

Attestation d'Equité Victoria-Jungfrau Collection AG



Le 28 novembre 2013



The Corporate Finance Group
Mergers & Acquisitions

1	Introduction	4
1.1	Situation initiale	5
1.2	Notre mandat	6
1.3	Bases d'évaluation	7
2	VJC en résumé	8
2.1	Description sommaire	9
2.2	Analyse historique des résultats	11
2.3	Analyse sommaire du marché	12
3	Méthodes et procédures d'évaluation	15
3.1	Procédures d'évaluation	16
3.2	Méthodes d'évaluation	17
4	Réflexions sur l'évaluation	18
4.1	Méthode du Discounted Cash Flow	19
4.2	Méthodes basées sur la valeur de marché	24
4.3	Valeur intrinsèque	26
4.4	Analyse du cours de l'action et de la liquidité	27
5	Résumé et évaluation globale	28
Annexes		
Annexe 1	Groupe de comparaison pour la détermination des composantes du WACC	
Annexe 2	Composantes du WACC	
Annexe 3	Trading Multiples	
Annexe 4	Transaction Multiples	

Ce document est une traduction du texte original en allemand. Seule la version allemande fait foi.

Répertoire des abréviations (1/2)

AEVIS	AEVIS Holding SA
ARR	Prix moyen des chambres (anglais: average room rate)
BRIC	Bésil, Russie, Inde, Chine
BX	Bourse de Berne – BX Berne eXchange
c-a	Capital-actions
càd.	c'est à dire
Capex	Dépenses d'investissement (anglais: capital expenditures)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Directeur-Général (anglais: chief executive officer)
CFO	Directeur des finances (anglais: chief financial officer)
CHF	Franc suisse
COPA	Commission des OPA
DCF	Discounted Cash Flow
e	Estimation (anglais: estimate)
EBIT	Bénéfice avant intérêts et impôts (anglais: earnings before interest and taxes)
EBITDA	Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (anglais: earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
EUR	Euro
EV	Valeur d'entreprise (anglais: enterprise value)
FCF	Flux de trésorerie disponible (anglais: free cash flow)
FE	Fonds étrangers
FP	Fonds propres
GOI	Résultat brut d'exploitation (anglais: gross operating income)
GOP	Bénéfice brut d'exploitation (anglais: gross operating profit)
HNWI	Personnes avec fortune importante (anglais: high net worth individuals)
KPI	Key Performance Indicator
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
MC	Capitalisation boursière (anglais: market capitalisation ou market cap)
MCHF	Milliers de francs suisses

Répertoire des abréviations (2/2)

MICE	Meetings, Incentives, Conventions, Events
n.a.	Non disponible/non applicable
NAV	Valeur intrinsèque (anglais: net asset value)
p.ex.-	Par exemple
PCA	Président du Conseil d'administration
RevPar	Revenu par chambre disponible (anglais: revenue per available room)
SA	Société anonyme
SIX	Bourse Suisse - SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
TCFG	The Corporate Finance Group AG
VJC	Victoria-Jungfrau Collection AG
VWAP	Prix moyen pondéré selon le volume (anglais volume-weighted average price)
WACC	Coût moyen pondéré du capital (anglais: weighted average cost of capital)

1. Introduction

- 1.1 Situation initiale
- 1.2 Notre mandat
- 1.3 Bases d'évaluation

1.1 Situation initiale



Source: www.victoria-jungfrau-collection.ch

Victoria-Jungfrau Collection AG (ci-après aussi «VJC» ou la «Société») dont le siège est situé à Interlaken, Suisse, exploite et possède des hôtels de luxe en Suisse. Le capital-actions de VJC s'élève à CHF 28.0 millions, réparti en 280'000 actions nominatives avec une valeur nominale de CHF 100.00 chacune.

Les actions de VJC sont cotées aux Bourses suisses SIX Swiss Exchange et BX Berne eXchange depuis 1993, respectivement 1953. Le 19 décembre 2012, VJC a annoncé la suppression de la cotation au 29 novembre 2013 en raison du faible volume de négoce et pour une meilleure efficacité.¹

Le 21 octobre 2013, Antoine Hubert, son épouse Géraldine Hubert-Reynard et Michel Reybier, avec AEVIS Holding SA, une société anonyme avec siège à Fribourg et une cotation à la SIX Swiss Exchange (ci-après aussi "AEVIS"), ont signé une convention concernant l'acquisition d'une participation significative dans VJC, ainsi que la soumission d'une offre publique d'achat aux actionnaires de la Société. Le même jour, le groupe Hubert-Reybier et AEVIS ont annoncé leur participation consolidée de 7.78 pourcent du capital-actions et des droits de vote de la société cible.²

Le 24 octobre 2013, AEVIS a annoncé son intention de soumettre une offre publique d'achat pour toutes les actions de VJC en mains du public. Selon cette annonce préalable, cette offre publique d'achat concerne toutes les actions nominatives de VJC en mains du public, et le prix offert est de CHF 250.00 net par action nominative.³

Le 8 novembre 2013, le prospectus d'offre définitif a été publié, et le même jour AEVIS a informé par le biais d'un communiqué de presse que le groupe consolidé Hubert-Reybier et AEVIS détenait 13.14 pourcent du capital-actions de VJC. La prolongation du délai de l'offre court du 28 novembre 2013 jusqu'au 30 décembre 2013.⁴

En relation avec le rapport du Conseil d'administration de la société cible, le Conseil d'administration de VJC prend position notamment sur le prix offert. A cet égard, il se base sur une Attestation d'équité qui fait ainsi partie intégrante de son rapport.

1 <http://www.victoria-jungfrau-collection.ch/getattachment/b7b8f00d-bba9-4c18-8979-2bcb832f9bf5/Victoria-Jungfrau-Collection-will-kunftig-ihre-Nam>

2 Source : Prospectus de l'offre

3 <http://www.aevis.com/websites/aevis/German/2111/ad-hoc-mitteilungen.html?newsID=1381078>

4 Source : Prospectus de l'offre

1.2 Notre mandat

VJC a mandaté The Corporate Finance Group AG («TCFG») le 4 novembre 2013 pour l'établissement d'une Attestation d'équité, afin d'évaluer si l'offre publique d'achat susmentionnée est financièrement équitable. Cette Attestation d'équité doit donner au Conseil d'administration de VJC, ainsi qu'aux actionnaires de VJC la perspective d'un tiers neutre, et indiquer si le prix offert de CHF 250 pour chaque action nominative est équitable et juste. Les bases de l'évaluation, la méthode d'évaluation et les paramètres retenus sont à décrire dans l'Attestation d'équité, dont la présente expertise résume les résultats de nos analyses. Elle peut être publiée en rapport avec l'offre publique d'achat d'AEVIS en relation avec les actions de VJC en mains du public.

Le tiers qui est mandaté pour établir une Attestation d'équité doit être particulièrement qualifié, et indépendant du mandant de la société cible, ainsi que des personnes qui agissent de concert avec lui. TCFG confirme remplir tant les conditions concernant la qualification particulière, que celles concernant l'indépendance.¹ La COPA a effectué un examen individuel correspondant à la présente Attestation d'équité.

Cette Attestation d'équité ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'achat. Elle ne contient pas non plus un avis sur les effets qui peuvent découler d'une acceptation ou d'un refus de l'offre. De plus, aucun avis n'est donné sur la valeur future d'une action VJC ou de son cours boursier qui pourrait être réalisé à l'avenir, pour les actions de VJC qui ne sont pas proposées à AEVIS.

L'Attestation d'équité se base sur l'évaluation d'informations et de documents que nous avons considérés comme complets et exacts et sur lesquels nous nous sommes reposés, sans qu'aucun processus de vérification ou confirmation ne soit entrepris que ce soit par TCFG ou par un tiers. TCFG n'a pas réalisé de révision selon le droit des actions, ni effectué un examen de Due Diligence. En outre, nous sommes partis du principe que / avons supposé que les documents ont été régulièrement établis et les assurances fournies par le management l'ont été au mieux de leur connaissance et de bonne foi, en particulier les informations sur le développement planifié de VJC. TCFG a effectué les plausibilités correspondantes, mais ne donne aucune garantie de quelque nature que se soit pour la réalisation des résultats futurs. TCFG n'a pas fait d'estimations ou d'évaluations d'actifs ou passifs individuels et n'a pas considéré l'évaluation de biens de VJC.

¹ <http://www.takeover.ch/transactions/document/id/2183>

1.3 Bases d'évaluation

Nom	Fonction
Beat R. Sigg	Président et CEO
Patrick Bachmann	CFO

Comme interlocuteurs, le Comité du Conseil d'administration, composé de Messieurs Beat R. Sigg, Président du CA et CEO, Peter Stähli, Vice-Président du Conseil d'administration et Urs Berger, Membre du CA étaient à notre disposition. Les deux membres de la Direction de VJC mentionnés ci-contre étaient également à notre disposition pour répondre à nos questions, en particulier pour tous les éléments ayant trait au plan financier.

Pour l'établissement de notre Attestation d'équité, nous nous sommes basés principalement sur les documents de base et informations suivantes :

- Les informations sur VJC accessibles au public, en particulier les rapports annuels 2009-2012, les rapports semestriels au 30.06.2012 et au 30.06.2013, ainsi que les communiqués de presse et les articles de journaux.
- Les plans financiers de VJC, en particulier le Forecast 2013, le Budget 2014, ainsi que le Plan à moyen-terme 2015-2019 comprenant les données de base sous-jacentes KPI et données brutes, ainsi que le Plan d'investissement (chaque fois par société et consolidé).
- Clôture interne trimestrielle et non-auditée au 30.09.2013,
- Papier stratégique de VJC à octobre 2013 et Rapport des risques du Conseil d'administration à mai 2012,
- Expertise sur la valeur de marché de la réserve de terrain non-opérationnelle à Interlaken à novembre 2013,
- Informations boursières et financières de sociétés cotées en bourse comparables sélectionnées dans l'hôtellerie de luxe («Peer group»),
- Multiples de transactions d'entreprises comparables dans l'hôtellerie de luxe,
- Données financière actuelles et historiques des marchés des capitaux pour déduire les paramètres d'évaluation pertinents.

Indications:

Notre Attestation se base sur les conditions du marché, de l'entreprise et de de l'économie prévalant actuellement.

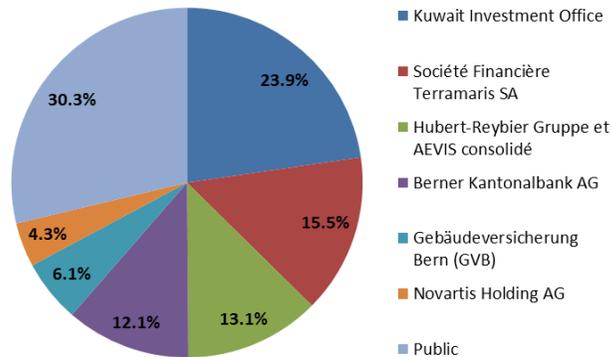
En outre, afin d'établir la présente Attestation d'équité, TCFG s'est basé sur les garanties données par ses interlocuteurs, qu'ils n'ont pas connaissance de faits ou de circonstances qui rendraient ces informations inexactes, trompeuses ou incomplètes.

