



Fairness Opinion – Pargesa Holding SA

Fairness Opinion zum freiwilligen öffentlichen Tauschangebot der Parjointco N.V. für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Pargesa Holding SA

11. März 2020



1	Einleitung	3
1.1	Ausgangslage	4
1.2	Auftrag von Rothschild & Co	6
1.3	Beurteilungsvorgehen	7
1.4	Beurteilungsgrundlagen	8
2	Vorstellung von Pargesa und GBL	9
2.1	Unternehmensprofil von Pargesa	10
2.2	Unternehmensprofil von GBL	12
2.3	Anlageportfolio von GBL	13
2.4	Analyse des Marktwertabschlags von Pargesa	15
2.5	Analyse des Marktwertabschlags von GBL	17
3	Transaktionsstruktur	19
3.1	Überblick über die geplante Transaktionsstruktur	20
3.2	Vereinfachter Stufenplan für die vorgesehene Transaktion	21
3.3	Zusätzliche Überlegungen zu der Transaktion	24
4	Bewertungsüberlegungen und Analyse des Umtauschverhältnisses	25
4.1	Einführung in die Bewertungsmethoden	26
4.2	Analyse der Aktienkurse von Pargesa und GBL	32
4.3	Median der Kursziele der Aktienanalysten	33
4.4	Analyse des NAV von Pargesa	34
4.5	Ergänzende Analysen zu Informationszwecken	39

Inhaltsverzeichnis



5	Beurteilung von Alternativen für die Publikumsaktionäre von Pargesa	42
5.1	Beurteilung von Alternativen für die Publikumsaktionäre von Pargesa	43
6	Ergebnis der Fairness Opinion	44
6.1	Ergebnis der Fairness Opinion	45
Anhänge		47
A	Weitere Informationen	48
B	Begriffsbestimmungen und Abkürzungen	52

1

Einleitung

1.1 Ausgangslage

Ausgangslage

- Pargesa Holding SA („**Pargesa**“ oder das „**Unternehmen**“) ist eine schweizerische Aktiengesellschaft mit Sitz in Genf, Schweiz, deren Inhaberaktien an der SIX Swiss Exchange kotiert sind und am 6. März 2020 (der „**Bewertungsstichtag**“) eine Marktkapitalisierung von CHF 5.9 Mrd. haben
- Das eingetragene Aktienkapital von Pargesa beläuft sich auf CHF 1'698'723'400 und ist in 77'214'700 (nicht börsenkotierte) Namenaktien mit einem Nominalwert von je CHF 2 pro Aktie und 77'214'700 (an der SIX Swiss Exchange kotierte) Inhaberaktien mit einem Nominalwert von je CHF 20 pro Aktie eingeteilt. Der Nominalwert beider Aktienkategorien ist voll liberiert und alle Aktien besitzen ungeachtet ihres Nominalwerts das gleiche Stimmrecht
- Am Bewertungsstichtag besteht Pargesas wichtigster Vermögenswert aus einer indirekten Beteiligung von 50.0% des Kapitals und 51.7% der Stimmrechte an Groupe Bruxelles Lambert („**GBL**“), einer Aktiengesellschaft mit Sitz in Brüssel, Belgien, deren Aktien an der Euronext in Brüssel kotiert sind und zum Bewertungsstichtag eine Marktkapitalisierung von EUR 12.6 Mrd. haben. GBL ist über seine Beteiligungen an einer Reihe von Betriebsgesellschaften in verschiedenen Industrie- und Dienstleistungssektoren tätig
- Das registrierte Aktienkapital von GBL beläuft sich auf EUR 653'136'356 und ist in 161'358'287 (an der Euronext in Brüssel kotierte) nennwertlose Aktien unterteilt. Die Aktien sind voll liberiert und besitzen je ein Stimmrecht
- Parjointco N.V. („**Parjointco**“ oder die „**Anbieterin**“), die Mehrheitsaktionärin von Pargesa, ist eine nach niederländischem Recht gegründete Gesellschaft mit Sitz in Rotterdam, Niederlande. Die Aktionäre von Parjointco sind eine Gruppe, bestehend aus der Stichting Administratiekantoor Frère-Bourgeois, Rotterdam, Niederlande (die „**Stichting Frère-Bourgeois**“), und dem Desmarais Family Residuary Trust sowie aus Gesellschaften, die von Stichting Frère-Bourgeois und dem Desmarais Family Residuary Trust kontrolliert werden (die „**Frère-Desmarais Group**“)
- Die derzeitige Struktur der Frère-Desmarais Group umfasst zwei börsenkotierte Unternehmen innerhalb derselben Holdingkette: Pargesa, deren Inhaberaktien an der SIX Swiss Exchange kotiert sind, und GBL, deren Aktien an der Euronext Brüssel kotiert sind. In der Vergangenheit brachte diese mehrstufige Haltestruktur Verzerrungen bei den jeweiligen Abschlägen auf den Nettovermögenswerten (der „**NAV**“) mit sich: In den letzten zwölf Monaten wurden die Pargesa-Inhaberaktien mit einem Abschlag von durchschnittlich 15.3% auf ihren direkten auf dem Marktwert von GBL basierenden NAV gehandelt. Die Aktien von GBL notierten im selben Zeitraum mit einem Abschlag von durchschnittlich 25.5% auf ihren ausgewiesenen NAV
- In Bezug auf den von Pargesa ausgewiesenen und mittels eines transitiven Ansatzes zum NAV von GBL bestimmten NAV liegt der implizierte Abschlag von Pargesa zum Bewertungsstichtag bei 38.6%
- Die Frère-Desmarais Group möchte diese Struktur vereinfachen und den Abschlag von Pargesa auf den Marktwert von GBL eliminieren, indem sie die sich im Publikum befindenden Aktien von Pargesa auf GBL überträgt und dann Pargesa von der SIX Swiss Exchange dekotiert
- Vor diesem Hintergrund hat Parjointco am 11. März 2020 eine Voranmeldung (die „**Voranmeldung**“) hinsichtlich eines öffentlichen Tauschangebots für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien von Pargesa mit einem Nennwert von je CHF 20 publiziert (das „**Angebot**“). Das Angebot erstreckt sich jedoch nicht auf die von Parjointco oder einer ihrer direkten oder indirekten Tochtergesellschaften gehaltenen Pargesa-Inhaberaktien

Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (am Bewertungsstichtag)

1.1 Ausgangslage

Ausgangslage (Fortsetzung)

- Das Angebot wird als öffentliches Tauschangebot strukturiert, wobei die Anbieterin für jede Pargesa-Inhaberaktie 0.93 bestehende Aktien der GBL (das „**Umtauschverhältnis**“)¹ anbietet. GBL-Aktien, die an die Publikumsaktionäre von Pargesa zu liefern sein werden, werden durch eine neu gegründete hundertprozentige Tochtergesellschaft von Parjointco („**NewCo**“) von Pargesa Netherlands B.V. („**Pargesa NL**“), einer hundertprozentigen Tochtergesellschaft von Pargesa, erworben. Dieser Erwerb erfolgt zum Marktwert gegen eine Forderung von Pargesa NL gegenüber NewCo
- Auf der Grundlage des Schlusskurses der GBL-Aktie an der Euronext Brüssel und einem EUR/CHF-Wechselkurs von 1.0589 am Bewertungsstichtag impliziert das Umtauschverhältnis einen Wert von CHF 79.35 pro Pargesa-Inhaberaktie. Dies entspricht einer Prämie von 14.6% gegenüber dem Schlusskurs der Pargesa-Inhaberaktie von CHF 69.25 am Bewertungsstichtag
- Der Kurs der Pargesa- und GBL-Aktien sowie der EUR/CHF-Wechselkurs können sich zwischen der Voranmeldung und dem Vollzug des Angebots ändern. Solche Änderungen wirken sich auf den Gegenwert des Angebots und somit auf den Gesamtwert aus, den die Aktionäre letztendlich für ihre Pargesa-Inhaberaktien erhalten
- Gemäss der Voranmeldung wird das Angebot voraussichtlich unter den folgenden Bedingungen stehen:
 - Nach Ablauf der (möglicherweise verlängerten) Angebotsfrist (wie nachfolgend definiert) muss die Anbieterin gültige Annahmeerklärungen für eine Anzahl von Pargesa-Inhaberaktien erhalten haben, die zusammen mit den von der Anbieterin und den mit ihr gemeinsam handelnden Personen gehaltenen Pargesa-Inhaberaktien und Pargesa-Namenaktien mindestens 90% der Stimmrechte an Pargesa ausmachen
 - Die ausserordentliche Generalversammlung der Aktionäre von GBL akzeptiert die Änderung der Statuten von GBL bezüglich des Doppelstimmrechts für voll eingezahlte Aktien, die mindestens zwei Jahre lang ohne Unterbrechung auf den Namen desselben Aktionärs eingetragen sind, wie im neuen belgischen Gesellschafts- und Vereinigungsgesetz vorgesehen
 - Keine Gerichts- oder Verwaltungsbehörde hat einen Entscheid erlassen, der das Angebot oder seinen Abschluss verhindert, verbietet oder als unzulässig qualifiziert
- Der Angebotsprospekt wird voraussichtlich am 22. April 2020 veröffentlicht. Nach Ablauf der Karenzfrist von 10 Börsentagen wird das Angebot während 20 Börsentagen, das heisst voraussichtlich vom 8. Mai 2020 bis am 8. Juni 2020, 16:00 Uhr mitteleuropäische Sommerzeit (MESZ) zur Annahme offen bleiben (die „**Angebotsfrist**“). Die Anbieterin behält sich vor, die Angebotsfrist ein- oder mehrmals zu verlängern. Werden die Bedingungen des Angebots erfüllt, läuft eine Nachfrist von 10 Börsentagen zur Annahme des Angebots
- Die Rothschild & Co Bank AG („**Rothschild & Co**“ oder „**wir**“ oder „**uns**“) erhält im Zusammenhang mit dem Auftrag zur Erstellung einer Fairness Opinion (die „**Fairness Opinion**“) keine Vergütung in Abhängigkeit getätigter Aussagen in Bezug auf die Bewertungen von Pargesa oder GBL oder über den Erfolg des Angebots. Rothschild & Co erklärt hiermit, dass ihre Einschätzungen auf unabhängiger Basis im Einklang mit dem Rundschreiben Nr. 3 der Übernahmekommission („**UEK**“) zur Prüfung öffentlicher Kaufangebote vorgenommen wurden. Gemäss Art. 5 ff. und Art. 42 ff. des Bundesgesetzes über die Finanzinstitute (FINIG) verfügt Rothschild & Co über die entsprechenden Qualifikationen, um Fairness Opinions für öffentliche Kaufangebote in der Schweiz zu erstellen

Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (am Bewertungsstichtag), FINIG, UEK

Hinweis

¹ Das Umtauschverhältnis wird um den Bruttobetrag jedes verwässernden Ereignisses bezüglich der Pargesa-Inhaberaktien reduziert, das bis zum Vollzug des Angebots eintritt. Es wird keine Anpassung des Umtauschverhältnisses vorgenommen (i) als Folge der Ausübung der Aktienoptionen, die von Mitgliedern der Geschäftsleitung, Mitarbeitern und ehemaligen Mitarbeitern von Pargesa gehalten werden; oder (ii) als Folge der Dividende von CHF 2.63 pro Pargesa-Aktie auf der Agenda der ordentlichen Generalversammlung von Pargesa vom 6. Mai 2020, die bereits im Umtauschverhältnis berücksichtigt wurde

1.2 Auftrag von Rothschild & Co

Auftrag von Rothschild & Co

- Im Zusammenhang mit seinem Bericht zum Angebot an die Pargesa-Aktionäre (der „**Bericht des Verwaltungsrats**“) hat der Verwaltungsrat von Pargesa Rothschild & Co mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt, in der die finanzielle Angemessenheit des Umtauschverhältnisses bewertet werden soll
- In ihren Analysen bewertet Rothschild & Co die finanzielle Angemessenheit des Umtauschverhältnisses so, als wäre das Angebot allen Aktionären von Pargesa unterbreitet worden
- Die Fairness Opinion ist ausschliesslich zur Nutzung durch den Verwaltungsrat von Pargesa als Teil des Berichts des Verwaltungsrats (in Übereinstimmung mit der Verordnung der UEK über öffentliche Kaufangebote) vorgesehen. Sie richtet sich nicht an die Aktionäre von Pargesa oder andere Drittparteien, noch leiten sich aus ihr Rechte von oder Verpflichtungen gegenüber den Aktionären von Pargesa oder anderen Drittparteien ab
- Die Fairness Opinion darf in Verbindung mit und als Teil des Berichts des Verwaltungsrats publiziert werden. Zudem kann die Anbieterin in ihrem Schweizer Angebotsprospekt auf die Fairness Opinion verweisen. Eine Nutzung zu anderen Zwecken ist nicht gestattet
- Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre von Pargesa dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen
- Folgende Aspekte werden in der Fairness Opinion nicht bewertet:
 - die Abgeltungsmodalitäten und sonstige Bedingungen des Angebots
 - die rechtlichen und/oder steuerlichen Aspekte der Transaktionsstruktur
 - mögliche Auswirkungen für Aktionäre, die das Angebot annehmen oder ablehnen
 - die künftige Wertentwicklung, der künftige Wert oder Kurs der Pargesa-Inhaberaktie
 - die künftige Wertentwicklung, der Wert oder der Kurs der GBL-Aktie
- Rothschild & Co hat weder eine Revision gemäss Schweizer Recht noch eine Due-Diligence-Prüfung durchgeführt und auch keine Drittpartei damit beauftragt
- Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat Rothschild & Co die Richtigkeit und Vollständigkeit der Finanz- und sonstigen Informationen bezüglich Pargesa und GBL vorausgesetzt und sich auf diese verlassen (siehe 1.4 Beurteilungsgrundlagen), insbesondere bezüglich und auf die von Pargesa erhaltenen Informationen. Rothschild & Co hat keine unabhängige Prüfung dieser Informationen vorgenommen und übernimmt keine Verpflichtung oder Verantwortung für eine solche Prüfung. Die Verantwortung von Rothschild & Co beschränkt sich auf die sorgfältige und professionelle finanzielle Analyse und Bewertung der uns zur Verfügung gestellten Informationen
- Ausserdem hat sich Rothschild & Co auf die schriftliche Zusicherung des Unternehmens verlassen, dass ihm keine Fakten oder Umstände bekannt sind, die in der Fairness Opinion nicht offengelegt oder dargelegt sind und die für das Verständnis der Aktionäre bei der Lektüre der Fairness Opinion von Bedeutung sein könnten oder deren Nichtoffenlegung ein ungenaues, unvollständiges oder irreführendes Bild des Unternehmens und/oder seiner Tochtergesellschaften oder Beteiligungen von seinem oder deren aktuellen Zustand oder seiner oder deren künftigen Entwicklung vermitteln könnte
- Die Fairness Opinion ist auch auf Englisch und Französisch erhältlich

1.3 Beurteilungsvorgehen

Beurteilungsvorgehen

- Die zugrundeliegenden Bewertungsobjekte sind Pargesa und GBL
- Der Bewertungsstichtag ist der 6. März 2020
- Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses basiert auf einer Mehrkriterienanalyse, anhand derer wir auf Grundlage verschiedener primärer und ergänzender Bewertungsmethoden und Analysen implizierte Umtauschverhältnisse abgeleitet und mit dem Umtauschverhältnis verglichen haben
 - Primäre Bewertungsmethoden:
 - Marktbasierte Bewertungsanalyse
 - Median der Kursziele der Aktienanalysten
 - Analysen des NAV
 - Ergänzende Analysen zu Informationszwecken:
 - „Dividend Discount“ Modell („DDM“)
 - Adjustiertes Umtauschverhältnis auf Basis der Aktienanzahl
- Vervollständigt wird das Beurteilungsvorgehen durch die Beurteilung von Alternativen für die Pargesa-Publikumsaktionäre
- Mögliche Auswirkungen der Annahme oder Ablehnung des Angebots auf Ebene des einzelnen Aktionärs, wie beispielsweise steuerliche Auswirkungen, wurden nicht berücksichtigt

