



*Edipresse SA
KPMG AG
26. Mai 2011*

Edipresse SA

Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrats der Edipresse SA

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des
öffentlichen Kaufangebots der Lamunière SA, Epalinges,
Schweiz, für die Edipresse SA, Lausanne, Schweiz

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	5
1.1	Ausgangslage	5
1.2	Auftrag des Ausschusses unabhängiger Verwaltungsräte von Edipresse	5
1.3	Vorgehen	6
1.4	Grundlagen	6
2	Unternehmensprofil der Edipresse	7
2.1	Überblick	7
2.2	Operativer Geschäftsbereich	9
2.3	Geschäftsbereich Immobilien	9
2.4	Übrige Aktivitäten	9
2.5	Strategie und Finanzplanung	10
3	Wertüberlegungen zu Edipresse	12
3.1	Immobilien	12
3.2	Verkauf Presse Publications SR S.A.	13
3.3	DCF-Methode für die operative Geschäftstätigkeit	14
3.3.1	Wertbandbreite des operativen Geschäfts	16
3.3.2	Wertbandbreite des Eigenkapitals der Edipresse	16
3.4	Marktbewertung	17
3.4.1	Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen	17
3.4.2	Marktbewertung mittels Vergleichstransaktionen	17
4	Analyse der Entwicklung des Aktienpreises und Handelsvolumens	19
4.1	Fungibilitätsabschlag	20
4.2	Bestand an eigenen Aktien	23
5	Schlussfolgerung der Fairness Opinion	24
6	Anhang	26
	Anhang I: Ableitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten WACC	26
	Anhang II: DCF-Sensitivitätsanalyse	27
	Anhang III: Übersicht Vergleichsunternehmen	28
	Anhang IV: Ableitung des Beta-Faktors	31
	Anhang V: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	32
	Anhang VI: Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmenstransaktionen	33

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Aktuelle Struktur der Edipresse	7
Abbildung 2: Umsatz der Edipresse nach Geschäftsbereichen (2010)	8
Abbildung 3: Umsatzentwicklung der Edipresse nach geographischen Segmenten (2008 bis 2010)	8
Abbildung 4: Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen und Vergleichstransaktionen pro Namenaktie	18
Abbildung 5: Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen und Vergleichstransaktionen pro Inhaberaktie.....	18
Abbildung 6: Kurs und Handelsvolumen der Namenaktien der Edipresse während der letzten 3 Jahre.....	19
Abbildung 7: Kurs und Handelsvolumen der Inhaberaktien der Edipresse während der letzten 3 Jahre.....	20
Abbildung 8: Übersicht Bewertungsergebnisse pro Namenaktie.....	24
Abbildung 9: Übersicht Bewertungsergebnisse pro Inhaberaktie	24

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Planungsannahmen.....	10
Tabelle 2: Übersicht Immobilienportfolio.....	12

Definitionen

Angebot	Öffentliches Kaufangebot der Lamunière SA vom 31. Mai 2011 für alle sich im Publikum befindlichen Inhaber- und Namenaktien der Edipresse SA
Angebotspreis	CHF 90 in bar pro Namenaktie und CHF 450 in bar pro Inhaberaktie
Bewertungsstichtag	30. April 2011
Nettofinanzposition	Umfasst liquide Mittel abzüglich zinstragende Verbindlichkeiten
Unternehmenswert	Reflektiert den operativen Unternehmenswert

Abkürzungen

AG	Aktiengesellschaft
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern, Abschreibungen und Amortisationen)
EK	Eigenkapital
EV	Enterprise Value (Operativer Unternehmenswert)
FK	Fremdkapital
i.H.v.	in Höhe von
k.A.	keine Angabe
KPMG	KPMG AG, Schweiz
Mio.	Millionen
p.a.	per annum
PPSR	Presse Publications SR S.A.
SIX	SIX Swiss Exchange
vgl.	vergleiche
VWAP	Volume Weighted Average Price (Volumen gewichteter Durchschnittspreis)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewichtete Kapitalkosten)

1 Einführung

1.1 Ausgangslage

Die Edipresse SA, Lausanne, Schweiz, („Edipresse“) ist in den Bereichen Presseerzeugnisse und Immobilien tätig. Der konsolidierte Umsatz der Gruppe betrug im Jahr 2010 CHF 180.2 Mio.

Die Namenaktien (Symbol „EDIN“) und Inhaberaktien (Symbol „EDI“) von Edipresse sind an der SIX Swiss Exchange kotiert. Das gezeichnete Aktienkapital der Gesellschaft betrug zum Bewertungsstichtag CHF 58'535'300, aufgeteilt in 1'629'965 Namenaktien zum Nominalwert von CHF 10 pro Aktie und 844'713 Inhaberaktien zum Nominalwert von CHF 50 pro Aktie. Die Aktien beider Kategorien sind voll liberiert und besitzen je ein Stimmrecht.

Am 17. Mai 2011 hat Lamunière SA, Epalinges, Schweiz, („Lamunière“) ein freiwilliges öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindlichen Namen- und Inhaberaktien von Edipresse bekannt gegeben. Das Angebot beträgt CHF 90 pro Namenaktie und CHF 450 pro Inhaberaktie zum Zeitpunkt der Anmeldung (das „Angebot“).

1.2 Auftrag des Ausschusses unabhängiger Verwaltungsräte von Edipresse

Ein Ausschuss unabhängiger Verwaltungsräte von Edipresse bestehend aus André Kudelski und Claude Smadja hat KPMG AG („KPMG“) beauftragt, im Rahmen einer Fairness Opinion die finanzielle Angemessenheit des Angebots aus Sicht der Publikumsaktionäre von Edipresse zu beurteilen.

Die Fairness Opinion ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat von Edipresse als Teil seines Berichts an die Aktionäre bezüglich des Angebots bestimmt. Die Fairness Opinion darf im Rahmen des Angebots als Ganzes öffentlich publiziert werden, interessierten Parteien überreicht sowie im Angebotsprospekt vom 31. Mai 2011 darauf verwiesen werden. Eine Verwendung für sonstige Zwecke ist nicht erlaubt.

Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre von Edipresse dar, das Angebot von Lamunière anzunehmen oder abzulehnen. Des Weiteren enthält sie keine Beurteilung der folgenden Punkte:

- Abgeltungsmodalitäten und Bedingungen des Übernahmeangebots
- Rechtliche und steuerliche Beurteilung der Transaktionsstruktur
- Auswirkungen, die sich aus einer Annahme oder Ablehnung des Angebots für die Aktionäre ergeben können
- Zukünftiger Wert der Edipresse Aktie

KPMG hat im Rahmen dieser Fairness Opinion weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat KPMG keine physische Inspektion jedweder Gebäude und Standorte der Gruppe durchgeführt.

KPMG hat bei der Erstellung der Fairness Opinion die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen betreffend Edipresse vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne die Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen. Unsere Verantwortung beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen.

KPMG stützt sich des Weiteren auf die schriftliche Zusicherung des Verwaltungsrats und der

Geschäftsleitung von Edipresse, dass sie sich keiner Tatsachen und Umstände bewusst sind, wodurch die zur Verfügung gestellten Informationen unvollständig, unrichtig oder irreführend wären.

1.3 Vorgehen

Für die Beurteilung der Angemessenheit des Angebots führte KPMG umfassende Wertüberlegungen und Analysen zu Edipresse durch. Das zugrundeliegende Bewertungsobjekt ist die Edipresse SA mit ihren Tochtergesellschaften auf konsolidierter Basis. Als Resultat unserer Tätigkeit ergibt sich eine Wertbandbreite für den operativen Unternehmenswert respektive den Wert des Eigenkapitals von Edipresse. Die sich aus der Bandbreite des Werts des Eigenkapitals der Edipresse abgeleitete Wertbandbreite pro Namen- und Inhaberaktie von Edipresse stellt den Massstab dar, nach welcher ein Kaufangebot als finanziell fair und angemessen erachtet wird.

Die Wertüberlegungen zu Edipresse basieren auf einer „stand-alone“ Betrachtung. Mögliche Effekte auf Ebene des einzelnen Aktionärs, wie beispielsweise steuerliche Auswirkungen, bleiben unberücksichtigt.

Die Wertbandbreite für Edipresse als Ganzes respektive der daraus abgeleitete Wert pro Namen- und Inhaberaktie wurde primär auf der Basis der Discounted Cash Flow-Methode („DCF-Methode“) ermittelt. Des Weiteren wurden im Rahmen der DCF-Methode Sensitivitätsanalysen mittels Änderung zentraler Werttreiber durchgeführt. Zusätzlich wurde zur Plausibilisierung der Resultate eine Bewertung anhand von Multiplikatoren durchgeführt.

1.4 Grundlagen

KPMG hat folgende Grundlagen zur Beurteilung verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen zu Edipresse, die für die Analyse als relevant erachtet wurden. Dazu gehören u.a. die Geschäftsberichte 2008 bis 2010, Zeitungsberichte und Pressemitteilungen
- Unternehmensinterne Informationen zu Edipresse (Mittelfristplanung), welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich des Budgets für 2011. Das Budget für Edipresse wurde im November 2010 vom Management der Edipresse erstellt und vom Verwaltungsrat am 12. Dezember 2010 genehmigt
- Besprechungen mit dem Management sowie den Mitgliedern des Verwaltungsrats von Edipresse betreffend der Finanz- und Ertragslage, des aktuellen und zukünftigen Marktumfelds, sowie der Werttreiber und Annahmen in den Planungsrechnungen
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten der Edipresse sowie von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen (Quellen: Capital IQ, Bloomberg)
- Daten von vergleichbaren Unternehmenstransaktionen (Quellen: Capital IQ, Mergermarket)

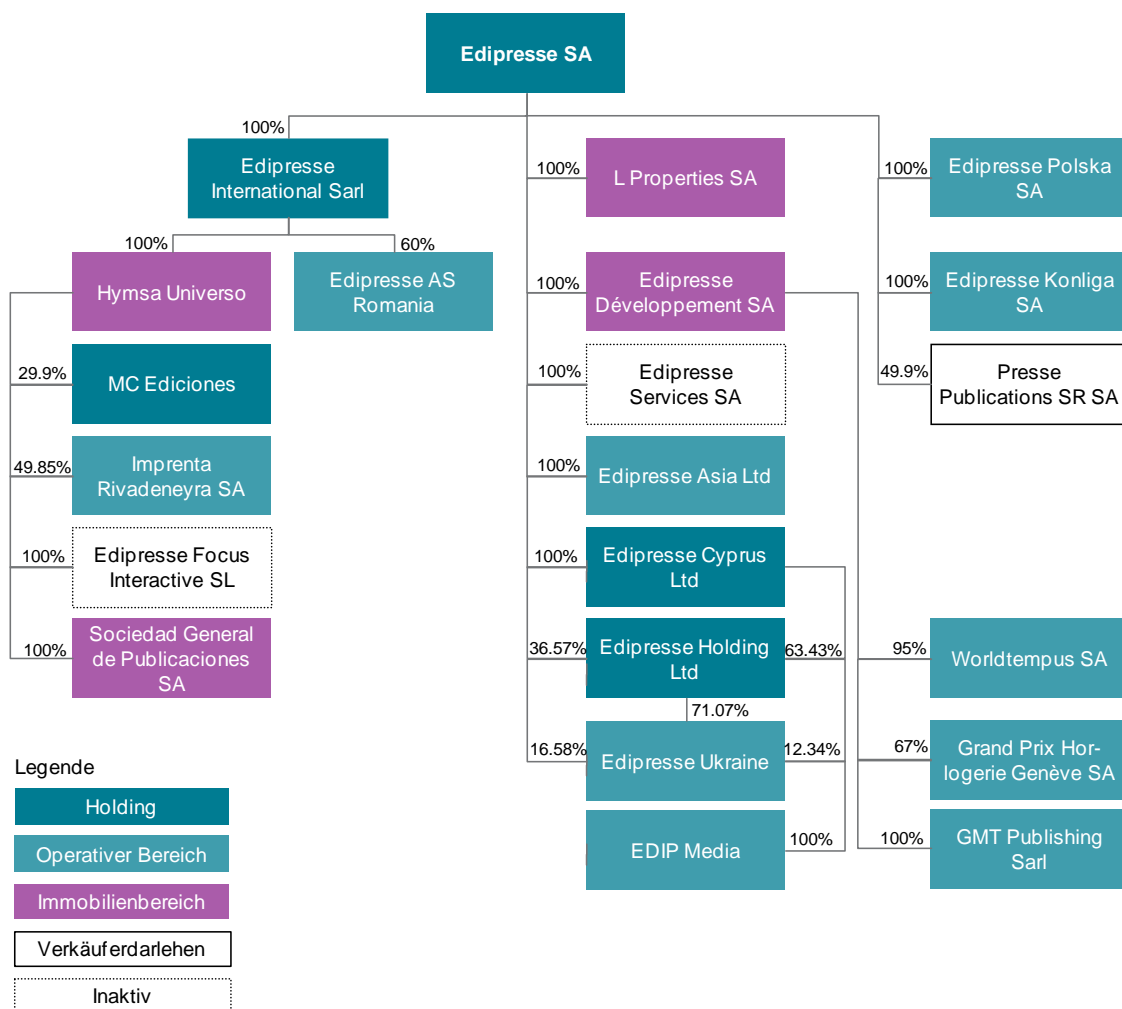
Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen.

