

FAIRNESS OPINION

GOLDBACH GROUP AG

15 janvier 2018



SOMMAIRE

Oaklins

Introduction

Société et marché

Considérations d'évaluation

Fairness Opinion

Annexe

Mesdames, Messieurs,

A des fins d'appréciation de l'équité financière de l'offre publique d'achat sur Goldbach Group AG (ci-après «Goldbach», «Goldbach Group») par Tamedia SA («Tamedia»), société de médias suisse cotée à la SIX Swiss Exchange, le Conseil d'administration de Goldbach a mandaté Oaklins Binder SA («Oaklins», «Oaklins Switzerland» ou «nous») pour établir une Fairness Opinion.

La Fairness Opinion est exclusivement destinée au Conseil d'administration de Goldbach Group AG, qui s'y référera dans le cadre de sa prise de position relative à l'appréciation de l'offre susmentionnée. Elle peut être publiée dans sa totalité et mise à la disposition de personnes intéressées. Toute utilisation à d'autres fins que l'appréciation de l'équité financière de l'offre est exclue. La Fairness Opinion ne constitue en particulier pas une recommandation aux actionnaires publics d'accepter ou de rejeter l'offre.

Oaklins Switzerland établit la présente Fairness Opinion en tant que conseiller indépendant en Corporate Finance et perçoit à ce titre un honoraire usuel du marché. Oaklins Switzerland ne perçoit aucune indemnité dépendant du contenu du rapport ou de la conclusion de la transaction. Oaklins Switzerland confirme être particulièrement qualifiée pour établir une Fairness Opinion et être indépendante de l'offrant, de la société visée et des personnes agissant de concert avec eux, au sens de l'art. 30 al. 6 OOPA.

Pour établir la Fairness Opinion, Oaklins Switzerland est partie du principe que les informations fournies par Goldbach étaient correctes et exhaustives. La direction a confirmé n'avoir connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance selon lesquels les informations mises à disposition seraient trompeuses, erronées ou incomplètes. La responsabilité d'Oaklins Switzerland se limite à l'évaluation minutieuse et professionnelle des informations et calculs qui lui ont été mis à disposition ainsi que de leur plausibilité.



Dr. Jürg Stucker, CFA

Associé

+41 44 268 45 30

j.stucker@ch.oaklins.com



Dr. Daniel Spring, CFA

Head of Valuation

+41 31 326 18 17

d.spring@ch.oaklins.com

CONTEXTE

- Fondée en 1983, la société Goldbach Group AG est un distributeur de médias privés électroniques, interactifs et mobiles, coté à la SIX Swiss Exchange (Swiss Reporting Standard, numéro de valeur 487094, ISIN CH0004870942, Symbol GBMN).
- Goldbach a son siège à Küsnacht (ZH) en Suisse et exerce ses activités en Allemagne, Autriche et Suisse (DACH) sur les segments TV, Radio, Online, Mobile et Digital out of Home (DOOH). La société dispose de deux secteurs d'activité opérationnels.
 - **Ad Sales:** les clients sont des partenaires médias pour lesquels Goldbach place du temps et des créneaux publicitaires dans des programmes TV et radio ainsi que sur des plateformes en ligne et mobile.
 - **Marketing Services:** les clients sont des clients directs soutenus par Goldbach dans la conception, la création, la production, la planification, l'acquisition, l'exécution et l'optimisation des mesures de marketing dans des médias électroniques et numériques.
- Les principaux actionnaires sont au 30 novembre: Beat Curti, Veraison Sicav, Credit Suisse Funds AG et UBS Fund Management. Ils détiennent ensemble plus que la moitié des actions Goldbach.
- Le 22 décembre 2017, Tamedia SA a présenté une offre publique d'achat sur Goldbach. Le prix de l'offre s'élève à CHF 35,50 nets en espèces et concerne toutes les actions nominatives Goldbach Group AG en circulation dans le public.
- En cas d'offre publique d'achat, le Conseil d'administration est tenu, en vertu de l'art. 132 LIMF, de publier un rapport sur l'offre. A des fins d'appréciation de l'équité financière de l'offre, le Conseil d'administration a mandaté Oaklins Switzerland pour établir une Fairness Opinion. Conformément à la décision de la Commission des OPA (COPA) du 25 avril 2012, Oaklins Binder SA est particulièrement qualifiée pour l'établissement de Fairness Opinions dans le cadre d'offres publiques d'achat.
- La Fairness Opinion ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics de Goldbach d'accepter ou de rejeter l'offre. Elle n'évalue par ailleurs ni les modalités de règlement et autres conditions de l'offre Tamedia, ni les aspects juridiques et fiscaux de la structure de la transaction, ni les éventuelles conséquences de l'acceptation ou du rejet de l'offre de Tamedia, pas plus que la future évolution du cours de l'action Goldbach. Dans le cadre de l'établissement de la Fairness Opinion, Oaklins Switzerland n'a procédé ni à une révision au sens du droit des sociétés anonymes ni à une due diligence.

PROCÉDÉ ET MÉTHODES D'ÉVALUATION

- La présente appréciation de l'équité financière de l'offre présentée aux actionnaires de Goldbach Group AG repose sur les considérations d'évaluation d'Oaklins Switzerland.
- L'appréciation de l'équité financière de l'offre aux actionnaires de Goldbach Group AG ne tient pas compte de la situation fiscale ou juridique individuelle des différents actionnaires.
- Dans le cadre de la présente Fairness Opinion, les déclarations sur l'équité financière de l'offre peuvent donc seulement être d'ordre général dans la perspective de tous les actionnaires publics.
- La date de référence de l'évaluation est le 18 décembre 2017.
- L'évaluation part du principe que l'alternative à la vente à un partenaire stratégique est la poursuite autonome des activités de l'entreprise. Les synergies qu'un acheteur potentiel pourrait exploiter n'ont pas été prises en compte.
- Les méthodes d'évaluation utilisées pour la Fairness Opinion sont les suivantes, l'accent étant mis en particulier sur la première:
 - **Méthode Discounted Cash Flow (évaluation DCF)**
Actualisation des futurs flux de trésorerie attendus à la date de référence de l'évaluation.
 - **Méthodes de marché**
Evaluation sur la base de sociétés comparables (multiples de marché) et de transactions comparables (multiples de transaction).
 - **Analyse du cours de l'action et cours cible des analystes d'actions**
Analyse de la liquidité et analyse du cours de l'action ainsi qu'évaluation des objectifs de cours des analystes d'actions.

PRINCIPES D'ÉVALUATION ET BASES D'INFORMATION

- Concernant la marche des affaires et la cotation de Goldbach Group AG, le présent rapport d'évaluation part du principe que le statu quo sera maintenu. Le rapport ne contient aucune information sur la performance de l'action en cas de retrait de la cotation à la SIX Swiss Exchange ou d'éventuelle liquidation de la société.
- Pour les considérations d'évaluation relatives au groupe, Oaklins Switzerland s'est appuyée sur les présentes informations ainsi que sur les informations disponibles au public sur Goldbach Group. A cet égard, Oaklins est partie du principe que les informations financières et autres données obtenues sont correctes et exhaustives. Toute responsabilité pour une vérification indépendante de ces informations est exclue.
- Pour la préparation du présent document, Oaklins n'a procédé à aucune inspection physique des locaux, sites et/ou dossiers ou autres de Goldbach. La direction de Goldbach Group AG a confirmé à Oaklins n'avoir connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance selon lesquels les informations mises à disposition seraient trompeuses, erronées ou incomplètes.
- Les informations et critères dans le présent document reposent sur l'environnement de marché, d'entreprise et économique à la date de référence de l'évaluation au 18 décembre 2017. Des circonstances ultérieures peuvent se répercuter sur les informations qui ont servi de base à la présente analyse. Oaklins n'est pas tenue d'actualiser, de vérifier ou de confirmer les informations contenues dans le présent document. L'évaluation repose sur les bases d'information suivantes:
 - L'annonce préalable de l'offre publique d'achat de Tamedia SA du 22 décembre 2017
 - Certaines informations commerciales et financières disponibles au public sur la société (notamment des rapports annuels audités)
 - Diverses prévisions financières et autres données mises à dispositions par Goldbach Group et notamment des business plans approuvés par le Conseil d'administration
 - Des entretiens avec Jens Alder (président du CA), Michi Frank (CEO), Roland Wittmann (CSO) et Lukas Leuenberger (CFO) sur l'activité commerciale et les perspectives d'avenir
 - Des détails sur les engagements financiers et les liquidités disponibles
 - Des détails sur les plans de rémunération en actions et en options du Conseil d'administration et de la direction
 - Des études de marché pour évaluer le contexte du marché et les perspectives d'avenir
 - Les cours historiques de l'action et les volumes de négoce de l'action de la société
 - Des données des marchés de capitaux et autres informations disponibles au public sur d'autres sociétés dont Oaklins Switzerland considère que les secteurs d'activités sont comparables à ceux de la société en question
 - Des informations sur de précédentes transactions comparables
 - D'autres études, analyses et enquêtes financières considérées comme appropriées par Oaklins Switzerland

SOMMAIRE

Oaklins

Introduction

Société et marché

Considérations d'évaluation

Fairness Opinion

Annexe



GOLDBACH GROUP AG

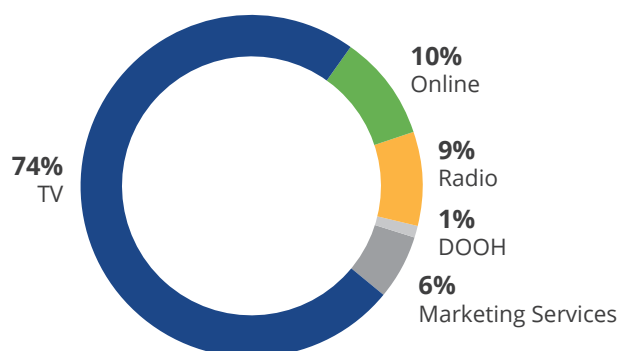
Présentation

- Fondée en **1983**
- Siège à **Küsnacht ZH**
- Accent sur région **DACH**
- Chiffre d'affaires 2016: **CHF 495,5 mio.**
- EBITDA 2016: **CHF 32,5 mio.**
- Collaborateurs: **340 (319 EPT)** à mi 2017

**GOLDBACH
GROUP**

Gamme prestations

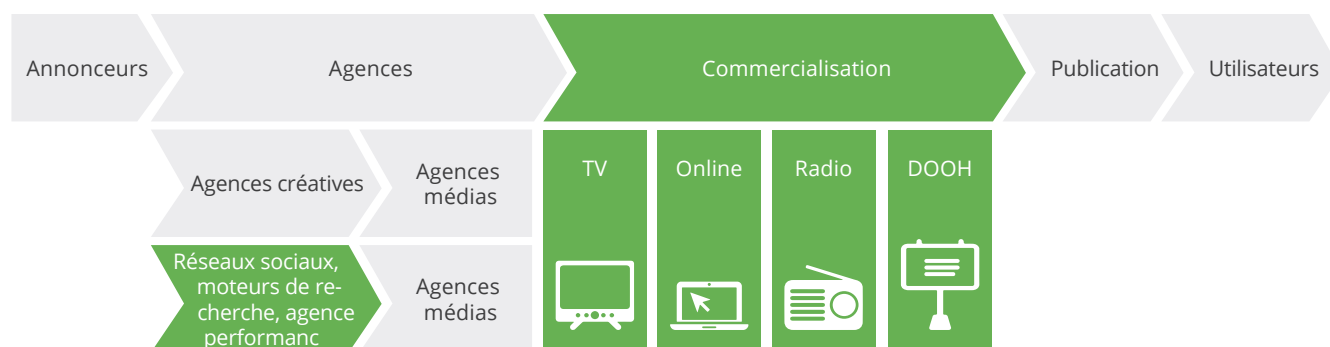
- Distribution et diffusion de médias électroniques**
 - **TV** (74% du CA)
 - **Online** (10% du CA)
 - **Radio** (9% du CA)
 - **DOOH** (1% du CA)
- Marketing Services** (6% du CA)



Source: Goldbach

Positionnement dans la chaîne de valeur publicitaire

- Goldbach est active dans les segments en vert.