2. VJC en résumé

- 2.1 Description sommaire
- 2.2 Analyse historique des résultats
- 2.3 Analyse sommaire du marché

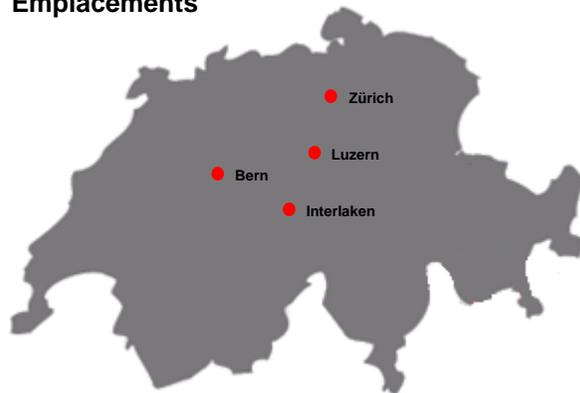
2.1 Description sommaire (1/2)

Structure de l'actionariat au 8 novembre 2013



Source: SIX Swiss Exchange, Rapport annuel VJC 2012 et communiqué de presse AEVIS du 08.11.2013

Emplacements



VJC dont le siège est à Interlaken exploite et possède des hôtels de luxe en Suisse.

La société a été fondée en 1895 sous la raison sociale Grand Hotel Victoria-Jungfrau AG, avec pour but d'exploiter les hôtels Victoria et Jungfrau fusionnés. Avec l'acquisition des hôtels ci-dessous, la société exploite aujourd'hui quatre hôtels 5 étoiles:

1997: Palace Luzern, Lucerne (immobilier et exploitation)

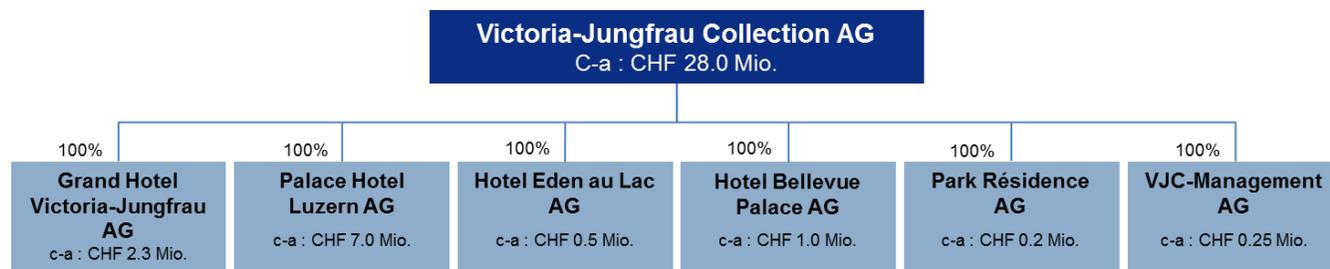
2005: Eden au Lac, Zurich (immobilier et exploitation)

2007: Bellevue Palace, Berne (exploitation)

En 2007, la société a été rebaptisée Victoria-Jungfrau Collection AG. Pendant l'exercice social 2011, l'immobilier de l'hôtel à Lucerne a été vendu à Crédit Suisse Real Estate Fund Hospitality.

La société holding, VJC détient 100% de chacune des sociétés hôtelières. En outre, elle possède 100% de Park Résidence AG, qui propose et gère des logements au personnel hôtelier, ainsi que 100% de VJC-Management AG, qui fournit des prestations de management pour les entreprises hôtelières. De plus, VJC détient une petite participation de 8.3% dans Parkhaus Casino-Palace AG à Lucerne.

La structure du groupe avec les sociétés consolidées ressort du tableau ci-dessous.



Source : rapport annuel VJC 2012

Éléments-clés financiers (en CHF Mios.)

Chiffre d'affaires 2012	72.1
EBITDA 2012	2.8
EBIT 2012	-1.5
Résultat du groupe 2012	-2.2
Fonds propres au 30.06.2013	64.2

Source: Rapport annuel VJC 2012

Stratégie de VJC

Avec ses quatre hôtels 5 étoiles, VJC comptait depuis des années parmi les groupes hôteliers profitables et leaders dans le segment du luxe en Suisse. Avec la crise financière et les problèmes de taux de change, les conditions-cadres importantes se sont modifiées de manière significative, ce qui a entraîné une diminution importante des clients de l'Union Européenne et par la même un recul continu des affaires MICE.

VJC se positionne aujourd'hui comme le groupe leader d'hôtels 5 étoile avec un caractère «Heritage» en Suisse. Elle se différencie auprès du client avec des services et solutions complètes individualisées qui répondent aux attentes du client sur toute la chaîne de valeurs du tourisme individuel et d'affaires, ainsi que sur celle de la branche MICE. Par conséquent, VJC considère également l'offre en dehors des hôtels comme déterminante (expositions, concerts, etc.), raison pour laquelle une prolongation de la chaîne de valeurs est recherchée.

VJC exerce un pilotage actif des revenus, réalise des réductions de coûts, augmente la qualité, est innovante et poursuit une politique d'investissements orientée sur le long terme. Les responsables des quatre hôtels et leurs équipes mettent l'accent de leur engagement sur l'assurance de la satisfaction des clients, l'acquisition de nouveaux clients, l'optimisation continue des produits et processus, ainsi que sur le développement des collaborateurs.

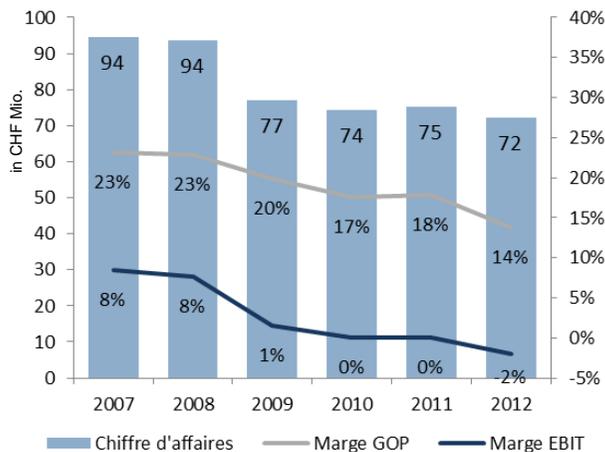
Les **éléments clés 2012** des quatre hôtels de VJC ressortent du tableau ci-dessous:

Hotel	Victoria-Jungfrau	Palace Luzern	Eden au Lac	Bellevue Palace
Situation	Interlaken	Lucerne	Zurich	Berne
Propriétaire du complexe hôtelier	VJC	CS Real Estate Fund Hospitality	VJC	Confédération Suisse
Chiffre d'affaires en mio. de CHF	31.9	15.1	6.6	17.7
Revenu brut d'exploitation (GOI) en % du CA	40.5%	34.8%	41.4%	39.4%
Bénéfice brut d'exploitation (GOP) en % du CA	15.5%	2.0%	12.4%	21.2%
Average Room Rate en CHF	366	362	423	352
RevPar en CHF	192	170	239	130
Nombre de chambres	224	130	50	126
Nombre de lits	426	256	79	225
Taux d'occupation des chambres en %	53.5%	47.6%	56.5%	37.9%
Taux d'occupation des lits en %	47.1%	34.5%	41.5%	27.7%

Source: rapport annuel VJC 2012

2.2 Analyse historique des résultats

Evolution du chiffre d'affaires et des marges bénéficiaires



Source: Rapports annuels VJC 2007 à 2012

Exercice annuel 2012

Pendant l'exercice annuel 2012, VJC a réalisé un chiffre d'affaires de CHF 72 millions, ce qui représente une diminution de 4% ou CHF 3 millions en chiffres ronds par rapport à l'exercice précédent. Les principales raisons du chiffre d'affaires inférieur sont la baisse de CHF 1 million des recettes de la restauration et le manque de résultats exceptionnels de CHF 2 millions en relation avec le cas d'incendie dans le Spa de l'Hôtel Victoria-Jungfrau. Comme dans le même temps, les frais de personnel ont augmenté de 3% en raison de la nouvelle convention collective dans le secteur de l'hôtellerie et de la restauration, le bénéfice brut d'exploitation GOP a diminué de CHF 13 millions en 2011 à CHF 11 millions en 2012. Il convient de relever que les hôtels en Suisse, sont confrontés à des frais de personnel élevés en comparaison avec l'étranger, ce qui pèse lourdement sur ce secteur intensif au niveau du personnel.

Evolution 2007 à 2012

L'évolution du chiffre d'affaires de ces 6 dernières années est influencée par deux influences exogènes: (1) la crise économique globale, et (2) la force du franc Suisse y étant relative. La chute du chiffre d'affaires qui en a résulté en 2009 s'est élevé à CHF 17 millions. Avec une diminution de 21%, les recettes de l'hébergement ont été le plus touché. Les recettes de la restauration, respectivement du Spa, ont chacune diminué de 14% pendant l'année de crise 2009. Les recettes inférieures n'ont pas pu être entièrement compensées par des charges d'exploitation plus basses, ainsi le GOP est tombé de CHF 21 millions en 2008 à CHF 15 millions en 2009.

Depuis 2009, le chiffre d'affaires global a diminué en moyenne de 2% par année. Pendant cette période, les revenus du logement ont diminué en moyenne de 2%, les revenus de la restauration de 3%, alors que les recettes du Spa se sont développées de manière relativement stable. Entre 2009 et 2012, le GOP a chuté de CHF 15 millions à CHF 10 millions, ce qui correspond environ à la baisse du chiffre d'affaires pendant la même période.

Avec la vente de l'immobilier de l'hôtel à Lucerne, les frais de location augmentent dès 2011, ce qui a un impact négatif sur l'EBITDA. D'autre part, les amortissements inférieurs influencent l'EBIT de manière positive.

