlevered. Der Wert des unlevered Betas entspricht dabei dem Median der Peer-Gruppe.

Adjustiertes relevered Beta: 1.15

Das relevered Beta basiert auf dem Median des unlevered Beta⁵ der Unternehmen der Peer-Gruppe, angepasst an die langfristige Zielkapitalstruktur von Pokermania.

Risikoloser Zinssatz: 1.77%

Der für die Bewertungsarbeiten zugrundegelegte risikolose Zinssatz reflektiert die Renditen auf Verfall der 10-jährigen Anleihen der Bundesrepublik Deutschland.

Marktrisikoprämie: 5.00%

Die geschätzte Marktrisikoprämie entspricht analog der oben beschriebenen Herleitung des risikolosen Zinssatzes der gewichteten Differenz zwischen der Rendite des deutschen Aktienmarktes und der risikolosen Rendite der korrespondierenden Staatsanleihe über einen aussagekräftigen Zeitraum hinweg. Die Marktrisikoprämie von 5.00% basiert auf Untersuchungen von Aswath Damodaran⁶.

Prämie für das spezifische Risiko eines Start-Up Unternehmens: 17.50%

Aufgrund der Tatsache, dass es sich bei Pokermania um ein Unternehmen in der Start-Up-Phase handelt, wurde auf die Berücksichtigung einer Prämie für die Unternehmensgrösse verzichtet. Eine solche Prämie reflektiert die erhöhten Risiko- / Renditeerwartungen, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmen, bezogen auf die Börsenkapitalisierung, verbunden sind⁷. Da diese Prämien auf dem Vergleich von grossen und kleinen börsenkotierten Gesellschaften basieren, welche sich in einer entwickelten und gefestigten Phase befinden, erachten wir die Berücksichtigung eines herkömmlichen Grössenzuschlags vorliegend als nicht opportun.

Hingegen ist zu berücksichtigen, dass es sich bei Pokermania um ein Unternehmen in der Expansionsphase mit einem neuen Geschäftsmodell handelt, das mit erheblichen Unsicherheiten verbunden ist und dessen Erfolg aufgrund des nicht vorhandenen Track Records nur bedingt abgeschätzt werden kann. Diese Tatsache wird im CAPM-Modell nicht reflektiert.

⁵ Unlevered Beta = Levered Beta / (1 + Fremdkapital/Eigenkapital). Das Fremdkapital entspricht dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich der nicht operativen flüssigen Mittel. Quelle für Betas: Bloomberg.

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

⁷ Vergleiche Ibbotson Associates, 2010 Yearbook, veröffentlicht durch Morningstar

Dr. Patrik Frei definiert in seinem Buch⁸ drei Zuschlagsarten für ein Start-Up-Unternehmen in der Expansionsphase (First Stage) auf der Basis des mit dem CAPM-Modell hergeleiteten Eigenkapitalkostensatzes⁹:

Art des Zuschlags	Beschreibung	Bandbreite	Anwendung in Bewertung Pokermania
Liquiditätszuschlag	Zuschlag um zu reflektieren, dass die Gesellschaft nicht börsenkotiert ist und deshalb erschwert verkäuflich ist.	11% bis 21%	Nein. Pokermania ist Teil von Escor, einer börsenkotierten Gesellschaft.
Zuschlag für zusätzlichen Nutzen (Value added)	<p>Zuschlag für zusätzlichen Nutzen, welchen der Risikokapitalgeber (Investor) mittels Dienstleistungen zur Investition beiträgt. Dazu gehören u.a. Unterstützung in den Bereichen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Strategie (evtl. Einsitz im VR) • Marketing und Herstellung von Kontakten zu Kunden • Administration • Personal- und Kadersuche • Büroräumlichkeiten • Image des Investors 	0% bis 7%	<p>2.5%</p> <p>Da von Escor gewisse Dienstleistungen eingebracht werden und es sich bei Escor um ein börsenkotiertes Unternehmen handelt.</p>

