

Attestation d'équité (« Fairness Opinion »)
à l'attention du conseil d'administration de Mövenpick-Holding, Cham,

relative à l'évaluation de l'équité financière

de l'offre publique d'achat

de

Carlton-Holding AG, Allschwil (BL)

concernant

les actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 15 l'unité et
les actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 3 l'unité

se trouvant en mains du public de

Mövenpick-Holding, Cham,

au prix d'offre de
CHF 400 net par action au porteur et de CHF 94 net par action nominative

Zurich, le 28 novembre 2006

Table des matières

CHAPITRE 1	INTRODUCTION	3
1.1	SITUATION INITIALE	3
1.2	MANDAT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MÖVENPICK-HOLDING A BDO VISURA.....	4
CHAPITRE 2	BASES D'EVALUATION	5
CHAPITRE 3	MÖVENPICK-HOLDING	7
3.1	EVOLUTION DEPUIS L'EXERCICE 2001	7
3.2	RATIOS DU GROUPE MÖVENPICK.....	8
3.3	EVOLUTION DU RESULTAT EN 2006	9
CHAPITRE 4	PROCEDURES ET ANALYSES D'EVALUATION.....	10
4.1	ETENDUE DE L'EVALUATION	10
4.2	METHODES D'EVALUATION.....	11
4.3	SYNERGIES	11
4.4	DATE D'EVALUATION.....	11
4.5	BUDGETS UTILISES.....	11
4.6	VRAISEMBLANCE ET CONSISTANCE DES BUDGETS.....	12
4.2	INDICATEUR DE RENTABILITE ECONOMIQUE	13
CHAPITRE 5	RESULTATS DE L'EVALUATION.....	15
5.1	METHODE DES DISCOUNTED CASH FLOWS	15
5.2	COMPARAISON AVEC D'AUTRES ENTREPRISES COTEES EN BOURSE (GROUPES PEER).....	18
5.3	EVOLUTION DU COURS DE BOURSE DE MÖVENPICK-HOLDING	19
5.4	APERÇU DES RESULTATS DE L'EVALUATION	21
CHAPITRE 6	EVALUATION GLOBALE	22
6.1	RESUME DES RESULTATS	22
6.2	CONCLUSION	22

Annexes

- Annexe 1: Ratios d'évaluation d'entreprises comparables cotées en Bourse
- Annexe 2: Analyse des bêtas et de la structure en capital d'entreprises comparables cotées en Bourse
- Annexe 3: Evolution du cours de l'action au porteur et nominative de Mövenpick-Holding
- Annexe 4: Calculs de sensibilité

Liste des abréviations

BDO	BDO Visura, Zurich
LBVM	Loi fédérale sur les Bourses et le commerce des valeurs mobilières
Bêta	Risque relatif aux fonds propres
Resp.	Respectivement
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CH	Descriptif de la Suisse
CHF	Franc suisse
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
FP	Fonds propres
EUR	Euro
EV	Enterprise Value
FCF	Free Cash Flow
CE	Capitaux étrangers
Y comp.	Y compris
MCHF	Indication de valeur en millions de francs suisses
MEUR	Indication de valeur en millions d'euros
Milliards	Milliards
Millions	Millions
Mövenpick	Mövenpick-Holding, Cham
Groupe Mövenpick	Mövenpick-Holding et ses filiales directes et indirectes
PE	Price Earnings Ratio
TCHF	Milliers de francs suisses
e. a.	Entre autres
CDO	Commission des OPA
WACC	Weighted Average Cost of Capital
Par ex.	Par exemple

Chapitre 1 Introduction

1.1 Situation initiale

Mövenpick-Holding, Cham, (Mövenpick) est une société suisse par actions dont le siège se situe à la Luzernerstrasse 9, 6330 Cham, Suisse. Mövenpick-Holding et ses filiales sont actifs dans les opérations d'"hospitality" regroupant la gastronomie, l'hôtellerie, le commerce de vins et des produits premium food.

Les actions au porteur et nominatives de Mövenpick sont cotées à la Bourse suisse (SWX). Au total, 1 041 296 actions nominatives et 577 584 actions au porteur ont été émises. Les actions de Mövenpick sont en majorité détenues par un groupe d'actionnaires agissant par consentement mutuel. Les personnes agissant par consentement mutuel sont Carlton-Holding SA, Allschwil (Carlton) et son unique actionnaire Luitpold von Finck, Mövenpick-Holding et ses filiales directes et indirectes ainsi que Clair Finanz Holding SA. Carlton et Luitpold von Finck détiennent ensemble 87,52% du capital ainsi que 89,96% des droits de vote de Mövenpick.

En vue de prendre le contrôle complet de Mövenpick, Carlton a lancé une offre publique d'achat le 16 novembre 2006 pour toutes les actions au porteur et pour les actions nominatives avec restrictions de transfert de Mövenpick-Holding SA, Cham, se trouvant en mains du public. Le prix de l'offre est de CHF 400 par action au porteur et de CHF 94 par action nominative. L'offre n'est soumise à aucune condition. Le délai de l'offre commence le 6 décembre 2006 et se termine le 21 décembre 2006, Carlton se réservant le droit de prolonger le délai une ou plusieurs fois. Carlton va fixer aux actionnaires de la société une prolongation pour l'acceptation ultérieure de l'offre d'achat pendant 10 jours boursiers après l'expiration de l'offre.

Carlton soumet l'offre publique d'achat dans le but d'obtenir le contrôle complet sur Mövenpick en vue de simplifier la structure de propriété, puis de faire retirer les actions de la Bourse suisse SWX. L'activité commerciale de Mövenpick ne subira aucune modification par suite de la reprise totale de Carlton. Aucun changement dans le management ni dans la composition du conseil d'administration suite à la transaction n'est prévu.

1.2 Mandat du conseil d'administration de Mövenpick-Holding à BDO Visura

Le comité du conseil d'administration de Mövenpick-Holding, se composant de Dr. Peter Kalantzis et Gerhard Peskes, a mandaté BDO Visura, Zurich, (BDO) afin de réaliser une expertise indépendante (Fairness Opinion) en vue de l'évaluation de l'équité financière de l'offre publique d'achat de Carlton pour toutes les actions au porteur et nominatives de Mövenpick se trouvant entre les mains du public.

L'expertise est destinée à servir de base d'appréciation au conseil d'administration de Mövenpick et à son rapport au sens de l'art. 29 LBVM en relation avec l'offre publique d'achat de Carlton.

L'expertise est destinée au conseil d'administration de Mövenpick et elle ne constitue pas une recommandation d'accepter l'offre d'achat vis-à-vis d'un actionnaire quelconque.

L'expertise ne se réfère pas à la recommandation d'accepter l'offre d'achat du conseil d'administration aux actionnaires ou à l'utilité relative à des options stratégiques et financières alternatives qui pourraient être prises en considération par la société.

L'expertise ne s'étend pas à l'examen approfondi des avantages de cette transaction pour les actionnaires de Mövenpick. De plus, notre expertise ne contient pas d'étude ou d'estimation de la transaction proposée et de l'offre aux actionnaires publiques qui n'accepteraient pas l'offre, ni de la valeur future des actions non remises ou si, et à quel prix, des actions de ce genre seraient négociées après l'exécution de l'offre. L'expertise s'appuie sur une évaluation d'informations que nous avons supposées exactes et complètes et auxquelles nous nous sommes fiés sans les faire confirmer ou vérifier par un tiers. En ce qui concerne les indications, les informations et les données fournies qui ont été mises à notre disposition, nous avons considéré que celles-ci ont été établies correctement.