2.3 Analyse sommaire du marché – International

Taux d'occupation dans le monde des chambres en 2012

(incl. Evolution par rapport à l'année précédente)



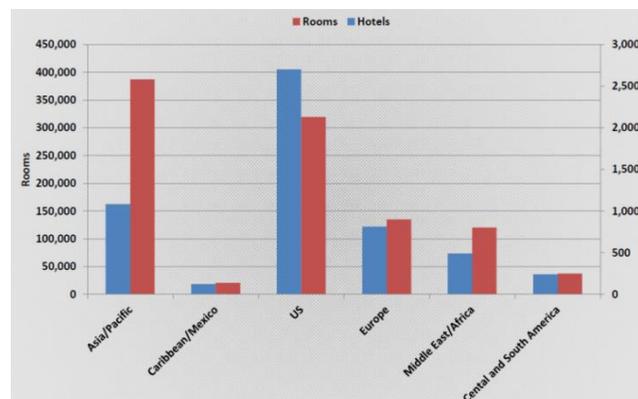
Source: Rezidor Investor Day Presentation, 05.06.2013

En l'an 2012, les taux d'occupation des chambres dans le monde ont connu des taux de croissance différenciés. Alors qu'en Europe le taux d'occupation des chambres n'a progressé que de 0.2%, l'Afrique du nord et le Moyen-Orient ont connu des taux de croissance bien plus élevés. Le prix moyen par chambre (Average Room Rate ou ARR) a également progressé en Europe en 2012 de 4.7% à EUR 104 en moyenne. Pour l'exercice 2013, à ce jour une légère diminution du prix moyen par chambre se dessine.

Avec l'augmentation du taux d'occupation, les grandes chaînes hôtelières planifient la construction de capacités supplémentaires, bien que l'accent de l'expansion planifiée se trouve en Asie et en Amérique du nord. En Europe, il y a actuellement en construction ou en planification concrète environ 800 hôtels avec globalement 135'000 chambres en chiffres ronds.

En 2011 et 2012, le marché global des voyages de luxe a connu une forte croissance, après des années 2009 et 2010 très difficiles. L'un des principaux facteurs de croissance a été l'augmentation des HNWI's, principalement dans les pays BRIC. Il est prévu que la croissance globale des voyages de luxe se poursuivra ces prochaines années.¹ Les hôtels de luxe vont se concentrer sur les améliorations de l'efficacité opérationnelle, sur la réduction des services à la clientèle sans valeur ajoutée, sur des applications mobiles à valeur ajoutée et sur l'acquisition de HNWI's supplémentaires. Egalement dans le segment du luxe, l'internet comme canal de réservation ne peut plus être mis de côté, et la tendance des séjours plus courts est reconnaissable.

Augmentation planifiée des capacités

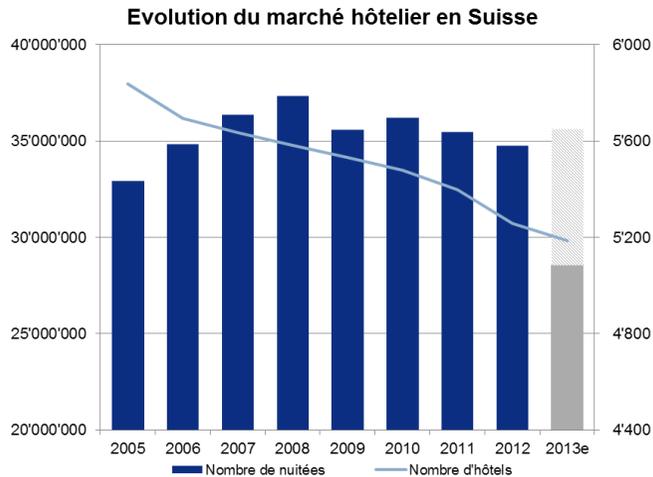


Source: Rezidor Investor Day Presentation, 05.06.2013

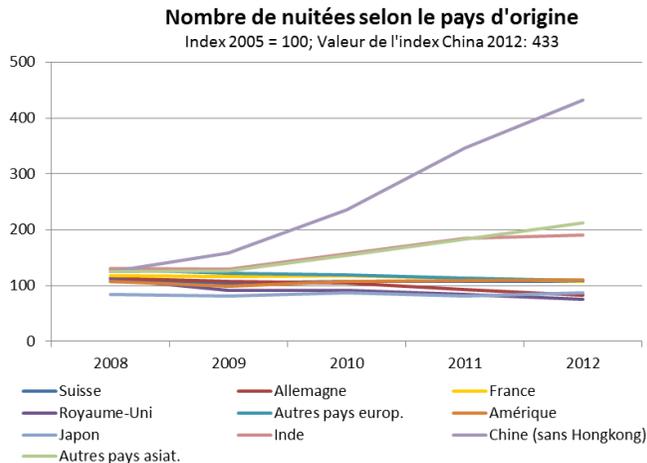
Une autre tendance importante de l'hôtellerie dans le monde est «Asset light». Pour privilégier l'expansion, tout en minimisant leur propre risque, les chaînes hôtelières internationales misent sur des contrats de gestion, plutôt que d'acheter de l'immobilier. La responsabilité pour l'acquisition et la propriété de l'immobilier hôtelier est ainsi laissée à des investisseurs tiers. Dans ces cas, des contrats de bail, de management ou de franchise sont mis en place. Ils donnent la possibilité au propriétaire de l'immobilier hôtelier d'avoir accès aux équipes de management et l'expérience de l'opérateur, permettent à la fois de bénéficier d'un achat centralisé et également de profiter des économies d'échelle apportées par les chaînes hôtelières. En outre, le degré de notoriété de la marque, l'assurance de la qualité grâce à des standards opérationnels et immobiliers, ainsi que des systèmes de distribution et de comptabilité peuvent permettre d'atteindre des taux d'occupation et des chiffres d'affaires plus élevés. De plus, les chaînes hôtelières présentes partout dans le monde attirent plus que proportionnellement des clients des marchés émergents, qui font confiance à des marques connues internationalement.

¹ The Global Luxury Hotels Market – Key Trends and Opportunities to 2017

2.3 Analyse sommaire du marché – Suisse (1/2)



Source: hotelleriesuisse, Extrapolation TCFG pour 2013

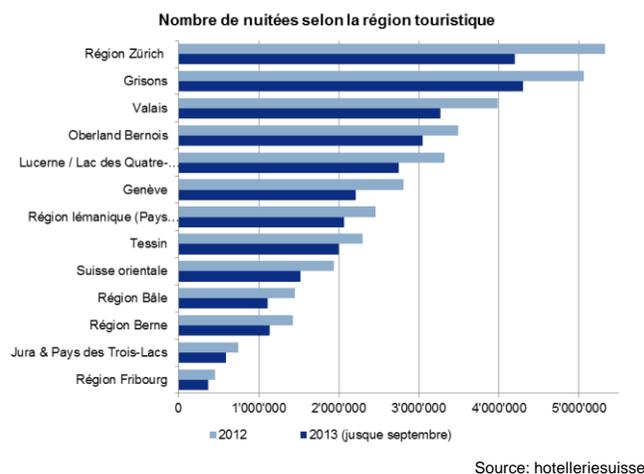


Source: hotelleriesuisse

- Avec la crise économique et financière, il y a eu depuis 2008 une diminution marquée en relation avec le nombre de nuitées. En Suisse, les exploitations hôtelières et dans la restauration ont du faire face à une forte pression sur les marges et à des défections de clients.
- Si on observe l'évolution jusqu'à fin septembre 2013 et la croissance à ce jour de 2.5% (par rapport à l'année précédente), l'année 2013 devrait avec une estimation de 35.6 millions de nuitées se situer légèrement au-dessus de l'année précédente.
- Le nombre d'hôtels et d'exploitation de cure en Suisse a diminué d'environ 19%, à 5'200 établissements pendant les 20 dernières années. Cette diminution est principalement imputable aux catégories inférieures d'étoiles. Au contraire, pour les exploitations 5 étoiles, une augmentation de 13% en chiffres ronds a été enregistrée. Dans cette catégorie, des mécènes, qui ne pensent pas qu'en terme de rentabilité, jouent parfois un rôle significatif en Suisse.
- La tendance d'une durée de séjour plus courte de 2.5 jours (2000) à 2.1 jours (2012) est liée à des voyages courts plus fréquents, comme au changement structurel de la composition des clients.

- Les pays émergents en plein développement comme la Chine (sans Hongkong), l'Inde et d'autres pays asiatiques représentent un fort potentiel pour le marché hôtelier en Suisse. En considérant les chiffres absolus, leur part aux nuitées est à l'heure actuelle encore relativement petite.
- En Suisse, en chiffres ronds, 45.1% des nuitées sont générées par les indigènes. Si l'on considère les clients étrangers en Suisse, les clients allemands logent le plus souvent en Suisse (13.3%), suivi des britanniques (4.4%) et des USA (4.4%).
- En outre, une chute de la demande de nuitées est constatée de la part des pays qui ont connu une baisse de leur monnaie par rapport au franc suisse.

2.3 Analyse sommaire du marché – Suisse (2/2)



- Les quatre régions touristiques dominantes Région de Zurich, les Grisons, le Valais et l'Oberland bernois enregistrent ensemble plus de la moitié de toutes les nuitées.
- Trois des quatre localisations de VJC se trouvent dans les régions touristiques les plus attractives de Suisse (Région de Zurich, Oberland bernois, Lucerne).
- La plupart des clients en Suisse logent dans les régions de montagne (44.9%), bien qu'en 2012 un recul du nombre de nuitées ait été enregistré. Les grandes villes enregistrent 27.4% de toutes les nuitées et ont réussi ces dernières années à augmenter régulièrement le nombre de nuitées. Les petites villes peuvent enregistrer 17.8% des nuitées, alors que les régions de campagne représentent avec 9.9%, la plus petite part. En ce qui concerne le taux d'occupation des lits, les hôtels dans les grandes villes ont avec 51.4% un taux d'occupation plus élevé que ceux dans les régions de montagne (30.3%), dans les petites villes (39.5%) ou dans les régions de campagne (25.6%).
- Après des 93 hôtels et exploitations de cure 5 étoiles au total, les exploitations en ville ont connu en 2012 une baisse de 2.1% du nombre de nuitées, alors que les exploitations de vacances ont subi une perte de 7.4%.

Benchmarking 2012 Suisse	Suisse (5*) Vacances	Suisse (5*) Ville	Victoria- Jungfrau	Palace Luzern	Eden au Lac	Bellevue Palace
Taux d'occupation des chambres	59.6%	47.2%	53.5%	47.6%	56.5%	37.9%
Prix moyen de la chambre (CHF)	580	522	366	362	423	352
RevPar	364	313	192	170	239	130
Nombre de nuitées	35'125	43'024	43'840	22'629	10'337	17'761
Durée du séjour (en jours)	2.28	2.28	2.15	1.86	1.84	1.63
Profit total (TCHF)	19'601	31'787	31'946	15'089	6'622	17'743
Frais de personnel directs - en % du profit total	36.6%	38.5%	50.3%	57.3%	56.0%	48.5%
Revenu brut d'exploitation (GOI) - en % du profit total	45.1%	40.4%	40.5%	34.8%	41.4%	39.4%
Bénéfice brut d'exploitation (GOP) - en % du profit total	19.5%	16.6%	15.5%	2.0%	12.4%	21.2%

Source: hotelleriesuisse Livre annuel 2013, VJC Rapport annuel 2012

- L'hôtel Victoria-Jungfrau enregistre, comme hôtel dans une région Suisse de vacances, un taux d'occupation des chambres inférieur à la moyenne, bien qu'il faille observer, que cette maison est un hôtel ouvert toute l'année. Pour les hôtels de ville, l'Eden au Lac est au-dessus de la moyenne, le Palace Lucerne dans la moyenne et le Bellevue Palace sensiblement en-dessous de la moyenne.
- Les prix moyens des chambres, comme les chiffres d'affaires par chambre disponible se situent chez tous les hôtels de VJC sensiblement sous la moyenne suisse. Hôtellerie suisse fait remarquer que les données statistiques n'ont pas la prétention d'être représentatives et complètes.