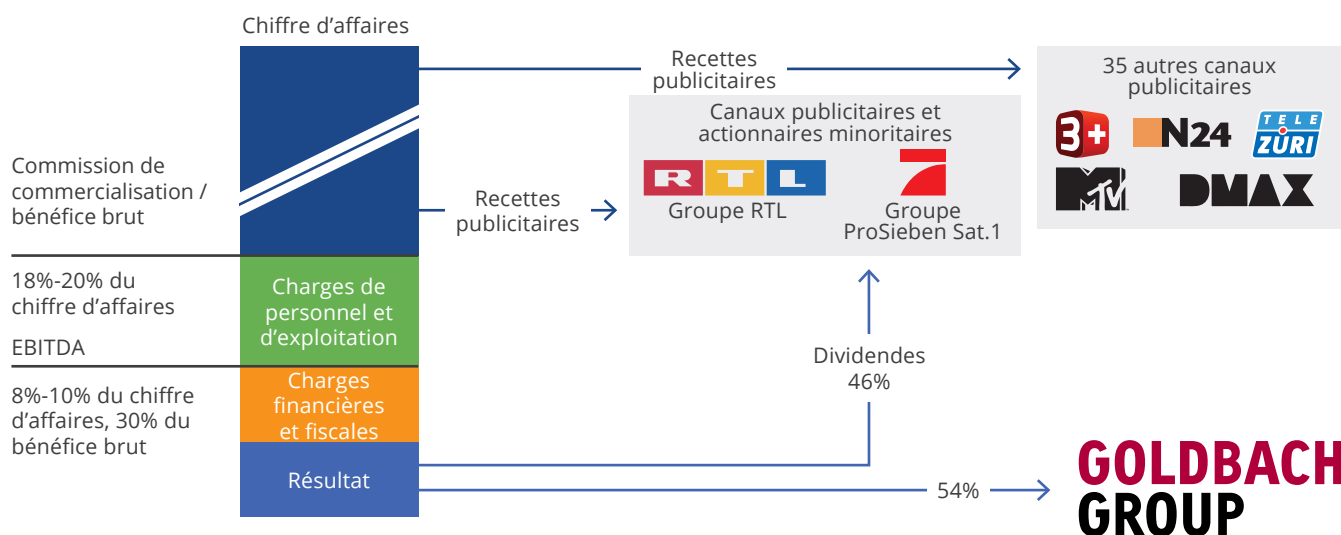
MODÈLE D'AFFAIRES

- Goldbach est actuellement présente dans les secteurs de la distribution et de la diffusion de publicités (Ad Sales) dans la région DACH (Allemagne, Autriche, Suisse). Elle exploite en outre une agence digitale dans le secteur d'activité Marketing Services.
- En 2014, la société a vendu Goldbach Russia, Goldbach Adriatic, Goldbach Romania, Goldbach Poland ainsi que la plateforme de Web-TV Wilmaa. Goldbach se concentre depuis sur son cœur de métier en tant que diffuseur germanophone de contenus publicitaires sur ses trois marchés clés que sont la Suisse, l'Allemagne et l'Autriche.
- Le modèle d'affaires Ad Sales repose sur les recettes de la commercialisation de fenêtres publicitaires dans différents types de médias. La distribution de publicités télévisées en Suisse détient une position centrale à cet égard et représente plus de 70% du chiffre d'affaires total. Les clients sont des agences.
- La participation au capital de Goldbach Media Switzerland AG des émetteurs RTL et ProSiebenSat.1 (depuis plus de 20 ans) constitue un pilier important de mandats de distribution exclusifs et à long terme sur le marché suisse. Les contrats de longue date avec les deux émetteurs TV constituent la base de l'activité de publicité télévisée.
- Dans le secteur d'activité Marketing Services, Goldbach propose à une clientèle directe la conception et la réalisation de campagnes publicitaires numériques ainsi que des solutions dans le domaine des réseaux sociaux et du marketing par moteurs de recherche. Alors que le secteur affichait encore une contribution négative de CHF -2,5 millions à l'EBITDA en 2016, le seuil de rentabilité a été atteint cette année de sorte que le segment Marketing Services devrait, selon les prévisions, contribuer favorablement à l'évolution future.

Accent géographique






La participation au capital d'émetteurs TV assure un modèle d'affaires durable



STRUCTURE DE L'ENTREPRISE

- Goldbach Group est organisée en plusieurs sociétés autonomes qui sont actives dans différents secteurs d'activité et pays.
- Le tableau présente les secteurs d'activité des principales sociétés du groupe.









Secteurs d'activité des principales sociétés du groupe

Département	Ad Sales												Marketing Services		
	TV			Online			Radio			DOOH					
Pays															
Chiffre d'affaires total (2016)	CHF 368 mio.			CHF 51mio.			CHF 42 mio.			CHF 5 mio.			CHF 30 mio.		
GOLDBACH MEDIA	✓		✓	✓						✓		✓			
 swiss radioworld							✓								
GOLDBACH GERMANY		✓			✓						✓				
GOLDBACH AUDIENCE	✓			✓		✓				✓					
GOLDBACH INTERACTIVE													✓		
Jaduda					✓						✓				

OFFRE DE SERVICES ET PARTENAIRES

- En tant que distributeur publicitaire, Goldbach vend les espaces publicitaires d'un diffuseur (TV, Online, Radio, DOOH) à des annonceurs ou leurs agences. Les recettes sont partagées entre le diffuseur et le distributeur. Dans le secteur Ad Sales, Goldbach travaille avec une multitude de diffuseurs et de partenaires de distribution. Dans le secteur Marketing Services, le chiffre d'affaires est généré avec des clients directs.
- Les principaux partenaires et clients dans les différents segments et pays sont présentés ci-dessous.

Une sélection de partenaires et clients dans les différents segments et pays

Pays	Ad Sales				Marketing Services (clients directs, toute la région DACH)
	TV	Online	Radio	DOOH	
	     	  wilmää swissmilk	  	  MediaMarkt	 
	  DMAX AUSTRIA 	 XING 	MediaMarkt  	 We create chemistry 	
	    	  	   	 Beiersdorf 	

Les droits des différents logos appartiennent à leurs propriétaires respectifs

HISTORIQUE DES CHIFFRES FINANCIERS

- L'historique du chiffre d'affaires révèle une croissance continue du résultat net sur la période de 2011 à 2016.
- La marge EBITDA fluctue légèrement mais évolue essentiellement dans un rectangle entre 6% et 8%.
- Un effet exceptionnel (correctif de valeur) en 2013 fausse légèrement la comparaison en glissement annuel de l'EBIT et de la marge.
- En 2014, la comptabilité est passée des IFRS aux Swiss GAAP RPC. Les résultats des périodes d'avant 2014 ne sont donc que partiellement comparables avec ceux des périodes de 2014 à 2016. Les résultats par segment n'ont par ailleurs pas été publiés avant 2014.

Compte de résultats

en milliers de CHF	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Présentation comptes</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
Eliminations				(319)	(487)	(1'373)
Ad Sales				419'844	436'714	467'161
Marketing Services				48'702	35'482	29'744
Corporate/Eliminations				(4'655)	(1'933)	(1'370)
Produit net	446'030	455'448	458'569	463'891	470'263	495'535
Charges directes	(346'986)	(356'524)	(358'754)	(370'997)	(378'454)	(402'150)
Bénéfice brut	99'044	98'924	99'815	92'894	91'809	93'385
Charges de personnel	(46'296)	(45'506)	(47'793)	(44'040)	(44'148)	(43'138)
Autres charges d'exploitation	(22'409)	(22'945)	(23'233)	(23'741)	(22'699)	(20'729)
Autres produits d'exploitation	6'989	5'184	2'512	2'345	3'176	3'006
EBITDA	37'328	35'657	31'301	27'458	28'138	32'524
Amortissements	(3'265)	(2'532)	(2'877)	(3'283)	(2'535)	(2'961)
Dépréciations	(4'056)	(1'037)	(20'728)			
EBIT	30'007	32'088	7'696	24'175	25'603	29'563

KPIs:

Croissance du chiffre d'affaires	n/a	2.1%	0.7%	1.2%	1.4%	5.4%
Marge brute	22.2%	21.7%	21.8%	20.0%	19.5%	18.8%
Marge EBITDA	8.4%	7.8%	6.8%	5.9%	6.0%	6.6%
Marge EBIT	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
Investissements en % de l'EBITDA	7.6%	13.6%	8.1%	5.3%	10.5%	4.7%

*anciennement Ad Sales Übrige
Source: Rapports annuels Goldbach 2011-2016

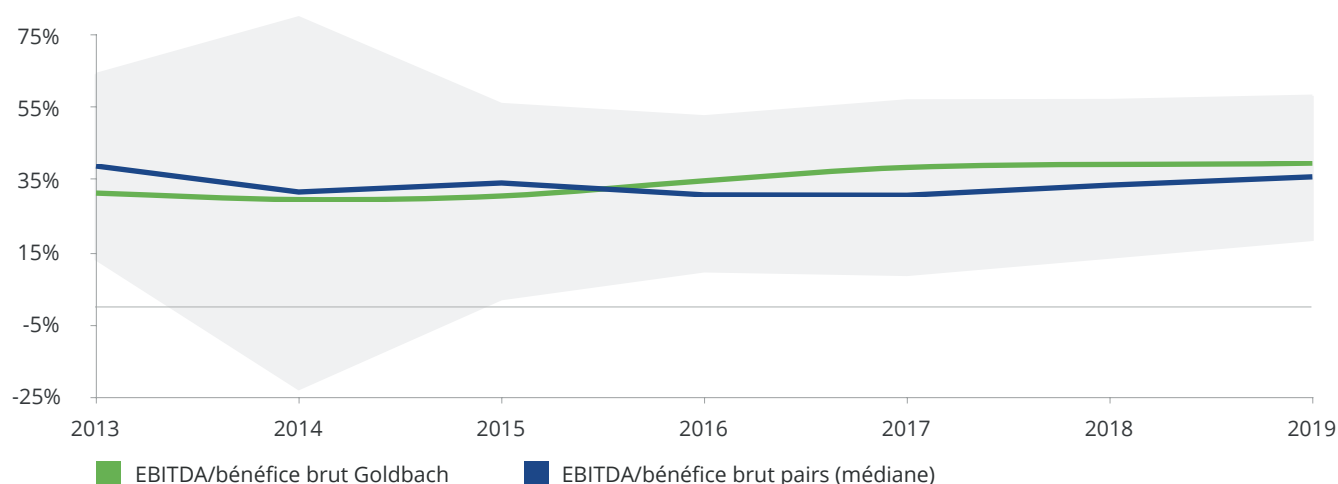
COMPARAISON AVEC GROUPE DE PAIRS

Comparaison

- La comparaison sectorielle consiste à comparer les différents indicateurs (EBITDA en % du bénéfice brut, actif circulant net (ACN) et investissements) de Goldbach avec ceux du reste du groupe de pairs.
- La comparaison sectorielle est soumise à certaines limites puisqu'il n'existe aucune société totalement comparable (pairs) dont les données sont publiquement disponibles. Elle repose donc sur un grand nombre de sociétés internationales qui exercent tout ou partie de leurs activités dans la distribution publicitaire. La composition précise du groupe de pairs est fournie en annexe.
- Les courbes du graphique présentent les chiffres de Goldbach et la valeur médiane du groupe de pairs pour la période de 2013 à 2019. La zone grise présente la fourchette des indicateurs de toutes les sociétés du groupe de pairs.
- Les valeurs de Goldbach devraient s'inscrire dans la fourchette du groupe de pairs qui est utilisé pour l'évaluation.

EBITDA en % du bénéfice brut

- Goldbach reverse une grande partie du chiffre d'affaires directement aux partenaires médias. Le chiffre d'affaires est toutefois comptabilisé en totalité dans le compte de résultats de Goldbach. La marge EBITDA au sens classique, c'est à dire par rapport au chiffre d'affaires, n'est de ce fait pas pertinente. Pour la comparaison sectorielle, il est plus intéressant de considérer le rapport entre EBITDA et bénéfice brut.