Notre expertise s'adresse exclusivement au conseil d'administration de Mövenpick. A l'exception de la publication dans le rapport du conseil d'administration de Mövenpick au sens de l'art. 29 LBMV relative à la recommandation sur l'offre publique d'achat de Carlton, elle ne peut pas être utilisée dans d'autres buts sans notre consentement.

Chapitre 2 Bases d'évaluation

BDO s'est appuyée sur les éléments suivants dans le cadre de ses réflexions d'évaluation et de ses analyses ainsi que pour les appréciations qui en découlent:

- Informations publiques sur Mövenpick ainsi que sur ses filiales qui, à notre avis, sont adéquates pour les réflexions d'évaluation et l'appréciation du prix de l'offre. En font notamment partie les rapports d'activité et de révision des années 2004 et 2005 ainsi que le rapport semestriel 2006, les communiqués de presse, les rapports d'analystes, les extraits de presse correspondants, etc.;
- Clôtures internes et estimations internes à l'entreprise à différentes échéances pour l'exercice 2006;
- Documents d'évaluation internes à l'entreprise sur les différents domaines d'activité ainsi qu'informations sur la détermination des paramètres d'évaluation comme la charge fiscale effective actuelle, le coût de financement par des capitaux étrangers, la structure actuelle du capital, etc.;
- Les calculs prévisionnels pour les exercices 2007 à 2009 qui ont été élaborés par la direction des différentes unités d'activité et qui ont été approuvés par le conseil d'administration du groupe Mövenpick;
- Entretien sur les budgets avec les membres de la direction de Mövenpick, notamment en ce qui concerne la situation financière et les revenus, les hypothèses retenues en matière de planification financière, d'environnement de marché et concurrentiel dans une optique à moyen terme ainsi que des générateurs de valeur et des perspectives commerciales;
- Annonce préalable et projet de prospectus d'offre pour l'offre publique d'achat de Carlton pour toutes les actions au porteur et nominatives se trouvant en mains du public;
- Analyse historique des cours boursiers et des volumes de transaction des actions de Mövenpick;
- Données financières et boursières des sociétés cotées sélectionnées qui évoluent sur le même marché que ou sur un marché comparable à Mövenpick (groupes Peer);
- Analyses actuelles et historiques du marché financier pour l'obtention de paramètres adéquats en vue de l'évaluation.

BDO a vérifié en termes de vraisemblance les informations commerciales et financières, y compris les plans stratégiques, les budgets financiers et les projections de la direction de Mövenpick, et elle a tenu des entretiens avec des représentants de la direction générale de la société.

Dans le cadre des travaux liés à l'établissement de la Fairness Opinion, BDO n'a procédé à aucune visite de locaux ni d'installations de Mövenpick. Au demeurant, BDO n'a opéré ni fait procéder à aucune évaluation ni appréciation des actifs et des passifs.

L'appréciation formulée par BDO repose sur les conditions de marché actuelles et les conditions d'exploitation et de gestion financière. Elle tient compte de la situation sur le marché des capitaux ainsi que d'autres conditions qui, au moment de l'évaluation, existaient, étaient évaluées ou qui pouvaient l'être.

Lors de l'établissement de l'expertise, BDO a présupposé l'exactitude et l'exhaustivité des informations financières et des autres informations utilisées par elle. BDO s'en est remise aux données sans les vérifier de manière détaillée. Cela concerne notamment la planification financière à moyen terme qui repose à l'échelon du groupe sur un processus de budgétisation déployé à un niveau institutionnalisé.

De plus, BDO s'est fait remettre une déclaration d'intégralité du conseil d'administration et du management de Mövenpick. Celle-ci précise notamment que les signataires n'avaient pas connaissance de faits ou de circonstances selon lesquels les informations utilisées pour la rédaction de la Fairness Opinion seraient imprécises, trompeuses ou incomplètes.

Chapitre 3 Mövenpick-Holding

Mövenpick est un groupe multinational d'entreprises possédant des racines suisses. Le groupe Mövenpick déploie sa stratégie dans les activités d'hospitality avec la gastronomie, l'hôtellerie, le commerce de vins et des produits premium food. En tant que société holding, elle est organisée en cinq domaines d'activité indépendants sur le plan opérationnel:

- Hotels & Resorts
- Marché International
- Restaurants
- Vins
- Fine Foods / Corporate Center

L'orientation géographique principale du groupe se situe en Europe et au Moyen-Orient. Le groupe compte 16 000 collaborateurs à travers le monde (dont près de 4 600 personnes dans ses propres exploitations et près de 11 400 personnes dans les entreprises de gestion resp. de franchise).

3.1 Evolution depuis l'exercice 2001

en CHF Mio.	2005	2004	2003	2002	2001
Chiffre d'affaires entreprises de gestion et de franchise	677.7	670.4	713.0	824.0	906.4
Chiffres d'affaires	464.3	399.8	321.4	342.0	351.2
Chiffre d'affaires total	1'142.0	1'070.2	1'034.4	1'166.0	1'257.6
Variation du chiffre d'affaires	6.7%	3.5%	-11.3%	-7.3%	-4.6%
EBITDA (Bénéfice avant intérêts et amortissements)	33.0	27.6	12.0	16.4	40.3
Marge EBITDA	4.9%	4.1%	1.7%	2.0%	4.4%
Bénéfice/-Perte d'exploitation	8.1	1.0	161.5	-30.2	7.9
Marge EBIT	1.2%	0.1%	22.7%	-3.7%	0.9%
Bénéfice/-Perte du groupe (avant minoritaires)	6.1	-1.2	143.2	-39.9	-5.1
Marge bénéficiaire	0.9%	-0.2%	20.1%	-4.8%	-0.6%

Source: Rapport annuel 2005 Mövenpick

Au cours des exercices 2001 à 2005, Mövenpick a modifié l'orientation stratégique du groupe par le biais de diverses réorganisations et mesures de restructuration et après quelques baisses substantielles de son revenu le groupe a continuellement amélioré son chiffre d'affaires et son résultat d'exploitation. La mesure de réorganisation la plus significative fut de transférer différents actifs immobilisés, notamment l'immobilier, dans le groupe Clair au cours de l'exercice 2004.

3.2 Ratios du groupe Mövenpick

Les aperçus suivants indiquent l'évolution du chiffre d'affaires entre 2001 et 2005 par domaines d'activité et par régions.