2 Unternehmensprofil der Edipresse

2.1 Überblick

Die an der Schweizer Börse kotierte Edipresse SA mit Hauptsitz in Lausanne wurde 1762 gegründet. Sie ist in einen operativen Bereich sowie einen Immobilienbereich unterteilt. Als internationaler Medienkonzern konzentriert sich Edipresse nach dem Verkauf der Zeitungsaktivitäten in der Schweiz d.h. der Presse Publications SR S.A. („PPSR“) an Tamedia AG („Tamedia“) im Jahr 2009 auf die Publikation von Zeitschriften, den Betrieb von Onlineplattformen sowie den Immobilienbereich. Der Konzern ist vor allem in der Schweiz, Osteuropa (Polen, Ukraine, Rumänien und Russland) sowie Asien (China inkl. Hong Kong, Macau, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan und Thailand) tätig.

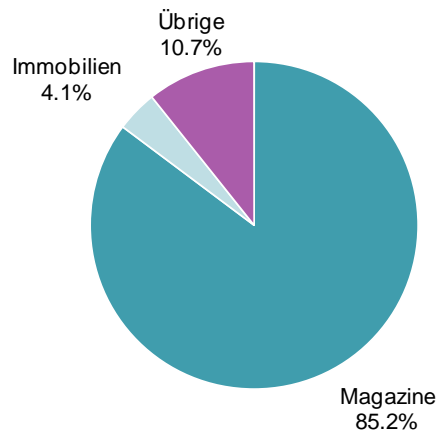
Abbildung 1: Aktuelle Struktur der Edipresse



Quelle: Edipresse

Die Edipresse erzielte im Geschäftsjahr 2010 mit den fortgeführten Tätigkeiten einen konsolidierten Bruttoumsatz von CHF 180.2 Mio. Dies entspricht einem Umsatzanstieg von 0.9% gegenüber dem Vorjahr. Das operative Ergebnis (EBIT) belief sich auf CHF 2.0 Mio. Der Bereich Magazine (Zeitschriften und Internet) macht im Jahr 2010 mit rund 85% den grössten Anteil am Bruttoumsatz aus. Unter „Übrige“ sind insbesondere die Druckereiaktivitäten in Spanien zusammengefasst.

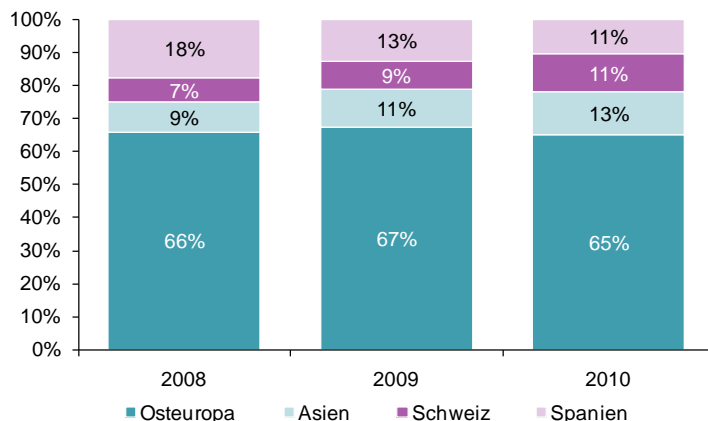
Abbildung 2: Umsatz der Edipresse nach Geschäftsbereichen (2010)



Quelle: Edipresse

In Osteuropa wurde in den Jahren 2008 bis 2010 der höchste Anteil des Bruttoumsatzes erzielt. Während der relative Anteil am Bruttoumsatz in Spanien über die Jahre 2008 bis 2010 abnahm, ist in der Schweiz sowie in Asien eine kontinuierliche Zunahme des Bruttoumsatzes am Gesamtumsatz zu beobachten.

Abbildung 3: Umsatzentwicklung der Edipresse nach geographischen Segmenten (2008 bis 2010)



Quelle: Edipresse

Im März 2009 haben die Medienunternehmen Edipresse und Tamedia beschlossen, ihr Geschäft in der Schweiz schrittweise zusammenzuführen. Per 1. Januar 2010 hat Tamedia in einem ersten Schritt 49.9% des Aktienkapitals der PPSR für CHF 207.3 Mio. in bar übernommen. Die PPSR umfasst das Zeitungsgeschäft der Edipresse in der Schweiz.

Mit der Erhöhung der Beteiligung um 0.2% des Aktienkapitals hat Tamedia per 1. Januar 2011 in einem zweiten Schritt die Kontrolle bei PPSR übernommen. Der Kaufpreis der Transaktion betrug CHF 1.0 Mio.

In einem dritten Schritt werden die restlichen 49.9% des Aktienkapitals der PPSR von Tamedia übernommen. Anstatt wie geplant am 1. Januar 2013 wird das Zeitungsgeschäft der beiden Medienunternehmen bereits im Jahr 2011 zusammengeführt. Tamedia schätzt, dass der Kaufpreis für die ausstehenden 49.9% des Aktienkapitals der PPSR zwischen CHF 269.8 bis 330.2 Mio. in bar sowie 250'000 Aktien der Tamedia liegen wird.¹

2.2 Operativer Geschäftsbereich

Im Bereich Medien konzentriert sich Edipresse auf Magazine (Zeitschriften und Internet). Im Jahr 2010 wurde ein Umsatz von CHF 153.6 Mio. und ein EBITDA von CHF 13.6 Mio. erzielt, was einer EBITDA-Marge von 8.8% entspricht. Gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich der Umsatz um 0.5% und das EBITDA um 172.0%.

Die Aktivitäten im Bereich Magazine konzentrieren sich auf Osteuropa und Asien. In Osteuropa ist Edipresse in Polen, Rumänien, der Ukraine und Russland tätig, während der Fokus in Asien auf China inkl. Hong Kong, Macau, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan und Thailand liegt. In einigen Ländern besitzt die Gesellschaft die Lizenz von international bekannten Magazinen wie „Elle“. Weiter werden auch selber entwickelte Magazine lanciert. Das Geschäft wird insbesondere durch eine Vielzahl von Konkurrenzangeboten beeinflusst, was dazu führt, dass regelmässig hohe Investitionen für die Einführung neuer Zeitschriftentitel getätigt werden müssen. Neben den Magazinen soll in Zukunft auch vermehrt in Online-Aktivitäten inklusive e-Commerce investiert werden.

2.3 Geschäftsbereich Immobilien

Das zweite Standbein von Edipresse sind Immobilien. Im Jahr 2010 wurden vom Hauptaktionär, der Lamunière, Immobilien im Wert von CHF 59 Mio. erworben. Der Nettobuchwert der Immobilien beträgt CHF 135 Mio. per 31. Dezember 2010. Das Portfolio umfasst hauptsächlich Wohn- und Geschäftsliegenschaften in Lausanne, Morges, Genf und in Spanien. Der Ertrag im Bereich Immobilien erhöhte sich im Jahr 2010 aufgrund der erworbenen Immobilien von CHF 3.1 Mio. auf CHF 7.3 Mio. gegenüber 2009, während das EBITDA im selben Zeitraum von CHF 1.3 Mio. auf CHF 4.5 Mio. gesteigert werden konnte.

2.4 Übrige Aktivitäten

Unter „Übrige Aktivitäten“ werden die Druckereiaktivitäten in Spanien zusammengefasst. Im Jahr 2010 fand eine Erosion der Erträge um CHF 3.4 Mio. auf noch CHF 19.2 Mio. gegenüber 2009 statt. Ausschlaggebend waren hierfür beispielsweise die Wirtschaftskrise in Spanien, Überkapazitäten in einem schrumpfenden Markt sowie ausgebliebene Investitionen in produktivere Anlagen. Das korrigierte EBITDA verringerte sich von CHF 1.3 Mio. auf CHF 0.8 Mio. im Vergleich zur Vorjahresperiode.

¹ Für Details siehe Abschnitt 3.2

2.5 Strategie und Finanzplanung

Die Bewertung der operativen Geschäftsaktivitäten der Edipresse wurde auf Basis des vom Management für das Jahr 2011 aufgestellten Budgets durchgeführt. Das Budget sowie die getroffenen Annahmen wurden mit dem Management von Edipresse besprochen und auf ihre Plausibilität hin überprüft. KPMG hat basierend auf dem Budget 2011 eine Fortschreibung bis ins Jahr 2015 durchgeführt, welche mit dem Management besprochen und bestätigt wurde.

Die wesentlichen Annahmen der Detailplanungsperiode von 2011 bis 2015 werden nachfolgend im Vergleich zur historischen Entwicklung kurz dargestellt:

Tabelle 1: Planungsannahmen

Darstellung der historischen Entwicklung und der Planungsannahmen						
in CHF Mio.	2008	2009	2010	Durchschnitt 2008-2010	Durchschnitt 2011-2014	Durchschnitt 2014-2015
Umsatz						
Magazine	270.8	152.9	153.6	-24.7%	1.7%	1.4%
Imprenta Rivadeneyra	27.8	22.6	19.2	-16.8%	0.0%	n/a
Immobilien und übriges ¹	2.7	3.1	7.3	64.9%	n/a	n/a
Total	301.3	178.6	180.2	-22.7%	n/a	n/a
EBITDA²						
Magazine	17.7	5.0	13.6	-12.4%	n/a	26.7%
EBITDA-Marge	6.5%	3.3%	8.8%			
Imprenta Rivadeneyra	2.5	1.3	0.8	-42.6%	0.0%	-100.0%
EBITDA-Marge	9.0%	5.6%	4.3%			
Immobilien ¹	n/a	1.3	4.5	n/a	n/a	n/a
EBITDA-Marge		43.0%	60.8%			
Total	20.2	7.6	18.9	-3.4%	n/a	13.0%
EBITDA-Marge	6.7%	4.3%	10.5%			
EBIT²	7.9	2.0	11.6	21.2%	n/a	18.0%
EBIT-Marge	2.6%	1.1%	6.4%			
Investitionen (CAPEX)³	20.8	7.6	1.8			
Investitionen in % des Umsatzes	6.9%	4.2%	1.0%	4.0%	1.3%	1.6%

¹ Der Immobilienbereich wird gesondert bewertet

² EBITDA, EBIT nach Anpassungen für bspw. einmalige Aufwendungen

³ Inkl. Investitionen in immaterielle Anlagen: CHF 5.4 Mio. (2008) bzw. CHF 6.6 Mio. (2009) bzw. CHF 0.5 Mio. (2010)

Quelle: Geschäftsbericht, Management-Informationen, KPMG-Analyse

Strategie

Edipresse will sich auf das Magaziningeschäft in Osteuropa und Asien konzentrieren, in Internet-Aktivitäten investieren und den Immobilienbereich weiter ausbauen. Die aus dem Verkauf der Presseaktivitäten in der Westschweiz noch zu erhaltenden Mittel sollen unter anderem für die erwähnten Aktivitäten eingesetzt werden. Künftiges Wachstum sollen sowohl die eigenständige Etablierung neuer Websites wie auch mit Zukäufen erzielt werden.