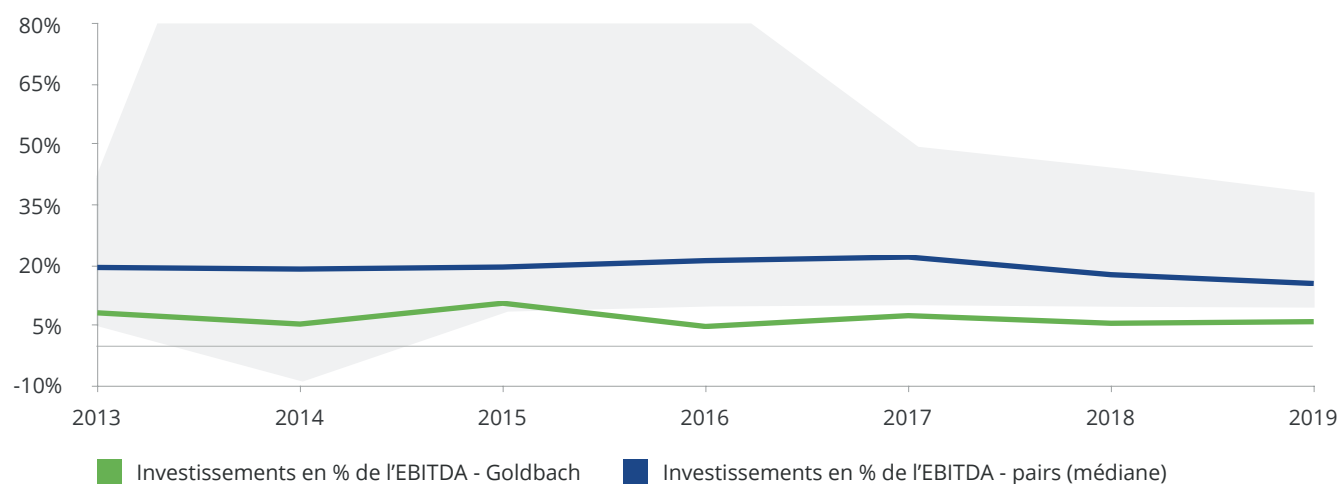
Source: Oaklins, Infront Analytics, Goldbach
 Les données pour Goldbach proviennent des comptes annuels et des planifications financières, celles du groupe de pairs d'Infront Analytics

- Tant en termes historiques que selon les prévisions, le rapport entre EBITDA et bénéfice brut est proche de la valeur médiane du groupe de pairs.

COMPARAISON AVEC GROUPE DE PAIRS

Investissements en % de l'EBITDA

- Le graphique indique la part de l'EBITDA investie chaque année. Les chiffres sont représentés comme des valeurs positives, mais ils sont négatifs en termes de flux de trésorerie.



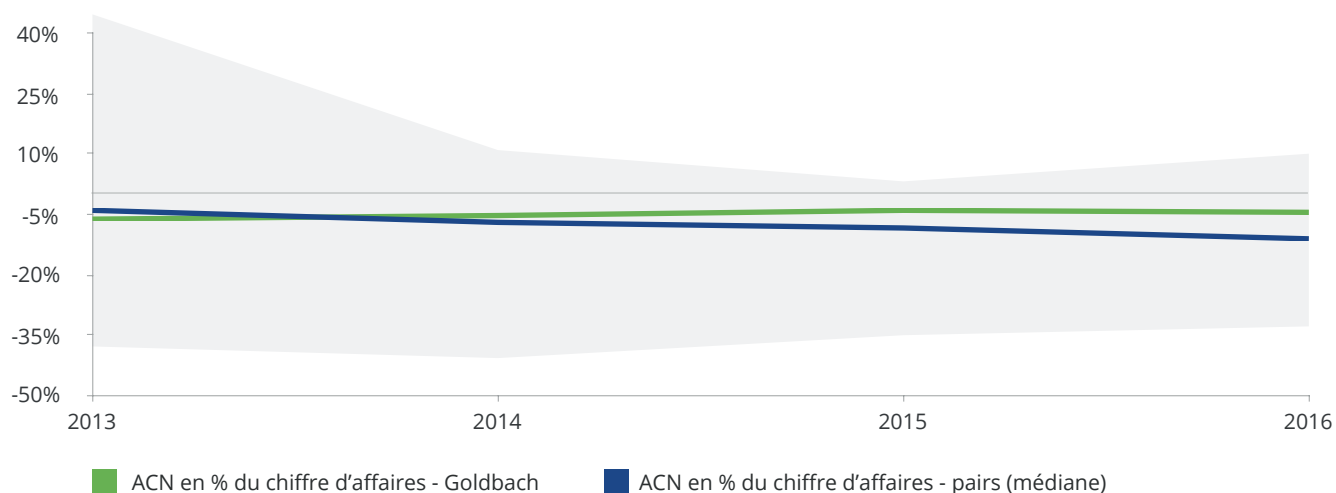
Source: Oaklins, Infront Analytics, Goldbach
 Les données pour Goldbach proviennent des comptes annuels et des planifications financières, celles du groupe de pairs d'Infront Analytics

- Le chiffre de Goldbach se situe dans le bas de la fourchette du groupe de pairs, parfois même en-dessous. Cela s'explique par le fait que certaines sociétés du groupe de pairs ont un besoin d'investissement nettement plus important que Goldbach en termes d'immobilisations (p. ex. sociétés de TV qui disposent en plus de la distribution publicitaire de leurs propres production et équipements). Les activités de Goldbach demandent quant à elles moins d'investissements.

COMPARAISON AVEC GROUPE DE PAIRS

Actif circulant net (ACN) en % du chiffre d'affaires

- Le graphique présente l'ACN par rapport au chiffre d'affaires.



Source: Oaklins, Infront Analytics, Goldbach

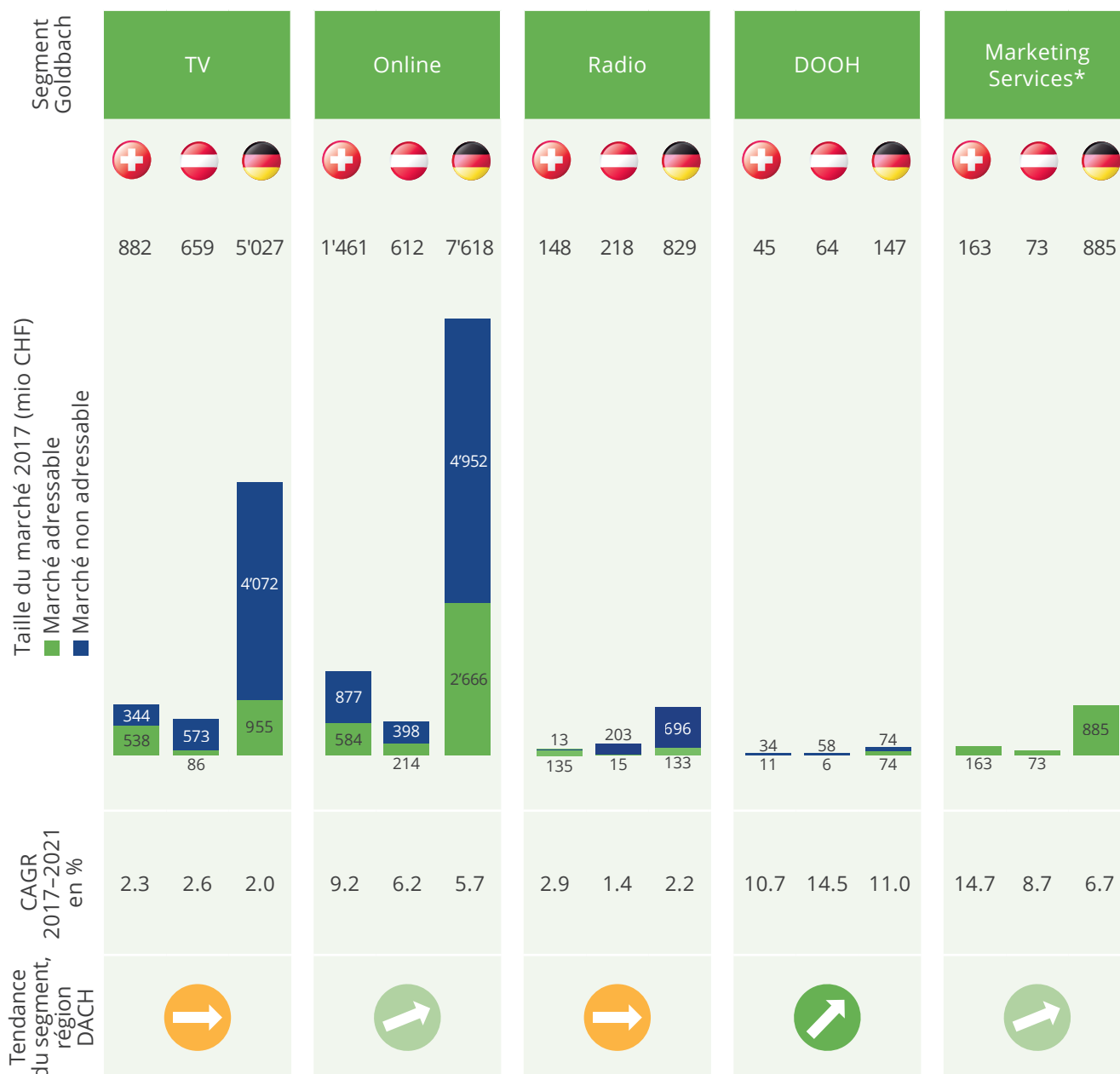
Définition de l'ACN selon Infront Analytics.

Les valeurs de comparaison pour le groupe de pairs sont seulement disponibles pour les périodes du passé.

- L'ACN est négatif tant pour Goldbach que pour le groupe de pairs. Le rapport entre ACN et chiffre d'affaires de Goldbach est proche de la valeur médiane du groupe de pairs, mais légèrement supérieur les deux dernières années.

→ La comparaison sectorielle révèle que les indicateurs de Goldbach sont pour la majeure partie conformes au groupe de pairs.

CONTEXTE DE MARCHÉ ET MARCHÉ POTENTIEL PAR SEGMENT

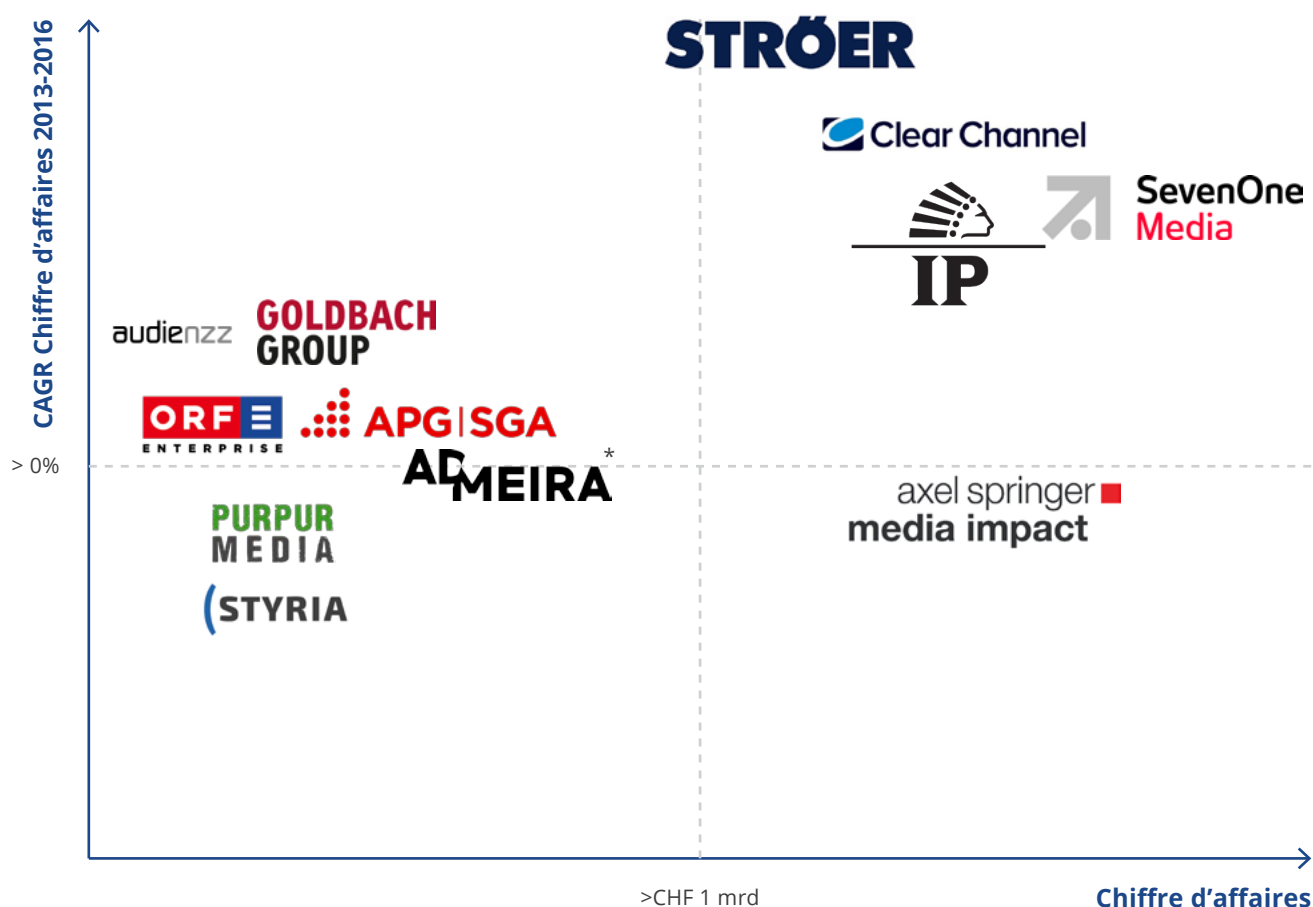


*Performance agences de marketing et moteurs de recherche.
Taille du marché adressable selon estimations de Goldbach. Il n'existe pas de données disponibles pour le marché global.