⁸ Dr. Patrik Frei, Assessment and Valuation of high growth companies, Haupt Verlag Bern, 2006

⁹ Vergleiche Dr. Patrik Frei, Assessment and Valuation of high growth companies, Haupt Verlag Bern, 2006, Seite 179ff

Zuschlag für Cash Flow-Adjustment	<p>Zuschlag, welcher die Unsicherheiten der Annahmen des Businessplanes, insbesondere betreffend die Prognosen zur Höhe und zum zeitlichen Anfall der erwarteten Cash Flows, reflektiert. Drei wesentliche Faktoren zur Bestimmung dieses Zuschlages sind:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Einschätzung Marktumfeld • Qualität und Know-how des Managements • Produkte und Technologie <p>Der Zuschlag für Cash Flow Adjustment wird in Korrelation mit der Einschätzung zu den anderen beiden Zuschlagsarten festgelegt.</p>	15% bis 25%	<p>15%</p> <p>In der Regel ist diese Zuschlagskomponente die Gewichtigste. Der von Escor im Mai 2011 beschlossene Investitionsentscheid eine Mehrheit an Pokermania zu übernehmen, ist auf Basis einer Sorgfältigkeitsprüfung gefällt worden, die nebenstehende Faktoren miteinbezogen hat.</p> <p>Basierend auf unseren Analysen und Einschätzungen erachten wir vorliegend einen Zuschlag von 15% als angemessen.</p>
-----------------------------------	---	-------------	---

Zusammenfassend ergibt sich aus den vorstehend hergeleiteten Zuschlagssätzen eine Prämie für das spezifische Risiko eines Start-Up Unternehmens von 17.50%.

Zielkapitalstruktur: FK 5.0%/EK 95.0%

Das der Wertermittlung zugrundegelegte Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital basiert auf den Erwartungen des Managements mit Bezug auf die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft sowie auf der durchgeführten Analyse bei den Vergleichsunternehmen (Peer Gruppe).

Fremdkapitalkosten: 3.77%

Die Fremdkapitalkosten reflektieren die Möglichkeit eines Unternehmens Fremdkapital aufzunehmen. Auf Basis des Risikoprofils des Unter-

nehmens berechnet ein Fremdkapitalgeber die Zinskosten. Aktuell hat Pokermania gemäss den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen kein langfristig verzinsliches Fremdkapital. Im Rahmen der Ausweitung der Geschäftstätigkeit ist davon auszugehen, dass kurzfristig Fremdkapital aufgenommen werden muss. Basierend auf Analysen der Interest Coverage Ratios und Ratings von Vergleichsunternehmen wird für Pokermania mit Fremdkapitalkosten vor Steuern in Höhe von ca. 3.8% gerechnet, was einem Zuschlag von 2.0% auf den verwendeten risikolosen Zinssatz entspricht.

Ertragssteuersatz: 28.90%

Der verwendete Ertragssteuersatz von 28.90% entspricht dem erwartenden zukünftigen Steuersatz gemäss Management von Pokermania¹⁰.