Umsatzentwicklung

Basierend auf dem aktuellen Budget erwartet das Management für das Jahr 2011 eine leichte Steigerung der Umsatzerlöse auf CHF 187 Mio. (+ 3.8%) gegenüber dem Vorjahresniveau. Die geplante Umsatzsteigerung wird hauptsächlich in Asien erwartet, während in Osteuropa mit leicht rückläufigem Umsatz gerechnet wird.

Gegenüber den in der Planung vom November 2010 verwendeten Wechselkursen hat sich aktuell eine erhebliche Stärkung des Schweizer Frankens eingestellt, mit dem Effekt, dass die für Osteuropa in Schweizer Franken geplanten Umsätze erheblich tiefer sein werden. Der entsprechende Effekt wurde im angepassten Budget 2011 berücksichtigt.

Für die Periode 2011 bis 2015 wurde der stärkere Schweizer Franken berücksichtigt. Ausgehend vom Wechselkursbedingten tieferen Umsatzniveau in 2011 wird grundsätzlich bis 2014 mit einer moderaten Umsatzsteigerung gerechnet. Das Management geht davon aus, dass die Druckereiaktivitäten in Spanien im Jahr 2014 auslaufen. Für 2015 ist in diesem Bereich kein Umsatz mehr geplant, was den Umsatzrückgang erklärt.

Margenentwicklung

Während für 2011 ein operativer Verlust erwartet wird, sieht die Detailplanungsperiode von 2011 bis 2015 eine deutliche Erholung der EBITDA-Marge vor. Das Management erwartet für die Jahre 2011 bis 2015 eine Steigerung der EBITDA-Marge von -6.7% auf 8.3%. Gegenüber der durchschnittlichen EBITDA-Marge von 2008 bis 2010 von 6.2% entspricht dies einem Anstieg von 2.1 Prozentpunkten. Die Erhöhung der Marge soll dabei zum einen durch eine Steigerung der Margen in den einzelnen Regionen sowie einer Reduzierung der Zentralkosten erreicht werden.

Investitionen

Investitionen betreffen hauptsächlich die Lancierung neuer Magazine. Beim Anlagevermögen besteht kein signifikanter Investitionsbedarf.

3 Wertüberlegungen zu Edipresse

Die finanzielle Angemessenheit des Übernahmeangebots für Edipresse wurde primär auf der Basis der DCF-Methode durchgeführt. Des Weiteren wurden zur Plausibilisierung der Resultate eine Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie eine Analyse vergleichbarer Transaktionen durchgeführt.

3.1 Immobilien

Das Immobilienportfolio der Edipresse besteht aus 14 hauptsächlich in der Schweiz gelegenen Liegenschaften, die insgesamt einen Marktwert in der Höhe von rund CHF 150 Mio. aufweisen. Bei einer Immobilie handelt es sich dabei um eine Entwicklungsliegenschaft, für die mit der Bauvollendung per 2012 gerechnet wird. Die Baulandparzelle in Bussigny wird aktuell landwirtschaftlich genutzt.

Tabelle 2: Übersicht Immobilienportfolio

	<i>Adresse</i>	
<i>Liegenschaften in der Schweiz</i>	Parking les Rois	1204 Genève
	Rue des Rois 11	1204 Genève
	Avenue de la Rasude 3/5	1001 Lausanne
	Avenue de Rosemont	1001 Lausanne
	Avenue de la Gare 33	1001 Lausanne
	Rue de Liseron 3	1006 Lausanne
	Avenue Auguste Tissot 4	1006 Lausanne
	Rue du Rhône 12	1860 Aigle
	Grand-Rue 1	1110 Morges
<i>Liegenschaften in Spanien</i>	Aribau	Barcelona
	SGP	Barcelona
	Diputacion	Barcelona
<i>Entwicklungsliegenschaften</i>	Avenue Auguste Tissot 4	1006 Lausanne
	Terrain	Bussigny

Quelle: Edipresse

Im Rahmen der Bewertung des Immobilienportfolios der Edipresse liegen Bewertungsgutachten von Wüest & Partner, der Credit Suisse und Mietverträge verschiedener Liegenschaften vor. Als Bewertungsverfahren kommt hauptsächlich die DCF-Methode zur Anwendung. KPMG unterzog die Liegenschaftsbewertungen einer kritischen Durchsicht und kommt zur Schlussfolgerung, dass die getroffenen Annahmen sowie der ermittelte Marktwert zum aktuellen Zeitpunkt angemessen sind.

Für die Liegenschaften in Spanien, Aribau, SGP sowie Diputacion liegen keine Bewertungsgutachten vor. KPMG nahm daher eine separate Einschätzung vor, innerhalb der eine Bandbreite des Marktwertes festgelegt wurde.

Auf Grund der zur Verfügung gestellten Fakten und Zahlen wird der von Wüest & Partner und der Credit Suisse ermittelte Wert des Immobilienportfolios in Höhe von rund CHF 135 Mio. nach Abzug latenter Steuern als angemessen betrachtet.

3.2 Verkauf Presse Publications SR S.A.

Im März 2009 haben die Medienunternehmen Edipresse und Tamedia beschlossen, ihr Geschäft in der Schweiz schrittweise zusammenzuführen. Per 1. Januar 2010 hat Tamedia in einem ersten Schritt 49.9% des Aktienkapitals der Presse Publications SR S.A. (PPSR) für CHF 207.3 Mio. in bar übernommen. In einem zweiten Schritt hat Tamedia mit der Erhöhung der Beteiligung um 0.2% die Kontrolle bei PPSR übernommen. Die ersten beiden Schritte haben keinen Einfluss auf den Wert des Unternehmens, da diese zum Bewertungsstichtag bereits abgeschlossen sind.

Da die Zahlung der dritten Tranche allerdings noch aussteht, ist diese in die Unternehmensbewertung einzubeziehen. Der ausstehende Betrag wird von KPMG als Verkäuferdarlehen betrachtet. Der Wert des Verkäuferdarlehens setzt sich aus drei Komponenten zusammen.

- Die erste Zahlung in Höhe von CHF 200.4 Mio. ist per 1. November 2011 bar zu begleichen. Bei Zahlungsverzögerungen fallen Zinsen an.
- Die zweite Komponente wird per 1. März 2013 fällig und beinhaltet eine vertraglich festgelegte Barzahlung in Höhe von rund CHF 70.3 Mio. zuzüglich zweier variabler Zahlungen per 1. März 2013. Zahlungsverzögerungen ziehen Zinsen nach sich.
 - Bestandteil der ersten variablen Zahlung ist eine Earn-Out-Klausel, die sich auf die Erreichung bestimmter Ziele des Geschäftsplans bezieht. Der Betrag liegt zwischen CHF 0 und 59.5 Mio. Das Management erwartet eine Earn-Out-Zahlung in der Höhe von rund CHF 29.7 Mio. per Bewertungsstichtag.
 - Die zweite variable Zahlung basiert auf der Ausschüttung von Dividenden durch Tamedia für das Geschäftsjahr 2012. Die Ausschüttung wird im zweiten Quartal 2013 nach der Transferzahlung der 250'000 Tamedia Aktien an Edipresse erwartet. 50% aller Dividenden, die von Tamedia im Geschäftsjahr 2012 ausgeschüttet werden, sind von der Zahlung der zweiten Komponente abzuziehen.
- Die dritte Komponente umfasst den Transfer von 250'000 Tamedia Aktien per 1. März 2013.

KPMG bewertet das Verkäuferdarlehen wie folgt:

- Die erste Zahlung wurde mit einem Zins in Höhe des 6-Monats-Libor plus 50 Basispunkte diskontiert.
- Für die zweite Komponente wurde ein Diskontierungszins in Höhe der „2-year constant maturity cash curve in CHF“ plus 100 Basispunkte verwendet (Quelle: Bloomberg). Von dem Earn-Out-Betrag in Höhe von CHF 29.7 Mio. werden rund CHF 0.6 Mio. auf Grund der erwarteten Dividendenzahlung für das Geschäftsjahr 2012 abgezogen (Quelle: CapitalIQ).
- Die 250'000 Tamedia Aktien werden mit dem Aktienkurs zum Bewertungsstichtag bewertet (CHF 142) abzüglich der erwarteten, diskontierten Dividendenzahlungen für die Jahre 2010 und 2011 (Quelle: CapitalIQ). Dabei resultiert ein Wert in Höhe von CHF 33.5 Mio.

Nach Berücksichtigung der drei Komponenten resultiert insgesamt ein Wert für den 49.9% Anteil an PPSR in Höhe von CHF 329.4 Mio.

3.3 DCF-Methode für die operative Geschäftstätigkeit

Der Wert eines Unternehmens entspricht den zu erwartenden Nettozuflüssen des Investors (Fremd- und Eigenkapitalgeber). Im vorliegenden Fall wurde der Wert des Eigenkapitals basierend auf der international anerkannten DCF-Methode ermittelt.

Eine Anwendungsmöglichkeit der DCF-Methode stellt der WACC-Ansatz dar. Im Rahmen des WACC-Ansatzes wird zunächst der Marktwert des Gesamtunternehmens abgeleitet, in dem die zukünftigen Zahlungsströme („Free Cash Flows“), die das Unternehmen generieren kann, mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital – „WACC“) auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden („DCF-Wert“). Diese künftigen Free Cash Flows sind jene finanziellen Überschüsse, die allen Kapitalgebern (Eigen- und Fremdkapitalgeber) des Unternehmens zur Verfügung stehen. Durch Abzug des Marktwerts des Fremdkapitals (Nettofinanzposition) ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals.

Die Free Cash Flows ergeben sich wie folgt:

$$\begin{aligned} &= \text{EBIT} \\ &- \text{adjustierte Steuern} \\ &+ \text{Abschreibungen} \\ &- / + \text{Investitionen/ Desinvestitionen ins Anlagevermögen} \\ &- / + \text{Investitionen/ Desinvestitionen ins Nettoumlaufvermögen} \\ &+ / - \text{Erhöhung/ Verringerung der Rückstellungen} \\ &+ / - \text{Erhöhung/Verringerung der sonstigen Aktiva und Passiva} \\ &= \text{Free Cash Flows} \end{aligned}$$

Das EBIT für Bewertungszwecke wird somit mit den ertragsabhängigen Steuern belastet, die ein Unternehmen zahlen würde, wenn es nur mit Eigenkapital finanziert wäre.

Der operative Unternehmenswert entspricht der Summe aus den diskontierten zukünftigen Free Cash Flows der expliziten Planungsphase und dem Residualwert. Die Berücksichtigung des Residualwerts basiert auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit und der Kapitalisierung des nachhaltigen ewigen Free Cash Flows mit dem WACC unter Berücksichtigung einer langfristig angenommenen Wachstumsrate.