Source: PwC Media & Entertainment Outlook/Goldbach Group

→ L'estimation des tendances à long terme est intégrée quantitativement dans l'évaluation de Goldbach

PRINCIPAUX DISTRIBUTEURS DANS LA RÉGION DACH



*Admeira est une société active depuis peu de temps. Il n'existe donc pas de données fiables sur son taux de croissance.
Source: Goldbach, Oaklins

- Le graphique présente les principaux distributeurs de la région DACH classés par chiffre d'affaires et par croissance du chiffre d'affaires sur les quatre dernières années.
- IP Deutschland est le distributeur du groupe média RTL.
- SevenOne Media est le distributeur du groupe ProSiebenSat.1.
- Goldbach présente les avantages concurrentiels suivants, en particulier sur le marché suisse:
 - Accent de longue date sur le marché suisse
 - Bonnes relations avec d'importants partenaires
 - Approche de distributeur universel avec un portefeuille TV, Online, Radio et DOOH

STRATÉGIE ET BUSINESS PLAN

- Goldbach est actuellement uniquement distributeur dans la région DACH et couvre les médias TV, Online, Radio et DOOH. Elle offre par ailleurs des services marketing.
- La stratégie de Goldbach repose sur la croissance organique sur ses marchés actuels que sont l'Allemagne, l'Autriche et la Suisse (région DACH) en se concentrant sur les secteurs de croissance Online, Vidéo, Mobile et DOOH. En ce qui concerne le secteur de la TV linéaire, qui représente actuellement trois quarts environ du chiffre d'affaires, la croissance pour les années à venir est estimée comme faible et même négative à moyen et long terme. L'accent stratégique est donc mis sur la consolidation et le développement durable du portefeuille de distribution, la fidélisation de personnes clés ainsi que la conclusion de partenariats stratégiques.
- Le business plan approuvé par le Conseil d'administration couvre la période de 2018 à 2020. Une planification à long terme a par ailleurs déjà été établie jusqu'à 2027. La planification financière reflète les considérations stratégiques décrites ci-dessus. Pour atteindre la croissance visée, il faut compter avec des investissements de CHF 1,5 mio. en moyenne par an. Ceux-ci se font essentiellement dans les secteurs portés par les données et automatisés.
- Selon les estimations, le marché publicitaire devrait évoluer latéralement dans la région DACH jusqu'à 2020, soit un taux de croissance inférieur à 5%. Le domaine TV affiche une croissance moyenne de 2,0% à 2,6% tandis qu'on s'attend à plus de 10% pour Online et DOOH. Le domaine d'activités Allemagne devrait aussi enregistrer une croissance nettement supérieure à 10%. Le business plan de Goldbach est ainsi conforme aux attentes générales du marché.

Résumé

- Croissance organique
- Aucun changement de la structure du groupe
- Evolution latérale sur les marchés publicitaires de la région DACH
- Activités TV linéaire en léger recul sur le long terme
- Croissance dans les segments Online, Vidéo, Mobile et DOOH
- CHF 1,5 mio. d'investissements par an

SOMMAIRE

Oaklins

Introduction

Société et marché

Considérations d'évaluation

Fairness Opinion

Annexe

PRÉSENTATION DES MÉTHODES D'ÉVALUATION

Méthodes d'évaluation sur la base de la valeur de rendement

1. Méthode Discounted Cash Flow (évaluation DCF)

- La méthode DCF compte parmi les méthodes d'évaluation les plus reconnues dans la pratique. Il s'agit d'actualiser les futurs flux de trésorerie disponible attendus avec le coût moyen pondéré du capital (taux d'escompte) et de déterminer la valeur de la société au moyen d'une valeur résiduelle actualisée. Les principaux vecteurs de la méthode DCF sont:
 - Les flux de trésorerie disponible futurs attendus sur la base du business plan de la société.
 - Le coût du capital appliqué pour l'actualisation des flux de trésorerie.
 - L'hypothèse de la croissance perpétuelle dans la période de la valeur résiduelle.

→ **La méthode DCF est la principale méthode d'évaluation utilisée pour l'appréciation de l'offre de Tamedia.**

Méthodes d'évaluation sur la base de la valeur de marché

2. Sociétés comparables (multiples de marché)

- La valeur de marché de sociétés comparables cotées en bourse (groupe de pairs) sert de base à l'évaluation.

3. Transactions comparables (multiples de transaction)

- L'évaluation repose sur l'analyse de précédentes transactions comparables..

4. Performance historique de l'action et objectifs de cours des analystes

- Valeur de marché actuelle de la société cible sur la base de l'analyse de la performance de l'action au cours des 12 derniers mois et les estimations d'analystes.

→ **Les méthodes d'évaluation sur la base de la valeur de marché servent à vérifier la plausibilité des résultats obtenus avec la méthode DCF.**

CALCUL DE LA VALEUR DES FONDS PROPRES

Valeur de l'action

- La valeur d'entreprise des activités opérationnelles de Goldbach Group est déterminée au moyen des méthodes d'évaluation évoquées. Différentes étapes sont nécessaires pour en déduire la valeur des fonds propres et enfin la valeur de l'action.
- La valeur des fonds propres est obtenue en ajoutant à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles les actifs hors exploitation et en déduisant la dette.
 - Les montants de la dette et des liquidités hors exploitation proviennent des derniers comptes mensuels disponibles, clos à fin novembre 2017.
 - Le montant des liquidités hors exploitation repose sur les considérations de la direction dont nous avons vérifié la plausibilité. Elles contiennent en outre les entrées de paiement qui correspondent à l'exercice des options sur actions et du produit de la vente de parts de Goldbach Audience.
 - Les liquidités hors exploitation s'élèvent à CHF 58,3 mio. et les engagements financiers à CHF 19,3 mio. Ces valeurs sont corrigées des intérêts minoritaires correspondants.

Nombre d'actions en circulation

- La valeur de l'action est déterminée en divisant la valeur des fonds propres par le nombre d'actions en circulation. Les actions propres sont exclues de ce calcul, mais la dilution induite par la rémunération en actions dans le cadre de programmes de participation est prise en compte.
- Sur la base des documents dont nous disposons et des renseignements de la direction, nous considérons que le nombre d'actions à prendre en compte s'élève à 6'282'837.
- Ce chiffre repose sur le nombre d'actions au 30 juin 2017 et tient compte des actions émises ou à émettre ultérieurement dans le cadre des programmes de rémunération en actions et des programmes de participation de l'année en cours et des années précédentes.
- Le nombre d'actions à émettre repose sur la meilleure estimation possible à la date de référence de l'évaluation. En raison de la variabilité des programmes de rémunération, ce nombre peut évoluer légèrement après cette date de référence. Au regard du volume des programmes existants de rémunération variable, l'éventuel changement du nombre d'actions à émettre ne devrait cependant pas avoir d'influence notable sur le résultat de la Fairness Opinion.

HYPOTHÈSES D'ÉVALUATION DE LA MÉTHODE DCF

Méthode

- Les différents segments de Goldbach Group se distinguent en ce qui concerne leurs domaines d'activité mais en particulier aussi les perspectives de croissance. Les différents secteurs d'activité sont en outre actifs dans trois pays différents.
- Pour tenir compte de ces différentes circonstances, nous évaluons Goldbach Group au moyen de la méthode dite «sum of the parts». Les différents segments (TV, Online, Radio, DOOH, Ad Sales Deutschland, Ad Sales Österreich, Marketing Services et Corporate) sont en d'autres termes évalués séparément au moyen de la méthode DCF puis additionnés pour obtenir la valeur d'entreprise des activités opérationnelles du groupe entier.
- La date de référence de l'évaluation est le 18 décembre 2017.
- L'évaluation se fait sur une base «stand-alone» et on part du principe d'un scénario «Going Concern».
- Voir l'annexe pour une explication détaillée de la méthode DCF.

Hypothèses générales relatives au business plan

- L'analyse repose sur le business plan détaillé et approuvé par le Conseil d'administration de Goldbach Group pour les années 2018 à 2020, actualisé avec les dernières prévisions 2017 et le budget 2018. Une planification à long terme a par ailleurs déjà été établie jusqu'à 2027. Ces éléments constituent conjointement les bases de l'évaluation DCF.
- Le business plan part du principe d'une croissance purement organique, et aucune synergie n'a été prise en compte.
- Le business plan a été discuté avec la direction et la plausibilité des hypothèses vérifiée.
- L'hypothèse de la valeur résiduelle repose sur des considérations à long terme qui se caractérisent essentiellement par les attentes d'une croissance négative dans le secteur TV classique.

HYPOTHÈSES CONCERNANT LE BUSINESS PLAN

Principales hypothèses de l'évaluation DCF

- Concernant la période de planification, des planifications distinctes ont été établies pour les différents segments, reposant sur différentes hypothèses relatives à la croissance et à la marge.
- Le tableau résume les principales hypothèses pour l'évaluation des différents segments.

Chiffres clés / Hypothèse	TV CH	Online CH	Radio CH	DOOH CH	Ad Sales DE	Ad Sales AT	Marketing Services	Corpo-rate	Source
CAGR produit net FY17-27	(1.1)%	3.9%	1.6%	7.4%	9.1%	5.2%	0.6%	1.9%	Business Plan plausibilisé
Marge EBITDA	8-10%	3-6%	8%	5-11%	0-8%	5-7%	0-3%	n/a	Business Plan plausibilisé
Taux d'imposition	19.5%	18.8%-19.5%	19.5%	19.5%	29.5%	25.0%	18.9%	1.0%	Goldbach
Participations minoritaires	46%	46% (GBM) 49% (GBA) 0% (GDS)	46%	46%	15% (GB GER) 10% (Jaduda)	-	-	-	Structure de participation
Croissance à long terme	(1.0)%	1.0%	1.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	-	Hypothèses Oaklins
CMPC	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	8.0%	8.1%	7.9%	7.2%	Calcul Oaklins

HYPOTHÈSES CONCERNANT LE BUSINESS PLAN

Période de planification

- **Croissance:** les taux de croissance divergent nettement entre les différents segments. Pour le secteur TV en particulier, il faut s'attendre à moyen terme à une croissance négative et à une baisse du chiffre d'affaires à compter de 2020 du fait de l'évolution du marché (basculement vers Online, TV non linéaire, etc.). D'autres segments peuvent par contre bénéficier de ces modifications sur le marché et afficher par conséquent des taux de croissance plus élevés.
- **Investissements:** afin de déterminer les futurs investissements des différents segments, des taux individuels de réinvestissement cohérents avec la croissance attendue ont été supposés. Au total, les investissements se chiffrent à environ CHF 1,5 mio. par an.
- **Actif circulant net (ACN):** l'ACN se compose essentiellement de débiteurs et de créditeurs et a été planifié à l'échelon des segments. La détermination des valeurs prévisionnelles repose sur l'hypothèse des échéances débiteurs et créditeurs attendues, qui divergent entre les différents segments.
- **Intérêts minoritaires:** plusieurs sociétés détiennent des participations minoritaires, en partie importantes. Les parts revenant à ces intérêts minoritaires ont été déduites des flux de trésorerie à l'échelon des segments afin de déterminer la valeur pour les actionnaires Goldbach. Les dettes et les liquidités ont aussi été corrigées de ces participations minoritaires.
- **Pertes reportées:** selon les estimations de la direction, des pertes fiscales de près de CHF 9,0 mio. pourront vraisemblablement être reportées ces prochaines années. Les avantages fiscaux en découlant s'élèvent au total à CHF 2,4 mio. et ont été capitalisés au bilan sans être actualisés. Nous tenons compte de ces pertes reportées en ajoutant les économies fiscales corrigées des participations minoritaires à la valeur des différents segments.
- **Immobilisations financières:** dans son rapport annuel 2016, Goldbach comptabilise des immobilisations financières d'un montant de CHF 319'000. Il s'agit en l'occurrence d'une participation minoritaire opérationnelle. La contribution au bénéfice a par conséquent été prise en compte dans les flux de trésorerie.