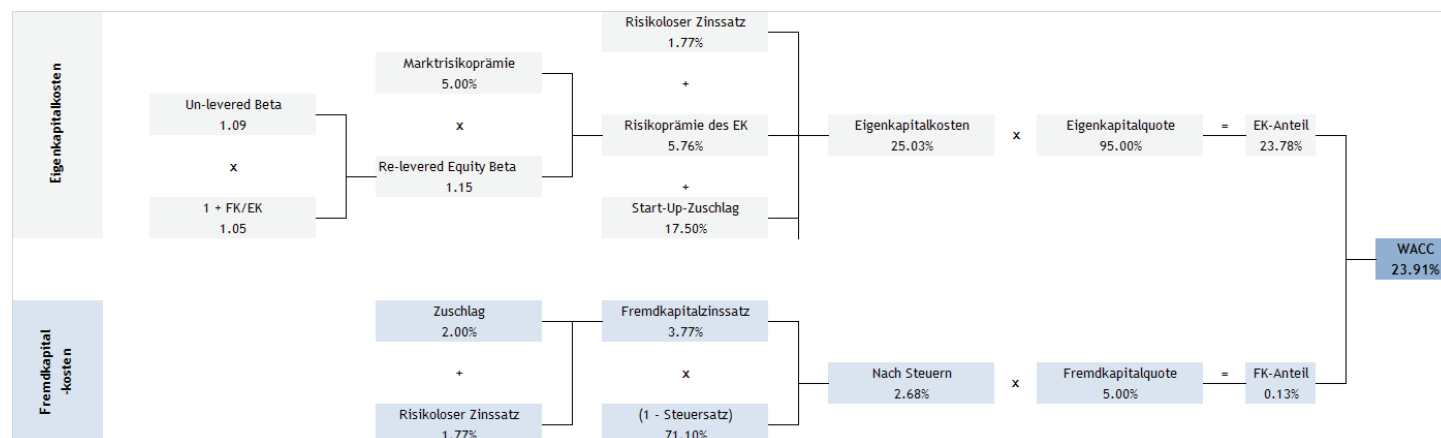
Ewige Wachstumsrate: 2.5%

Im Rahmen der DCF-Methode wird nach der Businessplanperiode eine Annahme über den nachhaltigen Free Cash Flow getroffen, welcher für die Berechnung des Residualwertes verwendet wird. Der Residualwert beinhaltet den Wert aller zukünftigen Cashflows, welche nach der detaillierten Phase des Businessplans folgen. Bei der Berechnung des Residualwertes wird dem Cashflow ein ewiges Wachstum unterstellt. Dieses Wachstum soll die erwartete Geldentwertung sowie ein mögliches Realwachstum der zu bewertenden Gesellschaft reflektieren.

In der üblichen Praxis wird die langfristig erwartete Inflationsrate als ewige Wachstumsrate angewendet, was zur Folge hat, dass die zukünftigen realen Cashflows stabil bleiben. Basierend auf dem Konsumentenpreisindex gemäss dem Internationalen Währungsfonds ("IWF"), World Economic Outlook Database und Bloomberg wird eine Inflationserwartung für Deutschland von 2% geschätzt. Zusätzlich wird vorliegend noch ein organisches Wachstum von 0.5% prognostiziert. Auf dieser Basis wurde für die Bewertung von Pokermania eine langfristige Wachstumsrate von 2.5% angewendet.

¹⁰ Vergleiche KPMG ' Corporate and Indirect Tax Survey 2010

Im nachfolgenden Schema ist die rechnerische Herleitung des WACC mit den definierten Parametern dargestellt.



Resultat für Pokermania mit der DCF-Methode

Unternehmenswert per 30.06.2011	7'092'739	Euro
./. Pre Money Finanzierung	-500'000	
+ Steuerersparnis aus Verlustvorträgen	60'689	
Wert des Eigenkapitals	6'653'428	
zum Kurs EUR / CHF ¹⁾	1.2000	CHF
Anteil Escor an Pokermania	50.040%	
Wert Anteil von Escor an Pokermania	3'995'250	

¹⁾ Quelle: Bloomberg / Untergrenze gemäss Schweizerische Nationalbank

Basierend auf den erhaltenen Informationsgrundlagen, den hergeleiteten und beschriebenen Parametern und Gesprächen mit dem Management von Escor wurde mit der DCF-Methode für Pokermania per 30. Juni 2011 ein operativer Unternehmenswert von EUR 7.1 Mio. ermittelt. Um daraus den Wert des Eigenkapitals herzuleiten, wird zu diesem Wert das nichtbetriebsnotwendige Vermögen in Form eines steuerlichen Verlustvortrags addiert.