3. Procédures et méthodes d'évaluation

- 3.1 Procédures d'évaluation**
- 3.2 Méthodes d'évaluation**

Principes

Le but de la présente Attestation d'équité est de déterminer de manière objective le prix d'une action de VJC au 28 novembre 2013. Pour être jugé équitable de notre part, le prix d'achat offert de CHF 250.0 par action nominative doit se trouver dans cette fourchette d'évaluation, ou au-dessus.

Nous partons de l'hypothèse que les activités de VJC continueront sans changements («going concern»). Cela vaut en particulier aussi pour l'Hôtel Eden au Lac de Zurich, qui selon les indications de nos interlocuteurs peut aussi se voir attribuer une autre utilisation et pourrait ainsi réaliser une plus-value. Par ailleurs, on ne considère pas de transactions de Sale and Lease back, car ce n'est actuellement pas la stratégie de VJC pour les deux immobiliers hôteliers à Interlaken et Zurich.

Notre méthode d'évaluation consiste à estimer les hôtels, respectivement les sociétés opérationnelles de manière séparée selon les méthodes d'évaluation décrites à la page suivante, c.à.d. selon la méthode dite de la Sum of the Parts : Grand-Hôtel Victoria-Jungfrau AG, Palace Hotel Luzern AG, Hôtel Eden au Lac AG, Hotel Bellevue Palace AG et Park Résidence AG. Les coûts de la Holding et de la société de management sont alloués sur ces cinq sociétés opérationnelles selon une clé de répartition. Selon nous, cette évaluation par parties est appropriée, car VJC possède aussi bien des hôtels comprenant le parc immobilier (Interlaken, Zurich) qu'uniquement la gestion de l'exploitation hôtelière (Lucerne, Berne). Ces deux domaines montrent des profils différents de rendement/risque et c'est pour cette raison que la technique d'évaluation utilisée sera différente. En outre, ces deux domaines distincts attirent des groupes d'investisseurs différents.

Les hypothèses d'évaluation se basent sur une approche dite stand alone et se limitent donc à VJC. À cet effet, nous nous basons avant tout sur les plans financiers, qui partent du principe que VJC développe les affaires par ses propres moyens. Une reprise de VJC permettrait à un acheteur actif dans la même branche de réaliser un potentiel de synergies, tant du côté des revenus que celui des coûts. Cet acheteur serait par conséquent prêt à payer une prime de synergie, du fait que la réalisation de ce potentiel de synergies lui apporterait une plus-value. Ces potentiels de synergies ne sont pas pris en compte dans notre Attestation d'équité car ils ne peuvent pas être pris en compte dans une approche stand alone.

Lors de l'évaluation d'une entreprise, les actifs et passifs hors exploitation sont évalués séparément.

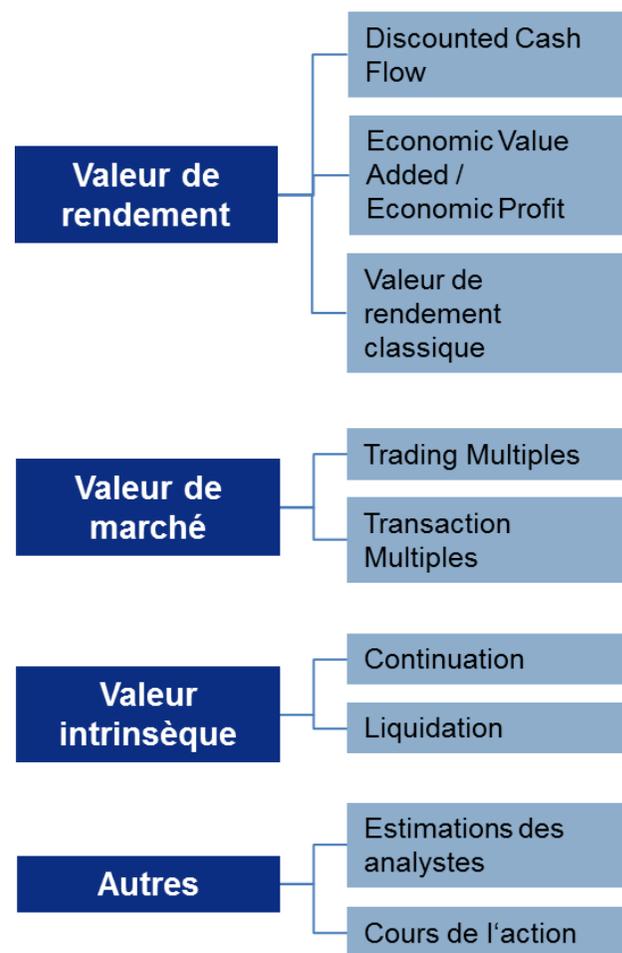
Nombre d'actions

Le capital-actions ordinaire de VJC s'élève à CHF 28.0 millions et est composé de 280'000 actions nominatives avec une valeur nominale de CHF 100.0 chacune. Il n'y a ni capital autorisé, ni capital conditionnel. Il n'y a pas d'obligations convertibles ni d'options octroyées. La société détient 3'614 actions propres. Ces dernières ne sont pas prises en compte pour l'évaluation de VJC, car un acheteur ne doit pas acheter ces actions pour obtenir le contrôle de la société.

Nombre d'actions prises en compte	Nombre
Nombre d'actions nominatives cotées	280'000
Actions détenues en propre	-3'614
Total des actions à prendre en compte	276'386

Source : Rapport de gestion VJC 2012, Dispo-Bestand per 05.11.2013 selon VJC

Aperçu des méthodes d'évaluation



Concernant les méthodes d'évaluation, nous différencions généralement la valeur de rendement, de la valeur de marché, de la valeur intrinsèque et des autres méthodes (voir tableau ci-contre).

Il ressort dans la théorie et dans la pratique de l'évaluation que la valorisation avec le **Discounted Cash Flow (DCF)** est la méthode correcte. Les flux de liquidités futurs qu'un investisseur est à même d'attendre, et qui peuvent être escomptés par rapport au moment de l'évaluation, forment la méthode standard d'évaluation. Les Cash Flows libres de l'objet qui est évalué en sont la base. La méthode DCF permet de tenir compte des facteurs spécifiques à l'entreprise, puisque les données financières de l'entreprise peuvent être modélisées de manière détaillée. La valeur DCF est dépendante de la planification de l'évolution future de l'entreprise, et se base donc sur les données financières du plan. Nous l'adoptons comme méthode d'évaluation principale et l'appliquons à chacune des cinq sociétés opérationnelles séparément.

La méthode de la valeur de marché au moyen des **Trading Multiples** se base sur les résultats actuels et prévisibles de VJC. Par conséquent, la comparaison effective avec le groupe de référence choisi («Peer Group») doit toujours être considéré de manière critique. Nous privilégions principalement les multiples EV/EBITDA, car les multiples de chiffre d'affaires ne prennent pas en compte la rentabilité. De même, les multiples EV/EBIT et multiples de P/E peuvent être influencés par divers amortissements, les structures de financement et les impôts. Lors de la détermination des valeurs de marché avec la méthode des **Transactions Multiples**, on doit également être très attentif à la comparabilité des transactions considérées. Ces méthodes d'évaluations sont utilisées en tant que vérification de la plausibilité et ont une signification moindre pour l'évaluation de VJC en comparaison de la méthode DCF. Ainsi, nous utiliserons les Trading et Transaction Multiples au niveau global de l'entreprise.

Comme la **Valeur intrinsèque** est orientée vers le passé et que la rentabilité, c.à.d. l'intérêt sur le capital investi, n'est pas pris en compte, il s'agit d'une valeur partielle, c'est la raison pour laquelle dans la théorie et la pratique de l'évaluation, ainsi que pour l'évaluation de VJC, nous lui conférons une importance moindre. La valeur intrinsèque aux valeurs de liquidation, représente la valeur inférieure d'une entreprise, à condition que l'entreprise soit dirigée selon des principes économiques stricts.

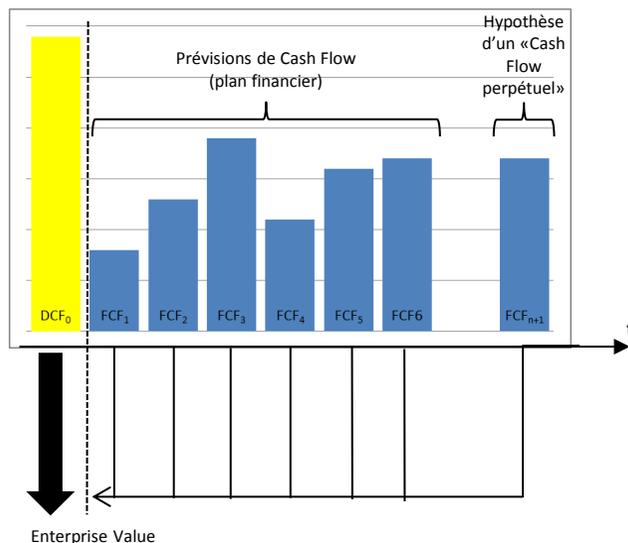
En règle générale, le cours boursier d'une société cotée constitue un indicateur de la valeur de l'entreprise. Cela suppose toutefois que le marché soit suffisamment liquide, afin qu'un prix du marché puisse se former. Cela n'est pas le cas pour VJC (voir point 4.4), de sorte que la pertinence du cours boursier de l'action VJC est limitée afin de déterminer une valeur équitable. Les estimations d'analystes, respectivement les objectifs de cours de la part d'analystes financiers ne sont pas disponibles pour l'action VJC, car la société n'est pas couverte par les analystes financiers.