1.4 Beurteilungsgrundlagen

Beurteilungsgrundlagen

- Rothschild & Co hat folgende Informationen für ihre Beurteilung herangezogen:
 - Öffentlich verfügbare Informationen zu Pargesa und GBL, die für die Beurteilung als relevant erachtet wurden. Dazu zählen vor allem die Geschäftsberichte für die Jahre 2017 und 2018, der Zwischenbericht für das erste Halbjahr 2019, Investorenpräsentationen und Pressemitteilungen
 - Meetings und Telefonate mit der Geschäftsleitung und dem Verwaltungsrat von Pargesa zur Besprechung der finanziellen Lage und der Wertentwicklung des Unternehmens, der Beteiligungsstruktur, von Einzelheiten zu den geplanten Transaktionsschritten, der Dividendenpolitik und den NAV-Berechnungen von Pargesa und GBL
 - Weitere von der Geschäftsleitung von Pargesa zur Verfügung gestellte Informationen zu Pargesa und GBL rund um die aktuellsten Finanzdaten, darunter der Entwurf der statuarischen Bilanz für das Geschäftsjahr 2019, NAV-Berechnungen zum Bewertungsstichtag, Eigentumsverhältnisse, die Anzahl an ausstehenden Aktien zum Bewertungsstichtag und Steuer-Rulings der zuständigen Schweizer Steuerbehörden in Verbindung mit der Transaktion
 - Informationen zu den Aktienoptionsplänen für die Mitarbeiter von Pargesa
 - Entwurf der Transaktionsvereinbarung in Bezug auf das Angebot (die „**Transaktionsvereinbarung**“)
 - Entwurf der Voranmeldung
 - Ausgewählte Informationen zu Strukturierungsalternativen in Zusammenhang mit der Transaktion
 - Kapitalmarkt- und Finanzdaten für Pargesa, GBL und ausgewählte Vergleichsunternehmen (Primärquellen: FactSet, Bloomberg)
- Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat Rothschild & Co die Richtigkeit und Vollständigkeit der Finanz- und sonstigen Informationen bezüglich Pargesa und GBL vorausgesetzt und sich auf diese verlassen (siehe 1.4 Beurteilungsgrundlagen), insbesondere bezüglich und auf die von Pargesa erhaltenen Informationen. Rothschild & Co hat keine unabhängige Prüfung dieser Informationen vorgenommen und übernimmt keine Verpflichtung oder Verantwortung für eine solche Prüfung. Die Verantwortung von Rothschild & Co beschränkt sich auf die sorgfältige und professionelle finanzielle Analyse und Bewertung der uns zur Verfügung gestellten Informationen. Rothschild & Co hat keine physische Inspektion durchgeführt
- Die Fairness Opinion basiert auf den vorherrschenden Konjunktur- und Marktbedingungen sowie den Rothschild & Co zur Verfügung stehenden Informationen und Dokumenten zum Bewertungsstichtag. Diese der Fairness Opinion zugrunde liegenden Bedingungen und Informationen können sich nach dem Bewertungsstichtag ändern, und eine Änderung der Bedingungen oder Umstände nach dem Bewertungsstichtag kann sich auf die Informationen auswirken, die als Grundlage für die Beurteilung von Rothschild & Co genutzt wurden. Rothschild & Co ist nicht verpflichtet, die in der Fairness Opinion enthaltenen Informationen zu aktualisieren, zu überprüfen oder zu bestätigen, oder den Verwaltungsrat von Pargesa bzw. Dritte über Änderungen zu informieren

2

Vorstellung von Pargesa und GBL



2.1 Unternehmensprofil von Pargesa

Allgemeiner Überblick

Allgemeine Informationen

- Pargesa ist eine schweizerische Aktiengesellschaft mit Sitz in Genf, Schweiz, deren Inhaberaktien an der SIX Swiss Exchange kotiert sind und am Bewertungsstichtag eine Marktkapitalisierung von CHF 5.9 Mrd. haben
- Das eingetragene Aktienkapital von Pargesa beläuft sich auf CHF 1'698'723'400 und ist in 77'214'700 (nicht börsenkotierte) Namenaktien mit einem Nominalwert von je CHF 2 pro Aktie und 77'214'700 (an der SIX Swiss Exchange kotierte) Inhaberaktien mit einem Nominalwert von je CHF 20 pro Aktie eingeteilt. Der Nominalwert beider Aktienkategorien ist voll liberiert und alle Aktien besitzen ungeachtet ihres Nominalwerts das gleiche Stimmrecht
- Am Bewertungsstichtag bestand Pargesas wichtigster Vermögenswert aus einer indirekten Beteiligung von 50.0% des Kapitals und 51.7% der Stimmrechte an GBL, einer Aktiengesellschaft mit Sitz in Brüssel, Belgien, deren Aktien mit einer Marktkapitalisierung von EUR 12.6 Mrd. am Bewertungsstichtag an der Euronext in Brüssel kotiert sind. GBL ist über verschiedene strategische Beteiligungen an einer Reihe von Betriebsgesellschaften in verschiedenen Branchen und Sektoren tätig
- Pargesa profitiert von der Unterstützung und Stabilität der 1990 geschlossenen Partnerschaft zwischen den beiden kontrollierenden Aktionären (der Power Corporation Group in Kanada und der Frère Group in Belgien) und zielt darauf ab, über den Aufbau eines Portfolios an Beteiligungen in Unternehmen, die die Marktführerschaft in verschiedenen Industrie- und Dienstleistungsbereichen inne haben, und über ihre Professionalität als Aktionärin, langfristigen Wert für ihre Aktionäre zu schaffen

Kennzahlen von Pargesa zum Bewertungsstichtag

Ausgewiesener NAV¹	CHF 9'550 Mio.
	CHF 112.75 pro Aktie
Direkter NAV²	CHF 6'785 Mio.
	CHF 80.11 pro Aktie
Marktwert	CHF 5'866 Mio.
	CHF 69.25 pro Aktie

Hinweise

- 1 Der ausgewiesene NAV von Pargesa entspricht ihrem NAV basierend auf einem „Flow-Through“ von 50.0% des Werts des von GBL ausgewiesenen NAV zusätzlich zu weiteren Vermögenswerten und Verbindlichkeiten von Pargesa, wie vierteljährlich vom Unternehmen ausgewiesen und Rothschild & Co zum Bewertungsstichtag bereitgestellt
- 2 Der direkte NAV von Pargesa entspricht dem wirtschaftlichen NAV basierend auf dem Marktwert ihrer 50.0%-Beteiligung an GBL sowie weiteren Vermögenswerten und Verbindlichkeiten von Pargesa, wie vierteljährlich vom Unternehmen ausgewiesen und Rothschild & Co zum Bewertungsstichtag bereitgestellt



2.1 Unternehmensprofil von Pargesa

Überblick über die Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur von Pargesa

- Wie in der Tabelle rechts dargestellt, wird Pargesa gemäss der 1990 initial zwischen der Desmarais Group und der Frère Group unterzeichneten Vereinbarung von der niederländischen Holdinggesellschaft Parjointco kontrolliert. Die Vereinbarung wurde bis 2029 verlängert und enthält eine Klausel, die die Möglichkeit einer weiteren Verlängerung vorsieht
 - Parjointco hält 75.6% der Stimmrechte an Pargesa
- Insgesamt wurden 84'936'170¹ Aktien (Inhaberaktien und Namenaktien) ausgegeben, wobei sich der Streubesitz auf 44.4% der Gesamtanzahl an ausgegebenen Aktien (inkl. eigener Anteile) beläuft
- Unter Berücksichtigung der Ausübung von vorhandenen Aktienoptionen (basierend auf der „Treasury Stock“ Methode) beträgt die verwässerte Anzahl an ausstehenden Pargesa-Aktien 84'719'292²

Aktionärsstruktur von Pargesa zum Bewertungsstichtag

Stimmrechte	Inhaberaktien	Namenaktien	Aktien gesamt ¹	Stimmrechte	%
Parjointco	39'301'000	77'214'700	47'022'470	116'515'700	75.6%
Publikumsaktionäre	37'680'640	-	37'680'640	37'680'640	24.4%
Eigene Aktien	233'060	-	233'060	-	-
Ausgegebene Aktien	77'214'700	77'214'700	84'936'170	154'196'340	100.0%

Kapitalanteile	Aktien gesamt	% (inkl. eigene Aktien)	% (exkl. eigene Aktien)
Parjointco	47'022'470	55.4%	55.5%
Publikumsaktionäre	37'680'640	44.4%	44.5%
Eigene Aktien	233'060	0.3%	-
Ausgegebene Aktien	84'936'170	100.0%	100.0%
Ausstehende Aktien	84'703'110		
Verwässerung durch Aktienoptionen ²	16'182		
Verwässerte ausstehende Aktien²	84'719'292		

Hinweise

- Aktienanzahl insgesamt, berechnet als Summe (i) der Anzahl der Inhaberaktien mit einem Nominalwert von CHF 20 pro Aktie und (ii) der Anzahl der Namenaktien mit einem Nominalwert von CHF 2 pro Aktie umgewandelt in die entsprechende Anzahl an Inhaberaktien mittels Division durch 10. Alle Inhaber- und Namenaktien besitzen je ein Stimmrecht
- Implizierte Verwässerung durch die Anwendung der „Treasury Stock“ Methode basierend auf der Verwässerungsanalyse des Umtauschverhältnisses und des Kurses von GBL zum Bewertungsstichtag für den Optionsplan für die Mitarbeiter, Mitglieder der Geschäftsleitung und leitenden Angestellten des Unternehmens (siehe Anhang A)



2.2 Unternehmensprofil von GBL

Allgemeiner Überblick

Allgemeine Informationen

- GBL ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Brüssel, Belgien, deren Aktien an der Euronext Brüssel kotiert sind und am Bewertungsstichtag eine Marktkapitalisierung von EUR 12.6 Mrd. haben
 - Das registrierte Aktienkapital von GBL beläuft sich auf EUR 653'136'356 und ist in 161'358'287 (an der Euronext in Brüssel kotierte) nennwertlose Aktien eingeteilt. Die Aktien sind voll liberiert und besitzen je ein Stimmrecht
- GBL ist eine Beteiligungsgesellschaft, die seit mehr als 60 Jahren börsenkotiert ist, sich auf die langfristige Wertschöpfung konzentriert und die auf einem stabilen Familienaktionariat beruht
- GBL ist über verschiedene strategische Beteiligungen, insbesondere an börsenkotierte globale Unternehmen mit Marktführerschaft, an einer Reihe von Betriebsgesellschaften in verschiedenen Branchen und Sektoren tätig, wobei GBL als aktive professionelle Investorin agiert
 - Das umfassende und flexible Mandat von GBL ermöglicht Investments von EUR 250 Mio. bis zu EUR 2 Mrd. in börsenkotierte sowie private Unternehmen mit Sitz in Europa
 - GBL strebt ein breites Beteiligungsportfolio an und möchte die Governance der Unternehmen über Mehrheitsbeteiligungen bzw. strategische Minderheitspositionen aktiv beeinflussen
- Das Team von GBL besteht aus 20 auf das Investmentmanagement spezialisierte Investmentexperten, einschliesslich interner Finanz-, Rechts- und Steuerexperten, die die Entwicklung des Beteiligungsportfolios auf Grundlage strenger Kriterien unterstützen
- GBL wird von Pargesa beherrscht, die eine Beteiligung von 50.0% des Aktienkapitals und 51.7% der Stimmrechte an GBL hält

Kennzahlen von GBL zum Bewertungsstichtag

Ausgewiesener NAV	EUR 18'224 Mio.	CHF 19'298 Mio.
	EUR 112.94 pro Aktie	CHF 119.60 pro Aktie
Marktwert	EUR 12'579 Mio.	CHF 13'319 Mio.
	EUR 80.58 pro Aktie	CHF 85.33 pro Aktie

Aktionärsstruktur von GBL zum Bewertungsstichtag

	Anzahl an Aktien	Kapitalanteile (inkl. eigene Anteile)	Stimmrechte (exkl. eigene Anteile)
Pargesa	80'680'729	50.0%	51.7%
Publikumsaktionäre	75'419'318	46.7%	48.3%
Eigene Aktien	5'258'240	3.3%	-
Ausgegebene Aktien	161'358'287	100.0%	100.0%
Ausstehende Aktien	156'100'047		

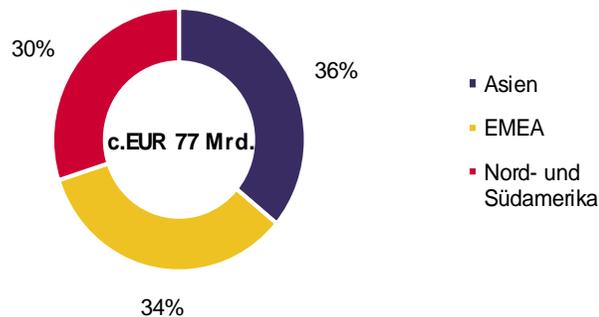
Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (auf Grundlage des EUR/CHF-Wechselkurses von 1.0589 am Bewertungsstichtag)



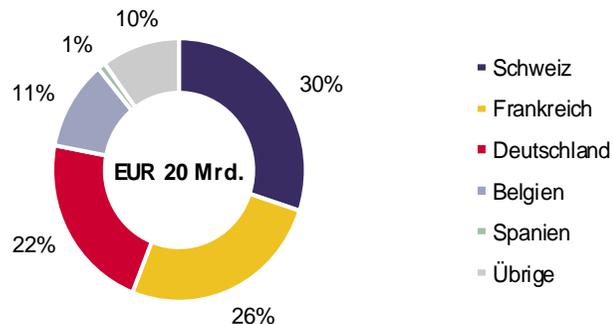
2.3 Anlageportfolio von GBL

Geografische Verteilung nach Umsatz und NAV (per 8. November 2019)

Konsolidierter Umsatz nach Regionen¹



NAV nach Regionen^{2,3}



Anmerkungen

- Das Beteiligungsportfolio von GBL umfasst zum Bewertungsstichtag zwölf Hauptvermögenswerte⁴:
 - Börsenkotierte Investments: Adidas, Pernod Ricard, SGS, LafargeHolcim, Imerys, Umicore, GEA, Ontex und sonstige Investments
 - Private Investments: Webhelp, Upfield, Parques Reunidos
 - Alternative Vermögenswerte: Sienna Capital
- Alle Portfoliounternehmen von GBL haben ihren Hauptsitz in Europa:
 - Schweiz: SGS, Lafarge Holcim
 - Frankreich: Pernod Ricard, Imerys, Webhelp
 - Deutschland: Adidas, GEA
 - Belgien: Umicore, Ontex
 - Sonstige: Parques Reunidos (Spanien), Upfield (Niederlande) und Sienna Capital (Luxemburg)
- GBL ist durch seine Portfoliounternehmen, die in mehr als 100 Ländern in drei Regionen (d.h. Europa, Naher Osten und Afrika (EMEA), Asien und Amerika) tätig sind, global aufgestellt
- Basierend auf den neusten öffentlich verfügbaren Informationen betrug der konsolidierte Jahresumsatz von GBL per 8. November 2019 rund EUR 77 Mrd. und verteilte sich relativ ausgewogen zwischen den einzelnen Regionen (Asien: 36%, EMEA: 34%, Amerika: 30%)
- Per 8. November 2019 kamen die Schweiz, Frankreich und Deutschland für den Grossteil des NAV von GBL auf (78% des gesamten NAV). Dies spiegelt eine schrittweise Neugewichtung der 2012 eingegangenen Investments von GBL wider, die zu einer weiteren geografischen Diversifizierung des Portfolios beitrug

Quelle GBL (Roadshow-Präsentation November 2019 – die aktuellsten öffentlich verfügbaren Informationen)

Hinweise

¹ Geografischer Mix der Portfoliounternehmen, gewichtet nach dem Beitrag zum Portfoliowert von GBL (per 8. November 2019)

² Aufschlüsselung des indikativen NAV (exkl. (i) eigene Aktien und Nettoverschuldung sowie (ii) Beteiligung an Total) nach Gründungsland (per 8. November 2019)

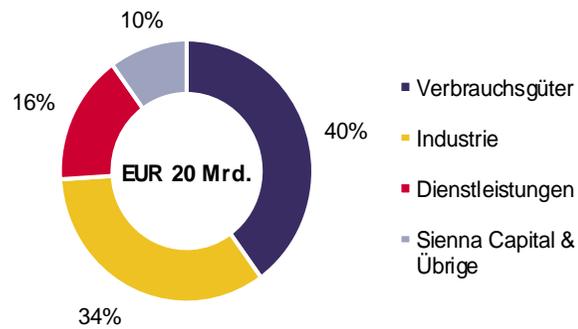
³ Informationen (i) basierend auf dem Eigentumsverhältnis per 30. September 2019 und den Kursen per 8. November 2019 sowie (ii) exkl. eigene Aktien, Nettoverschuldung und die Beteiligung an Total, die im März und April 2019 durch im Januar 2020 fällige Termingeschäfte vollständig veräussert wurde

⁴ Ohne Total; die Position wurde im März und April 2019 durch im Januar 2020 fällige Termingeschäfte geschlossen

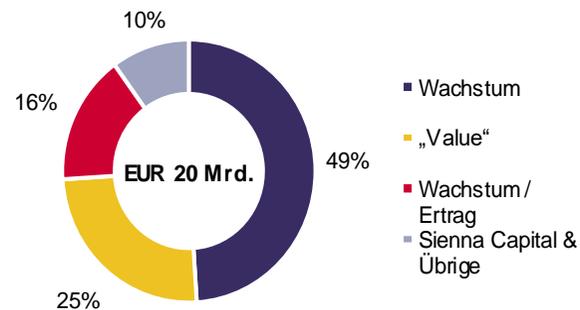


2.3 Anlageportfolio von GBL

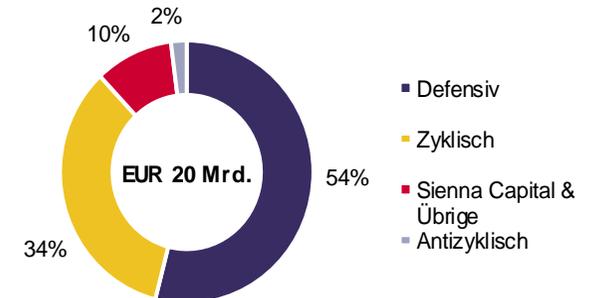
Aufschlüsselung des NAV nach Sektor, Investment-Stil und Zyklizität (per 8. November 2019)

NAV nach Sektor¹

- In folgenden Sektoren besteht ein Engagement:
 - Verbrauchsgüter (40%)
 - Industrie (34%)
 - Dienstleistungen (16%)
 - Sienna Capital & Übrige (10%)
- Das Engagement von GBL in Energie- und Versorgungsunternehmen wurde reduziert und durch Investments in den Sektoren Verbrauchsgüter, Industrie und Dienstleistungen kompensiert, um von langfristigen Wachstumstrends zu profitieren

NAV nach Investment-Stil¹

- Investments in einer begrenzten Anzahl an grossen Beteiligungen machen weiterhin den Grossteil des Portfolios aus, das Investitionsvolumen in kleinere börsennotierte bzw. private Unternehmen steigt
- Die Strategie von GBL besteht darin, als aktiver Investor in globale börsennotierte Unternehmen mit Investment-Garde zur Wertschöpfung beizutragen
- GBL ist über Sienna Capital² in alternative Vermögenswerte investiert