Im Rahmen des Aufbaus der Geschäftstätigkeit wird gemäss der vorliegenden Planung davon ausgegangen, dass ein zusätzlicher Bedarf an Liquidität in der Höhe von rund TEUR 500 anfallen wird. Dies wurde bei der Ermittlung des Eigenkapitalwertes zusätzlich berücksichtigt.

Nach Umrechnung in Schweizer Franken errechnet sich ein Wert von rund CHF 4.0 Mio. für den Anteil von Escor an Pokermania.

Sensitivitätsanalysen

Die erste Sensitivitätsanalyse variiert die beiden Bewertungsparameter WACC und ewiges Wachstum im Endwert. Ausgehend vom ermittelten Beteiligungswert von CHF 4.0 Mio. berechnet mit einem WACC von 23.91% und einem ewigen Wachstum im Residualwert von 2.5% sind die Wertbandbreiten der Sensitivitätsanalyse in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

Wert Anteil Escor an Pokermania in Abhängigkeit von ewigem Wachstum und WACC

CHF

WACC Pokermania	Ewiges Wachstum - Free Cash Flow 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
23.91%	3'808'520	3'867'987	3'930'167	3'995'250	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

Quelle: Berechnungen BDO

Die zweite Sensitivitätsanalyse dient der zusätzlichen Plausibilisierung und variiert die Bewertungsparameter WACC und EBITDA-Marge. Die Resultate dieser zweiten Sensitivitätsanalyse sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

**Wert Anteil Escor an Pokermania in Abhängigkeit von EBITDA-Marge und WACC
(CHF)**

WACC Pokermania	EBITDA-Marge Veränderung						
	-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

Quelle: Berechnungen BDO

Marktbewertung Pokermania

Bei der Marktbewertung wird der Unternehmenswert auf Basis von errechneten Verhältnisszahlen aus der Marktkapitalisierung von vergleichbaren börsenkotierten Gesellschaften und deren Finanzkennzahlen (Trading Multiples), oder aufgrund von Preisen, die für vergleichbare Unternehmen in Transaktionen bezahlt wurden und ins Verhältnis zu den Finanzkennzahlen gesetzt werden (Transaction Multiples), geschätzt.

Trading Multiples

Für Gesellschaften, die sich in einer starken Wachstums-Phase befinden, sind die für etablierte Unternehmen am häufigsten angewandten Multiples auf Stufe EBIT oder EBITDA, von welchen insbesondere der EBITDA-Multiple die Ertragskraft eines Unternehmens am verlässlichsten reflektiert oftmals nicht anwendbar, da die erwarteten operativen Ergebnisse in den ersten Planjahren vielfach negativ oder tief sind. Aus diesen Überlegungen bietet sich allenfalls der Umsatz-Multiple als geeigneter Multiplikator an. Allerdings lässt der Umsatz-Multiple keine Aussage über die Ertragskraft eines Unternehmens zu und ist deshalb vorliegend auch keine geeignete Kennzahl. Aus diesen Gründen, werden Trading Multiples (Anhang 2) für die Berechnung des Wertes von Pokermania als nicht geeignet betrachtet.

Transaction Multiples

Bei einer Recherche in der Datenbank mergermarket.com konnten keine vergleichbaren Transaktionen identifiziert werden, welche eine relevante Ähnlichkeit in Bezug auf die Geschäftstätigkeit und insbesondere den Entwicklungsstand von Pokermania aufweisen. Aus diesem Grund wird auf die Berechnung des Wertes mit Transaction Multiples (Anhang 3) verzichtet.