4. Réflexions sur l'évaluation

- 4.1 **Méthode du Discounted Cash Flow**
- 4.2 **Méthodes basées sur la valeur de marché**
- 4.3 **Valeur intrinsèque**
- 4.4 **Analyse du cours de l'action et de la liquidité**

4.1 Méthode du Discounted Cash Flow – Fondement

Méthode DCF



La méthode du Discounted Cash Flow détermine la valeur de l'entreprise en escomptant les cash flows futurs disponibles («FCF») en appliquant le coût moyen pondéré du capital («Weighted Average Cost of Capital» ou «WACC»). Avec les FCF, on entend le Cash Flow opérationnel brut, duquel on déduit les investissements dans les installations et le fonds de roulement. Ce sont donc les cash flows à disposition des bailleurs de fonds étrangers et fonds propres (approche brute). Les cash flows disponibles font l'objet d'une projection détaillée sur une période de six ans, basée sur les plans financiers mis à disposition pour les cinq sociétés opérationnelles à évaluer.

Pour les années ultérieures du plan, un «Cash Flow perpétuel» est déterminé, ainsi qu'un taux de croissance perpétuelle afin de calculer la valeur résiduelle. D'après l'expérience, la valeur résiduelle présente un poids important dans les évaluations avec le DCF. Les FCF escomptés des 6 premières années ainsi que la valeur résiduelle escomptée déterminent la valeur globale de l'entreprise («Enterprise Value»). Partant de là, il faut prendre en compte l'endettement, respectivement la liquidité nette, ainsi que la fortune nette hors exploitation, afin de parvenir à la valeur du capital propre («Equity Value»).

Les cash flow libres sont présentés après la charge fiscale, c'est pourquoi l'escompte du WACC est réalisé après impôts (dit WACC après impôts, voir ci-après).

Afin de prendre en compte les différents profils de rendement/risque de chacune des sociétés opérationnelles, on fait la différence entre un WACC Asset light (pour le Palace Hôtel Luzern AG et l'hôtel Bellevue Palace AG; ces deux sociétés ne détiennent pas d'immobilier hôtelier) et un WACC Asset heavy (pour le Grand Hôtel Victoria-Jungfrau AG, l'Hôtel Eden au Lac AG et le Park Résidence AG). Comme précédemment évoqué au point 3.1, nous prenons en considération le fait que VJC dispose d'hôtels avec et sans l'immobilier hôtelier. Le groupe de référence déterminé pour VJC est réparti entre ces deux catégories selon les deux ratios Actifs immobilisés en % du total du bilan et Chiffre d'affaires en % du total du bilan (voir Annexe 1).

Tout comme VJC, nous partons du principe que le taux d'imposition fiscal est en moyenne de 20% pour Interlaken, Zürich et Berne et de 12% pour Lucerne.¹

¹ Source : Rapport annuel VJC 2012, page 48

4.1 Méthode du Discounted Cash Flow – Hypothèses

Les plans financiers disponibles pour chaque entreprise ont été discutés en détail avec le CEO et CFO de VJC. Les plans financiers ont été analysés de manière critique. En particulier, les ratios de profitabilité usuels de cette branche (p.ex. GOI hébergement et GOI Restauration, GOI total, GOP total) et le benchmarking selon l'hôtellerie suisse, ainsi que la comparaison avec l'évolution historique de VJC ont joué un rôle essentiel.

En outre, nous sommes partis du plan d'investissements de VJC; l'évolution du fonds de roulement est planifiée en pourcentage du chiffre d'affaires. Par souci de simplification, nous avons admis que les cash flows libres de VJC résultant d'un exercice social sont répartis de manière uniforme.

La valeur résiduelle se base sur des hypothèses durables, telles que le chiffre d'affaires, les marges, les amortissements et les investissements. Pour le calcul de la valeur résiduelle, un taux de croissance durable de 1.0% a été retenu, qui correspond aux prévisions de l'inflation à long terme en Suisse.¹

Dette nette

Engagements financiers court terme
+ Hypothèques
./. Liquidités
+ Liquidités nécessaires à l'exploitation
./. Titres
./. Prépaiement au fonds de renouvellement Hotel Palace Lucerne
Dette nette totale

Sources : Rapport de gestion VJC 2012, VJC

Fortune nette hors exploitation

Réserve de terrain à Interlaken
+ Participation au Parkhaus Casino-Palace AG, Lucerne (8.33%)
+ Actifs venant des réserves de contribution de l'employeur
+ Crédits d'impôts latents venant des reports de pertes
Fortune nette hors exploitation totale

Sources : Rapport de gestion VJC 2012, VJC

Les calculs de la dette nette et de la fortune nette hors exploitation, qui sont basés sur la clôture interne trimestrielle au 30.09.2013, sont représentés dans le schéma ci-contre.

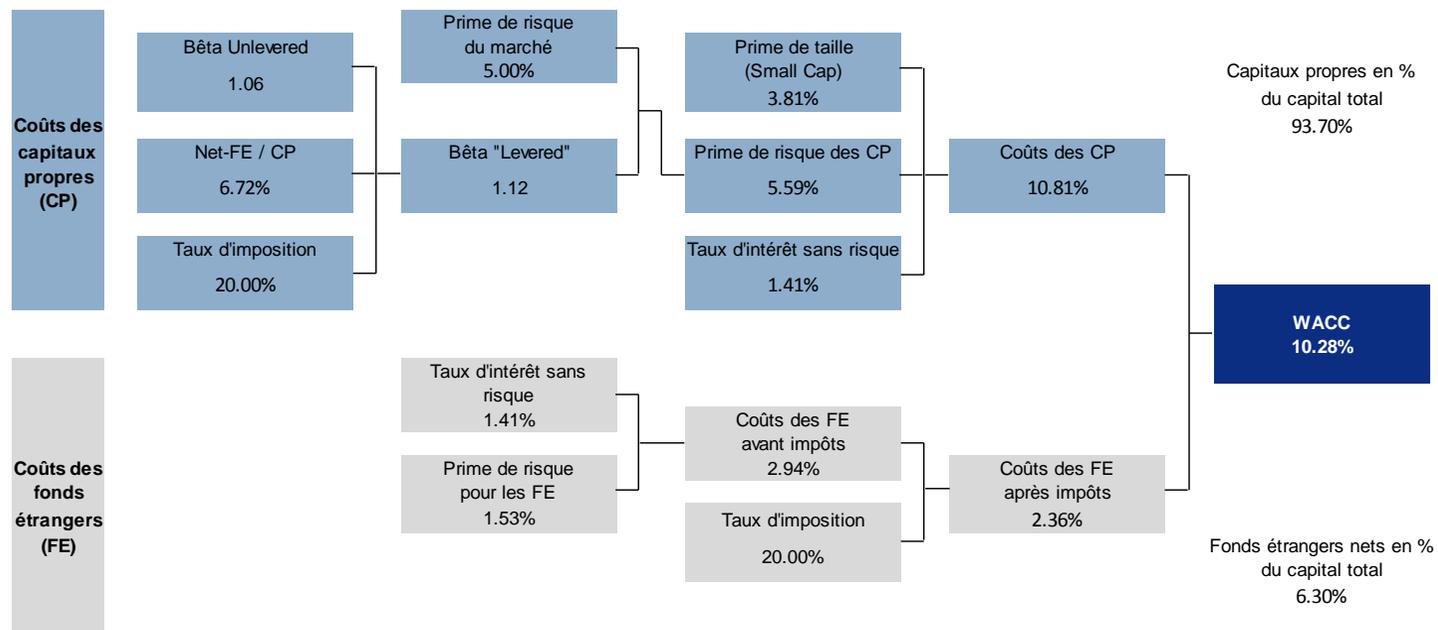
Pour obtenir la dette nette, les liquidités nécessaires à l'exploitation ne sont pas prises en compte, car ces dernières font partie du fonds de roulement. Celles-ci sont estimées par VJC au moyen d'une analyse mensuelle des flux de trésorerie. Le prépaiement dans le fonds de renouvellement est compris dans la dette nette, du fait que ces sorties de cash futures réduisent le coût d'entretien de VJC à Lucerne.

Pour la fortune nette hors exploitation, la réserve de terrain à Interlaken est particulièrement à prendre en compte (en tenant compte des charges fiscales latentes). Les autres actifs hors exploitation sont la participation au Parkhaus Casino-Palace AG (évaluation à la valeur nominale, comme JVC), les actifs venant des réserves de contribution de l'employeur, ainsi que les crédits d'impôts latents venant des reports de pertes.

¹ Basé sur le Fonds Monétaire International, World Economic Outlook Database, Octobre 2013

4.1 Méthode du Discounted Cash Flow – WACC Asset light

Calcul du WACC Asset light après impôts



Le WACC décrit l'exigence de rendement pondérée des bailleurs de fonds étrangers et de capitaux propres. Les coûts du capital propre a été établi à l'aide du Capital Asset Pricing Model (CAPM). Les coûts des capitaux empruntés ont été ajustés en fonction du taux d'imposition de 20%, respectivement 12%, du fait que notre évaluation prend en compte les impôts sur l'EBIT dans les Free Cash Flows.

Le rapport du financement entre capitaux propres et fonds étrangers découle de la structure de financement actuelle du groupe de sociétés comparables (évaluées à leurs valeurs de marché).

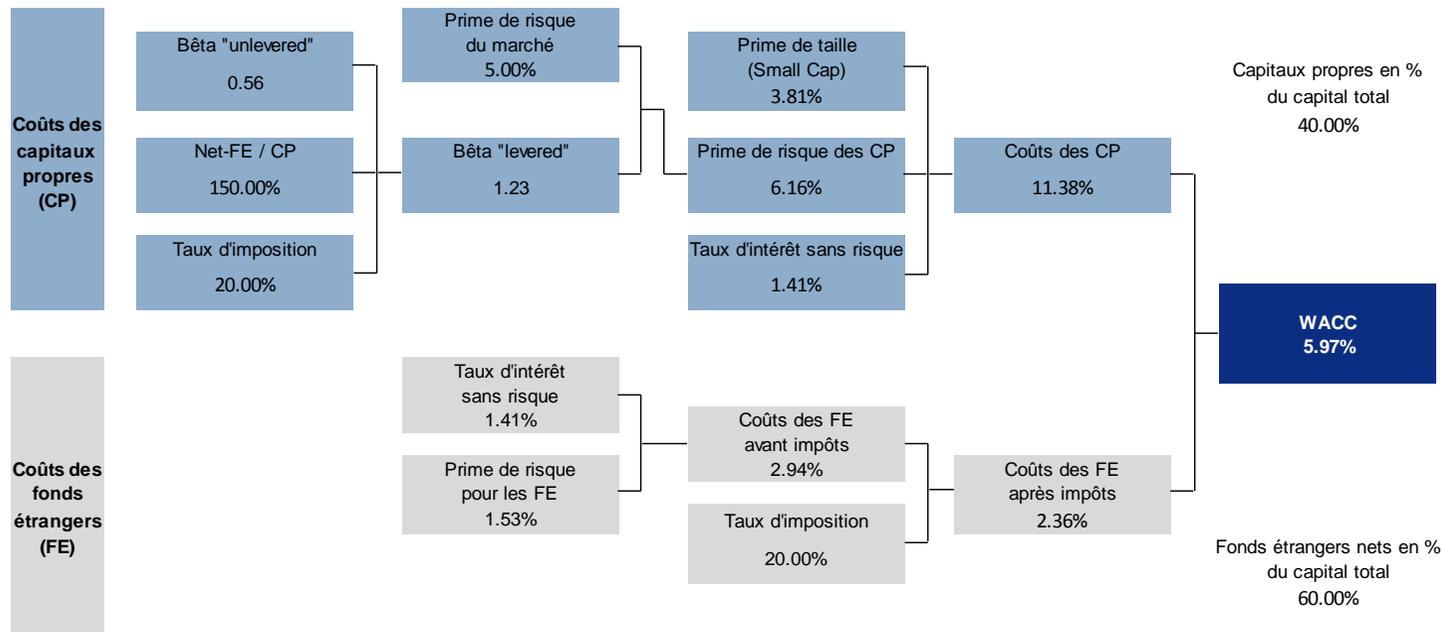
Le WACC de VJC est calculé en fonction de l'illustration ci-contre. Les détails du calcul pour les composantes du WACC se retrouvent dans l'Annexe 2.