HYPOTHÈSES RELATIVES À LA VALEUR RÉSIDUELLE

Période de valeur résiduelle

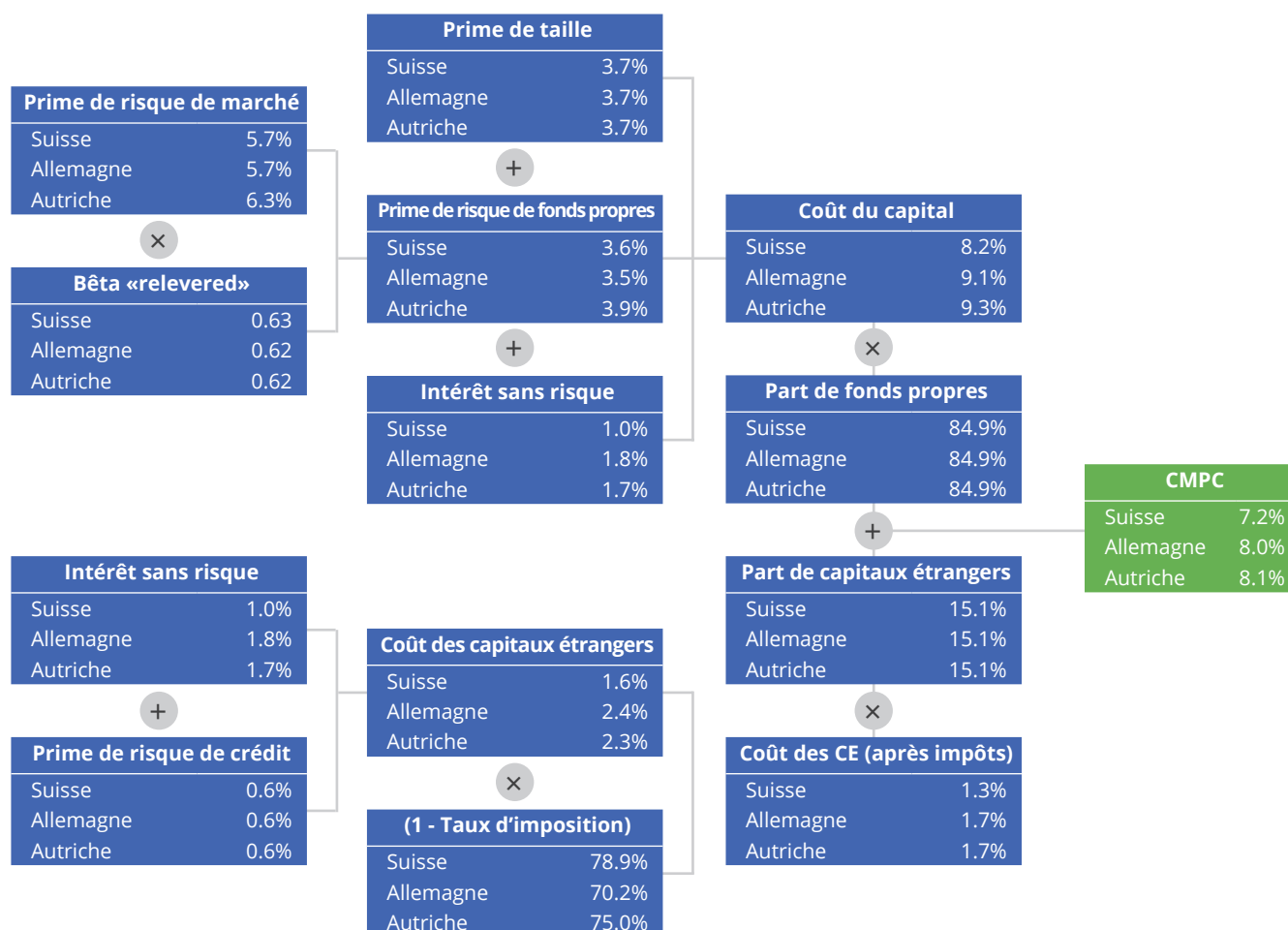
Un flux de trésorerie normalisé a été calculé pour déterminer la valeur résiduelle. Nous avons pour cela admis les hypothèses suivantes:

- **Marge EBITDA:** nous partons du principe d'une marge EBITDA durable sur la base de la dernière période de planification.
- **Investissements (Capex) et amortissements:** en cas de croissance réelle nulle, on suppose généralement que les investissements correspondent aux amortissements. Compte tenu de la croissance négative affichée par certains segments, les taux de réinvestissement supposés pour la période de valeur résiduelle ont été fixés de sorte à refléter les taux de croissance dans la valeur résiduelle.
- **Actif circulant net:** le rapport entre l'actif circulant net et le chiffre d'affaires a été maintenu constant par rapport à la dernière période de planification pour la période de valeur résiduelle.

Taux de croissance perpétuelle

- Compte tenu de l'hypothèse Going Concern, il faut aussi poser l'hypothèse d'une croissance perpétuelle dans les différents segments. Les calculs reposent sur les hypothèses d'Oaklins Switzerland mais tiennent en particulier aussi compte des études de marché et des considérations de la direction.
- Dans le cadre de l'évaluation, nous avons admis l'hypothèse que le taux de croissance escompté à long terme ne peut pas être supérieur au rendement sans risque utilisé dans l'évaluation. Nous avons donc plafonné le taux de croissance à cette valeur maximale.
- Le taux de croissance perpétuelle est un élément important de la valeur d'entreprise. Nous avons par conséquent soumis cette valeur à des analyses de sensibilité.

COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL (CMPC)



- Le CMPC est utilisé pour actualiser les flux de trésorerie dans l'évaluation DCF.
- Pour l'évaluation des différents secteurs d'activité, nous faisons la distinction entre quatre taux de coûts du capital différents:
 - Suisse
 - Allemagne
 - Autriche
 - Marketing Services (CMPC pondéré des trois secteurs ci-dessus puisque le segment Marketing Services concerne les trois pays).
- Le graphique illustre les différents composants du CMPC.
- Les détails concernant le calcul des différents paramètres du coût du capital et les bases de données utilisées sont fournis en annexe.

RÉSULTATS DE L'ÉVALUATION DISCOUNTED CASH FLOW

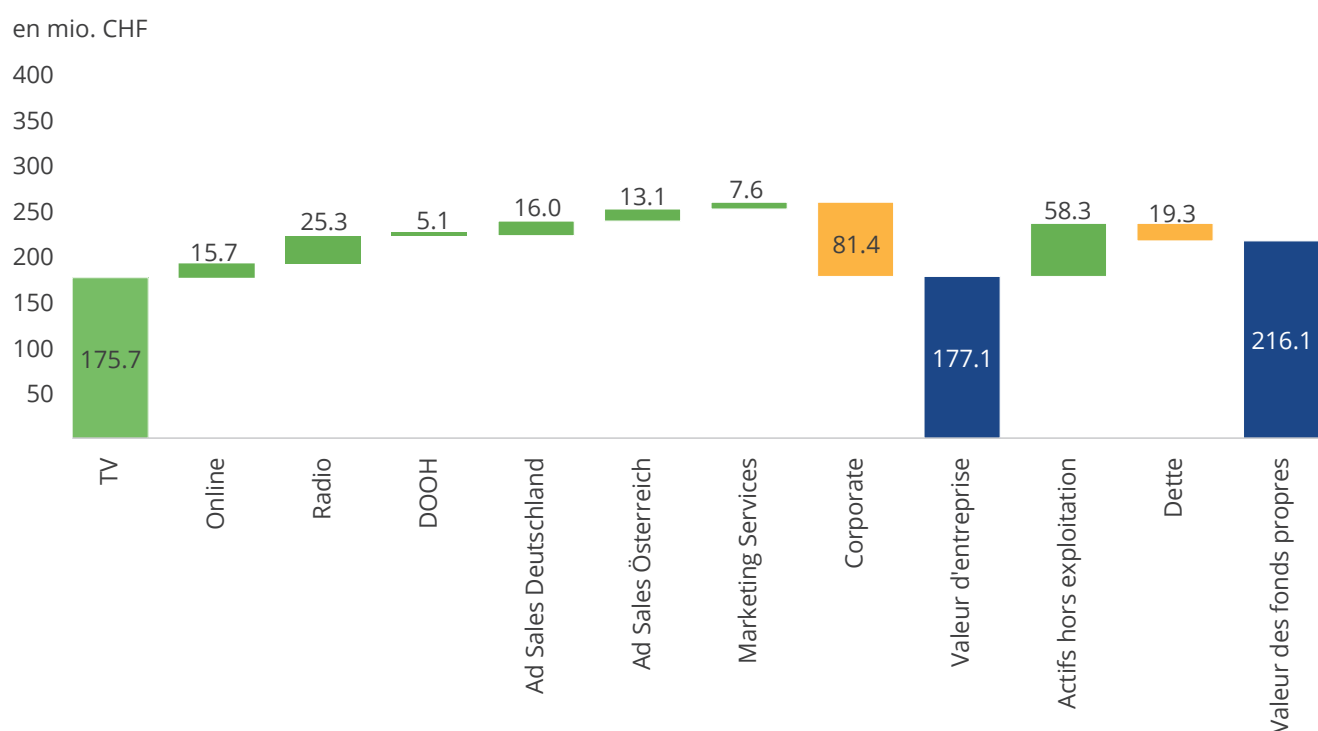
L'évaluation DCF

Résumé de valeur	en mio. CHF
Valeur DCF (Sum of the Parts)	366.6
Economies d'impôts sur pertes reportées	2.4
Valeur d'entreprise opérationnelle	369.0
Part des intérêts minoritaires à la valeur d'entreprise	(192.0)
Valeur d'entreprise hors parts des intérêts minoritaires	177.1
Actifs hors exploitation (hors parts des intérêts minoritaires)	58.3
Dettes (hors parts des intérêts minoritaires)	(19.3)
Valeur des fonds propres	216.1
Nombre d'actions en circulation	6'282'837
Valeur par action (en CHF)	34.4

Valeur par action

- Sur la base de l'évaluation DCF, la valeur d'entreprise des activités opérationnelles de Goldbach Group s'élève à la date de référence de l'évaluation, le 18 décembre 2017, à CHF 369,0 mio.
- En tenant compte des participations minoritaires, des actifs hors exploitation et de la dette, on obtient une valeur des fonds propres de CHF 216,1 mio.
- En supposant la poursuite autonome des activités, cette valeur correspond à **CHF 34,4** par action.

Sum of the Parts



Toutes les valeurs sont hors parts des intérêts minoritaires

ANALYSES DE SENSIBILITÉ

- Les deux principaux éléments de l'évaluation DCF sont le CMPC et les hypothèses relatives à la croissance perpétuelle. Ces dernières sont en l'occurrence particulièrement importantes puisqu'on compte avec une croissance négative à long terme dans certaines parties des activités (TV).
- Nous avons soumis ces deux paramètres à une analyse de sensibilité afin d'étayer plus largement la valeur DCF et d'illustrer les répercussions d'une modification des hypothèses.
- Avec une variation des différents CMPC de +/- 0,25 point de pourcentage ou des différentes hypothèses relatives à la croissance perpétuelle de +/- 0,5 point de pourcentage, la valeur de l'action s'inscrit dans une fourchette entre CHF 32,5 et CHF 36,8.