Bestimmung des Wertes pro Escor-Aktie

Ausgehend vom ermittelten Substanzwert ohne die Beteiligung Pokermania und unter Berücksichtigung des mit der DCF-Methode berechneten Beteiligungswertes von Pokermania berechnet sich der Wert einer Escor Aktie wie folgt:

Substanzwert Escor (inkl. Verluste für zwölf Monate) ohne Beteiligung an Pokermania und ohne Minderheiten*	16'882'200
+ Beteiligung an Pokermania (50.04%) gemäss DCF-Bewertung	3'995'250
= Total Wert Eigenkapital Escor per 30.06.2011	20'877'450
Anzahl ausgegebene Aktien total	1'237'500
./. Anzahl eigene gehaltene Aktien	-16'017
= Anzahl ausstehende Aktien	1'221'483
Wert pro ausstehende Aktie per 30.06.2011	17.092
Hochrechnung auf Datum der Voranmeldung 16.09.2011	0.036
Wert pro ausstehende Aktie per 16.09.2011	17.128

* Gemäss dem ermittelten bereinigten Substanzwert hergeleitet gemäss Tabelle auf Seite 12.

Sensitivitätsanalyse

Die mit Bezug auf den Wert der Escor-Aktien durchgeführte Sensitivitätsanalyse zeigt die Veränderung des Wertes einer Aktie bei der Variation von verwendeten Bewertungsparametern (WACC und ewigem Wachstum) zur Bewertung der Beteiligung an Pokermania. Die Resultate dieser Sensitivitätsanalyse sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

Wert der Aktie Escor unter Berücksichtigung der Sensitivitäten Pokermania
in Abhängigkeit von ewigem Wachstum und WACC
 (CHF)

WACC Pokermania	Ewiges Wachstum - Free Cash Flow 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

Quelle: Berechnungen BDO

Marktbewertung

Trading Multiples

Bei der Marktbewertung mit Trading Multiples wird anhand vergleichbarer kotierter Gesellschaften der Marktwert des jeweiligen Unternehmens basierend auf dem Marktwert des Eigenkapitals (Marktkapitalisierung) sowie der aktuellen Nettofinanzposition zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen ins Verhältnis gesetzt und auf die entsprechenden Finanzkennzahlen der zu bewertenden Gesellschaft angewandt. Allgemein anerkannte und verwendete Multiples für Dienstleistungs- und Produktionsbetriebe sind Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiples.

Wie vorstehend ausgeführt, befindet sich Escor derzeit in einer Phase der strategischen Neuausrichtung, weshalb für das Gesamtunternehmen lediglich ein Budget für das Jahr 2011 vorliegt. Aufgrund der Gewinnwarnung, welche am 1. Juli 2011 im Rahmen einer Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wurde, muss von negativen operativen Ergebnissen ausgegangen werden, welche durch Bereinigung von Altlasten noch akzentuiert werden. Aus diesen Gründen wird eine Bewertung mit Trading Multiples als nicht geeignet betrachtet, da die Vergleichsgesellschaften (Anhang 4) im Gegensatz zu Escor stabile Ertrags- und Gewinnkennzahlen aufweisen.

Transaction Multiples

In Ergänzung zur Analyse anhand der Börsenbewertung von vergleichbaren Gesellschaften wurden durchgeführte Transaktionen mit Vergleichsunternehmen untersucht. Bei dieser Methode wird der Verkaufspreis eines Unternehmens mit den Finanzkennzahlen ins Verhältnis gesetzt und auf die entsprechenden Finanzkennzahlen der zu bewertenden Gesellschaft angewandt. Bei den Transaction Multiples ist zu beachten, dass bezahlte Preise aus verschiedenen Gründen verzerrt sein können, was die Aussagekraft solcher Multiples einschränkt.

Wir haben uns bei unserer Recherche betreffend getätigte Transaktionen auf die Datenbank von "mergermarket.com" abgestützt. Die Suche umfasste Transaktionen von und mit Unternehmen der Vergleichsgruppe von Escor (Anhang 5).