Pour l'**Hôtel Bellevue Palace AG** avec un taux d'imposition de 20%, le WACC s'établit à **10.28%**.

Pour le **Palace Hôtel Lucerne AG**, le taux d'imposition est de 12%, et en conséquence le WACC correspond à **10.32%**.

4.1 Méthode du Discounted Cash Flow – WACC Asset heavy

Calcul du WACC Asset heavy après impôts



Selon l'analyse du groupe de comparaison Asset heavy, le Unlevered Beta s'établit à 0.56 (voir Annexe 1), ce qui reflète un profil de rendement/risque plus bas en comparaison du groupe des sociétés Asset light. De plus, un hôtel qui est aussi propriétaire de l'immobilier hôtelier peut se financer de manière plus importante en fonds étrangers. Pour le marché suisse, nous faisons l'hypothèse que la structure de financement se compose de 40% de capitaux propres et de 60% de fonds étrangers, ce qui est appuyé par le modèle de financement des sociétés suisses ayant des crédits dans l'hôtellerie, et reflète les conditions actuelles en Suisse.

Le WACC de VJC est par conséquent calculé en fonction de l'illustration ci-contre. Les détails des composantes du WACC se trouvent en Annexe 2.

Pour le **Grand Hôtel Victoria-Jungfrau AG**, l'**Hôtel Eden au Lac AG** et **Park Résidence SA** le WACC s'élève à **5.97%**. En raison d'un bêta «unlevered» plus bas, ainsi qu'une part plus élevée de fonds étrangers, ce WACC Asset heavy est nettement inférieur aux coûts de capitaux pour les hôtels sans immobilier (WACC Asset light)

4.1 Méthode du Discounted Cash Flow – Résultats

Valeur de la société VJC

Valeur des capitaux propres (en MCHF)	86'143
Nombre d'actions à prendre en compte	276'386
Valeur par action nominative (en CHF)	311.7

En nous fondant sur les cash flows libres des cinq sociétés opérationnelles et la prise en compte des coûts du capital retenus, il résulte une valeur totale des capitaux propres de CHF 86.142 millions pour VJC, ou une valeur de CHF 311.7 par action nominative de VJC.

Il n'y a pas d'abattement de minoritaire pour l'évaluation d'une action, car l'offre d'AEVIS a pour objectif l'acquisition de la majorité des actions.

Analyse de sensibilité

L'analyse de sensibilité de la valeur de l'action reprise ci-dessous considère différents WAAC, différentes marges d'EBITDA durables, ainsi que différents taux de croissance perpétuelle. En se basant sur ces analyses de sensibilité et nos estimations, on arrive à une fourchette de valeurs comprise entre CHF 300 et CHF 325 pour chaque action nominative de VJC.

Analyse de sensibilité : WACC et taux de croissance perpétuelle

(Valeur de l'action en CHF)		Taux de croissance perpétuelle 2019+				
		-0.2%	-0.1%	+/-0%	+0.1%	+0.2%
WACC	+0.2%	289.4	293.9	298.5	303.3	308.3
	+0.1%	295.5	300.1	305.0	310.0	315.2
	+/-0%	301.8	306.6	311.7	316.9	322.4
	-0.1%	308.3	313.4	318.7	324.2	329.9
	-0.2%	315.1	320.4	325.9	331.7	337.7

Analyse de sensibilité : WACC et Marge EBITDA

(Valeur de l'action en CHF)		Marge EBITDA 2019+				
		-0.2%	-0.1%	+/-0%	+0.1%	+0.2%
WACC	+0.2%	292.7	295.6	298.5	301.4	304.3
	+0.1%	299.1	302.0	305.0	307.9	310.9
	+/-0%	305.6	308.7	311.7	314.7	317.7
	-0.1%	312.5	315.6	318.7	321.7	324.8
	-0.2%	319.6	322.8	325.9	329.1	332.2

Remarques préliminaires sur les valeurs de marché

Comme précédemment évoqué au point 3.2, les valeurs de marché vont servir à rendre plausibles les valeurs de la méthode DCF. Pour la détermination de la valeur de marché, les multiples du ratio EV / EBITDA sont principalement utilisés, comme elles sont également le plus fréquemment utilisées à l'international dans la branche hôtelière. Ce multiple reflète au mieux la performance opérationnelle d'une société, car les distorsions dues à des amortissements, coûts de financement et impôts différents peuvent être exclues.

Comme VJC se trouve dans une situation de Turnaround et qu'aussi bien l'exercice 2012 que le premier semestre 2013 ont montré des résultats du groupe négatifs, nous considérons une évaluation par les multiples basé sur l'EBITDA de ces années comme non représentative. Afin d'obtenir une valeur de marché, nous avons pris l'EBITDA de 2014, qui repose sur le budget consolidé 2014 de VJC. Dans le plan financier de l'exercice 2015, le projet de rénovation d'Eden au Lac devrait arriver à son terme, c'est pourquoi le résultat d'exploitation planifié de cette année-là ne peut pas être considéré comme étant durable. De la même manière, il est important de relever que les résultats de VJC selon le plan financier interne pour le budget planifié de 2016, une fois le projet de rénovation de l'hôtel Eden au Lac achevé, s'en retrouveront sensiblement améliorés. Cet effet ne peut toutefois pas être pris en compte dans la valeur de marché, étant donné qu'il n'existe sur le budget financier de 2016 (encore) aucune estimation de cet effet de la part des analystes financiers pour le groupe de référence et qu'il n'y a donc pas de multiples disponibles.

Valeur de la société VJC

Valeur des capitaux propres (en MCHF)	70'547
Nombre d'actions à prendre en compte	276'386
Valeur par action nominative (en CHF)	255.2

Trading Multiples

Il est dans la nature des choses qu'il n'existe aucune société cotée qui puisse être directement comparable à VJC. En Suisse, il n'existe aucune autre société hôtelière cotée. Pour établir le groupe de référence (Peer Group), nous nous sommes appuyés sur des groupes hôteliers internationaux qui sont actifs dans le secteur du luxe et dans les marchés développés.

Pour l'estimation au moyen des Trading multiples, nous avons utilisé la médiane des multiples 2014 du ratio EV / EBITDA du groupe de référence (voir Annexe 3). En se basant sur ce multiple de 11.6 et sur l'EBITDA consolidé budgété pour 2014, nous obtenons une valeur des capitaux propres de CHF 255.2 par action nominative de VJC.

4.2 Valeur basée sur le marché – Multiples de transactions

Valeur de la société VJC

Valeur des capitaux propres (en MCHF)	86'203
Nombre d'actions à prendre en compte	276'386
Valeur par action nominative (en CHF)	311.9

Transaction Multiples

Dans le cadre de cette vérification de la plausibilité, l'objet de l'évaluation est comparé avec une sélection judicieuse de transactions d'entreprises, pour lesquelles la société visée présente autant de similitudes que possible avec l'objet de l'évaluation.

En règle générale, un acheteur de la même branche est prêt à payer une prime en raison du potentiel de synergies attendu, du fait qu'il intègre une partie du futur potentiel dans ses considérations de prix.

En utilisant avec cette méthode, la difficulté est également de trouver des sociétés cibles directement comparables, respectivement des transactions correspondantes. Nous nous sommes concentrés sur des transactions au niveau mondial dans les marchés développés, car peu de transactions, pour lesquelles un multiple correspondant est disponible, ont eu lieu en Europe au cours de ces dernières années. Nous avons considéré les transactions des années 2011, 2012 et 2013, en mettant l'accent sur le segment élevé et celui du luxe.

Pour l'évaluation au moyen des Transaction multiples, nous avons à nouveau utilisé la médiane des Multiples de l'EV / EBITDA (voir Annexe 4). En se basant sur ce Multiple de 14.2 et sur l'EBITDA consolidé budgété de 2014, la valeur des capitaux propres par action nominative de VJC s'établit à CHF 311.9.

4.3 Valeur intrinsèque

Méthode de la valeur intrinsèque

Actifs circulants	Fonds étrangers ne portant pas intérêt
Capital investi	Fonds étrangers portant intérêt
	Capitaux propres

La valeur intrinsèque représente la différence entre la valeur des actifs (actif circulant et actif immobilisé) d'une entreprise et les fonds étrangers (fonds étrangers portant et ne portant pas intérêt).

La comptabilité de VJC est établie selon les principes Swiss GAAP FER. Selon le rapport annuel VJC 2012, les actifs immobilisés sont évalués de la manière suivante (traduction libre de l'allemand): «Les immobilisations corporelles et incorporelles sont inscrites au bilan à leur valeur d'acquisition, moins les amortissements justifiés par l'exploitation, ainsi que les pertes de valeur. Les amortissements s'inscrivent de manière linéaire pendant la durée d'utilisation estimée.»¹

En partant des capitaux propres consolidés selon Swiss GAAP FER au 30.09.2013, la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des réserves de terrain hors exploitation (après considération des réserves latentes fiscales) est additionnée. Il n'existe aucune estimation récente pour l'immobilier hôtelier d'exploitation, si bien que sa valeur intrinsèque, respectivement valeur réelle, n'est pas incluse dans le calcul de la valeur intrinsèque de VJC.