Evolution du chiffre d'affaires global par domaines d'activité

<i>en CHF Mio.</i>	2005	2004	2003	2002	2001
Hotels & Resorts	593.4	509.5	384.1	347.0	348.4
Marché International	295.6	275.8	299.5	376.6	421.4
Restaurants	119.4	146.2	159.1	176.7	194.2
Vins	96.4	100.7	104.7	126.3	137.5
Fine Foods / Corporate Center	37.2	38.0	87.0	139.4	156.1
Total	1'142.0	1'070.2	1'034.4	1'166.0	1'257.6

Evolution du chiffre d'affaires global par régions

<i>en CHF Mio.</i>	2005	2004	2003	2002	2001
Suisse	384.5	393.1	446.7	539.7	579.4
EU et l'Europe	394.0	365.1	324.3	327.8	367.8
L'Amérique du Nord	0.0	0.0	22.8	69.7	86.9
Moyen-Orient, Afrique	317.9	262.7	185.3	146.3	133.3
Extrême-Orient	45.6	49.3	55.3	82.5	90.2
Total	1'142.0	1'070.2	1'034.4	1'166.0	1'257.6

Source: Rapport d'activités 2005 Mövenpick

3.3 Evolution du résultat en 2006

Les résultats du premier semestre 2006 montrent la poursuite d'une tendance positive dans tous les domaines de l'entreprise. En comparaison avec la même période de l'année précédente, le chiffre d'affaires a progressé et le résultat au niveau de l'EBIT s'est amélioré. Tous les domaines d'activité de l'entreprise ont contribué à cette amélioration du résultat.

Par domaines d'activité, les résultats semestriels publiés pour 2006 se présentaient comme suit aux niveaux du chiffre d'affaires et de l'EBIT en comparaison avec les mêmes chiffres de l'exercice 2005:

Janvier à juin	Chiffre d'affaires		EBIT	
	2006	2005	2006	2005
<i>en CHF Mio.</i>				
Hotels & Resorts	104.0	94.3	3.5	1.3
Marché International	118.6	117.5	0.1	-0.1
Restaurants	45.7	52.7	-2.9	-6.8
Vins	52.7	50.8	0.1	-0.2
Fine Foods	4.2	3.3	1.5	1.5
Corporate Center	15.4	14.6	1.7	2.9
Corrections de consolidation	-4.8	-5.4	0.0	0.1
Total Mövenpick Holding	335.8	327.8	4.0	-1.3

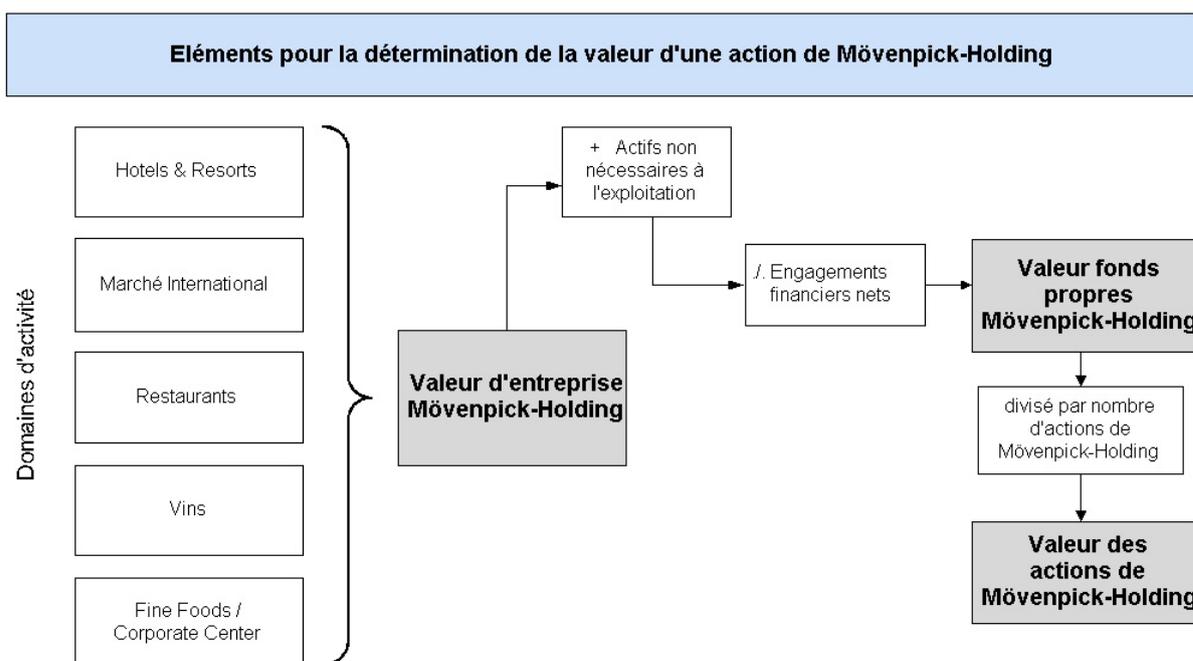
Source: Rapport semestriel 2006 Mövenpick

Les budgets à la fin octobre 2006 confirment l'évolution positive sur l'ensemble de l'exercice 2006.

Chapitre 4 Procédures et analyses d'évaluation

4.1 Etendue de l'évaluation

Le diagramme suivant indique la systématique utilisée par BDO pour son analyse de l'évaluation respectivement les composants individuels de valeur du groupe Mövenpick à prendre en compte:



La valeur du capital total de Mövenpick provient de la somme des valeurs des domaines d'activité individuels qui sont corrigés à chaque fois des parts des tiers minoritaires. Pour déterminer la valeur des fonds propres, les actifs non nécessaires à l'exploitation ainsi que les engagements financiers nets sont pris en compte aux valeurs du marché au jour de l'évaluation.

La valeur calculée des actions individuelles (au porteur et nominatives) provient de la valeur des fonds propres calculée comme ci-avant, divisée par le nombre des actions émises au jour de l'évaluation. En ce qui concerne le calcul de la valeur de l'action au porteur et de l'action nominative, une prime de 17,5% a été prise en compte pour l'action nominative en comparaison avec le titre au porteur. Cette évaluation supérieure de l'action nominative correspond à l'écart moyen du cours boursier d'ouverture des deux catégories d'actions pendant les 30 jours avant la publication de l'annonce préalable ainsi qu'à la valeur boursière historiquement plus élevée du titre nominatif par rapport au titre au porteur.

4.2 Méthodes d'évaluation

Pour trouver la valeur des fonds propres de Mövenpick, respectivement pour apprécier l'équité financière de l'offre de Carlton, les méthodes d'analyse et d'évaluation suivantes sont utilisées:

- Méthode des Discounted Cash Flows (méthode DCF);
- Evaluation du marché (comparaison avec les autres entreprises cotées en Bourse par rapport aux ratios d'évaluation);
- Analyse de l'évolution du cours de bourse de l'action Mövenpick.

La valeur des fonds propres déterminée au moyen de la méthode DCF est au centre des analyses d'évaluation et des réflexions conduisant à la détermination de la valeur des actions. La méthode repose sur le principe théorique selon lequel la valeur d'une entreprise est équivalente aux recettes nettes attendues de l'investisseur, après prise en compte des éléments temporels et de risque, au moyen d'un escompte. Dans la pratique, on part du Cash Flow libre espéré qui est escompté à la valeur actuelle dans le cadre de la méthode DCF au moyen du taux du coût du capital.

4.3 Synergies

Selon les analyses actuelles, aucune synergie ne va découler, pour le Groupe Mövenpick, de la reprise par Carlton. Ainsi, aucune synergie n'est prise en compte dans les réflexions d'évaluation.

4.4 Date d'évaluation

C'est le 6 décembre 2006 qui a été retenu comme date critère d'évaluation.

Ce moment correspond à la date de publication de l'offre d'achat par Carlton à tous les actionnaires publics de Mövenpick.