NAV nach Zyklizität¹

- Der NAV setzt sich grösstenteils aus Unternehmen mit defensivem Geschäftsmodell zusammen (54%)
- Zyklische Unternehmen machen 34% des gesamten NAV aus
- Die übrigen 12% entfallen auf Sienna Capital und Übrige (10%) sowie antizyklische Vermögenswerte (2%)

Quelle GBL (Roadshow-Präsentation November 2019 – die aktuellsten öffentlich verfügbaren Informationen)

Hinweise

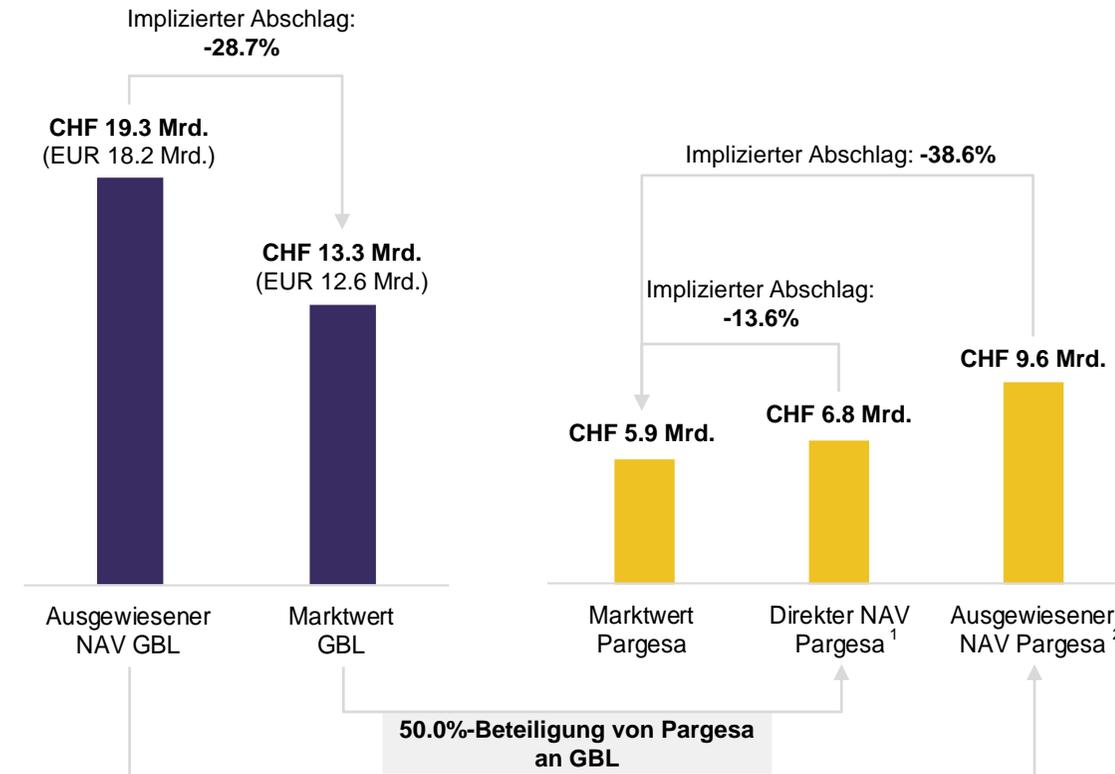
¹ Informationen (i) basierend auf dem Eigentumsverhältnis per 30. September 2019 und den Kursen per 8. November 2019 sowie (ii) exkl. eigene Aktien, Nettoverschuldung und die Beteiligung an Total, die im März und April 2019 durch im Januar 2020 fällige Termingeschäfte vollständig veräussert wurde

² Mit Investments in Private-Equity-Fonds, Debt-Fonds und thematischen Fonds



2.4 Analyse des Marktwertabschlags von Pargesa

Darstellung des Marktwertabschlags von Pargesa und GBL zum Bewertungsstichtag



Anmerkungen

- Pargesa ist eine Holdinggesellschaft, die (indirekt über Pargesa NL, eine hundertprozentige Tochtergesellschaft) GBL kontrolliert
- Der Marktwert von Pargesa zeigt einen Abschlag auf den Marktwert der 50.0%-Beteiligung von Pargesa an GBL, basierend auf dem Aktienkurs von GBL, ihrem Hauptvermögenswert („direkter“ Ansatz beim NAV von Pargesa¹)
 - Dieser Abschlag beläuft sich zum Bewertungsstichtag auf 13.6%
- Ausserdem notiert GBL mit einem Abschlag auf seinen ausgewiesenen NAV, basierend auf dem von GBL publizierten Wert ihres zugrunde liegenden Anlageportfolios von EUR 18'224 Mio.
 - Der Marktwertabschlag von GBL auf seinen NAV beträgt zum Bewertungsstichtag 28.7%
- Unter Anwendung einer ganzheitlichen Betrachtung von Pargesa und GBL kann der NAV von Pargesa mittels „Flow-Through“ von 50.0% des ausgewiesenen NAV von GBL ermittelt werden
 - Eine solche Analyse des ausgewiesenen NAV² von Pargesa impliziert einen Abschlag von 38.6% zum Bewertungsstichtag

Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (auf Grundlage des EUR/CHF-Wechselkurses von 1.0589 am Bewertungsstichtag)

Hinweise

- 1 Der direkte NAV von Pargesa entspricht einer Berechnung des wirtschaftlichen NAV von Pargesa basierend auf dem Marktwert der 50.0%-Beteiligung von Pargesa an GBL sowie weiteren Vermögenswerten und Verbindlichkeiten von Pargesa, wie vierteljährlich vom Unternehmen ausgewiesen (siehe Abschnitt 4)
- 2 Der ausgewiesene NAV von Pargesa entspricht einer Berechnung des NAV von Pargesa basierend auf einem „Flow-Through“ von 50.0% des NAV von GBL, zusätzlich zu weiteren Vermögenswerten und Verbindlichkeiten von Pargesa, wie vierteljährlich vom Unternehmen ausgewiesen (siehe Abschnitt 4)



2.4 Analyse des Marktwertabschlags von Pargesa

5-jährige Entwicklung des Marktwertabschlags von Pargesa auf ihren direkten NAV¹

Durchschnittlicher Abschlag auf den NAV	Aktueller Kurs	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
Abschlag auf den direkten Pargesa NAV ¹	-13.6%	-15.5%	-15.8%	-15.3%	-14.8%	-14.1%



— Abschlag auf den direkten Pargesa NAV¹

Anmerkungen

- Die Grafik links zeigt die Entwicklung des Marktwertabschlags von Pargesa zu ihrem direkten NAV¹ über die letzten fünf Jahre
- Pargesa notiert mit einem Abschlag auf ihren direkten NAV¹ von 13.6% zum Bewertungsstichtag, was dem fünfjährigen Durchschnitt von 14.1% (3.2% bis 19.1%) entspricht
- Wir verweisen darauf, dass der Abschlag des Marktwerts von Pargesa auf ihren direkten NAV¹ über den betrachteten Zeitraum relativ stabil war

Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (am Bewertungsstichtag)

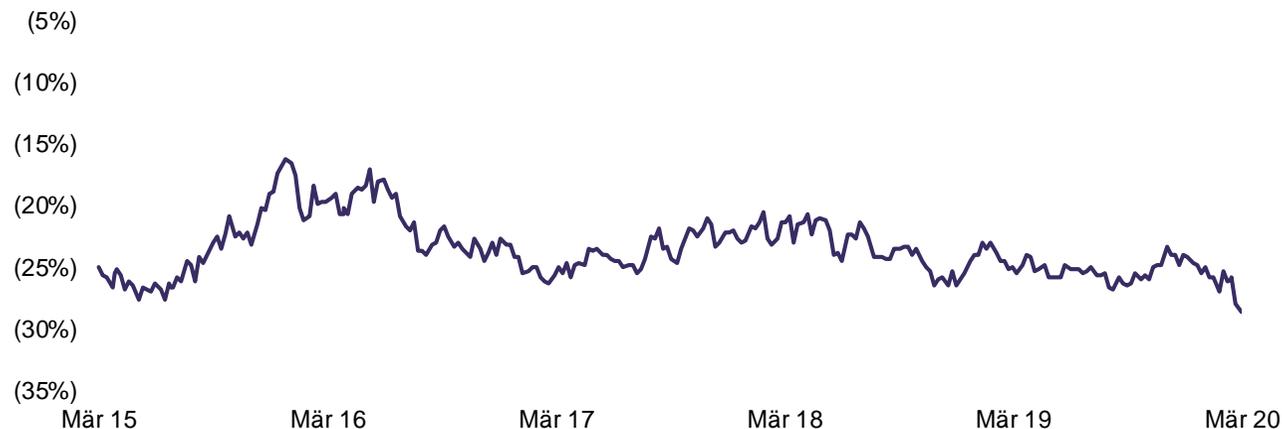
Hinweis
¹ Der direkte NAV von Pargesa entspricht einer Berechnung des wirtschaftlichen NAV von Pargesa basierend auf dem Marktwert der 50.0%-Beteiligung von Pargesa an GBL auf täglicher Basis, zusätzlich zu weiteren Vermögenswerten und Verbindlichkeiten von Pargesa, wie in den vierteljährlichen Finanzberichten des Unternehmens ausgewiesen (siehe Abschnitt 4)



2.5 Analyse des Marktwertabschlags von GBL

5-jährige Entwicklung des Marktwertabschlags von GBL auf ihren ausgewiesenen NAV¹

Durchschnittlicher Abschlag auf den NAV	Aktueller Kurs	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
Abschlag auf den ausgewiesenen GBL NAV	-28.7%	-25.8%	-25.5%	-25.5%	-24.2%	-23.7%



— Abschlag auf den ausgewiesenen GBL NAV¹

Anmerkungen

- Die Grafik links zeigt die Entwicklung des Marktwertabschlags von GBL auf ihren ausgewiesenen NAV über die letzten fünf Jahre
- GBL notiert mit einem Abschlag auf ihren NAV von 28.7% zum Bewertungsstichtag, was leicht über dem fünfjährigen Durchschnitt von 23.7% liegt. Der Abschlag von GBL auf den NAV schwankte zwischen 16.3% und 28.7% über den Beobachtungszeitraum
- Wir weisen darauf, dass der Abschlag des Marktwerts von GBL auf ihren ausgewiesenen NAV über den betrachteten Zeitraum relativ stabil war

Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (am Bewertungsstichtag)

Hinweis

¹ Der NAV von GBL basiert auf wöchentlich von GBL veröffentlichten Schätzungen



2.5 Analyse des Marktwertabschlags von GBL

Vergleich der Marktwertabschläge börsenkotierter Beteiligungsgesellschaften auf den NAV (auf Grundlage der aktuellsten Finanzdaten)¹

Unternehmen	Land	Lokalwährung	Datum (akt. NAV)	MKap. (CHF Mrd.)	NAV p.A. (LW)	Aktienkurs (LW)	Abschlag auf NAV
Industrivarden	Schweden	SEK	29.02.2020	9.6	240.00	222.00	-7.5%
Eurazeo	Frankreich	EUR	30.09.2019	5.8	77.32	68.25	-11.7%
Investor AB	Schweden	SEK	31.12.2019	40.6	634.00	511.20	-19.4%
Sofina	Belgien	EUR	30.06.2019	6.4	208.23	167.60	-19.5%
Wendel	Frankreich	EUR	30.09.2019	6.2	158.60	126.60	-20.2%
GBL	Belgien	EUR	06.03.2020	13.3	112.94	80.58	-28.7%
Exor	Italien	EUR	30.06.2019	16.5	88.80	61.60	-30.6%
FFP	Frankreich	EUR	30.06.2019	2.6	176.40	94.60	-46.4%
Durchschnitt							-23.0%
Median							-19.8%

Abschlag auf den Pargesa NAV

Direkter NAV ²	Schweiz	CHF	06.03.2020	5.9	80.11	69.25	-13.6%
Ausgewiesener NAV ³					112.75	69.25	-38.6%

Anmerkungen

- Das Universum von grossen börsenkotierten Beteiligungsgesellschaften ist begrenzt. Für diese Analyse haben wir ausgewählte börsenkotierte Beteiligungsgesellschaften aus Europa mit (i) einer Marktkapitalisierung von über CHF 2.5 Mrd. und (ii) einem Fokus auf börsenkotierte Beteiligung unter Anwendung eines aktiven Beteiligungsmanagements verglichen
- Die obige Tabelle zeigt, dass alle Beteiligungsgesellschaften mit einem Abschlag auf ihren jeweiligen NAV von durchschnittlich 23.0% notieren (zum Bewertungsstichtag)
- Mit einem Abschlag auf den NAV von 28.7% liegt GBL leicht über dem Durchschnitt
- Der implizierte Abschlag auf den direkten NAV von Pargesa von 13.6% liegt unter dem Durchschnitt, jedoch deutet der anhand der „Flow-Through“ Methode berechnete

ausgewiesene NAV von Pargesa basierend auf dem NAV von GBL auf einen Abschlag von 38.6% hin (doppelter Abschlagseffekt auf den Pargesa-Aktienkurs)

- Unterschiede bei den Abschlägen lassen sich durch die verschiedenen Merkmale und Wertentwicklungen der Anlageportfolios (wie Sektor-/regionales Engagement, Engagement in börsenkotierten Vermögenswerten, Kontrolle über die Vermögenswerte, Verschuldung) sowie die unterschiedlichen Geschäftsmodelle (wie etwa die unterschiedliche Einbindung von unabhängigen Vermögensverwaltern) erklären

Quellen Unternehmen, FactSet (am Bewertungsstichtag)

Hinweise

- ¹ Abschlag basierend auf dem aktuellen ausgewiesenen NAV der Unternehmen vs. Schlusskurs desselben Tages
- ² Der direkte NAV von Pargesa entspricht einer Berechnung des wirtschaftlichen NAV von Pargesa basierend auf dem Marktwert der 50.0%-Beteiligung von Pargesa an GBL, zusätzlich zu weiteren Vermögenswerten und Verbindlichkeiten von Pargesa (siehe Abschnitt 4)
- ³ Der ausgewiesene NAV von Pargesa entspricht einer Berechnung des NAV von Pargesa basierend auf einem „Flow-Through“ von 50.0% des NAV von GBL, zusätzlich zu weiteren Vermögenswerten und Verbindlichkeiten von Pargesa, wie vierteljährlich vom Unternehmen ausgewiesen (siehe Abschnitt 4)

3

Transaktionsstruktur



3.1 Überblick über die geplante Transaktionsstruktur

Überblick über die geplante Transaktionsstruktur

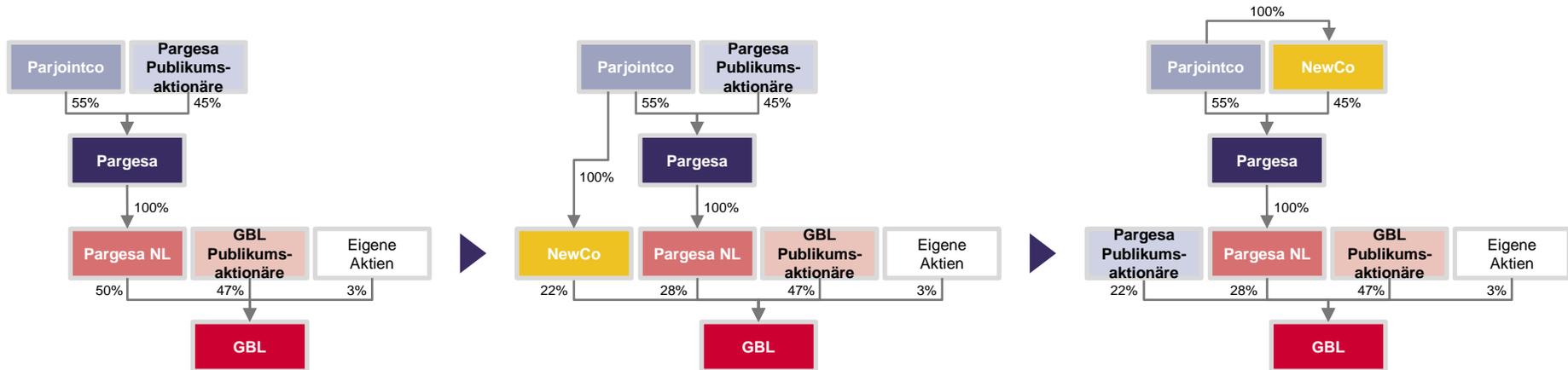
Die Frère-Desmarais Group möchte die aktuelle Beteiligungsstruktur von Pargesa vereinfachen, indem sie die sich im Publikum befindenden Inhaberaktien von Pargesa auf GBL überträgt und anschliessend Pargesa von der SIX Swiss Exchange dekotiert

Die Anbieterin plant, dieses Ziel mithilfe folgender Transaktionsschritte zu erreichen:

- Parjointco gründet eine neue Gesellschaft in der Schweiz, deren Aktienkapital sich vollständig im Besitz von Parjointco befindet
- NewCo übernimmt von Pargesa NL einen Teil der von Pargesa NL gehaltenen 50.0% am Aktienkapital sowie 50.8% der Stimmrechte an GBL, entsprechend den GBL-Aktien, die im Falle einer Annahme des Angebots an die Publikumsaktionäre von Pargesa zu übertragen sind (rund 22% des Aktienkapitals von GBL)
- NewCo unterbreitet das Angebot für alle Inhaberaktien von Pargesa, die im Besitz der Pargesa-Publikumsaktionäre sind
- Falls das Angebot erfolgreich ist und alle Bedingungen erfüllt werden, so erhalten die Publikumsaktionäre von Pargesa, die das Angebot angenommen haben, von NewCo die GBL-Aktien, die NewCo von Pargesa NL übernommen hat, in Übereinstimmung mit dem Umtauschverhältnis
- Parjointco überträgt ihre Pargesa-Aktien ohne Gegenleistung an NewCo
- Nachdem das Angebot vollzogen ist, fusioniert Pargesa mit NewCo. Im Rahmen dieser Fusion erhalten die verbliebenen Publikumsaktionäre von Pargesa für ihre Pargesa-Inhaberaktien eine Anzahl an GBL-Aktien, die derjenigen entspricht, die andienende Aktionäre im Rahmen des Angebots erhalten. Im Anschluss an die Fusion werden die
 - Inhaberaktien von Pargesa von der SIX Swiss Exchange dekotiert
 - Nach der Fusion von Pargesa und NewCo schüttet Pargesa NL die aus dem Verkauf der GBL-Aktien an NewCo entstandene Forderung an den die Fusion überdauernden Rechtsträger („**NewCo Pargesa**“) aus. Da NewCo Pargesa dann sowohl Schuldner als auch Gläubiger dieser Forderung ist, geht die Forderung unter
 - Parjointco wird somit zur alleinigen Aktionärin von NewCo Pargesa. NewCo Pargesa wird rund 28% des Aktienkapitals und etwa 43% der Stimmrechte an GBL besitzen, gegenüber einer Beteiligung der aktuellen Publikumsaktionäre von Pargesa von rund 22% am Aktienkapital und rund 17% der Stimmrechte an GBL

3.2 Vereinfachter Stufenplan für die vorgesehene Transaktion

Vereinfachter Stufenplan (Kapitalanteile in %)¹



- Aktuelle Beteiligungsstruktur (die Prozentsätze geben den Kapitalanteil an)
- „Publikumsaktionäre“ stellt in der obigen Grafik alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Pargesa Holding SA dar. „GBL Publikumsaktionäre“ stellt börsennotierte Aktien von GBL dar, die nicht von Pargesa NL gehalten werden oder zu den eigenen Aktien von GBL zählen

- Parjointco gründet NewCo (Schweizer Gesellschaft) als hundertprozentige Tochtergesellschaft
- Pargesa NL veräußert rund 22% der GBL-Aktien gegen eine Forderung an NewCo

- Öffentliches Tauschangebot durch NewCo, bei dem NewCo die Pargesa-Inhaberaktien der Pargesa-Publikumsaktionäre auf Grundlage des Umtauschverhältnisses gegen GBL-Aktien tauscht

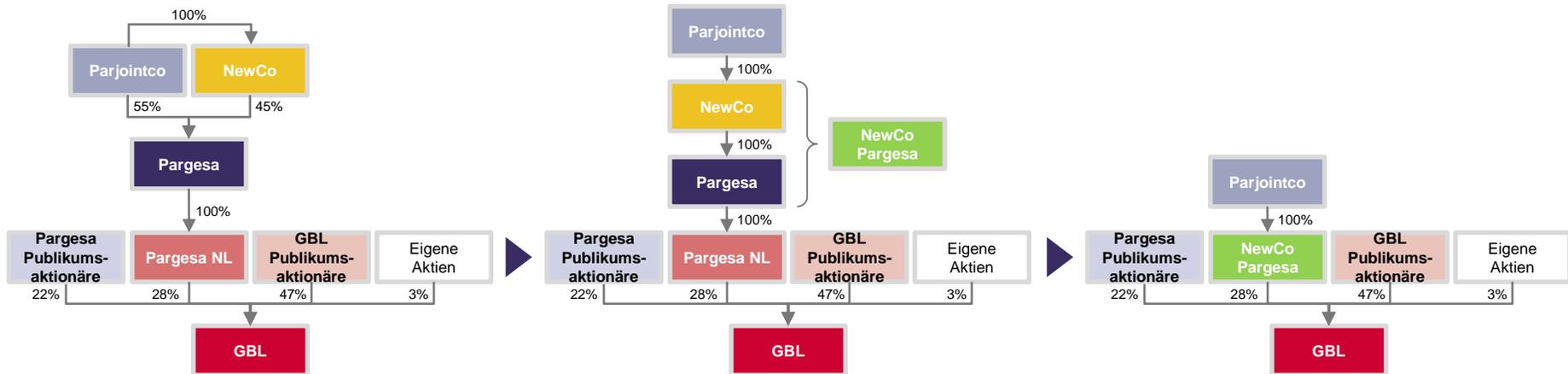
- **Die Fairness Opinion konzentriert sich auf das Umtauschverhältnis (0.93)**

Hinweis

¹ Simplifizierter Stufenplan unter der Annahme, dass das Angebot von allen Pargesa-Publikumsaktionären angenommen wird

3.2 Vereinfachter Stufenplan für die vorgesehene Transaktion

Vereinfachter Stufenplan (Kapitalanteile in %)¹



- NewCo tauscht alle Inhaberaktien von Pargesa, die im Besitz der Pargesa-Publikumsaktionäre sind, gegen GBL-Aktien

- Parjointco bringt ihre Pargesa-Aktien in NewCo ein
- Verzicht im Falle eines Ausfallereignisses / Rückkauf von Pargesa-Anleihen
- Fusion von Pargesa und NewCo zu NewCo Pargesa
- Übertragung der Forderung von Pargesa NL auf NewCo und Untergang der Forderung

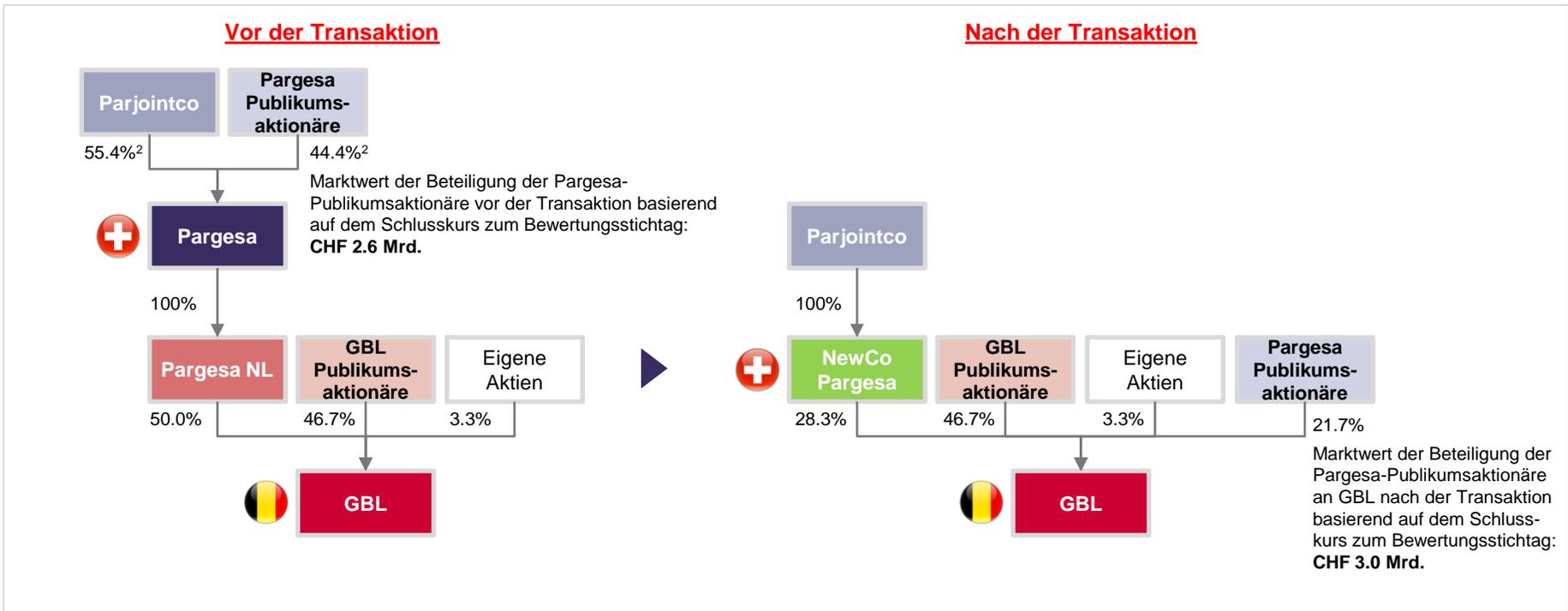
- Liquidation oder Sitzverlegung von Pargesa NL (Analyse folgt nach der Transaktion)
- Einführung eines doppelten Stimmrechts durch GBL (eine der Bedingungen des Angebots)

Hinweis

¹ Simplifizierter Stufenplan unter der Annahme, dass das Angebot von allen Pargesa-Publikumsaktionären angenommen wird

3.2 Vereinfachter Stufenplan für die vorgesehene Transaktion

Zusammenfassung der Entwicklung der Beteiligungsstruktur basierend auf der geplanten Transaktion (Kapitalanteile in %)¹



- Auf Grundlage des Umtauschverhältnisses (0.93 GBL-Aktien je Inhaberaktie von Pargesa im Besitz der Pargesa-Publikumsaktionäre) besteht die geplante Transaktion in einem **Tausch von Pargesa-Inhaberaktien in Höhe von 44.4% des Aktienkapitals von Pargesa gegen eine direkte Beteiligung an GBL in Höhe von 21.7% des Aktienkapitals von GBL**

Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (am Bewertungsstichtag), EUR/CHF-Wechselkurs von 1.0589 am Bewertungsstichtag

Hinweise

1 Simplifizierter Stufenplan unter der Annahme, dass das Angebot von allen Pargesa-Publikumsaktionären angenommen wird

2 Eigene Aktien repräsentieren 0.3% des Aktienkapitals von Pargesa



3.3 Zusätzliche Überlegungen zu der Transaktion

Rechtliche Aspekte

- Im Zusammenhang mit dem Angebot wurde Rothschild & Co ein Entwurf der Transaktionsvereinbarung zwischen Parjointco, Pargesa und Pargesa NL vorgelegt
- Wir haben insbesondere überprüft, dass (i) Pargesa sich gegenüber Parjointco verpflichtet, dafür zu sorgen, dass Pargesa NL die für das Angebot erforderliche Anzahl GBL-Aktien an NewCo veräussert, und dass (ii) sich Pargesa NL gegenüber Parjointco ebenfalls zu dieser Veräusserung verpflichtet
- Der Kaufpreis entspricht dem fairen Marktwert der GBL-Aktien, nämlich dem volumengewichteten Durchschnittskurs der GBL-Aktien an der Euronext Brüssel während der letzten fünf Handelstage vor dem Vollzugsdatum, der dann zum EUR/CHF-Wechselkurs am Vollzugsdatum in Schweizer Franken umgerechnet wird
- Das Angebot wird voraussichtlich unter den folgenden Bedingungen stehen:
 - Nach Ablauf der (möglicherweise verlängerten) Angebotsfrist muss die Anbieterin gültige Annahmeerklärungen für eine Anzahl von Pargesa-Inhaberaktien erhalten haben, die zusammen mit den letztlich von Parjointco und den mit ihr gemeinsam handelnden Personen gehaltenen Pargesa-Aktien mindestens 90% der Stimmrechte an Pargesa ausmachen
 - Die ausserordentliche Generalversammlung der Aktionäre von GBL akzeptiert die Änderung der Statuten von GBL bezüglich des Doppelstimmrechts für voll eingezahlte Aktien, die mindestens zwei Jahre lang ohne Unterbrechung auf den Namen desselben Aktionärs eingetragen sind, wie im neuen belgischen Gesellschafts- und Vereinigungengesetz vorgesehen
 - Keine Gerichts- oder Verwaltungsbehörde hat einen Entscheid erlassen, der das Angebot oder seinen Abschluss verhindert, verbietet oder als unzulässig qualifiziert
- Rothschild & Co hat keine rechtliche Prüfung der Transaktionsvereinbarung durchgeführt. Wir haben allerdings keine Faktoren identifiziert, die die in dieser Fairness Opinion analysierten finanziellen Aspekte der Transaktion für die Pargesa-Publikumsaktionäre negativ beeinflussen. Die Übernahme der GBL-Aktien durch NewCo findet nicht statt, sofern die oben genannten Bedingungen nicht erfüllt sind

Steueraspekte

- Laut der Geschäftsleitung von Pargesa wurden verschiedene Strukturierungsmöglichkeiten in Betracht gezogen und geprüft, um die angestrebte Beteiligungsstruktur nach Abschluss der Transaktion zu erreichen, einschliesslich eines Liquidationsszenarios, einer Ausschüttung einer Sachdividende, eines Tauschangebots und eines „Push Down Mergers“
- Rothschild & Co hat keine detaillierte Analyse der zum Tauschangebot alternativen Transaktionsstrukturen durchgeführt
- Der Geschäftsleitung von Pargesa zufolge wurde die Struktur des Tauschangebots aufgrund ihrer relativen Einfachheit und der Vermeidung der Verrechnungssteuer den alternativen Transaktionsstrukturen vorgezogen, die ein ähnliches Transaktionsergebnis zur Folge hätten
- Rothschild & Co wurde darüber informiert, dass Steuer-Rulings von den zuständigen Schweizer Steuerbehörden eingeholt wurden und diese bestätigen, dass das Angebot ausschliesslich der Umsatzabgabe und nicht der Verrechnungssteuer unterliegt. Rothschild & Co hat im Rahmen ihres Auftrags keine Steuerprüfung durchgeführt

4

Bewertungsüberlegungen und Analyse des
Umtauschverhältnisses



4.1 Einführung in die Bewertungsmethoden

Allgemeine Bemerkungen

- GBL ist eine Beteiligungsgesellschaft, die seit mehr als 60 Jahren börsenkotiert ist, deren Vermögenswerte sich vor allem aus bedeutenden und sehr liquiden nicht-kontrollierenden Beteiligungen an börsenkotierten Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung zusammensetzen, aber auch Investments in Private-Equity-Fonds, Debt-Fonds und bestimmte thematische Fonds umfassen. Der Streubesitz von GBL beläuft sich auf 48.3% (exkl. eigene Aktien)
- Als reine Holdinggesellschaft kontrolliert Pargesa GBL, ihren einzigen Vermögenswert. Über Pargesa NL hält Pargesa eine 50.0%-Beteiligung sowie 51.7% der Stimmrechte an GBL. Pargesa ist ein börsenkotiertes Unternehmen, dessen Streubesitz sich auf 44.5% beläuft (exkl. eigene Aktien)
- Wir möchten folgende zentrale Aspekte im Zusammenhang mit der Beurteilung des Umtauschverhältnisses hervorheben:

1

Keine Änderung der de facto Kontrolle auf Stufe GBL

- Die Transaktion hat keine Änderung der Kontrolle über GBL zur Folge. Sie wird weiterhin de facto von Parjointco, der alleinigen Aktionärin von NewCo Pargesa, ausgeübt, die nach der Einführung des doppelten Stimmrechts bei GBL 28.3% des Aktienkapitals und 44.8% der Stimmrechte an GBL besitzt

2

Öffentliches Tauschangebot

- Die Transaktion wird über ein öffentliches Tauschangebot für Aktien umgesetzt. Die Aktionäre von Pargesa erhalten im Tausch für ihre Pargesa-Inhaberaktien GBL-Aktien

3

Ähnlichkeit mit einer Sachdividende

- Aus wirtschaftlicher Sicht entspricht das Angebot einer Ausschüttung der von Pargesa gehaltenen GBL-Aktien (über Pargesa NL) an die Pargesa-Publikumsaktionäre
- Im Rahmen der geplanten Transaktion werden alle Pargesa-Publikumsaktionäre ihr indirektes Engagement in GBL über Pargesa gegen ein direktes Engagement in GBL (Kapitalbeteiligung) tauschen

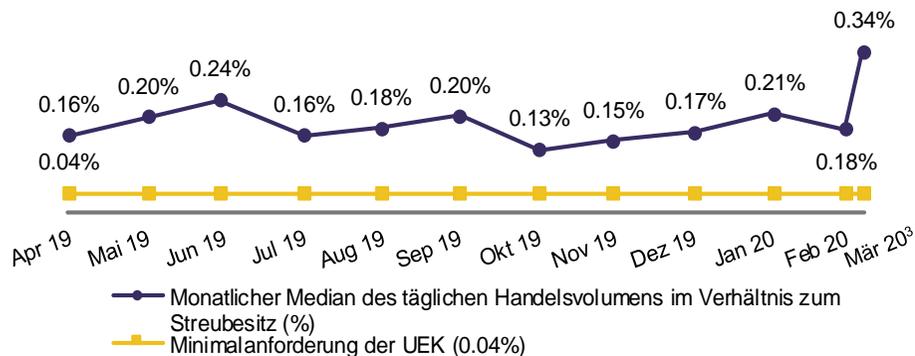
- **In Anbetracht der oben genannten Aspekte und der Eigenschaft von Pargesa und GBL als reine Holdinggesellschaften haben wir das Umtauschverhältnis zwischen den Pargesa und GBL-Aktien auf Basis einer Mehrkriterienanalyse beurteilt. Auf Grundlage der Bewertungsmethoden, die gleichzeitig für Pargesa und GBL angewendet wurden, leiten wir implizierte Umtauschverhältnisse ab, um die finanzielle Angemessenheit der vorgeschlagenen Umtauschverhältnisse zu bestimmen**
- Ausserdem haben wir die Handelsliquidität der Pargesa- und GBL-Aktien analysiert (siehe nächste Seite)
- Unsere Bewertungsanalyse wurde zum Bewertungsstichtag (6. März 2020) auf Grundlage öffentlich verfügbarer und von Pargesa zur Verfügung gestellter Informationen durchgeführt (weitere Informationen sind in Abschnitt 1 zu finden)