La valeur intrinsèque de VJC s'élève à CHF 244.2 par action nominative. En raison de l'évolution au troisième trimestre 2013 et de la prise en compte de la réserve de terrain hors exploitation à Interlaken, celle-ci se situe au-dessus de la valeur intrinsèque de CHF 232.4 définie par action nominative au 30.06.2013

Valeur d'entreprise de VJC

Valeur des capitaux propres (en MCHF)	67'504
Nombre d'actions à prendre en compte	276'386
Valeur par action nominative (en CHF)	244.2

¹ Rapport annuel VJC 2012, page 43

4.4 Analyse du cours de l'action et de la liquidité

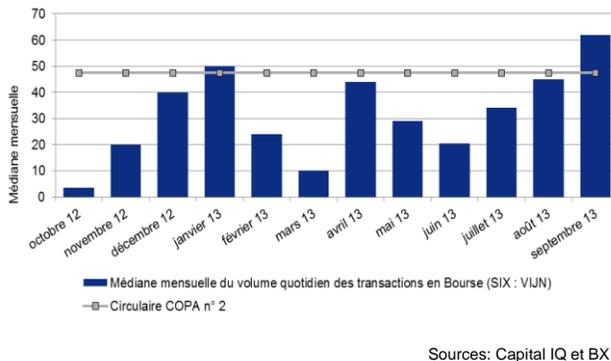
Evolution du cours de l'action de VJC



Analyse du cours de l'action

- L'illustration ci-contre montre l'évolution du cours de l'action et des volumes de négoce de l'action VJC pendant les cinq dernières années avant l'annonce de l'offre d'achat. Pendant cette période d'observation de cinq ans, le cours le plus haut atteint est de CHF 305.00, alors que le cours le plus bas s'est établi à CHF 171.00. Lors des 52 dernières semaines avant l'annonce préalable de l'offre, le cours de l'action s'est traité le plus haut à CHF 204.90 et le plus bas à CHF 171.00.
- Le VWAP 60 jours représente le cours moyen pondéré en fonction des volumes des transactions (on-order book) exécutés pendant les 60 derniers jours de négoce avant l'annonce de l'offre d'achat. Le VWAP 60 jours s'établit, selon SIX Swiss Exchange, à CHF 182.42 au 23 octobre 2013, à savoir le dernier jour de négoce avant que l'annonce préalable de l'offre ne soit rendue publique.

Evolution des volumes traités de VJC



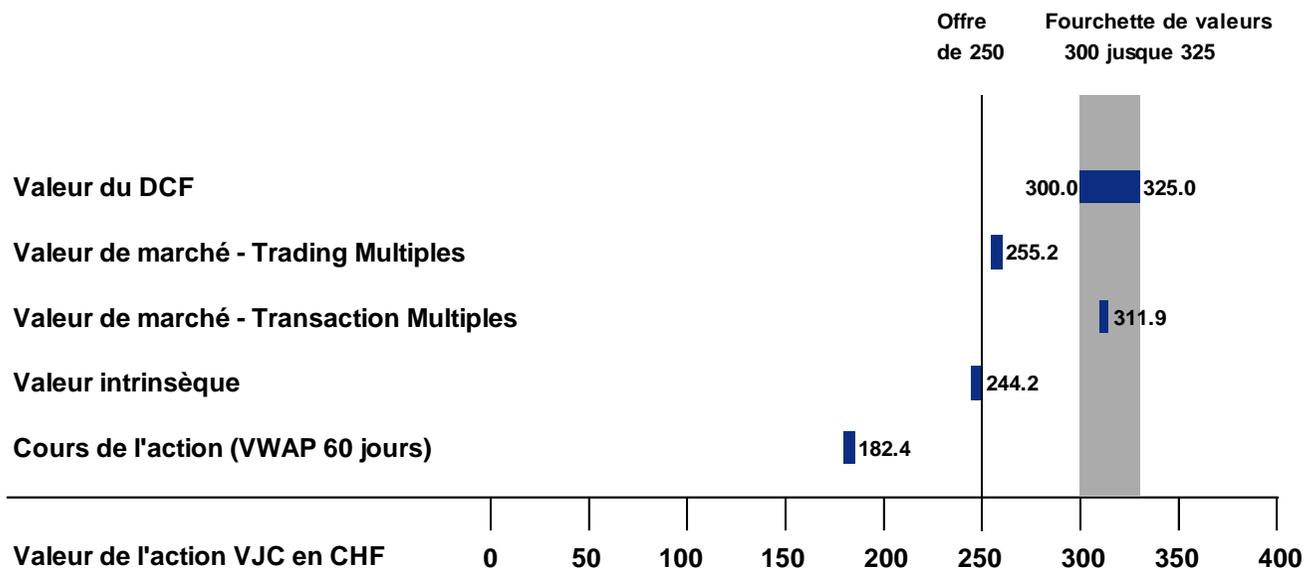
Analyse de liquidité

- Jusqu'à l'annonce préalable de l'offre d'achat, les actions nominatives de JVC n'ont été traitées que de manière très sporadique sur le SIX Swiss Exchange. Un titre de participation qui ne fait pas partie du SLI est considéré comme liquide au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant l'annonce préalable de l'offre, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04 % de la part librement négociable du titre de participation (Free Float). Lorsque le titre de participation est coté auprès de plusieurs bourses, toutes les transactions en bourse sont prises en considération.¹
- Les volumes de négoce pour une période de douze mois entre octobre 2012 et septembre 2013 ont été pris en compte. En plus des volumes de négoce sur le SIX Swiss Exchange, nous avons aussi considéré les volumes de négoce sur le BX Berne eXchange. Le volume de négoce des actions nominatives de JVC dépasse la valeur du seuil de liquidité de 0.04% seulement pendant deux mois (janvier 2013 et septembre 2013). **Il en ressort que l'action nominative VJC est illiquide.** Pour la détermination de la valeur équitable d'une action nominative VJC, le cours boursier a en conséquence une pertinence limitée.

¹ Circulaire COPA n° 2 : Liquidité au sens du droit des OPAdu 26. février 2010

5. Résumé et évaluation globale

Résumé des résultats de l'évaluation pour une action nominative de VJC



En utilisant la méthode DCF en tant que méthode principale, la valeur par action nominative de VJC s'établit entre CHF 300 et CHF 325. Cette fourchette de valeurs a été calculée au moyen de sensibilités différentes du taux de capitalisation (WACC), des marges d'EBIDTA durables et du taux de croissance perpétuel. La méthode DCF compte aujourd'hui pour les évaluations dans la pratique comme la méthode standard, du fait qu'elle prend en compte tant la rentabilité future que les investissements futurs.

Afin de vérifier la plausibilité des valeurs du DCF, les valeurs de marché au moyen des Trading et Transaction Multiples ont été utilisées. Les valeurs par action nominative correspondantes s'élèvent à CHF 255.2, respectivement CHF 311.9 et doivent être considérées sous réserve, comme déjà précédemment évoqué, de la comparabilité directe avec le Peer Group. En outre, ces valeurs de marché ne reflètent que d'une manière insuffisante l'augmentation de la profitabilité attendue à partir de 2016, après la transformation de l'hôtel Eden au Lac.

La valeur intrinsèque s'établit à CHF 244.2 par action. Cette valeur est orientée vers le passé et ne prend pas en compte la rentabilité. Nous ne considérons pas la valeur intrinsèque comme représentative.

L'action nominative de JVC est considérée comme illiquide au sens des dispositions du droit suisse qui régit les offres publiques d'achat. C'est pourquoi le VWAP 60 jours d'une valeur de CHF 182.4 a une pertinence limitée dans la détermination de la valeur équitable.

Sur la base des réflexions exposées précédemment et des hypothèses présentées, une fourchette de valeurs pour une action nominative de VJC est comprise de CHF 300 à CHF 325. Comme base de la détermination de cette fourchette, nous nous appuyons sur l'évaluation avec la méthode du DCF.

Par conséquent, nous jugeons d'un point de vue financier, que l'offre soumise de CHF 250 par action nominative de JVC n'est pas équitable et n'est pas adéquat.

Comme expliqué dans les procédures d'évaluation, cette fourchette d'évaluation se base sur la stratégie «going concern» du Conseil d'administration de VJC. Une plus-value éventuelle grâce à un changement d'affectation de l'Hôtel Eden au Lac n'est pas considérée dans la fourchette d'évaluation ci-dessus.

Nous certifions que ce rapport est établi au mieux de nos connaissances, sur la base des informations qui nous ont été données et des documents mis à notre disposition. Nous faisons remarquer que cette Attestation d'équité ne peut être utilisée que dans le cadre des explications et des remarques susmentionnées.

Pour toutes les Attestations d'équité et évaluations, il va sans dire que la valeur de la société repose sur l'hypothèse que les conditions économiques et politiques, en comparaison avec le passé, ainsi que les hypothèses de planification ne changent pas de manière substantielle.

The Corporate Finance Group AG



Christoph Nüssli
Partner



Dr. Marc Möckli
Partner

Berne, 28 novembre 2013

The Corporate Finance Group AG
Thunstrasse 23
Postfach 164
CH-3000 Bern 6

The Corporate Finance Group AG
Beethovenstrasse 11
CH-8002 Zürich

The Corporate Finance Group S.A.
Bd des Philosophes 7
Postfach 728
CH-1211 Genève 4

TCFG Lugano SA
Via G. Calgari 2
Postfach 6522
CH-6900 Lugano

www.tcfg.ch
www.cdiglobal.com
info@tcfg.ch

Annexes

**Annexe 1 : Groupe de comparaison pour
l'élaboration des composants du
WACC**

Annexe 2 : Composantes du WACC

Annexe 3 : Trading Multiples

Annexe 4 : Transaction Multiples

Annexe 1: Groupe de comparaison pour l'élaboration des composants du WACC

Catégorie Asset light

Company	Country	Date	Market Cap (MC)	Net Debt	Minorities	Enterprise Value (EV)	MC / (MC + Net debt)	Fixed Assets / Total Assets (excl. Cash)	Net Sales / Total Assets (excl. Cash)	Unlevered Beta
---------	---------	------	--------------------	----------	------------	--------------------------	-------------------------	---	--	-------------------

in USD Mio.

Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc	US	30.09.2013	14'172	970	5	15'147	93.6%	38.1%	77.7%	1.68
Marriott International Inc	US	30.09.2013	14'054	3'012	0	17'066	82.4%	23.5%	186.5%	1.09
InterContinental Hotels Group plc	UK	30.06.2013	7'833	821	9	8'663	90.5%	36.8%	62.5%	1.02
Hyatt Hotels Corp	US	30.09.2013	7'654	494	10	8'158	93.9%	57.8%	59.6%	1.36
Rezidor Hotel Group AB	SE	30.09.2013	824	28	0	852	96.7%	31.7%	235.0%	0.85
Imperial Hotel Ltd	JP	30.06.2013	670	-262	0	408	100.0%	54.2%	144.2%	0.80

Maximum			14'172	3'012	10	17'066	100.0%	57.8%	235.0%	1.68
Minimum			670	-262	0	408	82.4%	23.5%	59.6%	0.80
Average			7'535	844	4	8'382	92.8%	40.3%	127.6%	1.13
Median			7'744	658	3	8'411	93.7%	37.4%	111.0%	1.06

Catégorie Asset heavy

Company	Country	Date	Market Cap (MC)	Net Debt	Minorities	Enterprise Value (EV)	MC / (MC + Net debt)	Fixed Assets / Total Assets (excl. Cash)	Net Sales / Total Assets (excl. Cash)	Unlevered Beta
---------	---------	------	--------------------	----------	------------	--------------------------	-------------------------	---	--	-------------------

in USD Mio.