4.5 Budgets utilisés

La valeur de Mövenpick se détermine à partir de l'utilité que l'entreprise peut dégager dans l'avenir sur la base de ses générateurs de valeur existants au moment de l'évaluation, y compris la substance matérielle, la force d'innovation, les produits et la position sur le marché, la structure de l'entreprise, les collaborateurs et sa direction.

Sur la base de ces facteurs et en relation avec ses évaluations de marché et ses connaissances de la branche, le management a établi, pour les années à venir, les budgets des domaines d'activité individuels. Les domaines d'activité individuels de Mövenpick sont largement autonomes dans l'évolution des affaires ainsi que dans la définition de l'orientation stratégique. Lors de la planification, on part du principe que tous les domaines d'activité de l'entreprise seront en mesure de dégager à l'avenir des surplus financiers en faveur des propriétaires de l'entreprise, c'est-à-dire les actionnaires.

Au niveau de la holding, les budgets de la direction de chaque domaine d'entreprise individuel qui sont réalisés selon la méthode Bottom-up sont regroupés en un budget général du groupe Mövenpick. Un processus institutionnalisé d'analyse au niveau de la direction et du conseil d'administration du groupe assure que les budgets des domaines d'activité individuels sont consistants à titre individuel et le restent une fois consolidés.

4.6 Vraisemblance et consistance des budgets

Sur la base de la procédure décrite ci-avant, Mövenpick a établi un budget stratégique pour les exercices 2007 à 2009. Les budgets reflètent, pour chaque domaine d'activité, les attentes et les évaluations du management opérationnel. La direction du groupe a élaboré et discuté ces budgets de manière détaillée. Ensuite, le conseil d'administration a approuvé les budgets de l'ensemble de l'entreprise.

Lors de la détermination des excédents financiers futurs, BDO s'est servi d'estimations relatives aux exercices 2007 à 2009. Au demeurant, les comptes du groupe de l'exercice 2005, les résultats semestriels 2006 ainsi que le budget pour l'exercice 2006 ont constitué la base de l'évaluation et de la vraisemblance des budgets élaborés. En particulier, la continuité de l'évolution commerciale ainsi que les hypothèses et les paramètres sous-jacents ont été analysés pour l'intervalle de temps de prévision.

Ensemble avec les membres de la direction du groupe, nous avons discuté et rendu vraisemblable les estimations et les hypothèses effectuées en ce qui concerne leur capacité de réalisation. Dans ce contexte, nous nous sommes concentrés sur les hypothèses et les scénarios d'évolution du chiffre d'affaires et de la marge EBIT des domaines d'activité individuels.

A l'exception d'une acquisition en Norvège, aucune autre acquisition d'entreprise n'a été effectuée au cours de l'exercice actuel. En ce qui concerne l'extension et la poursuite du développement de l'activité commerciale dans les domaines d'activité individuels, les hypo-

thèses et les évaluations contenues dans les budgets pour l'intervalle allant de 2007 à 2009 ont été prises en compte.

4.2 Indicateur de rentabilité économique

Les principaux indicateurs de rentabilité économique de Mövenpick sont le chiffre d'affaires et la marge EBIT. Le budget pour les exercices 2007 à 2009 prévoit, pour l'ensemble du groupe, une croissance du chiffre d'affaires (CAGR de 6.5%) ainsi qu'une amélioration continue de la marge EBIT (CAGR de 15.2%).

Les hypothèses budgétaires et opérationnelles des domaines d'activité individuels relatif aux exercices 2007 à 2009 sont présentées en résumé de la manière suivante.

- **Hotels & Resorts:** la concentration principale au sein de la stratégie d'expansion est la conclusion de contrats supplémentaires de gestion en Europe centrale et de l'Est, en Afrique, au Moyen-Orient et en Asie. En partant d'une stabilité géopolitique, c'est surtout une hausse substantielle du chiffre d'affaires au Moyen-Orient qui est visée. La bonne réputation gastronomique et la haute qualité suisse appréciée devraient soutenir la stratégie d'expansion sous la forme de points forts propres à l'entreprise. Par ailleurs, des troubles politiques ou des activités terroristes peuvent être cités comme les principaux dangers dans l'atteinte des objectifs prévus. En ce qui concerne l'intervalle de planification, le management présuppose une augmentation du chiffre d'affaires. Simultanément, une amélioration continue du résultat d'exploitation au niveau de l'EBIT est visée.
- **Marché International:** c'est un climat de consommation stable et une augmentation du chiffre d'affaires apurée de l'expansion dans les domaines existants, notamment par des croissances réelles et des adaptations de prix, qui sont présumées. Des économies sur les frais de personnel et les marchandises sont prévues dans la planification à moyen terme. Sur le plan stratégique, une gestion concentrée de la qualité est visée. Le budget prévoit un résultat d'exploitation en hausse au niveau de l'EBIT sur la base d'un taux de croissance élevé pour 2007 et 2008 et une hausse ralentie en 2009.

- **Restaurants:** Les hypothèses budgétaires dans ce domaine d'entreprise comprennent notamment une évolution positive de la consommation privée, une expansion sélective de nouveaux objets et la poursuite de la réduction des frais de gestion de même qu'une équipe de direction stable afin de continuer à déployer rapidement le processus de changement. Par rapport aux points forts et aux chances que sont des localisations attrayantes, la marque Mövenpick possédant une bonne notoriété et la fidélité de la clientèle de base, il faut opposer, comme points faibles et risques, une structure de coûts toujours élevée et la fragilité envers les influences conjoncturelles. En ce qui concerne la période projetée sur 2007 à 2009, une légère croissance du chiffre d'affaires est anticipée. Simultanément, on recherchera à réduire les charges de personnel et les frais d'exploitation. Ce qui devrait déboucher sur l'amélioration déjà constatée du résultat d'exploitation au niveau de l'EBIT.
- **Vins:** le budget part du principe de la poursuite de la croissance et d'un bon niveau de consommation. Grâce à des actions de vente renforcées ainsi qu'à l'extension et à l'utilisation de synergies dans les canaux de distribution, l'évolution positive des affaires dans ce domaine d'entreprise devrait se poursuivre.
A une faible croissance du chiffre d'affaires en 2007 va se substituer un bond du chiffre d'affaires prévu en 2008, résultant principalement de la souscription du vin de Bordeaux, et une stabilisation en 2009. Simultanément, une amélioration considérable du résultat est visée au niveau de l'EBIT.
- **Fine Foods/Corporate Center:** En ce qui concerne les produits Fine Food, le chiffre d'affaires doit être augmenté principalement en Allemagne par le lancement continu de nouveaux produits prévu à cet effet. Sur cette base, on présuppose une augmentation considérable du résultat d'exploitation au niveau de l'EBIT alors que la croissance du chiffre d'affaires sera modeste. Dans le domaine Corporate Center, des hausses sensibles sont anticipées, que ce soit sur le plan du chiffre d'affaires ou sur celui de l'EBIT.

Chapitre 5 Résultats de l'évaluation

5.1 Méthode des Discounted Cash Flows

Les résultats de l'évaluation de la méthode DCF se basent d'une part sur les Cash Flows futurs estimés (avant opérations de financement), et d'autre part, sur le coût du capital total (WACC – Weighted Average Cost of Capital), taux avec lequel les Cash Flows libres sont escomptés à leur valeur actuelle à la date de l'évaluation.