Aufgrund der negativen operativen Ergebnisse im abgeschlossenen Geschäftsjahr 2010 und der strategischen Neuausrichtung ist eine Bewertung mit Transaction Multiples mangels Vergleichbarkeit nicht aussagekräftig bzw. vorliegend nicht anwendbar.

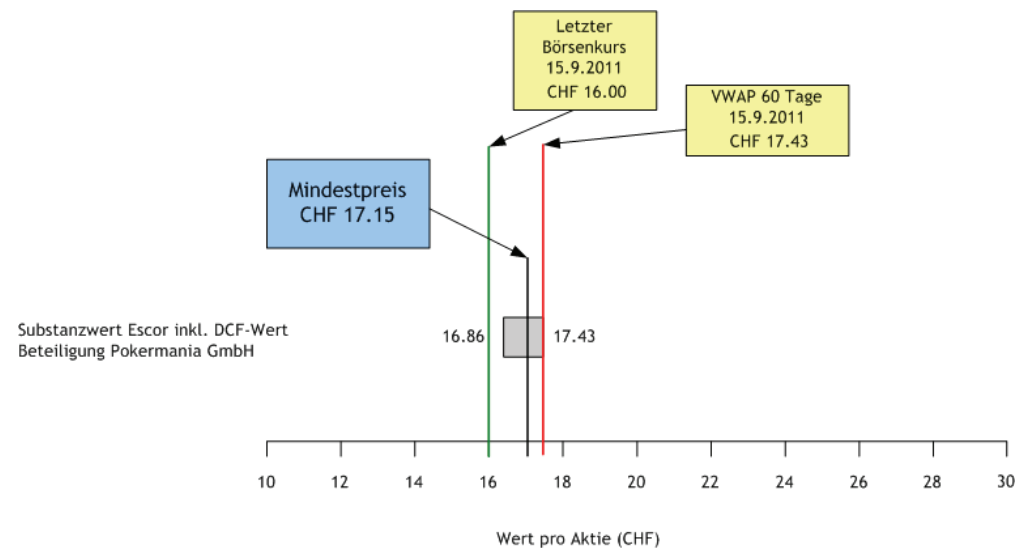
Entwicklung Aktienkurs

Die Entwicklung des Kurses der Escor Aktien ist aufgrund der geringen gehandelten Volumina über die letzten zwölf Monate nicht repräsentativ und nur bedingt aussagekräftig. Es lässt sich daraus keine verlässliche Aussage zur Bestimmung des Unternehmenswertes der Escor ableiten.

Gesamtbeurteilung

Übersicht Resultate

Die nachstehende Grafik zeigt das Resultat der Bewertung im Vergleich zum VWAP und dem letzten gehandelten Aktienkurs vor Abschluss der Bewertungsarbeiten.



Der berechnete Unternehmenswert zur Bestimmung des Mindestpreises basiert, wie vorstehend beschrieben, ausschliesslich auf dem unter Berücksichtigung der spezifischen Ausgangslage gewählten Bewertungsvorgehen (DCF Wert für die Beteiligung Pokermania + bereinigter Substanzwert der sonstigen Geschäftsfelder). Nebst den Sensitivitätsanalysen wurden keine weiteren Bewertungsmethoden zur Plausibilisierung verwendet, da Escor in der Phase des Umbruchs und der Neuausrichtung, mit Ausnahme des Haltens der Start-Up Beteiligung an Pokermania, keine strategisch zukunftsgerichtete sowie gewinnbringende Geschäftstätigkeit ausübt.

Ergebnis des Gutachtens

Basierend auf den durchgeführten Bewertungsüberlegungen zur Escor-Aktie erachten wir das modular aufgebaute Bewertungsvorgehen durch Berücksichtigung des bereinigten Substanzwertes der nicht fortgeführten oder defizitären Geschäftsfelder sowie des DCF-Wertes der im Mai 2011 gekauften Beteiligung an der Pokermania GmbH als am besten geeignet den Wert einer Escor-Aktie zu bestimmen.