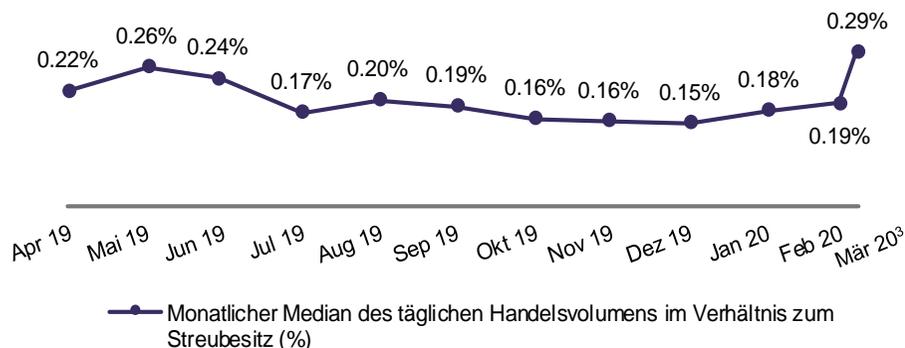
4.1 Einführung in die Bewertungsmethoden

Analyse der Handelsliquidität der Pargesa- und GBL-Aktien

Analyse der Handelsliquidität der Pargesa-Inhaberaktie¹



Analyse der Handelsliquidität der GBL-Aktie¹



Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (am Bewertungsstichtag)

Hinweise

1 Basierend auf dem Handelsvolumen (FactSet)

2 Basierend auf der Gesamtanzahl an ausstehenden Aktien (exkl. eigene Aktien)

3 Seit Monatsbeginn zum Bewertungsstichtag

Anmerkungen

Basierend auf dem 1-Jahres-Median zum Bewertungsstichtag	Pargesa	GBL
Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen	68'921 Aktien	142'798 Aktien
Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen (in % des Streubesitzes)	0.18%	0.19%
Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen (in % der ausstehenden Aktien) ²	0.08%	0.09%
Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen (Wert)	CHF 5.3 Mio.	EUR 12.5 Mio.
Streubesitzumschlag in Tagen	493 Tage	486 Tage

- Die Inhaberaktien von Pargesa sind an der SIX Swiss Exchange kotiert, während die GBL-Aktien an der Euronext Brüssel kotiert und Bestandteil des BEL20-Index sind, der die 20 grössten börsenkotierten Unternehmen in Belgien repräsentiert
- Der Streubesitz von Pargesa macht 44.5% der Gesamtanzahl an ausstehenden Aktien aus (exkl. eigene Aktien) und der Streubesitz von GBL stellt 48.3% der Gesamtanzahl an ausstehenden Aktien ohne eigene Aktien dar
- Die Grafik links zeigt den monatlichen Median des täglichen Handelsvolumens der Pargesa-Inhaberaktien und GBL-Aktien im Vergleich zum Streubesitz im Verlauf der letzten 12 Monate
- Die Pargesa-Inhaberaktien sind gemäss Definition der UEK liquide, was einen Mindestmittelwert des täglichen Handelsvolumens von 0.04% der Aktien im Streubesitz voraussetzt
- Auch die GBL-Aktien gelten gemäss dieser Definition als liquide
- Zudem beobachten wir, dass die GBL-Aktie im Hinblick auf das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen eine höhere Handelsliquidität aufweist als die Pargesa-Inhaberaktie



4.1 Einführung in die Bewertungsmethoden

Primäre Bewertungsmethoden

Da Pargesa und GBL (i) börsenkotiert und (ii) Investmentgesellschaften bzw. kontrollierende Holdinggesellschaften sind, wurden zur Beurteilung des Umtauschverhältnisses drei primäre Bewertungsmethoden herangezogen:

1

Marktwert- basierte Bewertungs- methoden

Wir haben die Entwicklung der historischen Aktienkurse für beide Unternehmen zum Bewertungsstichtag analysiert:

- Schlusskurse
- Volumengewichtete durchschnittliche Kurse über einen Monat, 60 Handelstage, sechs Monate und zwölf Monate vor dem Bewertungsstichtag

2

Median der Kursziele der Aktien- analysten

Wir haben die Kursziele der Aktienanalysten für Pargesa und GBL zum Bewertungsstichtag analysiert

3

Analysen des NAV

- Wir haben die von Pargesa übermittelten NAV-Berechnungen für Pargesa und GBL überprüft und analysiert. Dieser Bewertungsansatz ist bei Beteiligungsgesellschaften üblich. Insbesondere haben wir überprüft, dass diese Berechnungen mit den in den geprüften Jahresabschlüssen der Unternehmen enthaltenen NAV-Berechnungen übereinstimmen
- Für Pargesa wurden zwei NAV-Ansätze herangezogen:
 - Eine Analyse des **direkten NAV** von Pargesa, wobei die 50.0%-Beteiligung von Pargesa an GBL auf Grundlage des Marktwerts von GBL bewertet wird (Schlusskurs am Bewertungsstichtag), da Pargesa eine Beteiligungsgesellschaft ist, deren wichtigster Vermögenswert ihre Beteiligung an einem börsenkotierten Unternehmen mit Marktwert ist
 - Eine Analyse auf Grundlage des **ausgewiesenen NAV** von GBL und Pargesa, basierend auf dem Wert der zugrunde liegenden Vermögenswerte und Verbindlichkeiten zum Bewertungsstichtag, unter Berücksichtigung der 50.0%-Beteiligung von Pargesa an GBL sowie weiterer Vermögenswerte und finanzieller Verpflichtungen von Pargesa
- Der NAV von GBL setzt sich hauptsächlich aus dem Marktwert seiner Investments in börsenkotierten Unternehmen (jederzeit zu beobachten) und dem Wert bestimmter nicht kotierter Vermögenswerte, darunter andere Vermögenswerte, abzüglich finanzieller Verbindlichkeiten zusammen



4.1 Einführung in die Bewertungsmethoden

Ergänzende Analysen zu Informationszwecken

Aufgrund der Eigenschaften von Pargesa und GBL als Holdinggesellschaften und ihrer Börsenkotierung sind marktwertbasierte Methoden und Analysen des NAV am besten geeignet, um das vorgesehene Umtauschverhältnis zu bewerten. Dennoch legen wir zu Informationszwecken zwei weitere Analysen dar:

1

“Dividend Discount” Modell (DDM)

- Diese intrinsische Bewertungsmethode basiert auf der Kapitalisierung künftiger an die Aktionäre auszuzahlender Dividenden, diskontiert zum Bewertungsstichtag unter Verwendung der Eigenkapitalkosten, um den Barwert der künftigen Dividenden entsprechend ihres Risikoprofils zu ermitteln
- Da weder Pargesa noch GBL einen Businessplan erstellen, haben wir die Konsensprognosen der Aktienanalysten für die künftigen Dividendenzahlungen als Basis für unsere Analyse genutzt. Die Eigenkapitalkosten haben wir mittels einer „Bottom-up“ Analyse auf Basis von Marktparametern berechnet
- Obwohl nicht häufig in Zusammenhang mit Beteiligungsgesellschaften verwendet, stellt dieser intrinsische Ansatz und die damit verbundene Sensitivitätsanalyse einen zusätzlichen Referenzwert für die Beurteilung des Wertes jener Aktien dar, die im Rahmen des Angebots übertragen werden sollen

2

Adjustiertes Umtauschverhältnis auf Basis der Aktienanzahl

- Die Analyse umfasst die Ableitung des implizierten Umtauschverhältnisses, das unter Annahme einer Ausschüttung aller von Pargesa gehaltenen GBL-Aktien an die Pargesa-Aktionäre unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung und sonstiger Vermögenswerte von Pargesa anzuwenden wäre. Um das Angebot wirtschaftlich widerzuspiegeln, wird das implizierte Umtauschverhältnis anschliessend um die von Pargesa getragenen Transaktionskosten adjustiert
- Dieser Ansatz stellt zwar keine direkte Bewertung des Umtauschverhältnisses dar, jedoch erachten wir das Ergebnis der Analyse als weiteren hilfreichen Referenzpunkt



4.1 Einführung in die Bewertungsmethoden

Anmerkungen zu Bewertungsansätzen, die im Rahmen der Fairness Opinion nicht verwendet wurden

Rothschild & Co hat folgende Bewertungsmethoden aufgrund der unten stehenden Aspekte nicht verwendet:

1 DCF („Discounted Cashflow“) Analyse

- Dieser intrinsische Ansatz wird verwendet, um den Unternehmenswert eines Unternehmens auf Basis des Barwerts seiner künftigen freien Cashflows zu ermitteln, was für die Bewertung von Pargesa und GBL nicht relevant ist:
 - Pargesa und GBL erstellen keine Businesspläne, die es uns ermöglicht hätten, Prognosen für die einzelnen Investments in ihrem Portfolio abzuleiten (auf anteiliger Basis entsprechend der jeweiligen Beteiligungshöhe). Aus diesem Grund stehen keine anteilige Prognosen für den freien Cashflow zur Verfügung
 - Der operative freie Cashflow spielt bei der Beurteilung des Werts von Beteiligungsgesellschaften eine deutlich geringere Rolle als Dividendenzahlungen an die Aktionäre (weshalb der DDM-Ansatz als zusätzliche illustrative Bewertungsanalyse aufgeführt wird)

2 Analyse vergleichbarer Unternehmen

- Bei dieser Methode werden die Trading-Multiplikatoren vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen auf die Finanzkennzahlen der Unternehmen angewandt, um daraus ihren Wert abzuleiten
- Im Zusammenhang mit Beteiligungsgesellschaften, deren Wert sich vor allem und in angemessener Weise aus dem Wert ihrer jeweiligen Anlageportfolios ableitet, ist dieser Ansatz nicht relevant. Zudem gibt es keine börsenkotierten Unternehmen, deren Grösse und Portfolioallokation mit denen von GBL und Pargesa vergleichbar sind

3 Analyse vergleichbarer Transaktionen

- Angesichts der Tatsache, dass die Beteiligung an GBL der einzige Hauptvermögenswert von Pargesa ist, konnte keine vergleichbare Transaktion ermittelt werden. Darüber hinaus ist dieser Bewertungsansatz bei Beteiligungsgesellschaften nicht relevant

4 NAV-Abschläge anderer öffentlicher Übernahmen

- Bei der Übernahme von Beteiligungsgesellschaften kann sich beim Angebotspreis ein Abschlag auf den NAV des Transaktionsziels herauskristalisieren, der mit den Marktwertabschlägen anderer vergleichbarer Unternehmen mit Börsenkotierung verglichen werden kann
- Unseres Erachtens sind solche externen Vergleichswerte nicht aussagekräftig, da Pargesa eine kontrollierende Holdinggesellschaft mit dem gleichen zugrunde liegenden Anlageportfolio wie GBL ist und es hierfür keinen adäquaten Präzedenzfall gibt

5 Prämien bei öffentlichen Tauschangeboten in der Schweiz

- Wir haben 20 vergleichbare öffentliche Tauschangebote in der Schweiz aus den Jahren 2000 bis 2019 überprüft, um einen potenziellen Vergleichswert für Übernahmeprämien zu ermitteln
- Aufgrund der (i) spezifischen Beteiligungsstruktur von GBL und daher auch des Angebots und (ii) der Tatsache, dass die bei vergleichbaren Transaktionen beobachteten Prämien äusserst heterogen sind und sich auf sehr spezifische Situationen und Zusammenhänge beziehen, glauben wir, dass dieser Ansatz bei der Beurteilung des Umtauschverhältnisses keine Rolle spielt und haben ihn daher nicht angewandt



4.1 Einführung in die Bewertungsmethoden

Überblick über die in Betracht gezogenen Bewertungsansätze und Analysen

Von Rothschild & Co verwendete Bewertungsansätze:

Primäre Bewertungsmethoden:

- 1 **Marktwertbasierte Bewertungsanalysen**
- 2 **Median der Kursziele der Aktienanalysten**
- 3 **Analysen des NAV**

Ergänzende Analysen zu Informationszwecken:

- „Dividend Discount“ Modell
- Adjustiertes Umtauschverhältnis auf Basis der Aktienanzahl**

Bewertungsansätze, die in der Fairness Opinion nicht verwendet wurden:

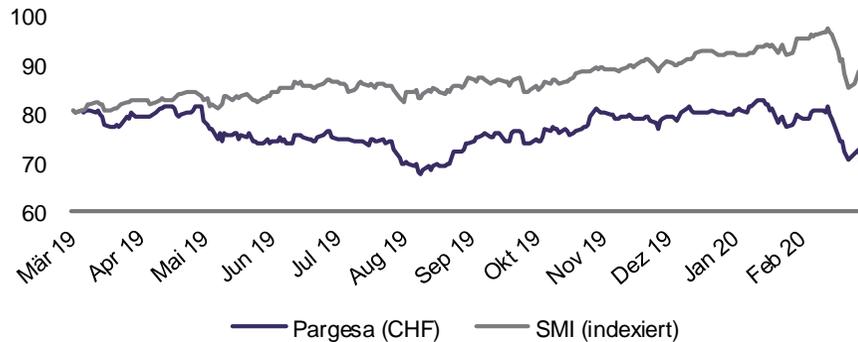
- DCF Analyse
- Analyse vergleichbarer Unternehmen
- Analyse vergleichbarer Transaktionen
- NAV-Abschläge anderer öffentlicher Übernahmen
- Prämien bei öffentlichen Tauschangeboten in der Schweiz

- Auf Grundlage der für Pargesa und GBL verwendeten Bewertungsmethoden bzw. Analysen leiten wir ein impliziertes Umtauschverhältnis zwischen den Aktien der beiden Unternehmen ab, um die finanzielle Angemessenheit des Umtauschverhältnisses zu beurteilen

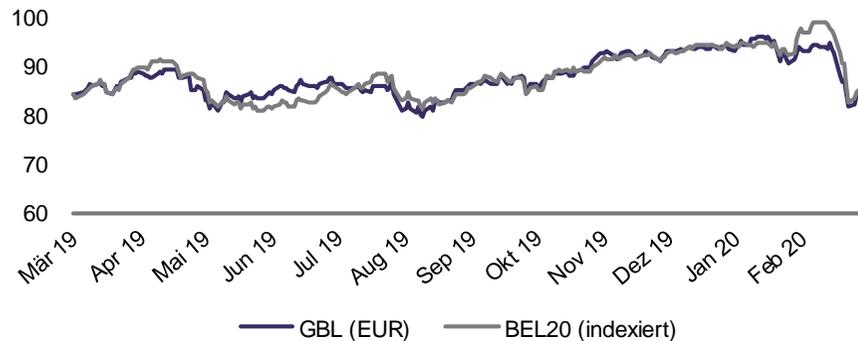


4.2 Analyse der Aktienkurse von Pargesa und GBL

Kursentwicklung der Pargesa-Aktie über 12 Monate (CHF pro Aktie)



Kursentwicklung der GBL-Aktie über 12 Monate (EUR pro Aktie)



Quelle FactSet (am Bewertungsstichtag)

Hinweise

1 Volumengewichteter Durchschnittspreis aller Aktienmarkttransaktionen gemäss FactSet

2 Auf Grundlage täglicher EUR/CHF-Wechselkurse

Anmerkungen

VWAP ¹	Aktueller Kurs	1-Monat	60-Tage	6-Monate	12-Monate
Pargesa (CHF)	69.25	75.20	78.45	77.90	76.87
GBL (EUR)	80.58	87.08	90.92	90.20	87.49
GBL (CHF) ²	85.33	92.65	97.49	97.83	96.42

- Die Grafiken links zeigen die historischen Kursentwicklungen von Pargesa und GBL in den letzten zwölf Monaten
- Der Aktienkurs von Pargesa ist in den letzten zwölf Monaten um 15.7% gefallen
 - Der VWAP¹ von CHF 76.87 lag in diesem Zeitraum über dem aktuellen Kurs von CHF 69.25 am Bewertungsstichtag
- Der Aktienkurs von GBL ist in den letzten zwölf Monaten um 5.2% gefallen
 - Der VWAP¹ von EUR 87.49 lag in diesem Zeitraum über dem aktuellen Kurs von EUR 80.58 bzw. CHF 85.33 am Bewertungsstichtag

Implizierte Umtauschverhältnisse der marktbasieren Bewertungsanalysen²

	Aktuell	-1M	-60T	-6M	-12M
Implizierte Umtauschverhältnisse	0.81	0.81	0.80	0.80	0.80



4.3 Median der Kursziele der Aktienanalysten

Kursziele für Pargesa gemäss Aktienanalysten (in CHF)¹

Analyst	Datum	Kursziel	Empfehlung
Alpha Value	05.03.2020	80.20	Kaufen
Bank Vontobel	01.11.2019	90.00	Halten
ISS-EVA	20.08.2019	n.a.	Kaufen
Median		85.10	

Kursziele für GBL gemäss Aktienanalysten (in EUR)²

Analyst	Datum	Kursziel	Empfehlung
AlphaValue	05.03.2020	109.00	Kaufen
Exane BNP Paribas	18.02.2020	99.00	Kaufen
KBC Securities	05.02.2020	95.00	Kaufen
ING Bank	05.02.2020	97.00	Halten
HSBC	27.01.2020	83.00	Verkaufen
Bank Degroof Petercam	04.11.2019	97.00	Kaufen
Societe Generale	01.11.2019	95.50	Halten
Kepler Cheuvreux	01.11.2019	93.00	Halten
ISS-EVA	04.10.2019	n.a.	Kaufen
Value Investment Principals	03.08.2017	98.00	Kaufen
Durchschnitt		96.06	
Median		96.25	