5.1.1 WACC

Le WACC tient compte du rendement approprié des fonds propres ainsi que des coûts attendus des capitaux étrangers, pondéré à chaque fois par la structure à long terme du financement cible de l'entreprise. Le rendement des fonds propres est calculé selon le modèle CAPM (Capital Asset Pricing Model).

BDO a calculé une valeur individuelle du WACC pour chacune des divisions individuelles de l'entreprise. Dans ce contexte, l'activité commerciale différente, mais également le profil de risque différent des domaines individuels a été pris en compte. C'est notamment dans le plus grand domaine d'activité constitué par Hotels & Resorts qu'il existe, en raison des domaines d'activité géographiques et de l'extension prévue des activités commerciales, différentes réflexions relatives au risque qui doivent être intégrées dans la détermination de la prime de risque du marché.

Les paramètres retenus dans la détermination du WACC dans le cadre des réflexions sur la valeur sont décrits ci-après:

a) **Bêta**

Les bêtas (levered) des divisions individuelles de l'entreprise de 0.81 et de 0.77 reposent sur le bêta moyen unlevered des entreprises similaires cotées en Bourse des groupes Peer (selon l'annexe 2) adapté à la structure du financement cible à long terme et au taux d'impôt sur le bénéfice de l'ensemble du groupe.

Chaque bêta individuel calculé pour les domaines individuels d'entreprise a été pondéré en relation avec le Cash Flow libre (FCF) de la période budgétée afin d'en déduire un bêta au niveau de l'entreprise globale. Sur la base de cette procédure, c'est un bêta de 0,78 qui a été appliqué à nos analyses d'évaluation et à nos réflexions de valeur.

b) Taux d'intérêt sans risques

Le taux d'intérêt sans risques sous-jacent aux travaux d'évaluation correspond au rendement actuel à l'échéance des obligations à 30 ans de la Confédération suisse de 2,35%.

c) Prime de risque du marché

La valeur de base pour la prime de risque estimée du marché de l'ensemble de l'entreprise de 5.38% correspond à la différence entre le rendement du marché suisse des actions selon l'étude Pictet¹ et les rendements sans risques des obligations de la Confédération à une échéance de 30 ans.

En ce qui concerne le domaine d'activité Hotels & Resorts, une prime supplémentaire pour les risques de marché a été définie pour certains pays sur la base de l'orientation géographique de l'activité commerciale. La base à cet effet repose sur une étude des primes de risques pays spécifiques publiée par Ibbotson Associates². Le supplément de risque pris en considération concerne notamment des pays tels que l'Égypte, le Yémen, l'Arabie Saoudite, le Koweït, le Liban, la Jordanie et les Emirats Arabes Unis. Les primes de risques du marché calculées ainsi sous forme individuelle pour le domaine d'activité Hotels & Resorts ainsi que les primes de risques des quatre autres domaines d'activité de Mövenpick ont été pondérées en relation avec les Cash Flows libres (FCF) escomptés afin de déterminer une prime de risque du marché relativement appropriée au niveau de l'ensemble de l'entreprise.

En tenant compte des risques du marché spécifiques au pays tels que décrits ci-dessus pour le domaine d'activité Hotels & Resorts et pondérés sur la base du Cash Flows libre escompté, cela donne, au niveau de l'entreprise générale, une prime de risque du marché de 6,84%.

d) Prime de faible capitalisation

La prime liée à la taille d'entreprise reflète l'attente accrue en termes de risque/rendement qui est liée à un investissement dans des petites et moyennes entreprises en relation avec la capitalisation boursière. Elle se calcule en tant que différence entre les rendements à long terme effectivement observés des entreprises faiblement capitalisées et les rendements estimés pour ces entreprises à l'aide du CAPM. La

¹ Pictet & Cie: la performance des actions et des obligations en Suisse, janvier 2006

² Ibbotson Associates, Inc.; International Cost of Capital Report 2005, Pages 9-11

prime utilisée de 2,76% repose sur une étude annuelle d'Ibbotson Associates³. La base de l'analyse empirique est constituée par le marché américain des capitaux.

e) **Coûts des capitaux étrangers**

Les coûts des capitaux étrangers de Mövenpick avant les effets fiscaux correspondent, en moyenne, au service effectif des intérêts que Mövenpick en tant que groupe global acquitte sur la base de la structure actuelle de ses capitaux étrangers resp. de ses fonds propres. Le taux de coûts des capitaux étrangers pris en compte est de 3%.

f) **Taux d'impôt sur le revenu**

Le taux d'impôt sur le revenu utilisé de 31% correspond au taux d'imposition moyen futur estimé par la direction pour l'ensemble du groupe Mövenpick.

g) **Structure du financement cible**

Le rapport à long terme entre capitaux étrangers de 10% et fonds propres de 90% sous-jacent à la détermination de la valeur repose d'une part sur la capacité d'endettement estimée à long terme, et d'autre part, sur la structure de financement visée de l'entreprise en tenant compte de la future stratégie de croissance. La structure actuelle de capitaux correspond approximativement à la relation considérée de 10% de CE / 90% de FP.

h) **Croissance**

Une croissance continue des Cash Flows libres (FCF) de 1% a été présumée dans la valeur résiduelle (voir à ce propos les calculs de sensibilité en annexe 4).

En se basant sur les critères décrits ci-dessus et sur les valeurs de départ relatives aux paramètres pris en compte en vue de la détermination du WACC dans le cadre de l'attestation d'équité (Fairness opinion), on aboutit à un WACC de 9,62% au niveau de l'entreprise générale.

³ Comparaisons d'Ibbotson Associates, 2006 Yearbook

5.1.2 *Escompte des futurs Cash Flows libres (FCF)*

Les futurs Cash Flows proviennent du budget. Les Cash Flows libres (FCF) de la période de planification 2007 à 2009 ont été déterminés à l'aide des budgets 2007 à 2009 et des déclarations du management. Dans ce contexte, l'évolution du working capital ainsi que les investissements et les amortissements prévus ont été pris en compte. Dans le cadre des travaux d'évaluation, les Cash Flows libres futurs ainsi déterminés de même que la valeur résiduelle ont été escomptés avec les valeurs individuelles du WACC qui ont été calculées pour l'ensemble de l'entreprise à la date critère d'évaluation.

Sur la base de l'évolution escomptée des marchés, les valeurs budgétées de la dernière année budgétaire ont été intégrés dans les calculs de la valeur résiduelle à partir de l'exercice 2009 en tenant compte d'une croissance permanente de 1%.

Les analyses DCF ont ensuite été vérifiées avec différents scénarios de risques et d'évolution par rapport à leur sensibilité. Dans ce contexte, ce sont à la fois la sensibilité de l'évolution de la croissance et des marges, mais aussi les différentes hypothèses relatives aux pondérations du risque du marché qui ont été prises en compte.

La valeur de l'entreprise ainsi déterminée par la méthode DCF a été ensuite corrigée par les liquidités non nécessaires à l'exploitation, déduction faite des engagements financiers, afin d'obtenir la valeur des fonds propres de Mövenpick.