		Croissance perpétuelle				
		-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
CMPC	-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

L'ÉVALUATION DES MULTIPLES

Multiples de marché et de transaction

- Les multiples utilisés correspondent à la valeur médiane du groupe de pairs en question, composé de sociétés cotées en bourse comparables (multiples de marché) ou de transactions comparables (multiples de transaction).
- Compte tenu du modèle d'affaires spécifique de Goldbach Group, le nombre de sociétés ou de transactions directement comparables est très limité. Les groupes de pairs ont donc été légèrement étendus. La composition détaillée de ces groupes est fournie dans l'annexe.
- L'évaluation des multiples repose sur l'EBITDA et les prévisions d'EBIT pour l'exercice 2017. Du fait du manque de données disponibles dans le groupe de pairs, il n'a pas été possible de calculer un multiple d'EBIT sur la base de transactions comparables.
- Selon nos considérations de multiples, on obtient une fourchette de valeur entre CHF 34,6 et CHF 39,0.

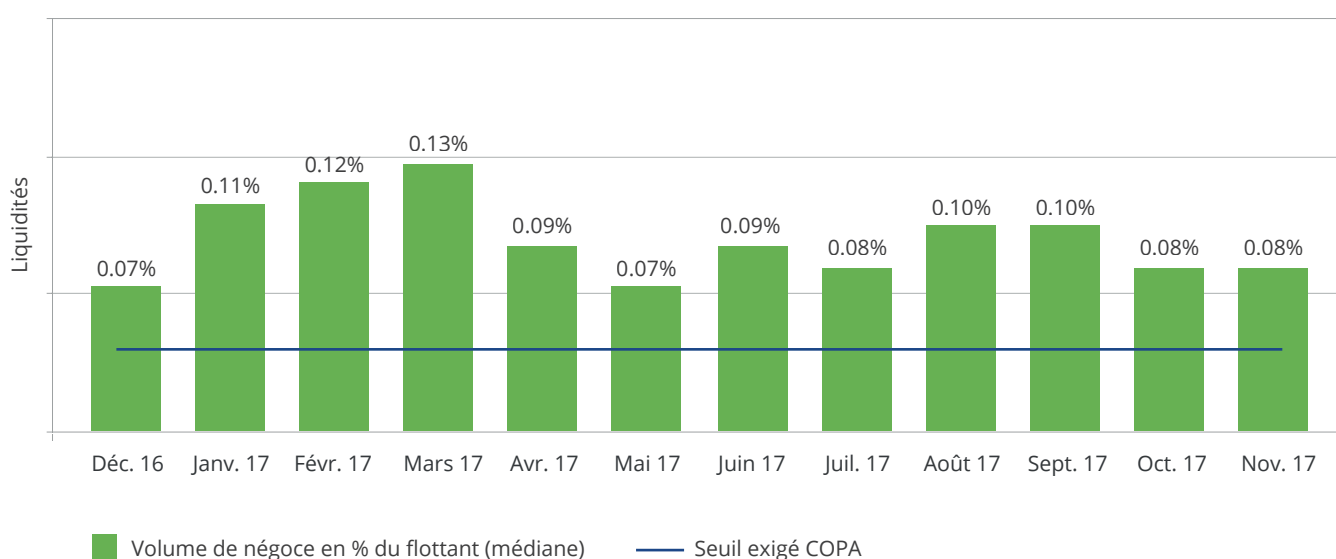
L'évaluation des multiples

en mio. CHF	EBITDA de marché	EBIT de marché	EBITDA de transaction
Multiple	10.3	12.9	9.7
EBITDA FY17F (hors intérêts minoritaires)	18.1	-	18.1
EBIT FY17F (hors intérêts minoritaires)	-	15.7	-
Valeur multiple	185.8	203.6	176.4
Economie d'impôts sur pertes reportées (hors minoritaires)	2.2	2.2	2.2
Valeur d'entreprise opérationnelle	188.0	205.8	178.6
Actifs hors exploitation (hors parts des intérêts minoritaires)	58.3	58.3	58.3
Dettes (hors parts des intérêts minoritaires)	-19.3	-19.3	-19.3
Valeur des fonds propres	227.0	244.8	217.7
Nombre d'actions en circulation	6'282'837	6'282'837	6'282'837
Valeur par action (en CHF)	36.1	39.0	34.6

ANALYSE DE LA LIQUIDITÉ

- Le graphique ci-dessous représente le volume de négoce (médiane mensuelle) en pourcentage du flottant sur les 12 derniers mois complets précédant l'annonce préalable.
- L'analyse de liquidité révèle ainsi que l'action GBMN est à considérer comme liquide selon la définition de la Commission des OPA.
- Aucun rapport d'expert supplémentaire n'est donc nécessaire sous réserve du respect de la règle du prix minimal.
- Durant chacun des 12 mois complets, le volume de négoce en pourcentage du flottant a nettement dépassé le seuil de 0,04% prescrit par la Commission des OPA.

Analyse de la liquidité



Conclusion

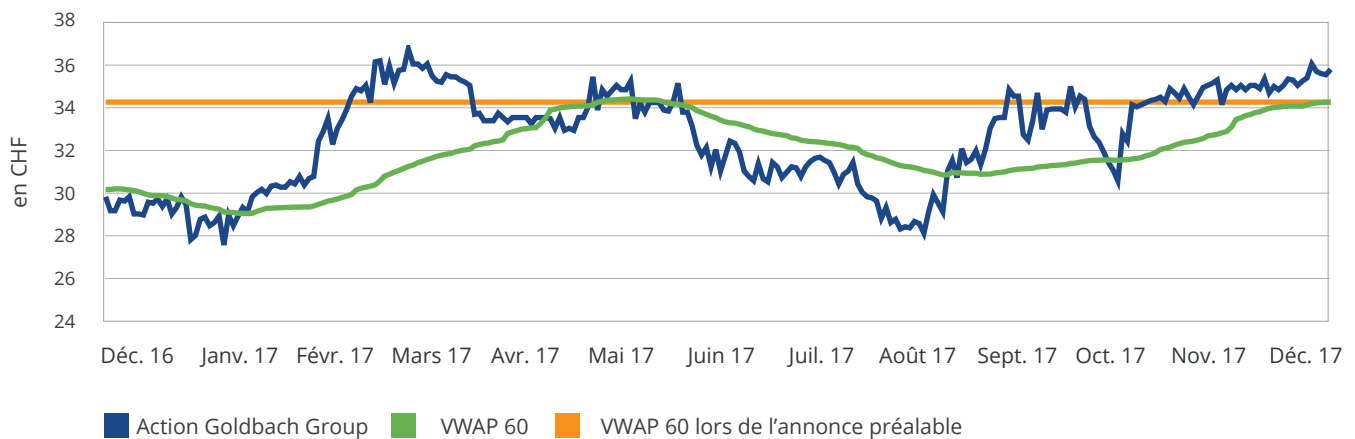
- L'action Goldbach Group est considérée comme liquide selon la définition de la Commission des OPA. Le cours de l'action joue donc un certain rôle pour l'appréciation de l'équité financière de l'offre.

ANALYSE DU COURS DE L'ACTION

Cours de l'action

- Durant les 12 mois précédant l'annonce préalable, le cours de l'action Goldbach Group AG a évolué dans une fourchette entre CHF 27,55 et CHF 36,70. Le cours de clôture le plus bas a été enregistré le 26 janvier 2017 et le plus haut le 22 mars 2017.
- Le cours de clôture la veille de l'annonce préalable était de CHF 35,75.
- Le prix moyen pondéré selon le volume des 60 derniers jours (VWAP 60) précédant l'annonce préalable s'élevait selon SIX à CHF 34,22.
- Le VWAP 60 du dernier jour de bourse avant l'annonce d'une offre est considéré comme le prix minimal pour les offres publiques obligatoires.

Performance du cours de l'action sur les 12 derniers mois



Source: Analyse Oaklins; données d'Infront Analytics

Analystes

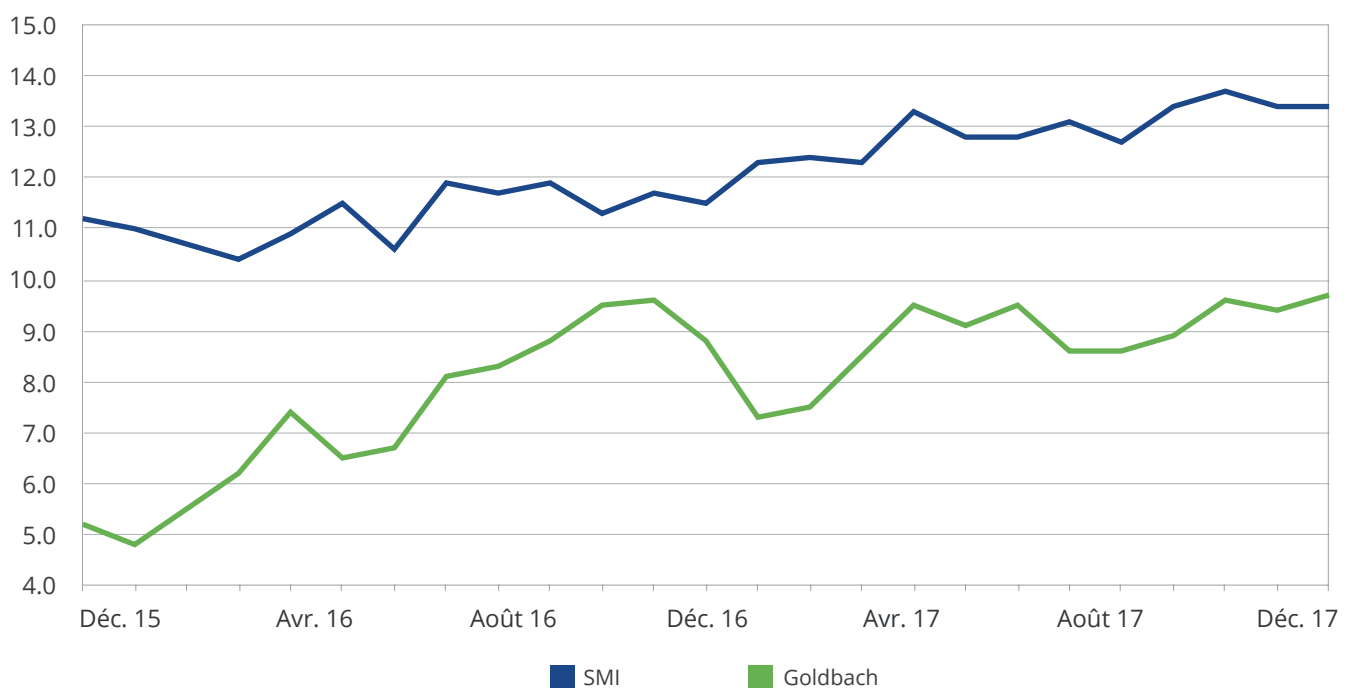
- Au 1^{er} septembre 2017, l'objectif de cours des analystes de la Zürcher Kantonalbank (ZKB) pour l'action Goldbach Group s'inscrivait dans une fourchette entre CHF 42,80 et CHF 47,80.
- Cette estimation ne correspond pas à notre fourchette. La différence s'explique essentiellement par des hypothèses divergentes relatives au taux de croissance perpétuelle, au taux de capitalisation, à la déduction de la valeur des fonds propres et au nombre total d'actions en circulation.

PRIMES DE RACHAT ET ÉVALUATIONS BOURSIÈRES

Primes de rachat

- Notre analyse de précédentes transactions révèle que la prime de rachat payée pour les rachats en Suisse s'est élevée en moyenne à 30% du cours de l'action par le passé. La fourchette des primes offertes varie cependant entre 0% et 70% (voir l'évaluation des primes de rachat en annexe).
- Le paiement ou non d'une prime dépend fortement des caractéristiques de la transaction ainsi que des circonstances prévalant sur le marché (p. ex. situation de concurrence).
- Il faut à cet égard tenir compte du fait que les évaluations des actions à la bourse suisse ne cessent de grimper depuis deux ans, comme le montre l'analyse de l'évolution du multiplicateur EBITDA implicite du SMI. La même chose vaut pour l'évaluation de l'action Goldbach.
- Entre décembre 2015 et aujourd'hui, le multiplicateur EBITDA implicite de Goldbach Group est passé de 5.2x à 9.7x, soit une hausse de plus de 80%. Il y a quelque mois seulement, l'offre actuelle aurait impliqué une prime substantielle par rapport au cours de l'action.
- Dans ce contexte, il est difficile de réaliser une forte prime de rachat sur le marché puisque l'évaluation de l'action a enregistré une forte hausse dernièrement.