Anmerkungen

- Die Tabellen links zeigen die Kursziele der Aktienanalysten für Pargesa und GBL zum Bewertungsstichtag
- Die Kursziele spiegeln die Einschätzungen der Analysten zur mittelfristigen Entwicklung des Aktienkurses (in der Regel innerhalb von zwölf Monaten) auf Grundlage ihrer Beurteilung des Unternehmenswerts wider
- Somit betrachten wir diese Bewertungsreferenzen als relevant, da es sich um öffentlich verfügbare Marktinformationen handelt, die einen Konsens über den geschätzten fundamentalen mittelfristigen Wert des Unternehmens zu einem bestimmten Zeitpunkt darstellen
- Laut Bloomberg haben zwei der drei Pargesa-Analysten im Anschluss an die Veröffentlichung der aktuellsten Quartalszahlen von Pargesa (Ergebnisse des dritten Quartals 2019 am 31. Oktober 2019) ein Kursziel veröffentlicht¹
 - Aktuell liegt das Kursziel der Analysten für Pargesa zwischen CHF 80.20 und CHF 90.00 pro Aktie, d.h. bei durchschnittlich CHF 85.10
- Laut Bloomberg haben acht der zehn GBL-Analysten im Anschluss an die Veröffentlichung der aktuellsten Quartalszahlen von GBL (Ergebnisse des dritten Quartals 2019 am 31. Oktober 2019) ein Kursziel veröffentlicht
 - Aktuell liegt das Kursziel der Analysten für GBL zwischen EUR 83.00 und EUR 109.00 pro Aktie, mit einem Median von EUR 96.25 (d.h. CHF 101.92³)

Impliziertes Umtauschverhältnis auf Basis der Kursziele³

Impliziertes
Umtauschverhältnis

0.83

Quellen Aktienanalysten, Bloomberg (am Bewertungsstichtag), FactSet (am Bewertungsstichtag)

Hinweise

¹ Ohne ISS-EVA, da die aktuellsten Quartalsergebnisse nach der Erstellung der Fairness Opinion veröffentlicht wurden

² Ohne ISS-EVA und Value Investment Principals, da die aktuellsten Quartalsergebnisse nach der Erstellung der Fairness Opinion veröffentlicht wurden

³ Auf Grundlage des EUR/CHF-Wechselkurses von 1.0589 am Bewertungsstichtag



4.4 Analyse des NAV von Pargesa

Detaillierter ausgewiesener NAV von GBL

Berechnung des ausgewiesenen NAV von GBL zum Bewertungsstichtag

	Anzahl der Aktien im Besitz von GBL	Wert pro Aktie (in LW)	Wert (Mio., in LW)	Wert des GBL-Anteils (EUR Mio.)	Wert des GBL-Anteils (CHF Mio.)
adidas	13'634'549	EUR 241.1	3'286.6	3'286.6	3'480.2
SGS	1'431'971	CHF 2'397	3'432.4	3'241.5	3'432.4
Pernod Ricard	19'892'870	EUR 150.2	2'988.9	2'988.9	3'164.9
LafargeHolcim	46'653'551	CHF 44.1	2'056.5	1'942.1	2'056.5
Umicore	44'332'441	EUR 39.0	1'729.0	1'729.0	1'830.8
Imerys	42'919'050	EUR 31.9	1'367.4	1'367.4	1'447.9
GEA	15'357'460	EUR 23.0	353.1	353.1	373.9
Ontex	16'454'453	EUR 16.3	268.7	268.7	284.5
Total	267'081	EUR 37.1	9.9	9.9	10.5
Sonstige Investments				80.9	85.7
Gesamtinvestitionen in börsenkotierte Unternehmen				15'268.1	16'167.4
Webhelp				866.7	917.7
Parques Reunidos				235.3	249.2
Sienna Capital				1'889.3	2'000.6
Summe der sonstigen Investitionen				2'991.3	3'167.5
Gesamtwert des Portfolios				18'259.5	19'334.9
Kurzfristige Vermögenswerte und Verbindlichkeiten von GBL				1'372.3	1'453.1
GBL-Aktien				423.0	447.9
Summe der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente				1'795.3	1'901.0
Summe der Vermögenswerte				20'054.8	21'236.0
EUR 500 Mio. GBL 2018-2025 1.875% Anleihe				(500.0)	(529.5)
EUR 500 Mio. GBL 2017-2024 1.375% Anleihe				(500.0)	(529.5)
GBL Umtauschanleihe LafargeHolcim 2019-2022				(750.0)	(794.2)
Sonstige Bruttoverschuldung von GBL				(80.5)	(85.2)
Summe der Verbindlichkeiten				(1'830.5)	(1'938.3)
NAV				18'224.3	19'297.7
Anzahl der Aktien (inklusive eigene Aktien)				161'358'287	161'358'287
NAV pro Aktie				112.94	119.60

Quelle Unternehmensinformationen (auf Grundlage des EUR/CHF-Wechselkurses von 1.0589 am Bewertungsstichtag)

Anmerkungen

Der NAV von GBL errechnet sich durch die Addition des fairen Werts des Anlageportfolios, der Barmittel sowie der eigenen Aktien und der anschliessenden Subtraktion der Verschuldung

Folgende Bewertungsgrundlagen werden für das Portfolio herangezogen:

- Investments in börsenkotierte Unternehmen und die eigenen Aktien werden mit dem jeweiligen Schlusskursen bewertet. Aktien, die allfälligen Verbindlichkeiten zugrunde liegen, werden mit dem Umwandlungs- bzw. Ausübungspreis bewertet
- Investments in nicht börsenkotierte Unternehmen werden zu ihrem Buchwert abzüglich etwaiger Wertminderungen bewertet. Im ersten Jahr nach einer Akquisition entspricht der Wert dem Kaufpreis dieser Unternehmen (was zum Bewertungsstichtag bei Webhelp und Parques Reunidos der Fall ist). Die Buchwerte der privaten Investments von GBL basieren auf dem 31. Dezember 2019, wie uns von Pargesa zur Verfügung gestellt
- Die Bewertung von Sienna Capital entspricht der Summe aller Investments, bewertet zum Marktwert gemäss der Fondsmanager zuzüglich eines allfälligen Nettokassenbestands bzw. abzüglich einer allfälligen Nettoverschuldung



4.4 Analyse des NAV von Pargesa

Detaillierter ausgewiesener NAV von GBL (Fortsetzung)

Berechnung des ausgewiesenen NAV von GBL zum Bewertungsstichtag						Anmerkungen
	Anzahl der Aktien im Besitz von GBL	Wert pro Aktie (in LW)	Wert (Mio., in LW)	Wert des GBL-Anteils (EUR Mio.)	Wert des GBL-Anteils (CHF Mio.)	
adidas	13'634'549	EUR 241.1	3'286.6	3'286.6	3'480.2	<ul style="list-style-type: none"> Die Bruttoverschuldung umfasst alle finanziellen Verbindlichkeiten (Wandel- und Umtauschanleihen, Anleihen und Bankverschuldung) zum jeweiligen nominalen Rückzahlungswert Die Bruttokassenbestand umfasst Barmittel und Barmitteläquivalente (kurzfristige liquide Vermögenswerte), bewertet zum Buch- oder Marktwert Die Anzahl an GBL-Aktien, die zur Berechnung des NAV pro Aktie verwendet wird, ist die Gesamtanzahl an Aktien zum Bewertungsstichtag Die detaillierte Berechnung des NAV von GBL wird quartalsweise publiziert Die Tabelle links zeigt die Berechnung des aktuellen NAV von GBL zum Bewertungsstichtag. Laut Pargesa lag der NAV von GBL bei EUR 18'224.3 Mio. (CHF 19'297.7 Mio. bzw. CHF 119.60 pro GBL-Aktie unter Berücksichtigung des EUR/CHF-Wechselkurses von 1.0589 zum Bewertungsstichtag), entsprechend der oben beschriebenen Bewertungsmethoden Der NAV pro Aktie wird in der Regel wöchentlich auf der Website von GBL publiziert
SGS	1'431'971	CHF 2'397	3'432.4	3'241.5	3'432.4	
Pernod Ricard	19'892'870	EUR 150.2	2'988.9	2'988.9	3'164.9	
LafargeHolcim	46'653'551	CHF 44.1	2'056.5	1'942.1	2'056.5	
Umicore	44'332'441	EUR 39.0	1'729.0	1'729.0	1'830.8	
Imerys	42'919'050	EUR 31.9	1'367.4	1'367.4	1'447.9	
GEA	15'357'460	EUR 23.0	353.1	353.1	373.9	
Ontex	16'454'453	EUR 16.3	268.7	268.7	284.5	
Total	267'081	EUR 37.1	9.9	9.9	10.5	
Sonstige Investments				80.9	85.7	
Gesamtinvestitionen in börsennotierte Unternehmen				15'268.1	16'167.4	
Webhelp				866.7	917.7	
Parques Reunidos				235.3	249.2	
Sienna Capital				1'889.3	2'000.6	
Summe der sonstigen Investitionen				2'991.3	3'167.5	
Gesamtwert des Portfolios				18'259.5	19'334.9	
Kurzfristige Vermögenswerte und Verbindlichkeiten von GBL				1'372.3	1'453.1	
GBL-Aktien				423.0	447.9	
Summe der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente				1'795.3	1'901.0	
Summe der Vermögenswerte				20'054.8	21'236.0	
EUR 500 Mio. GBL 2018-2025 1.875% Anleihe				(500.0)	(529.5)	
EUR 500 Mio. GBL 2017-2024 1.375% Anleihe				(500.0)	(529.5)	
GBL Umtauschanleihe LafargeHolcim 2019-2022				(750.0)	(794.2)	
Sonstige Bruttoverschuldung von GBL				(80.5)	(85.2)	
Summe der Verbindlichkeiten				(1'830.5)	(1'938.3)	
NAV				18'224.3	19'297.7	
Anzahl der Aktien (inklusive eigene Aktien)				161'358'287	161'358'287	
NAV pro Aktie				112.94	119.60	

Quelle Unternehmensinformationen (auf Grundlage des EUR/CHF-Wechselkurses von 1.0589 am Bewertungsstichtag)



4.4 Analyse des NAV von Pargesa

Detaillierter ausgewiesener NAV von Pargesa auf Grundlage eines transitiven Ansatzes zum NAV von GBL

Berechnung des ausgewiesenen NAV von Pargesa zum Bewertungsstichtag						Anmerkungen
	Anzahl der Aktien im Besitz von GBL	Wert pro Aktie (in LW)	Wert (Mio., in LW)	Wert des GBL-Anteils (EUR Mio.)	Wert des GBL-Anteils (CHF Mio.)	"Flow-Through" Wert des Pargesa-Anteils (CHF Mio.)
adidas	13'634'549	EUR 241.1	3'286.6	3'286.6	3'480.2	1'740.1
SGS	1'431'971	CHF 2'397	3'432.4	3'241.5	3'432.4	1'716.3
Pernod Ricard	19'892'870	EUR 150.2	2'988.9	2'988.9	3'164.9	1'582.5
LafargeHolcim	46'653'551	CHF 44.1	2'056.5	1'942.1	2'056.5	1'028.3
Umicore	44'332'441	EUR 39.0	1'729.0	1'729.0	1'830.8	915.4
Imerys	42'919'050	EUR 31.9	1'367.4	1'367.4	1'447.9	724.0
GEA	15'357'460	EUR 23.0	353.1	353.1	373.9	186.9
Ontex	16'454'453	EUR 16.3	268.7	268.7	284.5	142.3
Total	267'081	EUR 37.1	9.9	9.9	10.5	5.3
Sonstige Investments				80.9	85.7	42.8
Gesamtinvestitionen in börsennotierte Unternehmen				15'268.1	16'167.4	8'083.8
Webhelp				866.7	917.7	458.9
Parques Reunidos				235.3	249.2	124.6
Sienna Capital				1'889.3	2'000.6	1'000.3
Übrige (Pargesa)				-	-	17.9
Summe der sonstigen Investitionen				2'991.3	3'167.5	1'601.7
Gesamtwert des Portfolios				18'259.5	19'334.9	9'685.6
Kurzfristige Vermögenswerte und Verbindlichkeiten von GBL				1'372.3	1'453.1	726.6
GBL-Aktien				423.0	447.9	224.0
Übrige (Pargesa)				-	-	33.2
Summe der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente				1'795.3	1'901.0	983.8
Summe der Vermögenswerte				20'054.8	21'236.0	10'669.3
EUR 500 Mio. GBL 2018-2025 1.875% Anleihe				(500.0)	(529.5)	(264.7)
EUR 500 Mio. GBL 2017-2024 1.375% Anleihe				(500.0)	(529.5)	(264.7)
GBL Umtauschanleihe LafargeHolcim 2019-2022				(750.0)	(794.2)	(397.1)
Sonstige Bruttoverschuldung von GBL				(80.5)	(85.2)	(42.6)
CHF 150 Mio. Pargesa 2024 0.875% Anleihe				-	-	(150.0)
Summe der Verbindlichkeiten				(1'830.5)	(1'938.3)	(1'119.2)
NAV				18'224.3	19'297.7	9'550.2
Anzahl der Aktien (exklusive eigene Aktien)						84'703'110
NAV pro Aktie				112.94	119.60	112.75

Quelle Unternehmensinformationen (auf Grundlage des EUR/CHF-Wechselkurses von 1.0589 am Bewertungsstichtag)

Der von Pargesa veröffentlichte NAV basiert auf einem „Flow-Through“ Ansatz des NAV von GBL, unter Berücksichtigung der 50.0%-Beteiligung von Pargesa an GBL

Zum Bewertungsstichtag umfassten die sonstigen Vermögenswerte von Pargesa laut Geschäftsleitung die folgenden Elemente:

- Fairer Wert der Beteiligung von Pargesa am Sagard 2 Fund (CHF 17.9 Mio.)
- Sonstige Vermögenswerte und Verbindlichkeiten in Höhe von CHF 33.2 Mio., entsprechend dem Kassenbestand von Pargesa abzüglich der Rückstellungen

Die Bruttoverschuldung von Pargesa umfasst zum Bewertungsstichtag eine im Jahr 2024 fällige Anleihe in Höhe von CHF 150 Mio.

Die Anzahl an Pargesa-Aktien, die zur Berechnung des NAV pro Aktie verwendet wird, ist die Gesamtanzahl an Aktien ohne eigene Aktien

Die Tabelle links enthält Einzelheiten zum NAV von Pargesa in Höhe von CHF 9'550.2 Mio. (bzw. CHF 112.75 pro Pargesa-Aktie) zum Bewertungsstichtag

Der Geschäftsleitung von Pargesa zufolge müssen bei der Beurteilung des NAV von GBL und Pargesa keine anderen verschuldungsähnliche Positionen oder Eventualverbindlichkeiten berücksichtigt werden



4.4 Analyse des NAV von Pargesa

Direkter NAV von Pargesa basierend auf dem Marktwert ihrer 50.0%-Beteiligung an GBL

Berechnung des direkten NAV von Pargesa zum Bewertungsstichtag

	Anzahl der Aktien im Besitz von Pargesa	Preis pro GBL-Aktie (in LW)	Wert (in EUR Mio.)	Wert des Pargesa-Anteils (in CHF Mio)
GBL	80'680'729	EUR 80.6	6'501.3	6'884.2
Sonstige Vermögenswerte von Pargesa				17.9
Gesamtwert des Portfolios				6'902.1
Nettofinanzschulden von Pargesa				(116.8)
Implizierter NAV von Pargesa				6'785.3
Anzahl der Pargesa-Aktien (in Mio., exklusive eigene Aktien)				84.7
Implizierter NAV pro Pargesa-Aktie				80.11

Anmerkungen

- Bei der Ermittlung des direkten NAV von Pargesa haben wir nicht auf dem „Flow-Through“ Wert des Pargesa-Anteils am GBL-Portfolio abgestellt, sondern den aktuellen Marktwert von GBL basierend auf dem Aktienkurs zum Bewertungsstichtag berücksichtigt
- Bei dieser Methode wird Pargesa als Beteiligungsgesellschaft mit ihrer 50%-Beteiligung an GBL als Hauptvermögenswert behandelt und nicht als reine Holdinggesellschaft
- Sonstige Vermögenswerte und finanzielle Verbindlichkeiten werden basierend auf ihrem von Pargesa ausgewiesenen Wert angesetzt
- Mit diesem direkten Ansatz leiten wir zum Bewertungsstichtag einen implizierten NAV pro Pargesa-Aktie von CHF 80.11 ab



4.4 Analyse des NAV von Pargesa

Implizierte Umtauschverhältnisse auf Grundlage der NAV-Analysen

Zusammenfassung der implizierten Umtauschverhältnisse der NAV-Analysen	Anmerkungen
<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center; margin-bottom: 20px;"> <div style="background-color: #d62728; color: white; padding: 5px 15px; border: 1px solid black;">GBL</div> <div style="background-color: #1f2f4f; color: white; padding: 5px 15px; border: 1px solid black;">Pargesa</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px 10px;">Impliziertes Umtauschverhältnis</div> </div> <div style="display: flex; justify-content: space-between; align-items: center;"> <div style="background-color: #d3d3d3; padding: 10px; width: 15%; text-align: center;">Ausgewiesener NAV</div> <div style="flex-grow: 1;"> <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center; margin-bottom: 10px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;">CHF 112.94</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; background-color: #fff9c4;">CHF 119.60</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; background-color: #fff9c4;">CHF 112.75</div> <div style="font-size: 20px; color: #ffc107;">➔</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; background-color: #fff9c4;">0.94</div> </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 10px; text-align: center;">Basierend auf dem ausgewiesenen Wert des NAV von GBL</div> </div> </div> <div style="display: flex; justify-content: space-between; align-items: center;"> <div style="background-color: #d3d3d3; padding: 10px; width: 15%; text-align: center;">Direkter NAV von Pargesa</div> <div style="flex-grow: 1;"> <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center; margin-bottom: 10px;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;">EUR 80.58</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; background-color: #fff9c4;">CHF 85.33</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; background-color: #fff9c4;">CHF 80.11</div> <div style="font-size: 20px; color: #ffc107;">➔</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; background-color: #fff9c4;">0.94</div> </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 10px; text-align: center;">Basierend auf dem Marktwert der GBL-Aktien</div> </div> </div>	<ul style="list-style-type: none"> • Gemäss der in diesem Abschnitt dargestellten Berechnungsmethode für den ausgewiesenen NAV kann unter Verwendung des EUR/CHF-Wechselkurses von 1.0589 zum Bewertungsstichtag ein implizierter Wert von CHF 119.60 pro ausstehender GBL-Aktie abgeleitet werden <ul style="list-style-type: none"> – Anhand eines „Flow-Through“ Ansatzes kann der ausgewiesene NAV von Pargesa in Höhe von CHF 112.75 pro Aktie bestimmt werden – Ein Vergleich zwischen den ausgewiesenen NAV von Pargesa und GBL impliziert ein Umtauschverhältnis von 0.94 • Darüber hinaus ermitteln wir den NAV von Pargesa mit einem direkten Ansatz, wobei die GBL-Aktien zu ihrem Marktwert bewertet werden (Schlusskurs am Bewertungsstichtag). Diese Methode führt zu einem Wert von CHF 80.11 pro Pargesa-Aktie und somit zu einem Umtauschverhältnis von 0.94 gegenüber dem GBL-Aktienkurs von CHF 85.33 • Bei beiden Ansätzen liegt das implizierte Verhältnis zwischen dem Wert der Pargesa-Inhaberaktie und GBL-Aktie nahe an dem vorgesehenen Umtauschverhältnis von 0.93, was bedeutet, dass die Pargesa-Publikumsaktionäre tatsächlich eine dem NAV von Pargesa entsprechende Anzahl an GBL-Aktien erhalten

Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (auf Grundlage des EUR/CHF-Wechselkurses von 1.0589 am Bewertungsstichtag)



4.5 Ergänzende Analysen zu Informationszwecken

„Dividend Discount“ Modell

„Dividend Discount“ Modell (DDM) – Annahmen und wesentliche Parameter

- Ergänzend zu Informationszwecken haben wir eine DDM-Analyse von Pargesa und GBL durchgeführt. Ergebnis dieser Analyse ist der Barwert künftiger an die Aktionäre auszuzahlender Dividenden je Aktie („DPS“)
- Wesentliche Annahmen bzgl. der Sensitivitätsanalysen:
 - Eigenkapitalkosten: 6.05% – 6.55% (siehe unten)
 - Ewige Wachstumsrate: 2.25% – 2.75% (im Einklang mit dem historischen DPS-Wachstum von GBL, siehe Anhang A)

1 Finanzprognosen

- Unsere Analyse basiert auf folgenden Annahmen:
 - Konsensschätzungen der Aktienanalysten für den Zeitraum 2019E – 2021E: Prognosen über den Reingewinn von GBL sowie der DPS für Pargesa und GBL
 - Extrapolation für den Zeitraum 2022E – 2026E:
 - Jährliches Wachstum des GBL Reingewinns von 2.5% und lineare Steigerung der Ausschüttungsquote (gemäss GBL-Definition¹) auf 100% im Jahr 2026E
 - Lineares Wachstum der Umverteilungsquote der von GBL erhaltenen Dividende an die Pargesa-Aktionäre auf 90% im Jahr 2026E

2 Wesentliche Bewertungsparameter

- DDM Analyse zum Bewertungsstichtag
- Erwartetes jährliches Datum der Dividendenauszahlung für Pargesa und GBL: 19. März (im Einklang mit den historischen Auszahlungsdaten)

3 Annahmen hinsichtlich der Eigenkapitalkosten

- Die Eigenkapitalkosten spiegeln die erwartete Rendite für Eigenkapitalgeber wider
- Da das zugrunde liegende Risiko von Pargesa dem von GBL gleicht und das Risiko der zugrunde liegenden Vermögenswerte im Portfolio von GBL widerspiegelt, haben wir für Pargesa und GBL identische Eigenkapitalkosten vorausgesetzt
- Wir haben die Eigenkapitalkosten von GBL basierend auf den folgenden normalisierten Marktparametern sowie Annahmen berechnet:
 - Risikoloser Zinssatz: 1.70% basierend auf der durchschnittlichen Rendite zehnjähriger belgischer Staatsanleihen über die letzten 10 Jahre
 - Adjustiertes Beta: 0.93 basierend auf einer fünfjährigen Regressionsanalyse der wöchentlichen Renditen der GBL-Aktie im Vergleich zum EuroStoxx 600 Index
 - Marktrisikoprämie: 5.0%, durchschnittliche Eigenkapitalrisikoprämie des EuroStoxx 600 Index über die letzten 10 Jahre
- Auf Grundlage der obigen Annahmen haben Eigenkapitalkosten von 6.3% ermittelt und ein Spektrum von 6.05%–6.55% für unsere Sensitivitätsanalyse verwendet
- Zum Vergleich: Der „Total Shareholder Return“ von GBL betrug in den letzten 15 Jahren 6.7% p.a.²

Quellen FactSet, Bloomberg (am Bewertungsstichtag)

Hinweise

¹ Ausschüttungsquote von GBL im Jahr n, basierend auf den ausgeschütteten Dividenden im Jahr n+1 sowie dem Reingewinn im Jahr n (laut GBL)

² Gemäss der Roadshow-Präsentation von GBL vom 8. November 2019



4.5 Ergänzende Analysen zu Informationszwecken

„Dividend Discount“ Modell (Fortsetzung)

Bewertungssensitivität der DDM Analyse

- Wir haben eine Sensitivitätsanalyse auf Grundlage der folgenden zentralen Werttreiber durchgeführt: Ewige Wachstumsrate der DPS sowie Eigenkapitalkosten. Die Ergebnisse dieser Sensitivitätsanalyse sind in den Tabellen unten dargestellt:

Pargesa (CHF pro Aktie)

		Eigenkapitalkosten				
		5.80%	6.05%	6.30%	6.55%	6.80%
EWR	+2.00%	84.70	79.50	74.91	70.82	67.15
	+2.25%	90.39	84.47	79.29	74.70	70.63
	+2.50%	96.94	90.15	84.24	79.07	74.50
	+2.75%	104.57	96.68	89.90	84.02	78.86
	+3.00%	113.55	104.28	96.41	89.66	83.79

GBL (EUR pro Aktie)

		Eigenkapitalkosten				
		5.80%	6.05%	6.30%	6.55%	6.80%
EWR	+2.00%	94.10	88.38	83.32	78.82	74.79
	+2.25%	100.35	93.84	88.14	83.10	78.61
	+2.50%	107.55	100.07	93.59	87.90	82.87
	+2.75%	115.93	107.25	99.80	93.33	87.66
	+3.00%	125.80	115.61	106.96	99.53	93.08

- Die Sensitivitätsanalyse der zentralen Werttreiber resultiert in den folgenden Wertbandbreite (zum Bewertungsstichtag):
 - Bei Pargesa reicht der Wert je Aktie von CHF 74.70 (unteres Ende) bis zu CHF 96.68 (oberes Ende)
 - Bei GBL reicht der Wert je Aktie von EUR 83.10 (unteres Ende) bis zu EUR 107.25 (oberes Ende), d.h. CHF 87.99 bzw. CHF 113.57 je Aktie¹



Impliziertes Umtauschverhältnis auf Basis der DDM Analyse¹

	Unteres Ende	Oberes Ende
Implizierte Umtauschverhältnisse	0.85	0.85

Quellen Unternehmensinformationen, Aktienanalysten, FactSet (am Bewertungsstichtag), Bloomberg (am Bewertungsstichtag)

Hinweis

¹ Auf Grundlage des EUR/CHF-Wechselkurses von 1.0589 am Bewertungsstichtag



4.5 Ergänzende Analysen zu Informationszwecken

Adjustiertes Umtauschverhältnis auf Basis der Aktienanzahl

Adjustiertes Umtauschverhältnisses auf Basis der Aktienanzahl		Anmerkungen
Anzahl der GBL-Aktien die von Pargesa NL gehalten werden	80'680'729	<ul style="list-style-type: none"> Die Tabelle auf der linken Seite zeigt die Ableitung des implizierten Umtauschverhältnisses, das unter Annahme einer Ausschüttung aller von Pargesa NL gehaltenen GBL-Aktien an die Pargesa-Aktionäre unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung und sonstiger Vermögenswerte von Pargesa anzuwenden wäre
Nettoverschuldung und sonstige Vermögenswerte von Pargesa (in CHF Mio., per 6. März 2020)	98.9	
Aktueller GBL-Aktienkurs (in EUR, per 6. März 2020)	80.6	
Aktueller GBL-Aktienkurs (in CHF, per 6. März 2020)	85.3	<ul style="list-style-type: none"> Basierend auf diesem Ansatz läge das theoretische Umtauschverhältnis bei 0.94 GBL-Aktien je Pargesa-Inhaberaktie
Pargesa Nettoverschuldung in GBL-Aktienäquivalenten	1'159'082	
Implizierte Anzahl der Aktien, die den Pargesa-Aktionären zuzurechnen sind	79'521'647	<ul style="list-style-type: none"> Die Anzahl an GBL-Aktien, die den Pargesa-Aktionären tatsächlich zur Verfügung stehen, sollten auch die mit der geplanten Transaktion verbundenen Transaktionskosten berücksichtigen, die nach der Transaktion ausschliesslich von Pargesa (d.h. von NewCo Pargesa) getragen werden. Ein solcher Ansatz führt zu einem implizierten Umtauschverhältnis von 0.93 GBL-Aktien je Pargesa-Inhaberaktie <ul style="list-style-type: none"> Laut der Geschäftsleitung von Pargesa umfassen die geschätzten Gesamttransaktionskosten von CHF 35 Mio. Steuern von rund CHF 15 Mio. (Stempelabgabe), Gebühren von rund CHF 7.5 Mio. in Zusammenhang mit Verschuldung (Verzichtsgebühren und Zinsen auf die Restlaufzeit der Pargesa-Anleihen), einmalige Restrukturierungskosten von rund CHF 7.5 Mio. und sonstige Transaktionskosten von rund CHF 5 Mio.
Anzahl der ausstehenden Pargesa-Inhaberaktien (verwässert¹)	84'719'292	
Impliziertes Umtauschverhältnis für die Pargesa-Aktionäre	0.94	
Geschätzte Transaktionskosten (in CHF Mio., Indikation der Geschäftsleitung)	35.0	<ul style="list-style-type: none"> Dieses implizierte adjustierte Umtauschverhältnis entspricht dem vorgesehenen Umtauschverhältnis
Aktueller GBL-Aktienkurs (in CHF, per 6. März 2020)	85.3	
Transaktionskosten in GBL-Aktienäquivalenten	410'191	
Implizierte Anzahl der Aktien, die den Pargesa-Aktionären nach Transaktionskosten zuzurechnen sind	79'111'456	
Anzahl der ausstehenden Pargesa-Inhaberaktien (verwässert¹)	84'719'292	
Impliziertes angepasstes Umtauschverhältnis für die Pargesa-Aktionäre	0.93	

Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (auf Grundlage des EUR/CHF-Wechselkurses von 1.0589 am Bewertungsstichtag)

Hinweis

¹ Auf Grundlage der verwässerten Anzahl an Pargesa-Aktien („Treasury Stock“ Methode) – siehe Anhang A

5

Beurteilung von Alternativen für die Publikumsaktionäre von Pargesa

5.1 Beurteilung von Alternativen für die Publikumsaktionäre von Pargesa

1. Alternative Transaktionsstrukturen

- Laut dem Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung von Pargesa wurden verschiedene Strukturierungsmöglichkeiten in Betracht gezogen und eingehend geprüft, um die auch aus Sicht der Pargesa-Publikumsaktionäre vorteilhafteste Transaktionsstruktur zu ermitteln
- Folgende Strukturierungsmöglichkeiten wurden eingehend geprüft:
 - Liquidationsszenario (Verkauf aller Vermögenswerte und Begleichung aller Forderungen von Pargesa, gefolgt von der Ausschüttung des Nettoliquidationserlöses über einfache Dividenden)
 - Sachdividende
 - Tauschangebot
 - „Push Down Merger“
 - Diverse weitere Strukturierungsmöglichkeiten
- Bei der Prüfung der Strukturierungsmöglichkeiten lag der Schwerpunkt auf Überlegungen zu steuerlichen Aspekten, der Durchführung, rechtlichen und unternehmerischen Aspekten, Finanzierungsaspekten, zeitlichen Aspekten und finanziellen Auswirkungen
- Dem Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung von Pargesa zufolge schneidet die Struktur des Tauschangebots auf Grundlage der oben genannten Überlegungen besser ab als die anderen geprüften Strukturierungsalternativen
 - Das Tauschangebot zeichnet sich durch seine relative Einfachheit aus sowie die Vermeidung der Verrechnungssteuer im Interesse der der Pargesa-Publikumsaktionäre
 - Rothschild & Co wurde darüber informiert, dass Steuer-Rulings von den zuständigen Schweizer Steuerbehörden eingeholt wurden und dass der aus dem Angebot resultierende Steueraufwand für Pargesa tragbar erscheint
- Rothschild & Co hat im Rahmen dieser Fairness Opinion keine Analyse dieser alternativer Transaktionsstrukturen durchgeführt

2. Verkauf von Pargesa-Inhaberaktien über die Börse

- Der Verkauf der Aktien über die Börse ist grundsätzlich eine Alternative zur Annahme des Angebots
 - Für Pargesa-Aktionäre, die das Angebot annehmen, wäre es grundsätzlich attraktiver, wenn die Pargesa-Inhaberaktien über dem Marktwert der GBL-Aktien notieren würden
- Eine Prognose der Wertentwicklung der GBL- und Pargesa-Aktien während des Angebotszeitraums ist nicht möglich. Dennoch stellen wir fest, dass der Marktwert von Pargesa von (i) einem Abschlag zwischen dem ausgewiesenen NAV von GBL und dem Marktwert von GBL und (ii) einem Abschlag zwischen dem direkten NAV von Pargesa (unter Berücksichtigung ihrer 50.0%-Beteiligung an GBL zum Marktwert) und dem Marktwert von Pargesa beeinflusst ist. Diese Abschläge waren in den vergangenen fünf Jahren recht stabil. Die Reduzierung dieser Abschläge wird als Ziel dieser Transaktion und des Angebots angegeben
- Zudem beobachten wir, dass GBL-Aktien eine höhere Handelsliquidität aufweisen als Pargesa-Inhaberaktien

3. Ablehnung des Angebots

- Die Aktionäre von Pargesa können das Angebot ablehnen, mit der Absicht und in der Erwartung, eine Transaktion zu verhindern
 - Neben weiteren Bedingungen sieht das Angebot eine Mindestandienungsquote von 90.0% der Stimmrechte von Pargesa vor, um erfolgreich zu sein

6

Ergebnis der Fairness Opinion

6.1 Ergebnis der Fairness Opinion

Implizierte Umtauschverhältnisse basierend auf den im Bericht gezeigten Bewertungsansätzen

Wert in CHF pro Aktie	Pargesa (CHF)	GBL (CHF) ¹	Impliziertes Umtauschverhältnis	Zusammenfassung der impliziten Umtauschverhältnisse	Prämie zum vorgeschlagenen Umtauschverhältnis von 0.93			
Primäre Bewertungsmethoden								
Marktbasierte Bewertungsanalysen								
Aktienkurs zum 06/03/2020	69.25	85.33	0.81	<p>Vorgeschlagenes Umtauschverhältnis von 0.93</p>	+14.6%			
1-Monats VWAP	75.20	92.65	0.81		+14.6%			
60-Tage VWAP	78.45	97.49	0.80		+15.6%			
6-Monate VWAP	77.90	97.83	0.80		+16.8%			
12-Monate VWAP	76.87	96.42	0.80		+16.6%			
Median der Kursziele der Aktienanalysten	85.10	101.92	0.83		+11.4%			
Analysen des NAV								
Ausgewiesener NAV	112.75	119.60	0.94		(1.4%)			
Direkter NAV (GBL zum Marktwert)	80.11	85.33	0.94		(0.9%)			
Ergänzende Analysen zu Informationszwecken								
"Dividend Discount" Modell (DDM)								
Bewertungsbandbreiten (Sensitivitätsanalyse)	Tief: 74.70	Hoch: 96.68	Tief: 87.99	Hoch: 113.57	0.85	0.85	Tief: +9.5%	Hoch: +9.2%
Adjustiertes Umtauschverhältnis auf Basis der Aktienanzahl				0.93	0.93	(0.4%)		

Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (am Bewertungsstichtag)

Hinweis

¹ EUR/CHF-Wechselkurse auf Grundlage der relevanten Wechselkurse zu den für die historischen Marktwerte betrachteten Zeiträume, 1.0589 am Bewertungsstichtag