5.1.3 Evaluation

Sur la base de la méthode DCF respectivement de la procédure d'évaluation décrite précédemment et en tenant compte des dettes nettes, nous avons déterminé un intervalle de valeur oscillant entre CHF 320 et CHF 350 par action au porteur, respectivement un intervalle de valeur de CHF 75 à CHF 82 par action nominative de Mövenpick.

Les calculs de sensibilité des deux catégories d'actions se trouvent à l'annexe 4.

5.2 **Comparaison avec d'autres entreprises cotées en Bourse (groupes Peer)**

Mövenpick est principalement actif dans les domaines de l'hôtellerie et de la gastronomie. Ainsi, deux groupes Peer ont été constitués en tant que Benchmark pour l'analyse des entreprises comparables cotées en Bourse.

La présentation en annexe 1 montre un aperçu des ratios courants d'évaluation des actions (EV/EBITA, EV/EBIT, EV/Sales, PE) d'entreprises similaires cotées en Bourse. Les ratios reposent sur des estimations⁴ d'analystes bancaires pour les années 2006, 2007 et 2008. Notre analyse se concentre sur les ratios pour l'exercice 2006 resp. 2007 et sur la marge EBIT ainsi que sur les ordres de grandeur comparable des groupes Peer.

5.2.1 Evaluation

En tenant compte de l'endettement net, les analyses et les comparaisons avec les entreprises du groupe Peer au niveau de l'EBIT donnent un intervalle de valeur compris entre CHF 210 et CHF 290 par action au porteur et un intervalle de valeur compris entre CHF 49 à CHF 67 par action nominative de Mövenpick-Holding.

5.3 Evolution du cours de Bourse de Mövenpick-Holding

En annexes 3.1 et 3.2 figure l'évolution du cours de l'action au porteur et de l'action nominative de Mövenpick entre janvier 2001 et le 15 novembre 2006 (dernier jour de cotation avant l'annonce préalable de l'offre de Carlton). Par ailleurs, un aperçu de l'évolution des cours durant l'exercice 2006 depuis le 1^{er} janvier 2006 jusqu'au 15 novembre 2006 est présentée en annexe 3.3. et 3.4 pour les deux catégories d'actions. L'évolution du SPI (Swiss Performance Index) est mentionnée en tant que valeur comparative.

Il faut relever, lors de l'évaluation de l'évolution du cours de Bourse de Mövenpick, que le flottant (Free Float) ne correspond qu'à environ 12% de l'ensemble de la capitalisation respectivement 10% des droits de vote de l'entreprise. Les actions de Mövenpick se sont caractérisées, au cours de ces dernières années, par des volumes de courtage corrélativement faibles sur un marché peu liquide et étroit. Les volumes élevés constatés sous forme sporadique conformément à l'aperçu de l'annexe 3 sont à imputer exclusivement à des mutations entre les actionnaires majoritaires agissant par consentement mutuel. En raison du faible Free Float, les actions n'ont été suivies, resp. traitées dans les rapports d'analystes que par quelques rares analystes financiers au cours de ces dernières années.

L'analyse de l'évolution du cours indique que les actions de Mövenpick pendant l'intervalle de temps compris entre 2001 et 2003 ont subi de fortes pertes de valeur. Depuis 2003, une tendance positive avec quelques courtes interruptions est constatée dans l'évolution du cours. Cette évolution reflète la situation économique difficile survenue par suite de la chute des recettes en 2001 qui a pu être stabilisée par des mesures importantes de réorganisation

⁴ Source: Bloomberg, Datastream

et de restructuration, ce qui a débouché, depuis l'exercice 2004, sur des améliorations continues du résultat dans tous les domaines d'activité de l'entreprise.

Au début de l'exercice 2006, le cours de l'action au porteur était de CHF 280 et celui de l'action nominative de CHF 73,95. Tout au long de l'année, les actions au porteur ont continué à se renchérir. Le 15 novembre 2006, le dernier jour de cotation avant l'annonce préalable de Carlton, le cours du titre se trouvait à CHF 380,25. Cela correspond à une hausse de cours de 35,8% au cours de l'exercice 2006. En contrepartie, le cours de l'action nominative a évolué, entre janvier et juin 2006, dans un intervalle oscillant entre CHF 70 et CHF 75 par titre. Depuis juillet 2006, une hausse marquante de valeur a été constatée. Le dernier jour avec des transactions boursières (le 13 novembre 2006) précédant l'annonce préalable, le cours a coté CHF 89,05, soit 20,4% de plus qu'au début de l'année.

5.3.1 Evaluation

En comparaison avec le cours final au dernier jour de cotation avant la publication de l'annonce préalable de l'offre de Carlton, le prix de l'offre de CHF 400 par action au porteur, resp. de CHF 94 par action nominative, est supérieur de 5,2%, respectivement de 5,6%.

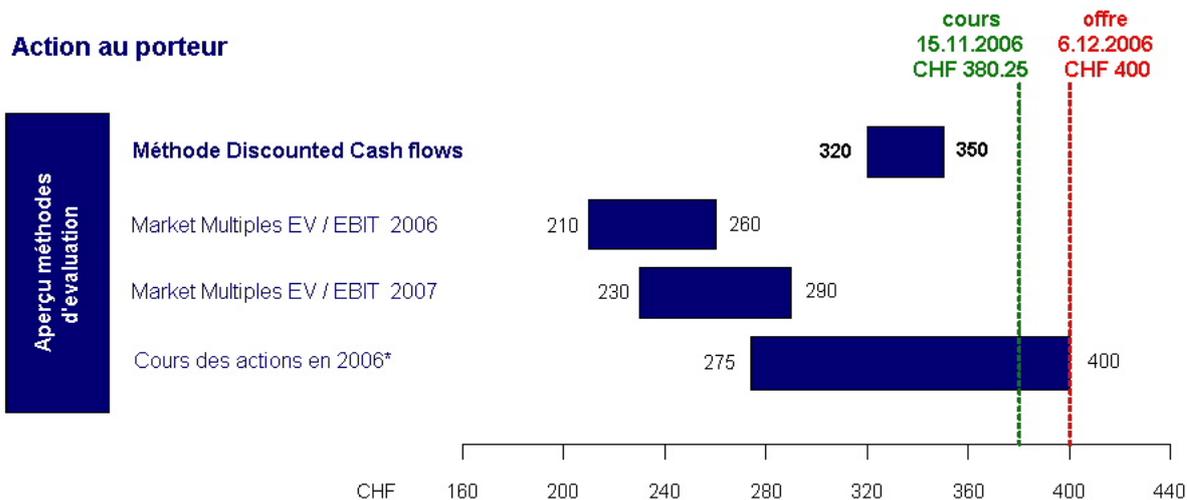
En comparaison avec les cours moyens d'ouverture de Bourse des 30 jours de cotation des transactions effectives avant la publication de l'annonce préalable de l'offre de Carlton, le prix de l'offre de CHF 400 par action au porteur, resp. de CHF 94 par action nominative, est de près de 6,5%, respectivement de 6,6% au-dessus des valeurs moyennes correspondantes.

En comparaison avec les cours moyens d'ouverture de Bourse au cours des 6 mois précédant l'annonce préalable de l'offre de Carlton, le prix de l'offre de CHF 400 par action au porteur resp. de CHF 94 par action nominative se situe à près de 13,6%, respectivement à 13,7% au-dessus des valeurs moyennes correspondantes.