Evaluations boursières (multiples VE/EBITDA implicites)



Source: SMI selon Infront Analytics; les valeurs pour Goldbach ont été calculées par approximation par Oaklins de manière à prendre en compte de manière appropriée les participations minoritaires.

SOMMAIRE

Oaklins

Introduction

Société et marché

Considérations d'évaluation

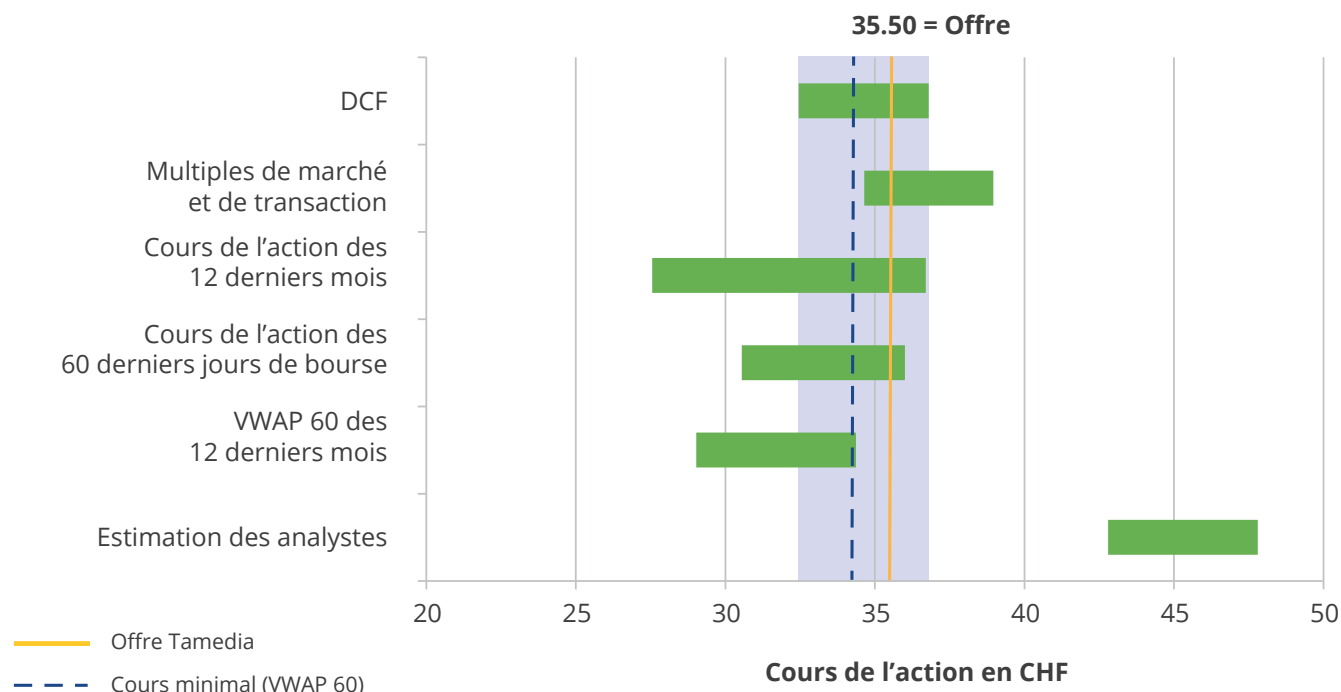
Fairness Opinion

Annexe



RÉSULTATS DE L'APPRÉCIATION

Présentation de l'évaluation



- L'illustration résume les résultats de notre analyse d'évaluation. Sur la base de l'évaluation DCF, qui a été la principale méthode d'évaluation, la valeur de l'action nominative GBMN s'inscrit dans une fourchette entre CHF 32,5 et CHF 36,8.
- La plausibilité de ce premier résultat a été vérifiée au moyen de méthodes d'évaluation basées sur la valeur de marché (multiples, analyse du cours de l'action, estimations d'analystes).
- Avec un prix de CHF 35,50, l'offre de Tamedia correspond à une prime de 3,7% par rapport à la VWAP à 60 jours de CHF 34,22 et à une prime de -0,7% par rapport au cours de clôture du 21 décembre 2017 qui était de CHF 35,75.

→ L'offre publique d'achat de Tamedia de CHF 35,50 par action nominative apparaît comme juste et équitable d'un point de vue financier.

Dr. Jürg Stucker, Associé

Juraj Janos, Associé

SOMMAIRE

Oaklins

Introduction

Société et marché

Considérations d'évaluation

Fairness Opinion

Annexe

ABRÉVIATIONS

ACN	Actif circulant net	FY	Exercice financier
AT	Autriche	GBA	Goldbach Audience
CA	Conseil d'administration	GBM	Goldbach Media
CAGR	Taux de croissance annuel composé (Compound Annual Growth Rate)	IFRS	International Financial Reporting Standards
Capex	Dépenses d'investissements	KPI	Indicateurs de performance clés (Key Performance Indicators)
CE	Capitaux étrangers	LIMF	Loi sur l'infrastructure des marchés financiers
CEO	Chief Executive Officer	mio.	Millions
CFO	Chief Financial Officer	mrd.	Milliards
CHF	Francs suisses	n/a	Non applicable
CMPC	Coût moyen pondéré du capital	OOPA	Ordonnance sur les OPA
COPA	Commission des OPA	p. a.	Par an
CP	Capitaux propres	p. ex.	Par exemple
CSO	Chief Strategy Officer	SA	Société anonyme
DACH	Allemagne, Autriche, Suisse	SIX	SIX Swiss Exchange
DCF	Discounted Cash Flow (méthode d'évaluation)	TV	Télévision
DOOH	Digital out of Home	VE	Valeur d'entreprise
EBIT	Résultat d'exploitation avant impôts et intérêts (earnings before interest and taxes)	VWAP xx	Prix moyen pondéré selon le volume des xx derniers jours
EBITDA	Résultat d'exploitation avant impôts, intérêts et amortissements (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)	WACC	Coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital)
FCF	Flux de trésorerie disponible (Free Cashflow)	ZKB	Zürcher Kantonalbank (banque cantonale de Zurich)

COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL (CMPC)

Paramètres	Suisse	Allemagne	Autriche
1 Taux d'intérêt sans risque	1.0%	1.8%	1.7%
2 Prime de risque de marché	5.7%	5.7%	6.3%
3 Bêta «unlevered»	0.55	0.55	0.55
Bêta «relevered»	0.63	0.62	0.62
4 Prime de taille	3.7%	3.7%	3.7%
Coût du capital	8.2%	9.1%	9.3%
Taux d'intérêt sans risque	1.0%	1.8%	1.7%
5 Prime de risque de crédit	0.6%	0.6%	0.6%
Coût des capitaux étrangers	1.6%	2.4%	2.3%
6 Quote-part des fonds propres	84.9%	84.9%	84.9%
Quote-part de capitaux étrangers	15.1%	15.1%	15.1%
7 Taux d'imposition	21.2%	29.8%	25.0%
CMPC	7.2%	8.0%	8.1%

Calcul des paramètres du coût du capital

- 1 Notre estimation du rendement sans risque attendu repose sur la moyenne à 10 ans du rendement mensuel des emprunts d'Etat en question (c.-à-d. Suisse, Allemagne, Autriche) à 10 ans.
- 2 Nous appliquons la prime de risque de marché implicite selon le professeur A. Damodaran. Celle-ci résulte de l'inversion de l'évaluation des actions corrigée du risque spécifique au pays.
- 3 Le bêta corrigé de l'endettement correspond à la valeur moyenne des bêtas des sociétés de comparaison. Ceux-ci reposent sur la régression de rendements hebdomadaires sur les indices en question. Le relevering avec la structure de capital visée et le taux d'imposition applicable donne le bêta «relevered». $\text{Bêta unlevered} = \text{bêta levered} / (1 + (1 - \text{taux d'imposition}) \times \text{CE/FP})$.
- 4 Prime de taille de 3,7% selon 2017 Valuation Handbook de Duff & Phelps.
- 5 Nous déterminons une prime de risque de crédit appropriée sur la base d'une notation synthétique qui utilise la capacité d'une société à honorer ses obligations d'intérêt en tant que base de la prime de risque de crédit demandée. Il en résulte une prime de risque de crédit de 0,6% (Damodaran).
- 6 La structure de capital visée à long terme doit correspondre à une structure financière usuelle du secteur. Elle est déterminée sur la base du groupe de pairs.
- 7 Nous nous appuyons sur le taux d'imposition des bénéfices par pays/canton selon l'enquête KPMG Tax Survey. Ces taux correspondent globalement aussi aux taux d'imposition effectivement escomptés par la direction pour les différentes sociétés.

BÊTA ET STRUCTURE DE CAPITAL DU GROUPE DE PAIRS

Entreprise	Pays	Capita- lisation boursière	Intérêts minori- taires	Capitaux étran- gers ^{a)}	Part de capitaux étran- gers	Bêta «le- vered» ^{b)}	Bêta «un- levered»	Chiffre d'affaires
ad pepper media International N.V.	Pays-Bas	81	-	0	0.0%	0.38	0.45	64
Affichage Holding SA	Suisse	1'360	-	0	0.0%	0.32	0.35	309
Axel Springer SE	Allemagne	8'529	-	1'331	13.5%	0.58	0.52	3'460
Cairo Communication S.p.A.	Italie	630	-	525	45.4%	0.72	0.47	595
DigiTouch S.p.A.	Italie	23	-	11	32.8%	n. d.	n. d.	28
Havas SA	France	4'658	-	882	15.9%	0.61	0.61	2'393
JCDecaux SA	France	8'817	-	1'463	14.2%	0.73	0.71	3'128
Lamar Advertising Company	Etats-Unis	7'477	-	2'349	23.9%	0.60	0.46	1'500
M&C Saatchi plc	Grande Bretagne	354	-	35	9.0%	n. d.	n. d.	278
Netbooster SA	France	97	-	21	17.7%	0.39	0.38	147
Next Fifteen Communications Group plc	Grande Bretagne	387	-	49	11.3%	n. d.	n. d.	215
ProSiebenSat.1 Media SE	Allemagne	7'285	-	3'424	32.0%	0.83	0.69	3'995
Publicis Groupe SA	France	15'087	-	3'482	18.8%	0.78	0.63	10'235
RTL Group S.A.	Luxembourg	12'098	-	1'062	8.1%	n. d.	n. d.	6'559
Stroer SE & Co. KGaA	Allemagne	4'166	-	545	11.6%	0.65	0.58	1'181
WPP AUNZ Limited	Australie	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
Moyenne		4'475	-	965	18%	0.63	0.55	2'172
Médiane		2'763	-	535	15%	0.63	0.55	919

Source: Infront Analytics

n. d. = statistiquement non déterminant

Montants en milliers d'USD

a) Fonds de tiers rémunérés

b) Régression avec l'indice de référence en question sur la base de rendements hebdomadaires sur 5 ans. L'analyse prend seulement en compte les bêtas statistiquement déterminants (niveau déterminant de 95%)

MULTIPLES DE MARCHÉ: GROUPE DE PAIRS

Société	Pays	ISIN	VE/EBITDA - 2017 (e)	VE/EBIT - 2017 (e)
ad pepper media International N.V.	Pays-Bas	NL0000238145	15.9	18.4
Affichage Holding SA	Suisse	CH0019107025	16.0	19.3
Axel Springer SE	Allemagne	DE0005501357	10.9	14.0
Cairo Communication S.p.A.	Italie	IT0004329733	5.8	9.9
DigiTouch S.p.A.	Italie	IT0005089476	n/a	n/a
Havas SA	France	FR0000121881	11.0	12.9
JCDecaux SA	France	FR0000077919	11.2	19.3
Lamar Advertising Company	Etats-Unis	US5128161099	13.9	20.4
M&C Saatchi plc	Grande Bretagne	GB00B01F7T14	8.7	9.7
Netbooster SA	France	FR0000079683	24.1	30.4
Next Fifteen Communications Group plc	Grande Bretagne	GB0030026057	8.7	10.1
ProSiebenSat.1 Media SE	Allemagne	DE000PSM7770	9.8	12.1
Publicis Groupe SA	France	FR0000130577	9.0	10.0
RTL Group S.A.	Luxembourg	LU0061462528	8.2	9.5
Stroer SE & Co. KGaA	Allemagne	DE0007493991	10.3	17.3
WPP AUNZ Limited	Australie	AU000000WPP3	8.3	9.5
Minimum			5.8	9.5
Maximum			24.1	30.4
Moyenne			11.5	14.9
Médiane			10.3	12.9

Source: Infront Analytics

MULTIPLES DE TRANSACTION: TRANSACTIONS COMPARABLES

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

Minimum	1.2
Maximum	89.0
Moyenne	16.4
Médiane	9.7

Source: Mergermarket

La base de données du groupe de pairs ne suffit pas à établir un multiple EBIT.