Im Residualwert wurde der nachhaltige Free Cash Flow mit dem WACC unter Berücksichtigung einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1.4% p.a. gemäss dem Gordon-Growth-Modell in die Ewigkeit fortgeschrieben. Der nachhaltige Free Cash Flow zur Berechnung des Residualwerts wurde unter anderem basierend auf dem Umsatz des letzten prognostizierten Jahres (2015) sowie der langfristigen Wachstumsrate von 1.4% ermittelt. Darüber hinaus wurde unter Berücksichtigung der historischen als auch der in der Mittelfristplanung prognostizierten EBITDA-Marge eine nachhaltige Marge von 8.0% unterstellt.

Der WACC, mit welchem die Free Cash Flows diskontiert werden, basiert auf den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten nach Steuern sowie der angenommenen Finanzierungsstruktur. Für Edipresse wurde zum Bewertungsstichtag ein WACC von 9.5% ermittelt, welcher auf geschätzten Eigenkapitalkosten von 10.8% und Fremdkapitalkosten nach Steuern von 4.4% basiert.

Nachfolgend werden die einzelnen verwendeten Parameter zur Herleitung des WACC dargestellt und erläutert (Die Ableitung des WACC ist darüber hinaus im Anhang I dargestellt):

Risikoloser Zinssatz

Der risikolose Zinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes kann von der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen ausgegangen werden. Zur Schätzung kann als Datenbasis auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der jeweiligen Notenbank zurückgegriffen werden, aus denen eine auf den empirischen Zinsstrukturdaten basierende Zinsstrukturkurve für den jeweiligen Währungsraum abgeleitet werden kann.

Die Mittelfristplanung von Edipresse wurde auf Basis der lokalen Währungen erstellt und im Anschluss unter Verwendung von sog. Forward Rates in Schweizer Franken umgerechnet. Zur Ableitung des risikolosen Zinssatzes wurde auf Zinsstrukturdaten der Schweizer Nationalbank zurückgegriffen. Auf dieser Basis ergibt sich zum Bewertungsstichtag ein Zinssatz von 2.4%.

Marktrisikoprämie

Zur Berechnung des WACC wird eine Marktrisikoprämie von 5.0% verwendet. Die Marktrisikoprämie basiert auf verschiedenen nationalen und internationalen Untersuchungen, die die Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite entwickelter Aktienmärkte und der durchschnittlichen Rendite der jeweiligen Staatsanleihe über mehrere Jahrzehnte untersuchen.²

Länderrisikoprämie

Bestimmten länderspezifischen Risiken wie politische, rechtliche, regulatorische sowie steuerliche Risiken wird durch den Ansatz einer Länderrisikoprämie Rechnung getragen. Dabei wird angenommen, dass das Ausfallrisiko einer Staatsanleihe das Investitionsrisiko eines Landes widerspiegelt. Daher werden die Renditeunterschiede zwischen den Staatsanleihen der jeweiligen Länder, in denen Edipresse hauptsächlich tätig ist, und einer EUR-Staatsanleihe ähnlicher Laufzeit verglichen. Aus den abgeleiteten Risikoprämien der jeweiligen Länder, auf die sich die Tätigkeiten von Edipresse konzentrieren, wird auf Basis der erwarteten Umsätze im Geschäftsjahr 2011 eine gewichtete Länderrisikoprämie in Höhe von 1.6% hergeleitet. Diese wurde im Rahmen der Ermittlung der Kapitalkosten berücksichtigt.

Beta

Das unverschuldete („unlevered“) Beta wurde auf der Basis vergleichbarer kotierter Unternehmen, sowie anhand von Industrie-Vergleichswerten hergeleitet. Das für den operativen Geschäftsbereich von Edipresse abgeleitete unlevered Beta beträgt 0.85. Angaben zum Beta-Faktor der identifizierten vergleichbaren Unternehmen sind in Anhang IV dargestellt. Das verschuldete Beta wurde anhand der Kapitalstruktur der Vergleichsunternehmen aus dem unlevered Beta abgeleitet („re-levered“) und beträgt 0.97.³

² Siehe z.B. Pictet & Cie. (2011): „Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926-2010“

³ Quelle: CapitalIQ

Prämie für Kleinunternehmen

Bei der Berechnung der Eigenkapitalkosten wird dem Umstand Rechnung getragen, dass niedriger kapitalisierte Unternehmen ein erhöhtes Risiko aufweisen und daher eine höhere Renditeerwartung zu erfüllen haben. Diesem Umstand wurde mittels einer Prämie von 2.0% bei den Eigenkapitalkosten Rechnung getragen.⁴

Kapitalstruktur

Die langfristige durchschnittliche Kapitalstruktur mit einer Fremdkapitalquote von 20% wurde basierend auf den Finanzierungsverhältnissen der identifizierten vergleichbaren Unternehmen ermittelt.

Fremdkapitalkosten

Gemäss Analysen des Ratings sowie des sog. „Interest Coverage Ratios“ von Vergleichsunternehmen und den Angaben des Managements werden für Edipresse Fremdkapitalkosten (vor Steuern) in Höhe von 5.9% erwartet, was einem Aufschlag von 3.5% auf den verwendeten risikolosen Zinssatz entspricht.

Steuersatz

Basierend auf Gesprächen mit dem Management wurde ein Durchschnittssteuersatz von 25% verwendet.

Sensitivitätsanalysen

Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der mit der DCF-Methode ermittelten Wertbandbreiten, hat KPMG verschiedene Sensitivitäten mittels Änderung einzelner Werttreiber durchgeführt. Dabei wurden folgende Werttreiber angepasst:

- WACC
- Nachhaltige Wachstumsrate im Residualwert

Die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse sind im Anhang II dargestellt.

3.3.1 Wertbandbreite des operativen Geschäfts

Auf Basis der DCF-Bewertung und der durchgeführten Sensitivitätsanalysen ergibt sich für den operativen Bereich der Edipresse ein Wertebereich von CHF 59 Mio. bis CHF 86 Mio.

3.3.2 Wertbandbreite des Eigenkapitals der Edipresse

Die Summe aus dem operativen Bereich (CHF 59 Mio. bis CHF 86 Mio.), den nicht-operativen Aktiven (CHF 24.5 Mio.), dem Immobilienbereich (CHF 134.9 Mio.) sowie der PPSR-Zahlung (CHF 329.4 Mio.), abzüglich der Nettofinanzposition in der Höhe von CHF 13.8 Mio. ergibt einen Wert des Eigenkapitals im Wertebereich von CHF 534 Mio. bis CHF 561 Mio. respektive CHF 505 bis CHF 531 pro Inhaberaktie und CHF 101 bis CHF 106 pro Namenaktie.

⁴ In Anlehnung an die Studie Morningstar/Ibbotson (2011): „2011 Classic Yearbook – Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation“

3.4 Marktbewertung

Bei der Marktbewertung wird der Unternehmenswert auf der Basis der Marktkapitalisierung vergleichbarer an einer Börse kotierter Unternehmen oder aufgrund von Preisen, die für vergleichbare Unternehmen in Transaktionen bezahlt wurden, geschätzt.

3.4.1 Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen

Bei der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen wird der Unternehmenswert des kotierten Unternehmens basierend auf dem Marktwert des Eigenkapitals zuzüglich der aktuellen Nettofinanzposition zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen ins Verhältnis gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren wurden auf die entsprechenden Finanzkennzahlen von Edipresse angewendet, um den Marktwert zu schätzen.

Als Vergleichsunternehmen wurden international kotierte Firmen aus dem Bereich Presseerzeugnisse herangezogen. Neben der Branchenzugehörigkeit dienten auch die Verfügbarkeit von Analystenschätzungen als Auswahlkriterien für die Vergleichsunternehmen. Die vergleichbaren Unternehmen sowie die Multiplikatoren sind im Anhang III und V dargestellt.

Der Umsatz-Multiplikator wird bei der Bewertung der Edipresse als nicht geeignet erachtet, da die Margen von Edipresse grösstenteils nicht mit den Margen der Vergleichsunternehmen korrespondieren und die Bewertung anhand von Umsatz-Multiplikatoren somit nicht zu aussagekräftigen Ergebnissen geführt hätte.

Für die Bewertung von Edipresse wurde der Median und das arithmetische Mittel der EBITDA-Multiplikatoren auf die entsprechenden Finanzkennzahlen von Edipresse angewendet.

Die Summe aus dem operativen Bereich (basierend auf EBITDA-Multiplikatoren von vergleichbaren kotierten Unternehmen), dem Immobilienbereich sowie der PPSR-Zahlung, abzüglich der Nettofinanzposition in der Höhe von CHF 13.8 Mio. ergibt einen Wert des Eigenkapitals im Wertebereich von CHF 520 Mio. bis CHF 527 Mio.

Der Wertebereich liegt tiefer als der Wertebereich, welcher bei der Anwendung der DCF-Methode ermittelt wurde. Dies lässt sich unter anderem dadurch erklären, dass diese Bewertungsmethode Kontroll- bzw. Transaktionsprämien, welche ein typischer Käufer bei einer Übernahme einer Mehrheit von Aktien, welche ihm die Kontrolle über das Unternehmen sichert, zu bezahlen bereit ist, nicht berücksichtigt.

3.4.2 Marktbewertung mittels Vergleichstransaktionen

Ergänzend zur Bewertungsanalyse mittels Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen wurde eine Analyse vergleichbarer Unternehmenstransaktionen im Bereich Presseerzeugnisse durchgeführt.

Bei der Marktbewertung mittels Vergleichstransaktionen ist zu beachten, dass die Transaktions-Multiplikatoren durch transaktionsspezifische Merkmale verzerrt sein können. Aus diesem Grund kann die Aussagekraft von Transaktions-Multiplikatoren eingeschränkt sein.

Die wesentlichen Selektionskriterien für die Identifizierung der vergleichbaren Transaktionen umfassen die folgenden Punkte:

- Das Zielunternehmen ist in der gleichen Branche wie Edipresse tätig
- Transaktion liegt im Zeitraum von 2008 bis zum Bewertungsstichtag
- Transaktionspreis und wesentliche Finanzkennzahlen des Zielunternehmens zum Transaktionszeitpunkt sind bekannt

Die Transaktionsdetails sowie die Multiplikatoren sind im Anhang VI dargestellt.

Die Summe aus dem operativen Bereich (basierend auf EBITDA-Multiplikatoren von vergleichbaren Transaktionen), dem Immobilienbereich sowie der PPSR-Zahlung, abzüglich der Nettofinanzposition in der Höhe von CHF 13.8 Mio. ergibt einen Wert des Eigenkapitals im Wertebereich von CHF 520 Mio. bis CHF 524 Mio.

Die folgenden Abbildungen fassen die Resultate der Marktbewertung basierend auf vergleichbaren Unternehmen und Vergleichstransaktionen zusammen.