En comparaison avec les cours moyens d'ouverture de Bourse au cours des 12 derniers mois précédant l'annonce préalable de l'offre de Carlton, le prix de l'offre de CHF 400 par action au porteur resp. de CHF 94 par action nominative se situe à près de 22,5%, respectivement à 22,8% au-dessus des valeurs moyennes correspondantes.

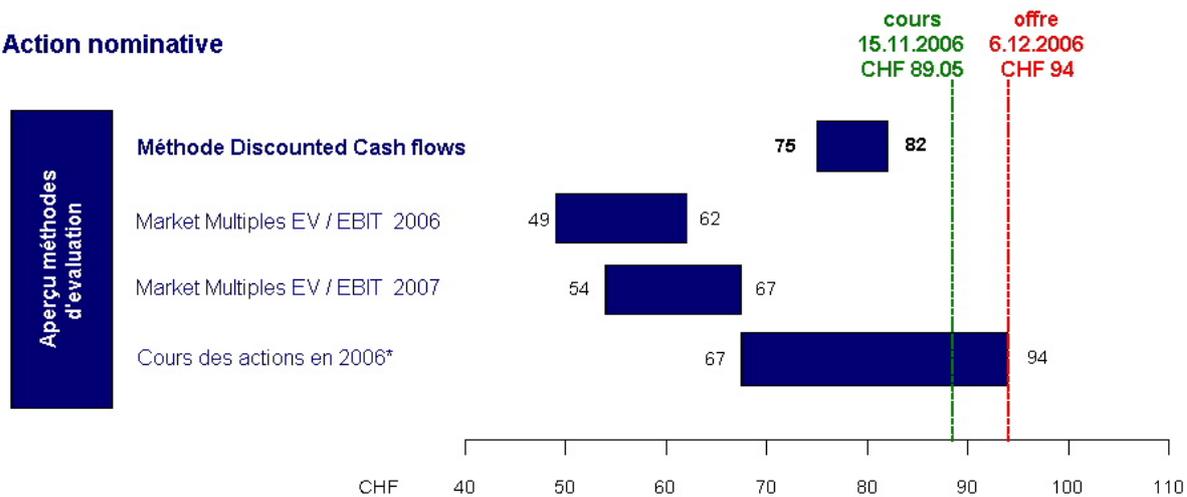
5.4 Aperçu des résultats de l'évaluation

L'aperçu graphique suivant récapitule les intervalles de valeurs identifiés de l'action au porteur ainsi que de l'action nominative sur la base des méthodes d'évaluation appliquées.



* Avant publication de l'offre

Action nominative



* Avant publication de l'offre

Chapitre 6 Evaluation globale

6.1 Résumé des résultats

L'évaluation selon la méthode des Discounted Cash Flows passe au premier plan des réflexions de valeur en vue de l'appréciation de l'équité de l'offre publique d'achat aux actionnaires. Selon nos réflexions d'évaluation, l'intervalle de valeur qui en découle varie de CHF 320 à CHF 350 par action au porteur resp. de CHF 75 à CHF 82 par action nominative de Mövenpick-Holding. En conséquence, l'offre d'achat de Carlton de CHF 400 par action au porteur, respectivement de CHF 94 par action nominative présente une prime d'environ 12,5% à 20% en comparaison avec les intervalles de valeur que nous avons calculés.

Les autres analyses effectuées à l'aide de méthodes complémentaires d'évaluation indiquent que l'offre d'achat de Carlton se situe au-dessus de chacune des valeurs comparatives calculées.

L'offre d'achat de Carlton est supérieure de 40% à 90% aux valeurs moyennes d'analyse au niveau de l'EBIT pour le groupe Peer sélectionné.

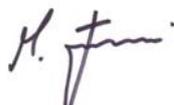
L'offre de prix de CHF 400 par action au porteur et de CHF 94 par action nominative se situe à 6,5% au-dessus du cours boursier moyen des 30 jours de courtage avant l'annonce préalable de l'offre de Carlton, respectivement à 13,6% au-dessus du cours boursier moyen des 6 derniers mois ainsi qu'à près de 22,5% au-dessus du cours boursier moyen des 12 mois avant la publication de l'annonce préalable.

6.2 Conclusion

Sur la base des analyses effectuées et de nos réflexions sur la valeur, nous parvenons à la conclusion que l'offre d'achat de Carlton-Holding SA de CHF 400 pour les actions au porteur de Mövenpick-Holding et de CHF 94 pour les actions nominatives de Mövenpick-Holding qui se trouvent entre les mains du public ainsi que le rapport de prix entre les deux catégories de participation sont équitables et appropriés d'un point de vue financier.

Zurich, le 28 novembre 2006

BDO Visura



Markus Egli



Marcel Jans

ANNEXES

Annexe 1: Ratios d'évaluation d'entreprises comparables cotées en Bourse

Annexe 2: Analyse des bêtas et de la structure en capital d'entreprises comparables cotées en Bourse

Annexe 3: Evolution du cours de l'action nominative de Mövenpick-Holding

Annexe 4: Calculs de sensibilité

Annexe 1 Ratios d'évaluation d'entreprises comparables cotées en Bourse

1.1 Domaine d'activité Hotels & Resorts

Nom	Sales in MEUR			EV / Sales			EV / EBIT			EV / EBITDA		
	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e
Accor	6'828	7'013	7'562	1.50	1.45	1.38	14.32	12.84	11.35	9.25	8.55	7.79
Hilton Hotels	3'380	3'336	3'571	1.59	1.48	1.36	10.39	9.66	8.32	7.47	7.01	6.34
Marriott Int'l	7'967	8'126	9'292	1.39	1.28	1.18	15.45	13.43	11.42	12.12	11.16	9.77
NH Hotels	922	965	977	2.23	2.04	1.92	17.70	15.02	13.27	11.50	10.13	9.24
Hyatt Regency	232	298	209	3.27	3.07	3.00	9.61	8.27	7.54	8.62	7.89	7.18
Four Seasons Hotels	198	210	200	2.21	8.57	NA	18.77	NA	NA	24.52	19.77	NA
Starwood Hotels	4'098	4'319	4'810	3.19	3.24	2.92	21.09	19.08	17.02	14.36	13.74	12.29
Intercontinental	3'888	1'077	1'246	3.21	3.45	3.72	12.55	12.47	12.00	10.64	10.29	9.66

low	1.39	1.28	1.18	9.61	8.27	7.54	7.47	7.01	6.34
average	2.32	3.07	2.21	14.98	12.97	11.56	12.31	11.07	8.90
median	2.22	2.55	1.92	14.88	12.84	11.42	11.07	10.21	9.24
high	3.27	8.57	3.72	21.09	19.08	17.02	24.52	19.77	12.29