PRIMES DE RACHAT EN SUISSE

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

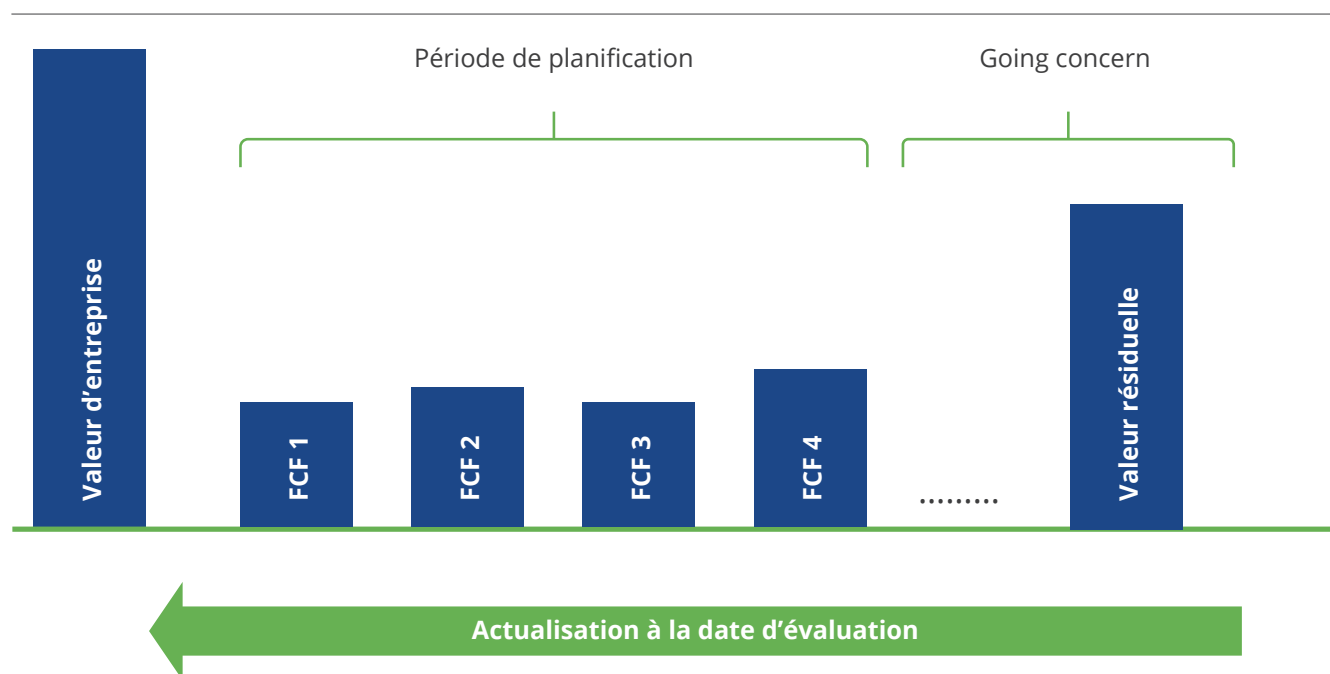
Prime médiane 32.6%

Prime moyenne 30.3%

Source: Oaklins, COPA

MÉTHODES D'ÉVALUATION – MÉTHODE DCF

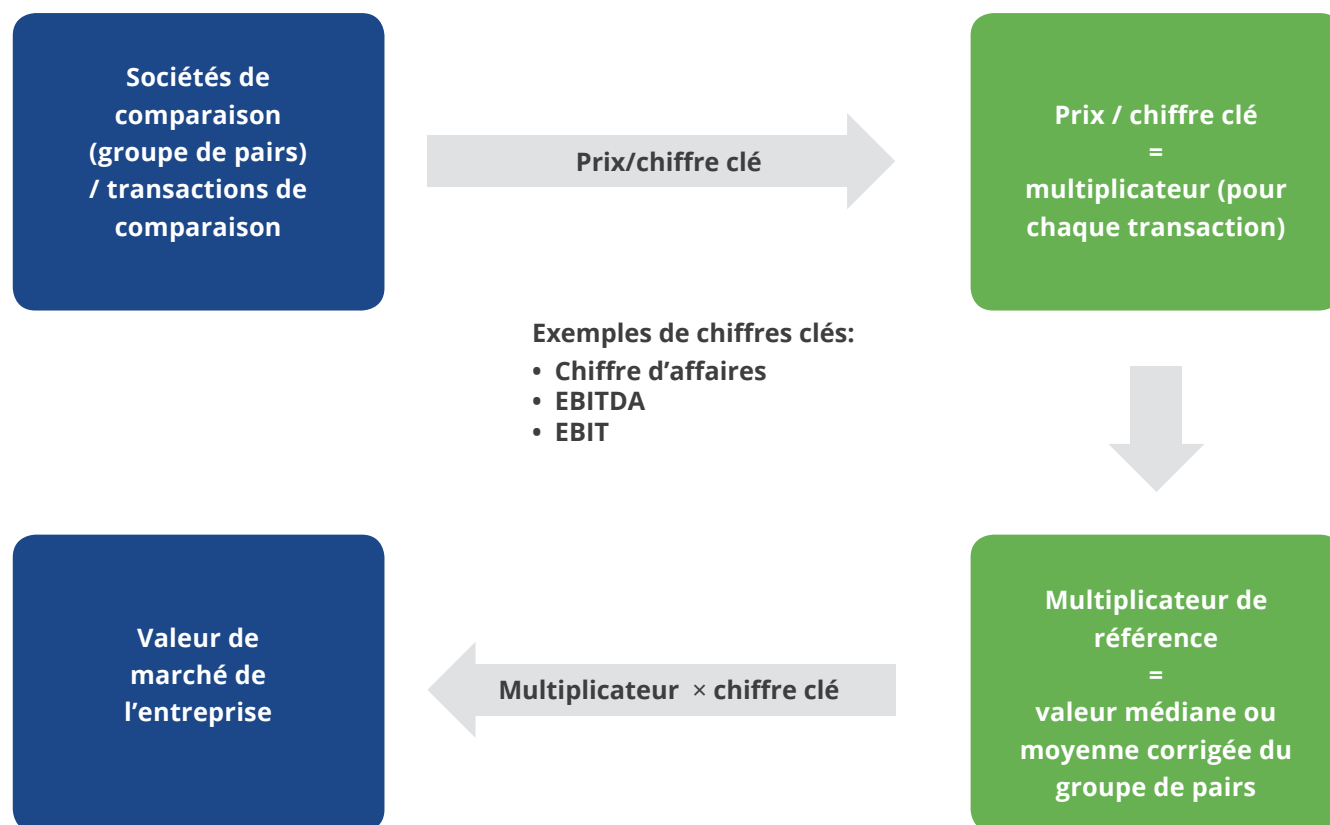
Représentation schématique de la méthode DCF



- Selon la méthode Discounted Cash Flow (DCF), la valeur d'une entreprise dépend de son futur potentiel de rendement, c'est-à-dire de sa capacité à générer de futurs flux de trésorerie.
- La valeur de l'entreprise est obtenue en additionnant la valeur actuelle de tous les futurs flux de trésorerie disponible et la valeur résiduelle.
- Les flux de trésorerie disponible sont planifiés explicitement sur la période de planification (jusqu'en 2027). Au-delà, la génération de valeur (valeur résiduelle) repose sur un flux de trésorerie disponible durable. Les futurs flux de trésorerie disponible sont actualisés avec le taux d'escompte corrigé du risque spécifique à l'entreprise.

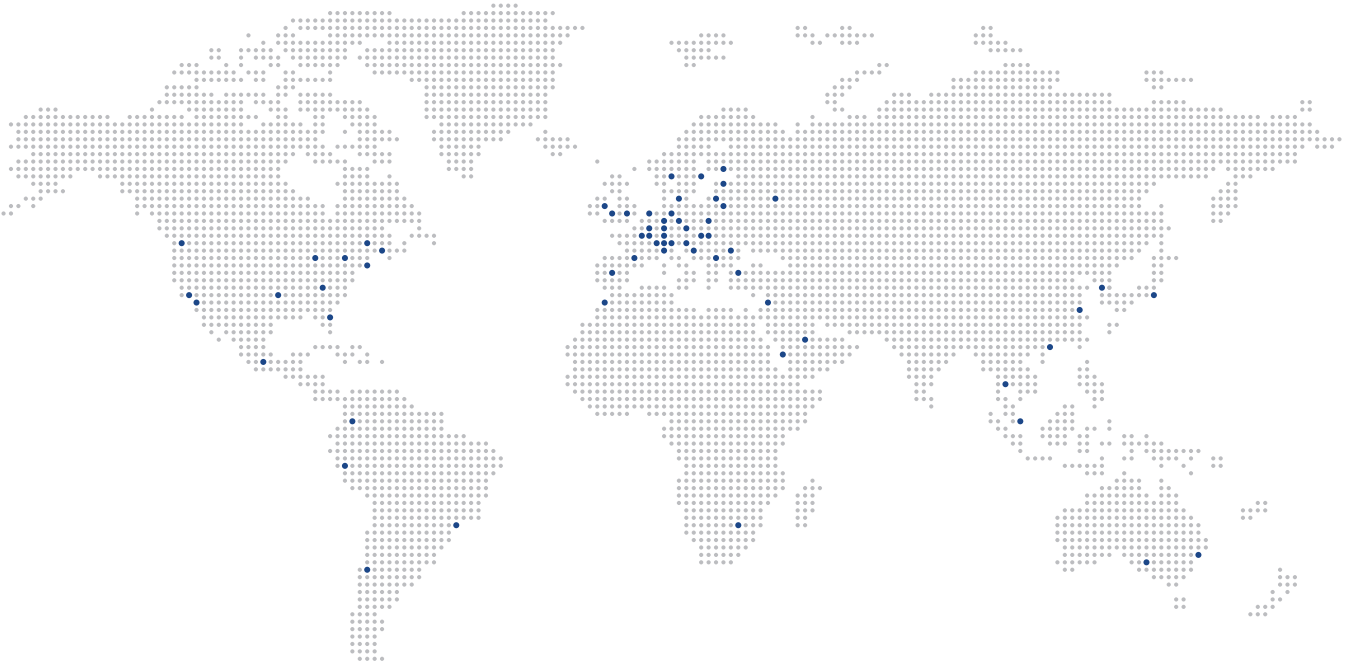
MÉTHODES D'ÉVALUATION – MÉTHODE DES MULTIPLES

Représentation schématique de la méthode des multiples



- La méthode des multiples, ou des multiplicateurs, repose sur le principe que des sociétés ou des actifs comparables peuvent être vendus à des prix comparables.
- Les chiffres de transactions passées (multiples de transaction) ou de sociétés négociées en bourse (multiples de marché) permettraient donc de déduire les valeurs d'entreprise de sociétés comparables.
- Pour cela, on établit la relation entre les chiffres clés courants (principalement le chiffre d'affaires, l'EBITDA ou l'EBIT) de sociétés cotées comparables ou de transactions passées comparables et la valeur d'entreprise correspondante. Ce multiplicateur est ensuite appliqué au chiffre clé en question de la société à évaluer pour déterminer sa valeur.
- Ces multiplicateurs sont établis sur la base de groupes de comparaisons (groupes de pairs) de sociétés aussi semblables que possible.

Oaklins – our offices around the world



Oaklins SWITZERLAND

Oaklins Binder SA

www.oaklins.ch

info@ch.oaklins.com

Zurich

Lintheschergasse 15
CH 8001 Zurich

Tél. +41 44 268 45 35

Berne

Spitalgasse 32
Case postale
CH 3001 Berne

Tél. +41 31 326 18 18

Bâle

Sternengasse 6
CH 4051 Bâle

Tél. +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.