Abbildung 4: Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen und Vergleichstransaktionen pro Namenaktie

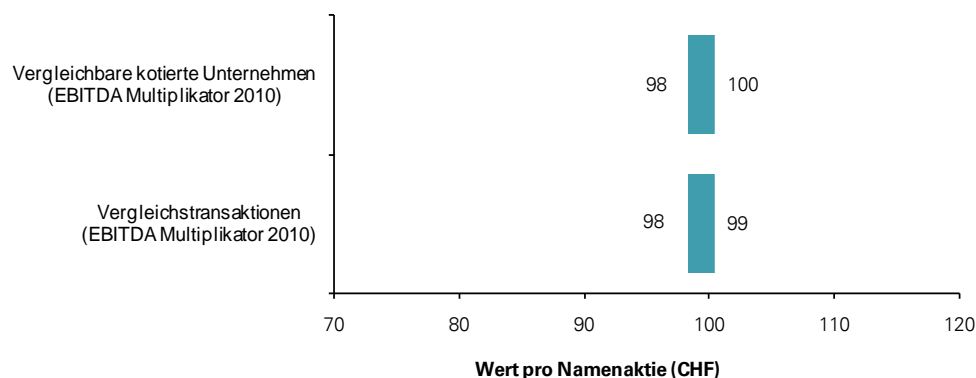
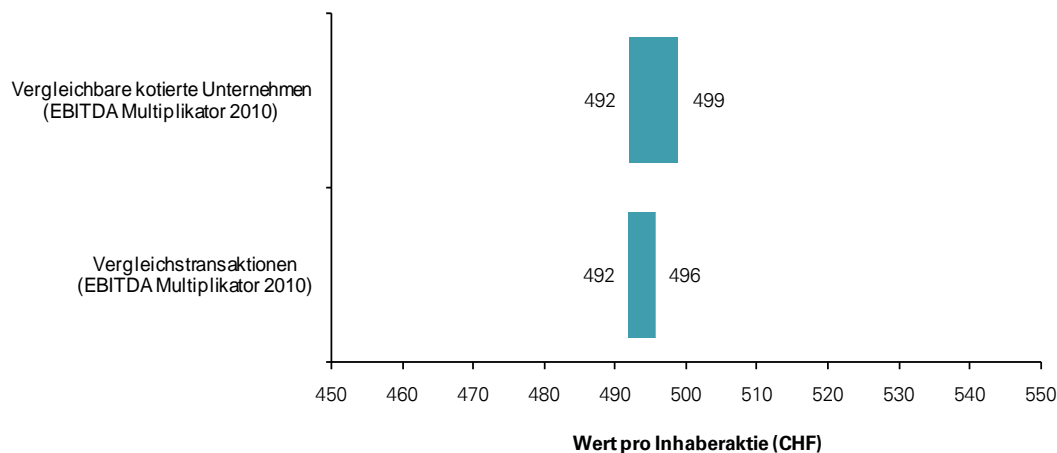


Abbildung 5: Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen und Vergleichstransaktionen pro Inhaberaktie

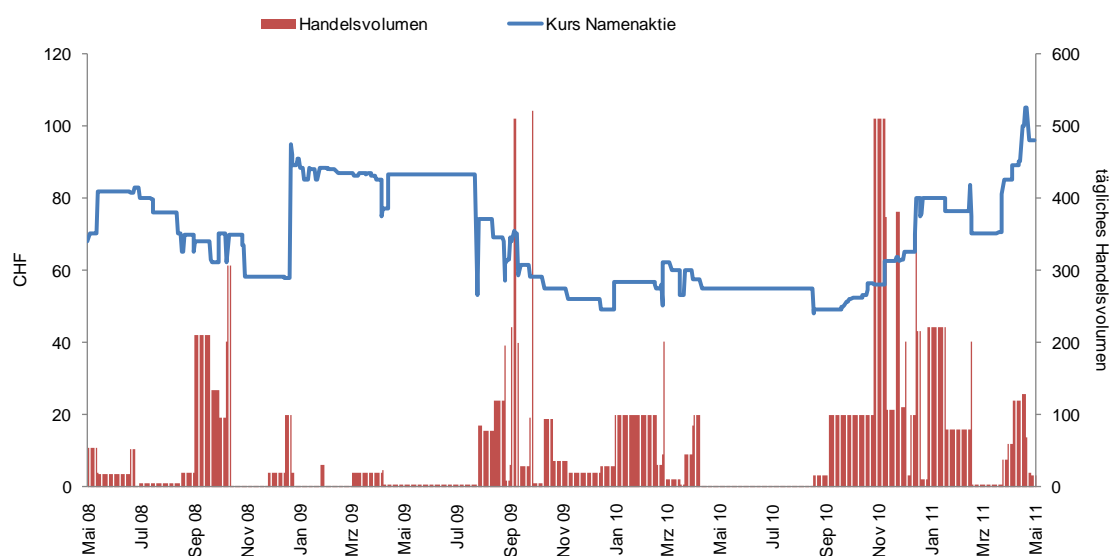


4 Analyse der Entwicklung des Aktienpreises und Handelsvolumens

Während der letzten 60 Handelstage vor der Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots resultiert ein durchschnittlicher Schlusskurs (VWAP) der Namenaktien bzw. der Inhaberaktien der Edipresse von CHF 88.15 bzw. CHF 467.24.

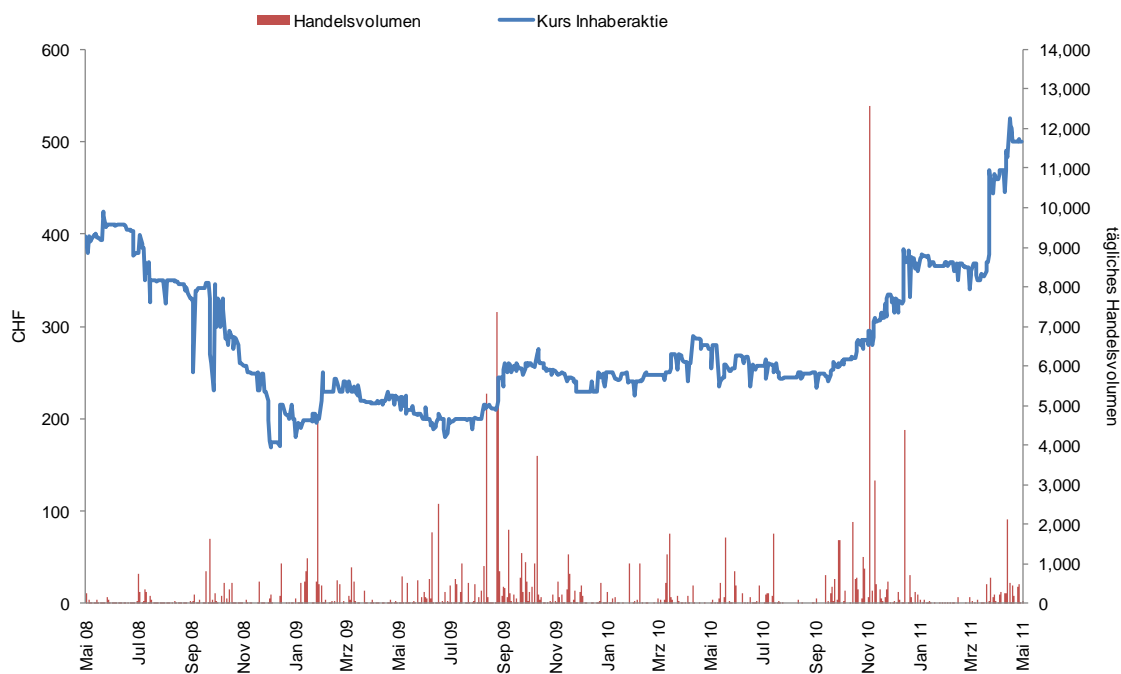
In den nachfolgenden Abbildungen wird die Entwicklung des Aktienkurses sowie des täglichen Handelsvolumens der Namen- als auch Inhaberaktien der Edipresse über die letzten drei Jahre vor Bewertungsstichtag dargestellt.

Abbildung 6: Kurs und Handelsvolumen der Namenaktien der Edipresse während der letzten 3 Jahre



Quelle: Bloomberg

Abbildung 7: Kurs und Handelsvolumen der Inhaberaktien der Edipresse während der letzten 3 Jahre



Quelle: Bloomberg

Der Börsenhandel mit Aktien von Edipresse ist unregelmässig. Gemäss den Kriterien der Übernahmekommission gelten die Titel als nicht liquid.⁵ Die Aussagekraft der Analyse des Aktienpreises und Handelsvolumens wird daher als begrenzt eingestuft.

4.1 Fungibilitätsabschlag

Investoren berücksichtigen typischer Weise die Liquidität eines Investments bei dessen Bewertung. Ein Investor wird für ein nicht liquides Investment weniger bezahlen verglichen mit einem sonst identischen Gut, welches leicht veräussert werden kann. Um ein Investment zu bewerten, dass nicht liquide ist, besteht der übliche Ansatz darin, so vorzugehen, wie wenn das Investment liquide ist um im Anschluss einen Abschlag für mangelnde Liquidität anzuwenden. Der Abschlag für mangelnde Liquidität wird als Fungibilitätsabschlag oder auch „Discount for lack of marketability“ („DLOM“) bezeichnet.⁶

⁵ Vgl. UEK Rundschreiben Nr. 2

⁶ Siehe allgemeine Quellen: Shannon P. Pratt: „Business Valuation – Discounts and Premiums“; Valuation Advisors, LLC; Bajaj, Mukesh/Denis, David D./Ferris, Stephen P./Sarin, Atulya: „Firma Value and Marketability Discounts“, Journal of corporate law (2001), pages 89 -115; Loderer, Claudio/Jörg, Petra/Pichler, Karl/Roth, Lukas/Zraggen, Pius: „Handbuch der Bewertung“, 3. Auflage, Verlag Neue Zürcher Zeitung; Damodaran, Aswath: „Marketability and Value: „Measuring the Illiquidity Discount“, working paper, Stern School of Business, New York, July 2005; Emroy, John D.: „The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock, November 1995 through April 1997“, Business Valuation Review, September 1997, pages 123-131; Dodel, Kerstin: „Abschläge auf Unternehmenswerte nicht börsennotierter Gesellschaften – Nachweis und Implikation bei der Bewertung

Empirische Analysen zum DLOM basieren auf Studien zu gesperrten Aktien („restricted stock“), sogenannte Pre-IPO Studien und auf weiteren Analysen. Auf Grund geänderter Regularien in den USA bei gesperrten Aktien ist der beobachtbare DLOM von 30% bis 35% bevor 1990 auf 10% bis 15% nach 1997 gesunken. Pre-IPO Studien zeigen Resultate mit einer durchschnittlichen Häufung des DLOM im Bereich von 45% bis 50%. Verschiedene Studien, welche die Akquisitionspreise für öffentlich und privat gehaltene Gesellschaften vergleichen, ergeben einen DLOM im Bereich von 20% bis über 50%. Gemäss Studien, welche die Höhe von Dividendenzahlungen als Mass für einen Illiquiditätsabschlag analysieren, beträgt der durchschnittliche Abschlag für die Gruppe mit den höchsten Dividendenzahlungen 20% und geht bis zu 40% für Gesellschaften ohne Dividendenzahlungen.⁷

Die grosse Bandbreite empirischer Daten zeigt, dass zur Quantifizierung des Abschlags auf Basis der vorhandenen Studien der spezifische Fall zu untersuchen ist. Folgende Faktoren haben dabei einen besonderen Einfluss auf die Höhe des DLOM: Höhe der Dividendenzahlungen, die zukünftige Liquidität des Titels (wahrscheinliche Haltedauer der Titels), Risikofaktoren (welche die erwartete Rendite des Investors beeinflussen wie der Diskontierungssatz) und die Wachstumsperspektiven (möglicher Verkaufspreis, bzw. der Residualwert). Sowohl die Studien zu gesperrten Aktien als auch Pre-IPO Studien können als Startpunkt für einen DLOM benutzt werden, welcher in einem zweiten Schritt reduziert oder erhöht werden kann auf Basis der als relevant betrachteten Faktoren.