Ausgehend vom berechneten Gesamtwert des Eigenkapitals der Escor Casinos & Entertainment AG von CHF 20.9 Mio. unter Berücksichtigung der ausstehenden 1'221'483 Aktien ergibt sich ein Wert pro Aktie von CHF 17.15.

Schlussfolgerung

BDO hat gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA, im Zusammenhang mit der Einhaltung der Mindestpreisregeln, einen Wert je Escor-Aktie von CHF 17.15 ermittelt.

Zürich, 19. September 2011

BDO AG



Marcel Jans



Oliver Ambs

Anhang

Bewertung Pokermania GmbH

Anhang 1 Beta- und Finanzierungsanalyse

Anhang 2 Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Anhang 3 Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Bewertung Escor Casinos & Entertainment AG (ohne Beteiligung Pokermania GmbH)

Anhang 4 Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Anhang 5 Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Anhang 1: Analyse von Beta und Kapitalstruktur

Bewertung Pokermania GmbH

Gruppe von Vergleichsunternehmen	Ticker	Währung	1) Eigenkapital	Fremdkapital	Liquide Mittel	Fremdkapital netto	Netto-FK / EK	Netto-FK / Gesamtkapital	2) Levered Equity Beta	3) Unlevered Asset Beta
Betting Promotion Sweden AB	BETT SS	SEK	101	0	53	-53	-52.3%	-109.8%	0.479	1.005
888 Holdings PLC	888 LN	USD	179	0	61	-61	-34.0%	-51.4%	0.780	1.181
Redbet Holding AB	RBET SS	SEK	37	9	35	-26	-70.0%	-235.4%	0.643	2.144
Bwin.Party Digital Entertainment PLC	BPTY LN	EUR	1'150	36	36	0	0.0%	0.0%	0.960	0.960
bet-at.home.com AG	ACX GR	EUR	76	0	36	-36	-47.6%	-90.8%	0.713	1.360
Electronic Arts Inc.	ERTS US	USD	7'354	0	1'848	-1'848	-25.1%	-33.6%	0.967	1.292
Gameloft SA	GFT FP	EUR	299	2	27	-25	-8.4%	-9.2%	0.926	1.011
Funcom NV	FUNCOM NO	USD	82	0	13	-13	-15.8%	-18.7%	0.749	0.889
Activision Blizzard Inc.	ATVI US	USD	13'245	0	2'944	-2'944	-22.2%	-28.6%	0.821	1.055
Two-Two Interactive Software	TTWO US	USD	1'163	109	249	-140	-12.0%	-13.6%	0.998	1.134
Durchschnitt							-28.7%	-59.1%	0.804	1.20
Median							-23.7%	-31.1%	0.800	1.09

Quellen:

1) Marktkapitalisierung vom September 2011 gemäss Bloomberg

2) Bloomberg adjusted Beta / Lokale Indices 3 Jahre (wöchentlich)

3) Gemäss Harris/Pringle- Formel: Unlevered Beta = Levered Beta / (1+FK/EK)

Zürich, 19. September 2011

Bewertungsgutachten im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot der Highlight Communications AG, Pratteln für alle sich im Publikum befindenden kotierten Aktien der Escor Casinos & Entertainment AG, Düringen



Anhang 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Bewertung Pokermania GmbH

		EV/Umsatz				EV / EBITDA				EV / EBIT			
Vergleichsunternehmen	Währung	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.a.	n.a.	n.a.	4.9x	n.a.	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.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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.a.	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.a.	2.8x	3.1x	n.a.	n.a.	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
Tiefst		0.7x	0.4x	0.4x	0.4x	4.0x	3.1x	2.8x	2.6x	4.5x	3.2x	3.0x	2.7x
Mittelwert		1.5x	1.6x	1.1x	1.1x	46.4x	8.1x	4.8x	5.0x	15.2x	20.0x	6.7x	7.1x
Median		1.2x	1.4x	1.3x	1.2x	8.6x	6.7x	4.8x	5.5x	14.9x	12.6x	5.7x	6.9x
Höchst		2.7x	5.0x	2.3x	2.2x	355.5x	20.6x	7.7x	7.3x	26.2x	80.8x	11.1x	13.5x