6.1 Ergebnis der Fairness Opinion

Zusammenfassung der Bewertungsanalyse

- Wir haben das Umtauschverhältnis auf Grundlage eines Mehrkriterienansatzes analysiert, um seine finanzielle Angemessenheit zu beurteilen
- Die durchgeführten Analysen beurteilen die finanzielle Angemessenheit des Umtauschverhältnisses so, als wäre das Angebot allen Aktionären von Pargesa unterbreitet worden
- Eine Zusammenfassung der Ergebnisse dieser Analysen ist auf der vorherigen Seite zu finden. Entsprechend der unternehmerischen Aktivitäten von Pargesa und GBL wurden marktbasierende Bewertungsanalysen und Analysen des NAV als primäre Bewertungsmethoden herangezogen, während DDM Bewertungssensitivitäten und eine Analyse basierend auf der von Pargesa gehaltenen Anzahl an GBL-Aktien zu Informationszwecken dargelegt wurden
- Basierend auf den in Abschnitt 4 gezeigten Analysen kommen wir zu dem Schluss, dass:
 - die Transaktion Prämien von 14.6% bzw. 15.6% impliziert, basierend auf den Schlusskursen der beiden Unternehmen bzw. dem 60-tägigen VWAP zum Bewertungsstichtag
 - der Median der Kursziele von Aktienanalysten für GBL und Pargesa eine Prämie von 11.4% für die Publikumsaktionäre von Pargesa impliziert
 - das Umtauschverhältnis der Transaktion den vom NAV von Pargesa und GBL implizierten Werten entspricht. Dies bedeutet, dass die Publikumsaktionäre von Pargesa ihren fairen Anteil am NAV von Pargesa erhalten
- Zusätzliche, zu Informationszwecken durchgeführte, Analysen führen zu folgenden Schlussfolgerungen:
 - Der intrinsische Wert pro Pargesa- und GBL-Aktie basierend auf den von uns dargestellten DDM Bewertungssensitivitäten impliziert eine Prämie von 9.2% bis 9.5%
 - Das Umtauschverhältnis entspricht einer theoretischen Ausschüttungsquote der GBL-Aktien an Pargesa-Aktionäre, unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung, sonstiger Vermögenswerte und der Transaktionskosten auf Stufe von Pargesa
- Ausserdem weisen wir darauf hin, dass:
 - die Transaktion eine Vereinfachung der Beteiligungsstruktur von GBL zur Folge haben wird
 - GBL-Aktien zum Bewertungsstichtag eine höhere Handelsliquidität aufweisen als Pargesa-Inhaberaktien und durch die Transaktion der Streubesitz von GBL steigen wird

Basierend auf den in dieser Fairness Opinion dargelegten Analysen und Überlegungen wird das Umtauschverhältnis von 0.93 GBL-Aktien für jede Pargesa-Inhaberaktie im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Tauschangebots der Parjointco N.V. für alle sich im Publikum befindlichen Inhaberaktien der Pargesa Holding SA zum Bewertungsstichtag als finanziell angemessen angesehen



Laurent Gagnebin
Chief Executive Officer

Rothschild & Co Bank AG



Christian Bouet
Chief Financial Officer

Anhang

A

Weitere Informationen



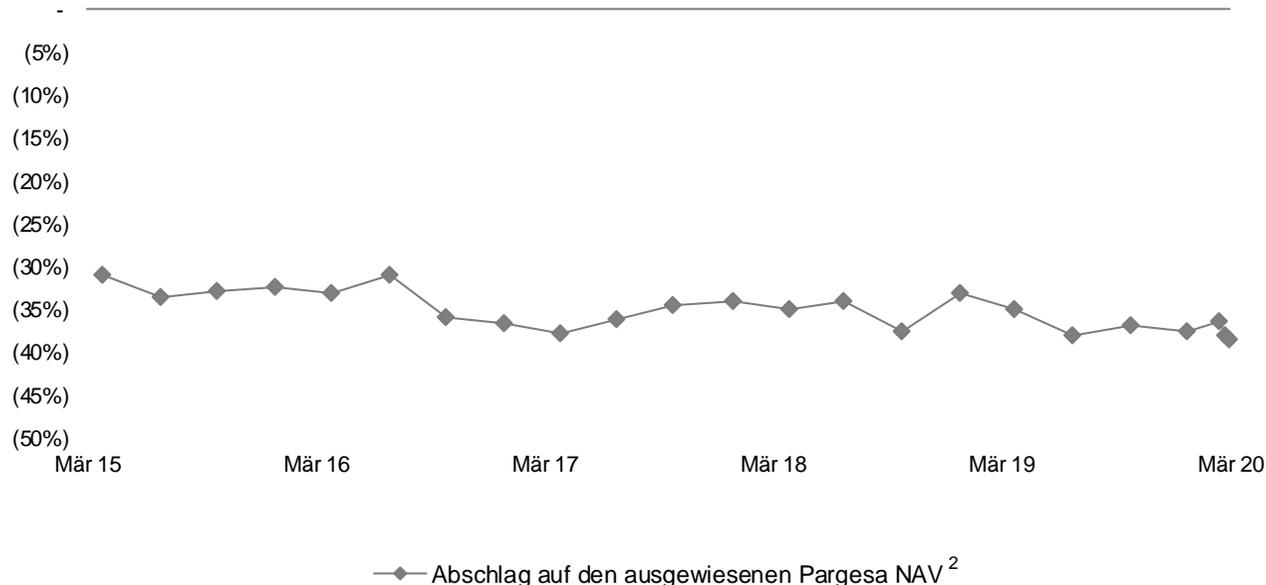
Analyse des Marktwertabschlags von Pargesa auf den ausgewiesenen NAV

5-jährige Entwicklung des Marktwertabschlags von Pargesa auf ihren ausgewiesenen NAV¹

Durchschnittlicher Abschlag auf den NAV	Aktueller Kurs	-3M	-6M	-12M	-3J	-5J
Abschlag auf den ausgewiesenen Pargesa NAV ²	-38.6%	-37.7%	-37.6%	-37.3%	-36.3%	-35.3%

Anmerkungen

- Die Grafik links zeigt die Entwicklung des Marktwertabschlags von Pargesa auf ihren ausgewiesenen NAV² über die letzten fünf Jahre (wie vierteljährlich vom Unternehmen ausgewiesen), anhand dessen der NAV von Pargesa mittels eines transitiven „Flow-Through“ Ansatzes des NAV von GBL unter Berücksichtigung der 50.0%-Beteiligung von Pargesa an GBL bestimmt wird
- Pargesa notiert mit einem Abschlag auf ihren ausgewiesenen NAV² von 38.6% zum Bewertungsstichtag, bzw. 35.3% im Durchschnitt der letzten 5 Jahre. Der implizierte Abschlag war über den Zeitraum betrachtet relativ stabil



Quellen Unternehmensinformationen, FactSet (am Bewertungsstichtag)

Hinweise

- Der NAV von Pargesa basiert auf den vierteljährlichen Finanzberichten des Unternehmens, wohingegen der NAV von GBL auf den wöchentlich veröffentlichten Schätzungen von GBL basiert
- Der ausgewiesene NAV von Pargesa entspricht einer Berechnung des NAV von Pargesa basierend auf einem „Flow-Through“ von 50.0% des NAV von GBL, zusätzlich zu weiteren Vermögenswerten und Verbindlichkeiten von Pargesa, wie vierteljährlich vom Unternehmen ausgewiesen (siehe Abschnitt 4)



Pargesa – Anzahl an Aktien

Ausstehende Optionen von Pargesa

- Im Jahr 2007 hat Pargesa einen Optionsplan für Mitarbeiter und bestimmte Angehörige des Managements (exkl. Mitglieder der Geschäftsleitung) eingerichtet, der ihnen jährliche Optionen für den Kauf von Pargesa-Aktien gewährt. Diese Optionen haben eine Laufzeit von zehn Jahren und ein Umtauschverhältnis von einer Aktie je Option
- Bisher stammten alle Aktien, die nach Ausübung von Optionen erworbenen wurden, aus dem Bestand an eigenen Inhaberaktien
- Die Gesamtanzahl an ausstehenden Optionen belief sich am Bewertungsstichtag auf 229'425. Die wichtigsten Kennzahlen des Optionsplan lauten wie folgt:

Periode	Anzahl ausstehender Optionen	Ausübungspreis (CHF)
2010	18'747	87.00
2011	19'477	87.00
2012	2'700	65.00
2013	18'580	67.00
2014	23'930	79.00
2015	25'580	72.00
2016	31'177	62.18
2017	30'334	70.00
2018	25'470	84.00
2019	33'430	80.00
Total	229'425	

Quelle Unternehmensinformationen
Hinweis

1 Durchschnittlich 60.6 und 63.75 gemäss Unternehmensinformationen

Verwässerte Anzahl der Pargesa-Aktien („Treasury Stock“ Methode)

- Die Analyse der verwässerten Anzahl an Pargesa-Aktien basiert auf den folgenden Parametern zum Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung des Umtauschverhältnisses des Angebots
 - GBL-Aktienkurs von CHF 85.33 (EUR/CHF-Wechselkurs von 1.0589 am Bewertungsstichtag)
 - Implizierter Wert pro Pargesa-Aktie auf Basis des Umtauschverhältnisses: CHF 79.35
- Die „in the money“ Optionen von Pargesa in Bezug auf das Umtauschverhältnis gelten als ausgeübt, was zur Schaffung von 132'301 Pargesa-Aktien führt. Durch die Ausübung von Optionen wurden Erlöse in Höhe von CHF 9.2 Mio. generiert, die gemäss der „Treasury Stock“ Methode zum Rückkauf von 116'119 Pargesa-Aktien verwendet werden (auf Basis des Umtauschverhältnisses beziehungsweise CHF 79.35)
- Die folgende Tabelle zeigt die detaillierte Berechnung und die implizierte Anzahl an verwässerten Pargesa-Aktien gemäss der „Treasury Stock“ Methode:

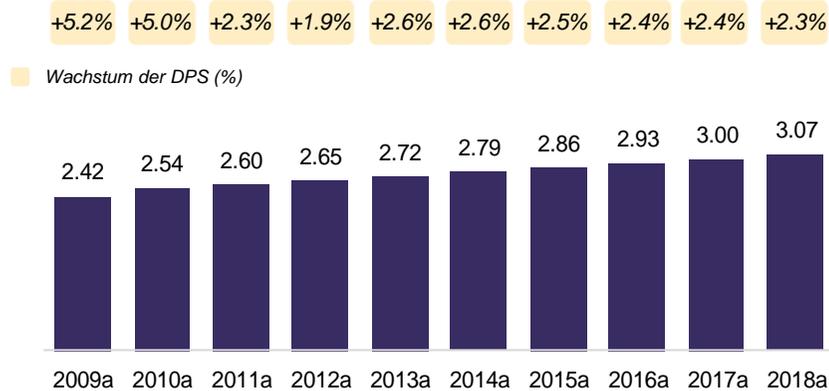
Periode	Anzahl ausstehender Optionen	Ausübungspreis (CHF)	Wert der Pargesa-Aktie impliziert durch das Umtauschverhältnis	Implizierte Anzahl von "in the money" Optionen	Einnahmen durch die Ausübung von Aktienoptionen (CHF)
2010	18'747	87.00	79.35	-	-
2011	19'477	87.00	79.35	-	-
2012	2'700	65.00	79.35	2'700	175'500
2013	18'580	67.00	79.35	18'580	1'244'860
2014	23'930	79.00	79.35	23'930	1'890'470
2015	25'580	72.00	79.35	25'580	1'841'760
2016	31'177	62.18	79.35	31'177	1'938'430
2017	30'334	70.00	79.35	30'334	2'123'380
2018	25'470	84.00	79.35	-	-
2019	33'430	80.00	79.35	-	-
Total	229'425			132'301	9'214'400
Eigene Aktien vor Ausübung der Aktienoption				233'060	
Auswirkungen der Ausübung von Aktienoptionen				(132'301)	
Von Pargesa zurückgekaufte Aktien zum Wert je Aktie impliziert durch das Umtauschverhältnis				116'119	(16'182)
Eigene Aktien nach Ausübung der Aktienoption ("Treasury Stock" Methode)				216'878	
Parjointco				47'022'470	55.4%
Publikumsaktionäre				37'696'822	44.4%
Eigene Aktien				216'878	0.3%
Verwässerte Anzahl der Aktien von Pargesa ("Treasury Stock" Methode)				84'936'170	100.0%
Verwässerte Anzahl ausstehender Aktien von Pargesa ("Treasury Stock" Methode)				84'719'292	



Historische Entwicklung der Dividendenzahlungen

Dividende je Aktie von GBL

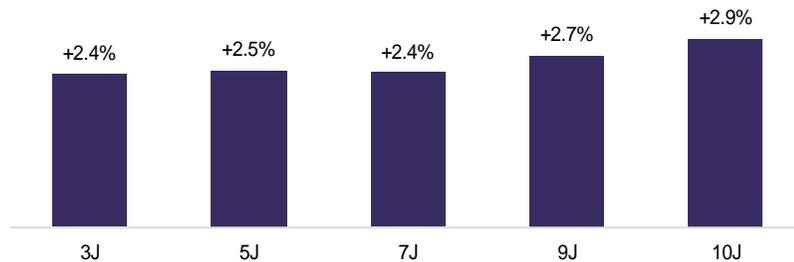
Entwicklung der DPS von GBL 2009–2018 (in EUR)¹



Anmerkungen

- Die als Basisszenario für die Bewertungssensitivität der DDM Analyse verwendete Hypothese einer ewigen Wachstumsrate von 2.5% basiert auf der Analyse des historischen zehnjährigen Wachstums der Dividende je GBL-Aktie, wie die beiden Tabellen links zeigen
- Das jährliche DPS-Wachstum von GBL lag in den letzten zehn Jahren zwischen 1.9% und 5.2% (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der letzten 10 Jahre von 2.9%, durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der letzten 5 Jahre von 2.5% zum Bewertungsstichtag). Gemäss der Geschäftsleitung des Unternehmens wird nicht davon ausgegangen, dass sich das Umtauschangebot auf die Ausschüttungspolitik von GBL auswirkt

Durchschnittliches DPS-Wachstum von GBL seit 2018¹



Quelle Unternehmensinformationen

Hinweis

¹ Im Jahr (N+1) ausgeschüttete Dividende je Aktie basierend auf dem im Jahr (N) erzielten Reingewinn



Historische Entwicklung der Dividendenzahlungen

Vergleich der historischen DPS von Pargesa und GBL

10-jährige Entwicklung der DPS von Pargesa und GBL und illustratives impliziertes Umtauschverhältnis¹

DPS	2009a	2010a	2011a	2012a	2013a	2014a	2015a	2016a	2017a	2018a
Pargesa (CHF)	2.72	2.72	2.57	2.57	2.64	2.27	2.38	2.44	2.50	2.56
Wachstum in %		-	(5.5%)	-	+2.7%	(14.0%)	+4.8%	+2.5%	+2.5%	+2.4%
GBL (EUR)	2.42	2.54	2.60	2.65	2.72	2.79	2.86	2.93	3.00	3.07
Wachstum in %		+5.0%	+2.3%	+1.9%	+2.6%	+2.6%	+2.5%	+2.4%	+2.4%	+2.3%
GBL (CHF) ²	3.43	3.18	3.12	3.29	3.32	2.90	3.16	3.19	3.53	3.47
Impliziertes Umtauschverhältnis	0.79	0.85	0.82	0.78	0.80	0.78	0.75	0.76	0.71	0.74
Durchschnitt der letzten 10 Jahre	0.78									
Durchschnitt der letzten 7 Jahre	0.76									
Durchschnitt der letzten 5 Jahre	0.75									
Durchschnitt der letzten 3 Jahre	0.74									

Anmerkungen

- Zu Informationszwecken führen wir das Verhältnis der DPS von Pargesa und GBL über zehn Jahre an
- Das durchschnittliche zehnjährige DPS-Verhältnis liegt bei 0.78

Quellen Unternehmensinformationen, FactSet

Hinweise

¹ Im Jahr (N+1) ausgeschüttete Dividende je Aktie basierend auf der im Jahr (N) erzielten Reingewinn

² Basierend auf dem durchschnittlichen EUR/CHF-Wechselkurs im Mai jedes Jahres (laut FactSet). Prognose zum üblichen Ausschüttungsmonat von GBL

Anhang

B

Begriffsbestimmungen und Abkürzungen

Begriffsbestimmungen und Abkürzungen

Begriffsbestimmungen

Umtauschverhältnis	0.93
Frère-Desmarais Group	Desmarais Family Residuary Trust und Stichting Frère-Bourgeois
GBL	Groupe Bruxelles Lambert SA
Angebotszeitraum	8. Mai bis 8. Juni 2020
Pargesa / Unternehmen	Pargesa Holding SA
Pargesa NL	Pargesa Netherlands B.V.
Parjointco / Anbieterin	Parjointco N.V.
Rothschild & Co	Rothschild & Co Bank AG
Stichting Frère-Bourgeois	Stichting Administratiekantoor Frère-Bourgeois
Transaktionsvereinbarung	Transaktionsvereinbarung zwischen Parjointco, Pargesa und Pargesa NL in Verbindung mit dem Angebot
Bewertungsstichtag	6. März 2020

Abkürzungen

a	actual (tatsächlich)
AG	Aktiengesellschaft
akt.	aktuell
Apr	April
Art.	Artikel
Aug	August
B.V.	Besloten Vennootschap met beperkte aansprakelijkheid

BEL20

bzw.

c

CHF

d.h.

DCF

DDM

Dez

DPS

EMEA

EUR

EWR

exkl.

Feb

ff.

FINIG

inkl.

J

Jan

Jul

Jun

LW

M

Mär

MESZ

Aktienindex der Euronext Brüssel

beziehungsweise

circa

Schweizer Franken

das heisst

Discounted cashflow

"Dividend Discount" Modell

Dezember

dividend per share (Dividende je Aktie)

Europe, Middle East and Africa

Euro

Ewige Wachstumsrate

exklusive

Februar

fortfolgende

Bundesgesetz über die Finanzinstitute

inklusive

Jahr

Januar

Juli

Juni

Lokalwährung

Monat

März

Mitteeuropäische Sommerzeit

Begriffsbestimmungen und Abkürzungen

Mio.	Millionen
MKap.	Marktkapitalisierung
Mrd.	Milliarden
N.V.	Naamloze Vennootschap
NAV	Net Asset Value
NL	Niederlande
Nov	November
Nr.	Nummer
Okt	Oktober
p.a.	per annum
p.A.	pro Aktie
SA	société anonyme
SEK	Schwedische Krone
Sep	September
SMI	Swiss Market Index
T	Tag
UEK	Übernahmekommission
vs.	versus
VWAP	volume-weighted average price (Volumengewichteter Durchschnittskurs)
%	Prozent