Eine Indikation eines grundsätzlichen Wertabschlags für Edipresse lässt sich neben der Quantifizierung als illiquider Titel nach den Vorgaben der UEK auch aus dem Unterschied zwischen dem Angebotspreis und den nachgefragten Preisen der Edipresse Titel ziehen. Obwohl beide Aktienkategorien der Edipresse an der SIX kotiert sind, zeigt sich eine erhebliche Differenz zwischen dem Kurs, zu welchem ein Verkäufer in den vergangenen drei Jahren seine Aktien anbietet und dem von potenziellen Käufern offerierten Kaufpreis. Diese fehlende Marktgängigkeit bedeutet, dass ein Titel nicht unmittelbar verkauft werden kann.⁸

deutscher Privatunternehmen“, BewertungsPraktiker Nr. 1/2008

⁷ Zu empirischen Studien siehe u.a.: Silber, William L.: “Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices”, Financial Analysts Journal, July-August 1991, pages 60-64; Hall, Lance S./Polacek, Timothy C.: “Strategies for Obtaining the Largest Valuation Discounts”, Estate Planning, January/February 1994, pages 38-44; Oliver, Robert/Meyers, Roy: “Discounts Seen in Private Placements of Restricted Stock: The Management Planning, Inc., Long-Terms Study (1980-1996)” (Chapter 5) in Reilly, Robert F./Schweihs, Robert P./eds, The Handbook of Advanced Business Valuation, (New York: McGraw-Hill, 2000); Emroy, John D.: “The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock, November 1995 through April 1997”, Business Valuation Review, September 1997, pages 123-131; Pearson, Brian K.: “1999 Discount for Lack of Marketability Study”, Valuation Advisors LLC, <http://valuationpros.com/ipo.html>; FMV Opinions, Inc.: “Determining Lack of Marketability Discounts”, 2003; Hall, Lance S.: “Is There a “Best” Lack of Marketability Discount Model?”, <http://www.bvmarketdata.com/pdf/IsThereaBestDiscountModel.pdf>; Stephenson, Tara: “Stock Price Discounts for Lack of Marketability: OTC Market Empirical Results 2005-2008”, Business Valuation Review, Spring 2010, pages 12-17

⁸ Loderer, Claudio/Jörg, Petra/Pichler, Karl/Roth, Lukas/Zraggen, Pius: “Handbuch der Bewertung”, 3.Auflage, Verlag Neue Zürcher Zeitung, Seite 1018

Die oben aufgeführten für die Festlegung der Höhe des Abschlags bei Edipresse wesentlichen Faktoren werden nachfolgend beurteilt.

- Edipresse zahlte in den vergangenen Jahren konstant Dividenden in Höhe von 11% des Nominalwertes der Aktie. Die stetige Dividendenpolitik sichert dem Aktionär einen konstanten Mittelzufluss und deutet somit auf einen eher niedrigen DLOM hin.
- Lamunière besitzt rund 78% des Aktienkapitals und rund 89% der Stimmrechte von Edipresse. Zudem besitzt Edipresse noch eigene Aktien, was die Liquidität der Titel zusätzlich eingeschränkt. Diese Fakten lassen auf einen höheren DLOM schliessen.
- Der Bereich Immobilien und die Abwicklung der PPSR Transaktion ist nicht mit ausserordentlichen Risiken verbunden. Beim operativen Geschäft ist man den Chancen und Risiken grosser Märkte wie China oder Osteuropa ausgesetzt. Die Faktoren gleichen sich eher aus und haben somit keinen spezifischen Einfluss auf einen DLOM.
- Während der Bereich Immobilien in der aktuellen Konstellation kein ausserordentliches Wachstum erwarten lässt, könnten die Mittel aus dem Verkauf PPSR in Zukunft in neue Aktivitäten im Bereich Magazine und e-Commerce investiert werden mit entsprechenden Wachstumsmöglichkeiten aber auch Risiken. Die in der Mittelfristplanung unterstellten Annahmen lassen auf ein eher moderates Wachstum schliessen. In der Summe lassen die unterschiedlichen Wachstumsimpulse von Edipresse eher keinen spezifischen Rückschluss auf die Höhe des DLOM zu.

Put Option

Im Weiteren haben wir zur Berechnung des DLOM ein Put Options Modell verwendet. Der Besitzer kotierten Aktien kann eine Put Option erwerben, um sich gegen einen sinkenden Kurs abzusichern. Der Preis der Option, welcher von einem Investor bezahlt würde, reflektiert die Liquiditätskosten eines Titels.⁹

Für die Edipresse wurden Put Optionen mit verschiedenen Laufzeiten (6 Monate und 12 Monate) berechnet. Die Berechnung basiert dabei auf dem Optionspreismodell von Black-Scholes sowie auf Parametern z.B. Volatilität, welche von den Vergleichsunternehmen abgeleitet wurden. Daraus resultiert eine Bandbreite für einen Fungibilitätsabschlag im Bereich von 10% bis 15%.

Schlussfolgerung

Vor dem Hintergrund der dargestellten ökonomischen Zusammenhänge, den empirischen Studien, der spezifischen Situation von Edipresse sowie unserer quantitativen Optionspreisanalyse erachten wir einen Abschlag für mangelnde Liquidität in Höhe von bis zu 15% für beide Aktienkategorien als vertretbar. Angewendet auf die Ergebnisse der Bewertung mittels der DCF-Methode entspricht dies einem Abschlag von CHF 15 bis CHF 16 pro Namenaktie und CHF 76 bis CHF 80 pro Inhaberaktie.

⁹ Siehe u.a. Abbott; Ashok: „Discount for Lack of Liquidity; Understanding and Interpreting Option Models“, Business Valuation Review, Fall 2009, pages 144 - 148

4.2 Bestand an eigenen Aktien

Zum Bewertungsstichtag hält Edipresse 625 Namenaktien und 113'754 Inhaberaktien im Eigenbestand. Darin enthalten sind 3'000 Inhaberaktien, die im Rahmen des am 28. September 2010 lancierten Aktienrückkaufprogramms zwecks Kapitalherabsetzung erworben worden sind. Bei der Berechnung des Wertes pro Aktie werden die Aktien im Eigenbestand nicht berücksichtigt.

5 Schlussfolgerung der Fairness Opinion

Nachfolgende Abbildungen zeigen eine Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse.

Abbildung 8: Übersicht Bewertungsergebnisse pro Namenaktie

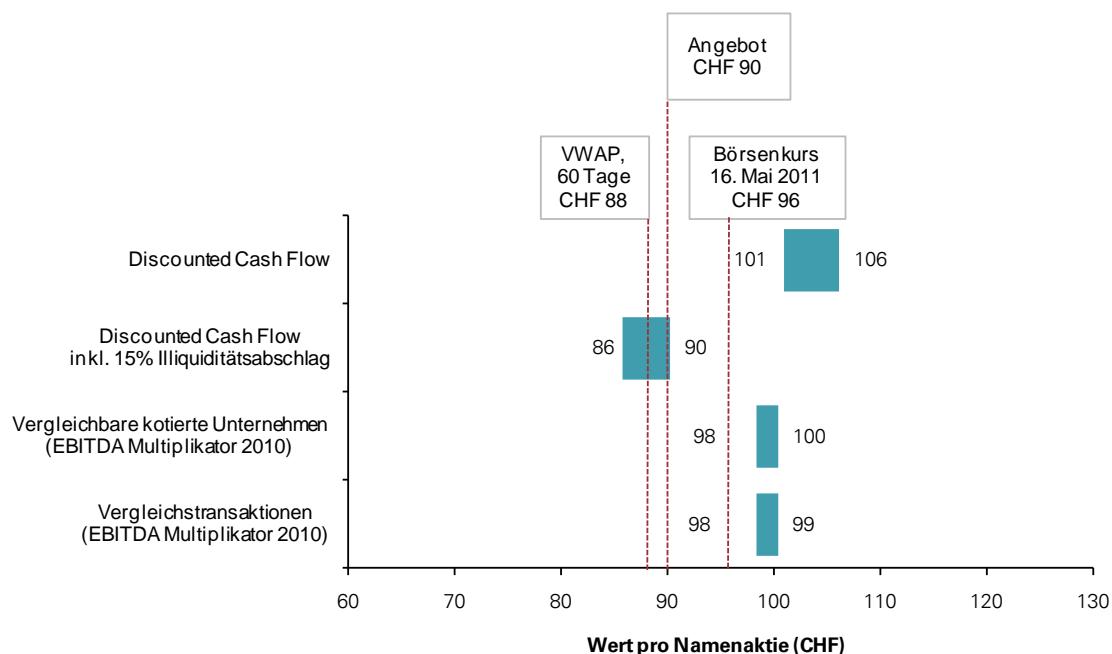
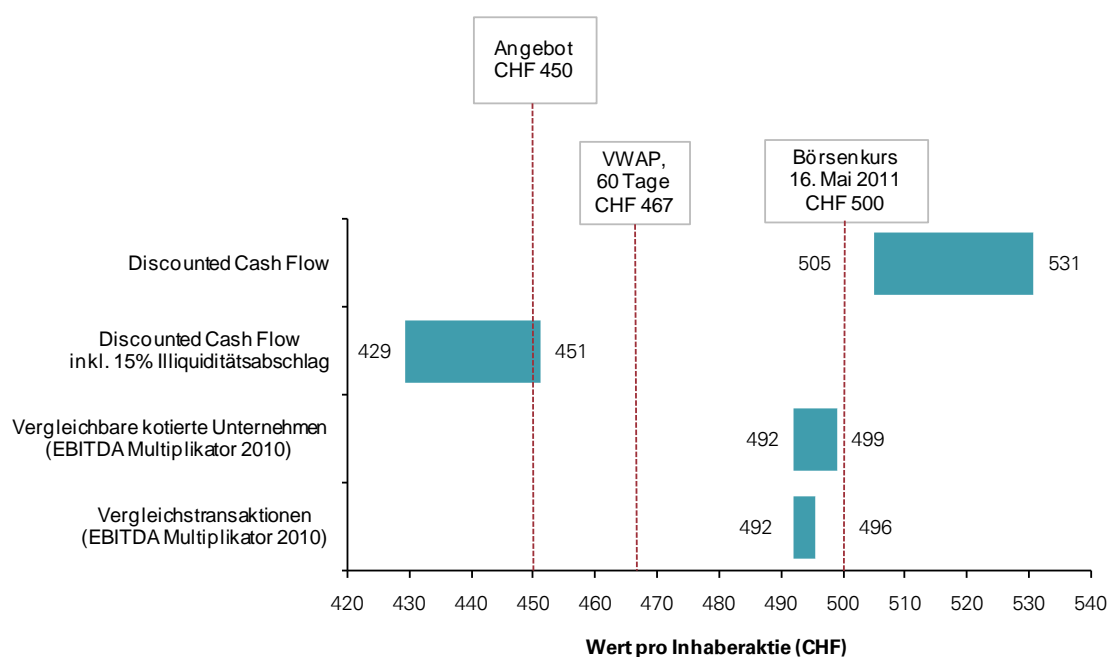


Abbildung 9: Übersicht Bewertungsergebnisse pro Inhaberaktie



Basierend auf den oben aufgeführten Analysen und Bewertungsüberlegungen ergeben sich folgende Bewertungsergebnisse:

- Auf einer „stand-alone“ Basis ergibt sich nach Berücksichtigung der Nettofinanzposition von CHF 13.8 Mio. ein Wert des Eigenkapitals in der Bandbreite von CHF 534 Mio. bis CHF 561 Mio. für Edipresse
- Unter Berücksichtigung eines Abschlags von 15% für mangelnde Fungibilität der Aktien von Edipresse auf dem Wert des Eigenkapitals resultiert eine Bandbreite von CHF 454 Mio. bis CHF 477 Mio. für Edipresse
- Bei einer Anzahl von 1'629'340 ausstehenden Namenaktien und 730'959 ausstehenden Inhaberaktien von Edipresse entspricht dies einem Wert von CHF 86 bis CHF 90 pro Namenaktie und CHF 429 bis CHF 451 pro Inhaberaktie

Die Bandbreiten basieren insbesondere auf der aus der DCF-Analyse abgeleiteten Bewertungsspanne und wurden durch die Analyse der vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen und Vergleichstransaktionen plausibilisiert.

Gestützt darauf beurteilen wir das im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots von Lamunière offerierte Angebot pro Namenaktie von CHF 90 und pro Inhaberaktie von CHF 450 aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Die Fairness Opinion wurde am 26. Mai 2011 fertiggestellt.