Quelle: Bloomberg September 2011

Anhang 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Bewertung Pokermania GmbH

Abschluss- datum	Zielgesellschaft	Bieter	in EUR Mio.			Umsatz- Multiplikator	EBITDA- Multiplikator	EBIT- Multiplikator
			Transaktions- wert	Unternehmens- wert	Ertrag			
11/09/2008	FreeStyleGames	Activision Blizzard Inc	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
09/07/2008	Vivendi Games Inc (VU Games)	Activision Blizzard Inc	5'507.0	5'507.5	804.0	6.9x	35.5x	n.a.
30/06/2008	Gameloft SA	Ubisoft Entertainment SA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
07/02/2008	Eastwood Bookmakers	Ladbrokes Plc	158.0	157.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
08/01/2008	Illusion Softworks a.s.	Take-Two Interactive Software Inc	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
03/12/2007	Ladbrokes (Vernons Pools business)	Sportech Plc	73.0	73.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
26/09/2007	Bizarre Creations Ltd	Activision Blizzard Inc	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11/05/2007	DemonWare Ltd	Activision Blizzard Inc	15.0	15.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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.a.	n.a.	n.a.	n.a.
23/02/2006	Hilton International Corporation	Hilton Worldwide	4'807.0	4'806.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
20/07/2005	Sofia Hotel Development Corporation	Quinn Group Limited	40.0	40.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
15/07/2005	Jack Brown (Bookmaker) Ltd	Ladbrokes	104.0	104.5	504.4	0.2x	23.9x	33.7x
10/05/2005	Hilton Group (11 UK Hotels)	Stardon UK Ltd	159.0	159.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Mittelwert				3.41	25.80	25.82
		Median				3.17	23.92	25.82

Quelle: mergermarket.com

Anhang 4: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Bewertung Escor Casinos & Entertainment AG

		EV/Umsatz				EV / EBITDA				EV / EBIT			
Vergleichsunternehmen	Währung	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.a.
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
Tiefst		2.3x	1.9x	1.8x	1.7x	6.2x	5.9x	5.5x	5.1x	9.5x	10.0x	8.4x	6.4x
Mittelwert		2.6x	2.6x	2.4x	2.2x	9.6x	8.3x	7.1x	6.5x	17.1x	14.5x	11.7x	8.7x
Median		2.8x	2.5x	2.4x	2.3x	10.2x	8.6x	7.7x	6.7x	14.6x	12.6x	10.3x	8.8x
Höchst		2.9x	3.4x	3.2x	3.0x	11.2x	10.9x	8.1x	7.4x	32.0x	22.3x	18.9x	10.9x

Quelle: Bloomberg September 2011

Anhang 5: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Bewertung Escor Casinos & Entertainment AG

Abschluss- datum	Zielgesellschaft	Bieter	in EUR Mio.			Umsatz- Multiplikator	EBITDA- Multiplikator	EBIT- Multiplikator
			Transaktions- wert	Unternehmens- wert	Ertrag			
n.a.	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.a.	n.a.	n.a.	n.a.
05/10/2010	Scientific Games Racing LLC	Sportech Plc	53.0	53.5	76.6	0.7x	n.a.	n.a.
08/07/2008	Cyberview Technology Inc	International Game Technology	49.0	48.0	35.4	1.4x	55.8x	n.a.
12/06/2008	Bally International AG	Labelux Group GmbH	372.0	372.4	310.4	1.2x	n.a.	n.a.
		Mittelwert				1.03	29.65	6.14
		Median				0.99	29.65	6.14

Quelle: mergermarket.com