Source: Bloomberg, Datastream

1.2 Domaines d'activité Restaurants, Marché International, Vins, Fine Foods/Corporate Center

Marché International, Mövenpick Restaurants, Vins, Fine Foods, Corporate Center

Nom	Sales in MEUR			EV / Sales			EV / EBIT			EV / EBITDA		
	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e	2006e	2007e	2008e
Autogrill SPA	3'181	3'255	3'650	1.04	0.98	0.93	12.55	11.62	10.89	7.85	7.35	6.95
Compass Group	16'590	17'333	18'479	0.58	0.56	0.54	12.52	11.79	10.58	8.28	7.82	7.40
Whitbread PLC	2'819	2'571	2'812	2.03	2.13	2.09	13.13	13.50	12.06	9.15	9.20	8.43
Restaurant Group	329	294	386	1.11	0.99	0.88	9.44	7.98	7.04	6.10	5.31	4.71
Groupe Flo	287	296	310	0.65	0.57	0.51	9.23	8.17	6.81	6.26	5.35	4.56
Do & Co Restaurants	95	98	134	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Buffalo Grill	234	259	279	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Bernard Loiseau	8	8	7	0.36	0.34	NA	-8.82	NA	NA	NA	NA	NA

low	0.36	0.34	0.51	-8.82	7.98	6.81	6.10	5.31	4.56
average	0.96	0.93	0.99	8.01	10.61	9.48	7.53	7.01	6.41
median	0.84	0.77	0.88	10.98	11.62	10.58	7.85	7.35	6.95
high	2.03	2.13	2.09	13.13	13.50	12.06	9.15	9.20	8.43

Source: Bloomberg, Datastream

Annexe 2 Analyse des bêtas et de la structure du capital d'entreprises comparables cotées en Bourse

Domaine d'activité Hotels & Resorts

Nom	Taux d'imposition	Structure de financement (fonds étrangers/propres)	levered Bêta
Accor	33.4%	0.89%	1.01
Hilton Hotels	36.8%	27.89%	0.76
Marriott Int'l	36.1%	10.99%	0.86
NH Hotels	22.0%	43.23%	0.84
Hyatt Regency	31.5%	5.95%	0.41
Four Seasons Hotels	21.3%	4.00%	0.94
Starwood Hotels	23.7%	23.36%	0.75
Intercontinental	19.4%	-0.44%	0.67

Source: Bloomberg

Domaines d'activité Restaurants, Marché International, Vins, Fine Foods/Corporate Center

Nom	Taux d'imposition	Structure de financement (fonds étrangers/propres)	levered Bêta
Autogrill SPA	33.4%	2.88%	0.95
Compass Group	36.8%	49.16%	0.79
Whitbread PLC	36.1%	26.49%	0.69
Restaurant Group	22.0%	3.82%	0.63
Groupe Flo	31.5%	63.94%	1.93
Do & Co Restaurants	21.3%	5.26%	0.50
Buffalo Grill	23.7%	57.65%	0.62
Bernard Loiseau	19.4%	-54.55%	0.79

Source: Bloomberg

Annexe 3 Evolution du cours de l'action au porteur et de l'action nominative de Mövenpick-Holding

Annexe 3.1 Evolution du cours de l'action au porteur entre 2001 et le 15 novembre 2006 en comparaison avec le SPI



01-Jan-01 zu 15-Nov-06	Hoch	Tief	Veränderung (%)
MOV	400	155.5	99.05 (35.22%)
SXGE	6,897.22	2,568.21	1260.03 (22.42%)

Quelle: SWX

Annexe 3.2 Evolution du cours de l'action nominative entre 2001 et le 15 novembre 2006 en comparaison avec le SPI



01-Jan-01 zu 15-Nov-06	Hoch	Tief	Veränderung (%)
MOVN	106.92	29.56	-13.88 (-13.48%)
SXGE	6,897.22	2,568.21	1260.03 (22.42%)

Quelle: SWX

Annexe 3.3 Evolution du cours de l'action au porteur entre le 1^{er} janvier et le 15 novembre 2006



Quelle: SWX

Annexe 3.4 Evolution du cours de l'action nominative entre le 1^{er} janvier et le 15 novembre 2006



Quelle: SWX

Annexe 4 Calculs de sensibilité

Actions au porteur

Variation de valeur d'une action au porteur en tenant compte des changements du coût du capital (WACC) et de la croissance durable du FCF

en CHF	WACC/FCF	Variation croissance durable du FCF selon planification financière						
		-0.75%	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%	0.75%
Variation coût du capital (WACC - après impôts)	0.75%	281.58	288.80	296.39	304.39	312.84	321.75	331.18
	0.50%	289.90	297.52	305.55	314.02	322.97	332.44	342.47
	0.25%	298.65	306.71	315.21	324.19	333.69	343.76	354.45
	0.00%	307.88	316.41	325.42	334.96	345.06	355.79	367.20
	-0.25%	317.61	326.66	336.23	346.37	357.14	368.59	380.79
	-0.50%	327.90	337.51	347.69	358.49	369.98	382.23	395.30
	-0.75%	338.79	349.01	359.85	371.38	383.67	396.80	410.84

Variation de valeur d'une action au porteur en tenant compte des changements de la marge EBIT et de la croissance durable du FCF

en CHF	EBIT/FCF	Variation croissance durable du FCF selon planification financière						
		-0.75%	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%	0.75%
Variation Marge EBIT	0.75%	358.19	368.23	378.84	390.06	401.95	414.57	428.00
	0.50%	341.42	350.96	361.03	371.69	382.99	394.98	407.73
	0.25%	324.65	333.68	343.23	353.32	364.02	375.38	387.46
	0.00%	307.88	316.41	325.42	334.96	345.06	355.79	367.20
	-0.25%	291.11	299.14	307.62	316.59	326.10	336.19	346.93
	-0.50%	274.34	281.86	289.81	298.22	307.14	316.60	326.66
	-0.75%	257.57	264.59	272.01	279.86	288.18	297.01	306.40

Actions nominatives

Variation de valeur d'une action nominative en tenant compte des changements du coût du capital (WACC) et de la croissance durable du FCF

en CHF	WACC/FCF	Variation croissance durable du FCF selon planification financière						
		-0.75%	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%	0.75%
Variation coût du capital (WACC - après impôts)	0.75%	66.17	67.87	69.65	71.53	73.52	75.61	77.83
	0.50%	68.13	69.92	71.80	73.79	75.90	78.12	80.48
	0.25%	70.18	72.08	74.07	76.18	78.42	80.78	83.30
	0.00%	72.35	74.36	76.47	78.71	81.09	83.61	86.29
	-0.25%	74.64	76.76	79.01	81.40	83.93	86.62	89.48
	-0.50%	77.06	79.31	81.71	84.25	86.95	89.82	92.90
	-0.75%	79.62	82.02	84.57	87.28	90.16	93.25	96.55

Variation de valeur d'une action nominative en tenant compte des changements de la marge EBIT et de la croissance durable du FCF

en CHF	EBIT/FCF	Variation croissance durable du FCF selon planification financière						
		-0.75%	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%	0.75%
Variation Marge EBIT	0.75%	84.17	86.53	89.03	91.66	94.46	97.42	100.58
	0.50%	80.23	82.47	84.84	87.35	90.00	92.82	95.82
	0.25%	76.29	78.42	80.66	83.03	85.55	88.22	91.05
	0.00%	72.35	74.36	76.47	78.71	81.09	83.61	86.29
	-0.25%	68.41	70.30	72.29	74.40	76.63	79.01	81.53
	-0.50%	64.47	66.24	68.11	70.08	72.18	74.40	76.77
	-0.75%	60.53	62.18	63.92	65.77	67.72	69.80	72.00