KPMG AG



Rolf Langenegger
Director



Johannes Post
Partner

6 Anhang

Anhang I: Ableitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten WACC

Eigenkapitalkosten

					Alpha Faktoren							
Risikoloser Zinssatz ⁽¹⁾	+	Re-levered Beta ⁽²⁾	x	Marktrisikoprämie ⁽³⁾	+	Prämie für Kleinunternehmen ⁽⁴⁾	+	Spezifische Prämie	+	Länderrisikoprämie	=	Eigenkapitalkosten
2.4%		0.97		5.0%		2.0%		0.0%		1.6%		10.8%

Fremdkapitalkosten (nach Steuern)

				Alpha Faktor				
(Risikoloser Zinssatz ⁽¹⁾	+	Fremdkapitalprämie ⁽⁵⁾	+	Länderrisikoprämie)	x	(1 - Steuersatz) ⁽⁶⁾	=	Fremdkapitalkosten (nach Steuern)
2.4%		1.90%		1.6%		75.0%		4.4%

Durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)

Kapitalstruktur ⁽⁷⁾	Kapitalkosten		
Eigenkapital	80.0%	10.8%	8.7%
Fremdkapital (Net debt)	20.0%	4.4%	0.9%
WACC =			9.5%

Anmerkungen:

- (1) Risikofreie und fristadäquate Alternativanlage basierend auf der Zinsstrukturkurve der Schweiz zum 30 April 2011.
- (2) Beta basiert auf 2-Jahres Beta von vergleichbaren kotierten Unternehmen (Quelle Capital IQ). Das verschuldete Beta wurde anhand der Kapitalstruktur der Vergleichsunternehmen aus dem unlevered Beta abgeleitet („re-levered“) (mittels Harris-Pringle Formel).
- (3) Marktrisikoprämie basiert auf verschiedenen nationalen und internationalen Untersuchungen, die die Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite entwickelter Aktienmärkte und der durchschnittlichen Rendite der jeweiligen Staatsanleihe über mehrere Jahrzehnte untersuchen.
- (4) Mittels Prämie für Kleinunternehmen wird dem Umstand Rechnung getragen, dass niedriger kapitalisierte Unternehmen ein erhöhtes Risiko aufweisen und daher eine höhere Renditeerwartung zu erfüllen haben. Quelle: Ibbotson in Stock, Bonds, Bills & Inflation (Valuation Edition) 2011 Yearbook.
- (5) Die Fremdkapitalprämie basiert auf der Rendite von Unternehmensanleihen, die zum Bewertungsstichtag gemäss Reuters ein durchschnittliches (BBB-) Rating innerhalb der Industrie aufweisen (Quelle: BondsOnline).
- (6) Der Steuersatz basiert auf dem Unternehmenssteuersatz der Edipresse in Höhe von 25%.
- (7) Die Kapitalstruktur basiert auf einer Industrieanalyse der Vergleichsunternehmen von Edipresse.

Quelle: Capital IQ, KPMG Analyse, Daten zum Bewertungsstichtag

Anhang II: DCF-Sensitivitätsanalyse

Sensitivitätstabelle - Wert pro Inhaberaktie (CHF)				
WACC	Langfristige Wachstumsrate			
		0.9%	1.4%	1.9%
	10.5%	505	508	510
	10.0%	509	511	514
	9.5%	513	516	519
	9.0%	517	521	525
	8.5%	522	526	531

Sensitivitätstabelle - Wert pro Namenaktie (CHF)				
WACC	Langfristige Wachstumsrate			
		0.9%	1.4%	1.9%
	10.5%	101	101	102
	10.0%	102	102	103
	9.5%	103	103	104
	9.0%	103	104	105
	8.5%	104	105	106

Anhang III: Übersicht Vergleichsunternehmen (1/3)

Vergleichsunternehmen	
Name	Beschreibung
Agora SA	Agora S.A., a media company, produces, sells, and promotes daily newspapers, magazines, and other periodicals primarily in Poland. It primarily offers Gazeta Wyborcza daily newspaper, as well as publishes nationwide free daily, Metro, and 14 color magazines on various subjects from interior decoration and construction to cooking, lifestyle, and shopping. The company also involves in outdoor advertising by offering advertising panels, such as backlights, frontlights, citylights on public transportation shelters, cityscrolls and classic billboards, transit advertising on buses and trams, and large format wall-mounted panels on buildings, as well as CitilinfoTV panels installed in Warsaw metro cars. In addition, it engages in radio operations, which encompass a group of local radio stations operating under two brands, Golden Hits and Roxy FM; a regional, opinion-making news station TOK FM; and an Internet radio Tuba.fm with approximately 30 thematic and authorial channels, as well as a music video channel. Further, the company operates a cinema network consisting of 24 multiplexes and 2 traditional cinemas with approximately 140 screens and 31000 seats, as well as owns thematic, classified, entertainment, and social services portals. Additionally, it operates in fields, such as coproduction and distribution of large-screen movies; and coproduction of cultural events with world celebrities. The company also publishes collections of literature, music, and film books series with CDs and DVDs; provides printing services; and operates an Internet advertising agency, AdBroker. Agora S.A. was founded in 1989 and is headquartered in Warsaw, Poland.
Axel Springer AG	Axel Springer AG operates as a multimedia print and digital media, online, and Web-television (TV) company in Europe. The company publishes newspapers and magazines. It creates and distributes information and entertainment in newspapers, magazines, and digital distribution channels. The company's Newspapers National segment offers daily and Sunday newspapers, national and regional subscription newspapers, and advertising supplements. Its Magazines National segment publishes magazines in Germany. This segment provides TV program guides, as well as women's, computer, car, sports, and music magazines; and invests in magazine publishing companies. The company's Print International segment publishes newspapers and magazines in Switzerland, Spain, and France, as well as in Hungary, Poland, the Czech Republic, Slovakia, Serbia, Russia, Romania, and India. Its Digital Media segment comprises its online activities, as well as activities and investments in the TV and radio sectors. In addition, the company engages in rotogravure printing business. It sells its newspapers and magazines through retail sales outlets, press wholesalers, and press import companies; and distributes digital media through various channels, including the Internet, mobile terminal devices, and download platforms, such as Apple's App Store. The company was formerly as Axel Springer Verlag GmbH and changed its name to Axel Springer AG in April 2003. Axel Springer AG was founded in 1946 and is headquartered in Berlin, Germany.
RCS MediaGroup S.p.A	RCS MediaGroup S.p.A., through its subsidiaries, operates in the media and publishing sectors primarily in Italy, Spain, France, Portugal, the United Kingdom, the United States, and China. Its Newspapers Italy segment engages in editing, producing, and marketing of publications relating to the titles, such as Corriere della Sera, La Gazzetta dello Sport, City, and Urban. It also organizes and runs the Giro d'Italia, and other cycling races and sporting events; and manages advertising relating to sporting events and classifieds. The company's Newspapers Spain segment involves in the publication of daily newspapers, magazines, and books; radio broadcasting; national, regional, and local digital television services; production of audiovisual material for television and digital content for the Web; and the organization of events and conferences. This segment publishes El Mundo.es, Marca, and Expansion newspapers, as well as organizes sports events. Its Books segment engages in book, classic comic strips, games and narrative, textbook and professional, legal, university, professional, reference, and partworks publishing activities. The company's Magazines segment publishes 33 weekly, monthly, bi-monthly, and quarterly titles; and engages in various multimedia activities both on the Web, including the Leiwab, At Casa, and Quimamme portals, and certain magazine Websites, and on television. RCS MediaGroup's Dada segment manages a network of Web portals for the general public, and on-line advertising activities; and provides domain name registration and hosting services for companies. This segment also offers value-added Internet and mobile phone services in the United States; and operates Splinder and Bloglo blogging sites. Its Television segment engages in satellite television broadcasting. The company was formerly known as Rizzoli Editore and changed its name to RCS MediaGroup S.p.A in 2003. RCS MediaGroup S.p.A. was founded in 1927 and is headquartered in Milan, Italy.
Vocento	Vocento, S.A. operates as a multimedia company in Spain. It engages in information and entertainment businesses, including the press, supplements, magazines, television, radio, audiovisual production, movie distribution, and the Internet. The company involves in the printing, publishing, distribution, and sale of daily newspapers, including ABC and Qué!; weekly supplements comprising XLSemanal, Pantalla Semanal, Mujer Hoy y Mujer, and Hoy Corazón; and two magazines focused on economy and cars. It also operates radio and television broadcasting stations, as well as holds licenses to broadcast digital terrestrial television channels; and operates portals in the areas of news, share prices, automotive, cinema, classifieds, employment, real estate, and leisure and directories, as well as a portal to upload and download video content. In addition, the company engages in content production and distribution; printing; and publication distribution businesses. Further, it provides integrated Internet services; generates digitalized content for Internet portals, institutions, and companies; and provides call centre and telematic solutions. Additionally, Vocento, S.A. engages in film and television program production activities. The company was formerly known as Prensa Espanola, S.A. and changed its name to Vocento, S.A. in May 2003. The company was incorporated in 1945 and is based in Madrid, Spain.

Übersicht Vergleichsunternehmen (2/3)

Vergleichsunternehmen	
Name	Beschreibung
Cofina SGPS, S.A.	Cofina, SGPS, S.A., through its subsidiaries, engages in the publication and sale of newspapers and magazines in Portugal. The company holds a portfolio of 5 newspapers and 11 magazines. Its newspapers include Correio da Manhã, a daily newspaper; Record, a sports daily; Jornal de Negócios, a business daily; and Destak and Metro, daily free newspapers. The company's magazines comprise Sabado, a weekly newsmagazine; Automotor for the auto segment; TV Guia, a television magazine; Flash, a weekly society magazine; Rotas e Destinos, a monthly magazine for travel and leisure; Maxima Interiores, a monthly magazine for design and decor; GQ, an international male magazine; Maxima, a fashion and trends female magazine; Vogue, a fashion magazine; and PC Guia, an IT magazine on software and personal hardware, as well as Semana Informatica for the professional IT market. It also offers newspapers, magazines, and classifieds online. In addition, the company involves in the production and creation of Websites; and events organization and promotion activities. Cofina, SGPS, S.A. was founded in 1995 and is headquartered in Porto, Portugal.
Arnoldo Mondadori Editore SpA	Arnoldo Mondadori Editore S.p.A., through its subsidiaries, operates as a publishing company in Italy and internationally. It publishes children's books, art books, and education books. The company also publishes various magazines in the areas of consumer, architecture, home, car, cinema, cooking, interior design, geography and nature, computer, news, culture, health and fitness, science and technology, television, travel, and leisure, as well as offers men's and women's magazines. Its magazine titles primarily include Panorama, TV Sorrisi e Canzoni, Grazia, Donna Moderna, Chi, Flair, Auto oggi, Panoramauto, Casa Facile, Casaviva, Ciak, Confidenze, Cosmopolitan, Cucina Moderna, Cucina no problem, Economy, Evo, Focus, Focus Junior, Geo, Grazia Casa, Guida TV, Interni, Jack, Men's Health, Panorama Travel, Sale & Pepe, Starbene, Telepiù, Top Girl, Tu, Verde Facile, and VilleGiardini. In addition, the company offers digital publishing, advertising, printing, and radio broadcasting services. Further, it involves in retailing through a chain of its own shops and franchising outlets situated in Italy, and direct marketing and mail-order sales of publishing products. Arnoldo Mondadori Editore S.p.A. was founded in 1907 and is based in Segrate, Italy.
Gruppo Editoriale L'Espresso SpA	Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A operates as a media group in Italy. It engages in publishing, radio, advertising, Internet, and television businesses. The company publishes la Repubblica, a national daily newspaper; and L'espresso, a weekly newsmagazine. It also publishes monthly magazines, including National Geographic Italia, Le Scienze, and Mente & cervello; quarterly magazines comprising Limes and MicroMega; and Le Guide dell'Espresso, which provides annual guides to restaurants, hotels, and wines. In addition, the company publishes 15 daily local newspapers; operates 3 national commercial radio stations, including Radio DeeJay, Radio Capital, and m2o, as well as a national television network; and offers radio and video broadcasting contents, Web solutions, and services to private companies. Further, it offers education and professional services for various clients in the technology and human resources management sectors; and organizes seminars, conferences, exhibitions, meetings, and online courses. Additionally, Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A provides marketing, customer relationship management, data bank management, subscription and fidelity club management, and logistic services; and sells advertising space. The company was formerly known as Editoriale L'Espresso SpA and changed its name to Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A in January 1998. Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A is based in Rome, Italy.
Tamedia AG	Tamedia AG, a media company, engages in publishing newspapers and magazines. The company offers daily and weekly newspapers. Its magazines focus on various areas, including women, automobiles, agriculture, and TV programs. The company also operates news portals, a real estate platform, job advertisement platforms, a directory portal, and radio and TV stations. In addition, it offers publishing services, including newspaper printing, digital management, readers market, call center, and publishing logistics services. The company was founded in 1893 and is based in Zurich, Switzerland.
One Media Group Ltd.	One Media Group Limited, an investment holding company, engages in the publication, marketing, and distribution of Chinese language lifestyle magazines in Hong Kong and Mainland China. The company publishes Ming Pao Weekly, an entertainment/celebrity/lifestyle magazine; Hi-Tech Weekly; TopGear Hong Kong, a monthly automotive magazine; MING, a celebrity, fashion, lifestyle, and entertainment magazine; and Popular Science, a technology publication. It also engages in magazine advertising operations. The company was incorporated in 2005 and is headquartered in Chai Wan, Hong Kong. One Media Group Limited is a subsidiary of Media Chinese International Limited.

Übersicht Vergleichsunternehmen (3/3)

Vergleichsunternehmen	
Name	Beschreibung
Daily Mail and General Trust plc	Daily Mail and General Trust plc operates in the media and information business primarily in the United Kingdom, the rest of Europe, North America, and Australia. It offers various products and services for the quantification and management of catastrophe risk associated with perils, such as earthquakes, hurricanes, windstorms, and terrorist attacks; and business-to-business information to the property, financial, energy, geospatial, and educational recruitment markets. The company also produces business-to-business exhibitions and conferences for the energy, technology, digital marketing, gift, construction, and interior industries with events in North America, the Middle East, Europe, Asia, and Australia. It operates approximately 36 exhibitions and 2 conference businesses in 11 countries. In addition, Daily Mail and General Trust plc publishes approximately 70 magazines, newsletters, and journals, including Euromoney, Institutional Investor, and Metal Bulletin; conducts conferences, seminars, and training courses; and provides electronic information and data covering international finance, metals, and commodities markets. Further, the company operates newspaper companion digital sites; travel, jobs, motors, and property digital businesses; and mobile and television business, as well as provides printing services. Additionally, it publishes approximately 100 publications, including 17 paid-for daily titles, 2 free daily titles, 23 paid-for weeklies, 4 weekly classified titles, 17 monthly magazines, and 40 free weekly newspapers. The company was founded in 1896 and is headquartered in London, the United Kingdom.
Schibsted ASA	Schibsted ASA, through its subsidiaries, operates as a media company primarily in Norway, Sweden, and internationally. The company operates in the fields of newspaper, online and mobile, live pictures, and book and magazine media. It publishes newspapers and online newspapers, biographies, history books, documentary novels, annuals, humor books, books on food and drink, travel guides, detective novels, comics, and magazines, such as Maison, Maison Mat & Vin, and Design Interiør. The company also involves in films distribution; and operates a commercial TV channel, Kanal 2. It distributes news, information, services, and entertainment through its printed and online newspapers, live pictures, films, videos, DVDs, and mobile phones. The company operates in the Baltic States, Spain, France, Denmark, Finland, Austria, Italy, Switzerland, Hungary, Belgium, Netherlands, Portugal, Greece, Russia, Singapore, Malaysia, the Philippines, Indonesia, Estonia, Latvia, Lithuania, Mexico, Colombia, Brazil, Argentina, and Latin America. Schibsted ASA was founded in 1839 and is headquartered in Oslo, Norway.
Sing Tao News Corp Ltd.	Sing Tao News Corporation Limited engages in media, human capital management, property holding and development, and photographic products trading activities in Hong Kong, Mainland China, North America, Australia, New Zealand, and Europe. The company publishes English and Chinese newspapers; weekly publications, including Property Browser, Investment Weekly, and Smart Parents; and magazines that primarily focus on current affairs and entertainment, lifestyle, and information technology news and trends. It also publishes books in various categories, including parenting, travel, health, self-improvement, and lifestyle; and publishes and distributes titles from overseas, such as Walt Disney bilingual storybooks and À Petits Pas of Actes Sud/Junior Publishing. The company's recruitment media business comprises JobMarket, a recruitment advertising title; EDUplus.com.hk, an education advertising title; A-Performers.com, a multi-media recruitment medium for the professionals; and HeadlineJobs, an interactive recruitment platform for young executives. In addition, it engages in the distribution of print media covering newspapers, magazines, and books. Further, the company sells and distributes own and third party repackaged information and content; distributes Chinese-language financial news of Dow Jones News Agency to corporate customers and government organizations in Mainland China; and provides content, content licensing, and related media consultancy services to enterprises in the People's Republic of China. Additionally, the company distributes Nikon cameras and related products, as well as the Jeep brand of camera and video bags, outdoor bags, leather goods, and luggage gears; provides online and off-line corporate and vocational training services; and engages in radio broadcasting, securities investment and trading, printing, advertising, and software development businesses. Sing Tao News Corporation Limited was founded in 1938 and is based in Shau Kei Wan, Hong Kong.
Nation Multimedia Group Public Co. Ltd.	Nation Multimedia Group Public Company Limited, together with its subsidiaries, engages in the publication and distribution of newspapers; and the provision of advertising and news services primarily in Thailand. The company's Publishing and Advertising segment publishes Krungthep Turakij, a Thailand-language daily business newspaper; Bizweek, a Thailand-language weekly business newspaper; Nation Weekender, a weekly news magazine; Kom Chad Luek, a daily newspaper for family readers; The Nation, an English-language news paper; Nation Junior, an English-language fortnight magazine for the teenage group; Daily Xpress, an English-language daily newspaper; and nationmultimedia.com, an English-language news Web site. It also produces company profiles, catalogs, brochures, documents, VDO/CD presentations, and e-supplements; and organizes marketing events, including recreational and sporting, celebratory, entertainment, business, and special events that contribute to society. Its Printing Service segment provides graphic design, pre-press, press, and post-press services, as well as other specialized services, including hard cover and commercial Web printing for newspapers and magazines. The company's Edutainment segment imports, publishes, and distributes educational and entertainment books and media for children and youth. It publishes knowledge books and comic magazines. This segment also provides educational services, including professional training to improve working, communication, and foreign language skills for organizations, public, and students; and printing, advertising, distribution and shop display, and delivery services to overseas publishers. Its Broadcasting and New Media segment produces various radio and television programs, as well as provides news and information content via various new digital media, such as mobile phones and the Internet. The company was founded in 1971 and is headquartered in Bangkok, Thailand.

Quelle: CapitalIQ

Anhang IV: Ableitung des Beta-Faktors

Vergleichsunternehmen	Land	Levered Beta	Fremdkapital / Gesamtkapital	Fremdkapital / Eigenkapital	Debt beta	Unlevered Beta
Name		2-Jahres Zeitraum (wöchentlich)	Jahresendwerte	Jahresendwerte	FK-Spread / Marktrisikoprämie	2-Jahres Zeitraum (wöchentlich)
Agora SA	Poland	1.08	0.0%	0.0%	n/a	1.08
Axel Springer AG	Germany	0.65	7.2%	7.7%	0.14	0.61
RCS MediaGroup S.p.A	Italy	1.43	52.2%	109.1%	0.23	0.81
Vocento	Spain	0.56	17.6%	21.3%	1.50	0.72
Cofina SGPS, S.A.	Portugal	1.07	65.8%	192.1%	0.93	0.98
Arnoldo Mondadori Editore SpA	Italy	1.27	34.1%	51.7%	0.17	0.89
Gruppo Editoriale L' Espresso SpA	Italy	1.41	19.8%	24.6%	0.65	1.26
Tamedia AG	Switzerland	0.84	0.0%	0.0%	n/a	0.84
One Media Group Ltd.	Hong Kong	0.79	0.0%	0.0%	n/a	0.79
Daily Mail and General Trust plc	United Kingdom	1.11	36.1%	56.5%	0.49	0.88
Schibsted ASA	Norway	0.98	15.0%	17.7%	0.11	0.85
Nation Multimedia Group Public Co. Ltd.	Thailand	0.76	49.5%	98.2%	0.36	0.56
Median		1.03	18.7%	23.0%	0.36	0.84
Durchschnitt		1.00	24.8%	48.3%	0.51	0.86
Verwendet (gerundet)			20.0%	25.0%		0.85

Unlevered Beta	x	(1+ (Fremdkapital / Eigenkapital))	-	(Debt beta ¹	x	(Fremdkapital / Eigenkapital))	=	Re-levered beta
0.85		1.25		0.38		25.0%		0.97

Anmerkungen:

(1) Debt Beta = Fremdkapitalkosten-Spread / Marktrisikoprämie

Quelle: Bloomberg, CapitalIQ, Daten zum Bewertungsstichtag

Hinweis: Die für die Ableitung des Beta-Faktors herangezogenen Vergleichsunternehmen umfassen nicht alle in Anhang III dargestellte Vergleichsunternehmen, da nur Unternehmen herangezogen worden sind, welche eine ausreichende statistische Signifikanz des Beta Faktors aufwiesen.

Anhang V: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen				
Vergleichsunternehmen	Währung	Markt- kapitalisierung	Unter- nehmenswert	EBITDA multiple
				2010
Agora SA	PLN	1,299	1,234	7.0 x
Axel Springer AG	EUR	3,629	4,119	8.9 x
RCS MediaGroup S.p.A	EUR	990	2,146	10.7 x
Vocento	EUR	433	613	19.1 x
Cofina SGPS, S.A.	EUR	54	159	6.8 x
Arnoldo Mondadori Editore SpA	EUR	678	1,030	7.1 x
Gruppo Editoriale L'Espresso SpA	EUR	843	1,026	7.2 x
Tamedia AG	CHF	1,471	1,460	8.7 x
Daily Mail and General Trust plc	GBP	1,929	3,198	8.4 x
Schibsted ASA	NOK	16,388	19,620	9.2 x
Sing Tao News Corp Ltd.	HKD	2,029	1,377	5.9 x
Nation Multimedia Group Public Co. Ltd.	THB	1,648	3,450	6.6 x
Arithmetisches Mittel				8.8 x
Median				7.8 x

Quelle: CapitalIQ, Daten zum Bewertungsstichtag

Anhang VI: Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmenstransaktionen

Datum (Closing)	Zielunternehmen	Käufer	Enterprise Value	TTM EBITDA
21.02.2011	Seven Media Group Pty Ltd.	Seven West Media Limited (ASX:SWM)	4,183	11.5x
08.01.2010	Postmedia Network Inc.	Various banks	2,225	13.1x
16.10.2009	New Straits Times Press Bhd	Media Prima Bhd (KLSE:MEDIA)	151	5.0x
09.05.2008	Edizioni Specializzate SpA	Fiera Milano SpA. (BIT:FM)	11	5.0x
11.12.2009	Springer Science+Business Media S.A.	EQT Partners AB; GIC Special Investments	3,358	8.2x
06.10.2008	SPG Media Group Limited	-	13	7.4x
Arithmetisches Mittel				8.4x
Median				7.8x

Quelle: Capital IQ, Mergermarket