Shangri La Asia Ltd	HK	30.06.2013	5'826	3'600	503	9'929	61.8%	66.8%	18.3%	0.44
Millennium & Copthorne Hotels plc	UK	30.09.2013	3'083	-89	304	3'298	100.0%	74.1%	25.5%	0.87
Mandarin Oriental International Limited	HK	30.06.2013	1'750	508	0	2'258	77.5%	84.8%	39.1%	0.88
Dan Hotels Ltd	IE	30.06.2013	652	139	0	791	82.5%	90.0%	63.6%	0.24
Regal Hotels International Holdings Ltd	HK	30.06.2013	555	616	182	1'353	47.4%	77.0%	12.2%	0.56

Maximum			5'826	3'600	503	9'929	100.0%	90.0%	63.6%	0.88
Minimum			555	-89	0	791	47.4%	66.8%	12.2%	0.24
Average			2'373	955	198	3'526	73.8%	78.6%	31.8%	0.60
Median			1'750	508	182	2'258	77.5%	77.0%	25.5%	0.56

Source : Infinancials

Annexe 2: Composantes du WACC

Coûts des capitaux propres

Composante	Valeur	Explication	Source / Commentaires
Taux d'intérêt sans risque (r_f)	0.00%	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation. Le rendement moyen des obligations de l'Etat Suisse à 10 ans a été utilisé.	Moyenne historique sur 5 ans des emprunts d'Etat à 10 ans (Source: BNS Novembre 2013, statistique mensuelle, moyenne non pondérée)
Beta "unlevered" (β_U) ajusté	1.06 bzw. 0.56	Le bêta reflète le risque systématique d'une action déterminé selon le CAPM. Les bêtas ont été observés sur le marché des capitaux et sont "unlevered" conformément à la structure de leur capital. Le processus de "unlevering" corrige les bêtas et neutralise les effets induits par la structure différente des fonds étrangers. La différence entre les deux groupes de références Asset light et Asset sera prise en compte. Formule : $\beta_U = \text{bêta ajusté} / (1 + \text{CE/FP} * (1 - \text{taux d'imposition } t))$	Médiane des bêtas "unlevered" des deux Peer Groups
Beta "levered" (β_L) ajusté	1.12 bzw. 1.23	Afin de calculer le risque systématique, le bêta "unlevered" ajusté sera "relevered" conformément à la structure du capital. Formule : $\beta_L = \beta_U * (1 + \text{CE/FP}) * (1 - \text{taux d'imposition } t)$	
Prime de risque du marché (MRP)	5.00%	La prime de risque de marché correspond à la différence entre le rendement du marché des actions sous-jacent et le rendement sans risque de l'emprunt d'Etat correspondant au cours d'une période probante.	Pictet - études sur le long terme 1926-2012 et pratique d'évaluation d'entreprises en Suisse
Prime de taille (s_p)	3.81%	Plusieurs études empiriques ont montré qu'en comparaison avec les grandes entreprises, les petites entreprises (en termes de capitalisation) affichaient à long terme un excédent de rendement qui ne s'explique pas via le CAPM, en d'autres termes le risque systématique. En règle générale, de plus hauts rendements ne sont possibles à long terme que moyennant de plus grands risques. En échange de risques plus élevés, les bailleurs de fonds exigent une indemnisation plus importante. Afin de compenser l'exigence de rendement accrue d'une société telle que VJC, nous procédons à une majoration correspondante des coûts des capitaux propres.	Prime de taille pour Micro-cap selon Ibbotson 2013
Coûts des capitaux propres (k_e)		Formule : $k_e = r_f + \beta_L * \text{MRP} + s_p$	

Coûts des fonds étrangers

Composante	Valeur	Explication	Source / Commentaires
Taux d'intérêt sans risque (r_f)	0.00%	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation. Le rendement moyen des obligations de l'Etat Suisse à 10 ans a été utilisé.	Moyenne historique sur 5 ans des emprunts d'Etat à 10 ans (Source: BNS Novembre 2013, statistique mensuelle, moyenne non pondérée)
Prime de risque pour les capitaux empruntés (c_s)	1.53%	La prime de risque pour les capitaux empruntés, également appelés Credit Spread, a été déterminée sur la base du spread actuel sur le capital emprunté assorti de la note BBB. Il a été question de considérer le Credit Spread actuel entre les emprunts suisses cotés avec une note BBB et les rendements sans risque actuels des obligations de la Confédération Suisse.	Swiss Bond Index / BNS
Taux d'imposition (t)	20% bzw. 12%	Selon VJC, la charge fiscale des complexes à Interlaken, Zürich et Bern est de 20%, alors que celle de Luzern s'établit à 12%. Les coûts de capitaux empruntés sont pris en compte après taxes, car lors du calcul des Free Cash-Flow, la charge fiscale est déjà comprise dedans (calculé sur l'EBIT).	Rapport annuel VJC 2012, page 48
Coûts des fonds étrangers (k_d) après impôts		Formule : $k_d (\text{nach Steuern}) = (r_s + c_s) * (1 - t)$	

Annexe 3: Trading Multiples

Trading Multiples in the Luxury Hotels Industry

Company	Country	Market Cap	Enterprise Value	Enterprise Value / EBITDA		
				2013e	2014e	2015e

in USD Mio.

Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc	US	14'172	15'147	12.1	12.2	11.0
Marriott International Inc	US	14'054	17'066	14.5	12.8	11.6
InterContinental Hotels Group plc	UK	7'833	8'663	11.5	11.0	10.1
Hyatt Hotels Corp	US	7'654	8'158	12.3	10.8	9.8
Shangri La Asia Ltd	HK	5'826	9'929	17.3	15.7	13.7
Millennium & Copthorne Hotels plc	UK	3'083	3'298	11.6	11.0	10.2
Mandarin Oriental International Limited	HK	1'750	2'258	12.7	12.1	11.3
Rezidor Hotel Group AB	SE	824	852	8.6	7.0	6.2
Imperial Hotel Ltd	JP	670	408	n.a.	n.a.	n.a.
Dan Hotels Ltd	IE	652	791	n.a.	n.a.	n.a.
Regal Hotels International Holdings Ltd	HK	555	1'353	n.a.	n.a.	n.a.

Maximum		14'172	17'066	17.3	15.7	13.7
Minimum		555	408	8.6	7.0	6.2
Average		5'188	6'175	12.6	11.6	10.5
Median		3'083	3'298	12.2	11.6	10.6

Source : Infinancials, Earnings Estimates Data provided by FactSet

Annexe 4 : Transaction Multiples

Transaction Multiples in the Luxury Hotels Industry					
Date	Target	Buyer	Seller	Transaction Value (CHFmm)	EV/EBITDA (x)
12.01.2011	Citrus Suites, LLC	Lightstone Value Plus Real Estate Investment Trust II	-	18.1	14.6
03.02.2011	5280 Lodging, LLC	Apple REIT Ten, Inc	-	78.9	18.3
17.02.2011	JW Marriott Hotel New Orleans	Sunstone Hotel Investors Inc. (NYSE:SHO)	Starr International Company, Inc.; Clearview Hotel Capital	89.2	12.8
28.03.2011	The Westin Gaslamp Quarter, San Diego Hotel	Pebblebrook Hotel Trust (NYSE:PEB)	Starwood CMBS I LLC	100.9	11.8
29.03.2011	One Park Boulevard, LLC	Sunstone Hotel Partnership, LLC	Hilton Worldwide Holdings Inc.	388.8	13.8
04.05.2011	W Chicago City Center	Chesapeake Lodging Trust (NYSE:CHSP)	Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. (NYSE:HOT)	110.4	13.5
10.05.2011	NH Hoteles, SA (20% Stake)	Hainan Airlines Co Ltd	-	417.0	18.5
16.05.2011	Radisson Lexington Hotel	Diamondrock Hospitality Co. (NYSE:DRH)	Goldman Sachs Group, Merchant Banking Division; Blackstone Real Estate Advisors; Highgate Holdings; The Chartres Lodging Group, LLC; Oxford Capital Group, LLC	385.1	25.4
28.06.2011	ORH S.r.l.	Clear Leisure plc (AIM:CLP)	-	5.8	20.9
01.08.2011	Pulai Springs Berhad	Swift Redeem Sdn. Bhd.	PSC Resort Pte Ltd.	17.0	54.3
16.09.2011	The Royal Hotel, Limited. (TSE:9713)	Osaka Gas Co., Ltd. (TSE:9532); Suntory Holdings Limited; Kanden Fudosan Co.,Ltd.; Takenaka Corporation; Ginsen Co., Ltd., Investment Arm; Asahi Breweries, Ltd.	Mori Trust Co. Ltd.	33.2	23.4
05.10.2011	Vinpearl Joint Stock Company	Vingroup Joint Stock Company (HOSE:VIC)	Sinh Thai Investment and Development JSC	868.7	47.8
03.11.2011	HPT SN Holding, Inc.	Hospitality Properties Trust (NYSE:HPT)	GAMCO Investors, Inc. (NYSE:GBL); AllianceBernstein L.P.	136.4	21.9
07.11.2011	Karakami Kankoh Co.,Ltd.	KKT Co., Ltd.	-	315.1	17.6
06.12.2011	Kumho Resort Co., Ltd.	Kumho Business Co. Ltd.	Kumho Industrial Co., Ltd. (KOSE:A002990)	223.4	30.5
19.12.2011	Great Union Properties Sdn. Bhd.	IGB Corp. Bhd (KLSE:IGB)	New World Development Company Limited (SEHK:17)	81.6	15.8
11.01.2012	Kamat Hotels (India) Limited (BSE:526668)	Clearwater Capital Partners, LLC; Clearwater Capital Partners (Cyprus) Limited	-	3.9	20.0
19.02.2012	El Pueblo Hotel & Convention Center	-	Thunderbird Resorts Inc. (OTCPK:THRS.F)	12.5	22.7
05.04.2012	Sigiriya Village Hotels PLC (COSE:SIGV-N-0000)	Colombo Fort Hotels Ltd.	Lankem Ceylon PLC (COSE:LCEY-N-0000)	1.4	11.5
26.05.2012	The Hoxton Hotel	Ennismore Capital	Bridges Ventures LLP; Quest Hotels Limited	106.0	12.9
06.06.2012	San Diego Marriott Del Mar Hotel	Thayer Lodging Group	Sunstone Hotel Investors Inc. (NYSE:SHO)	63.3	19.4
08.06.2012	Westate Development Co.,Ltd.	-	-	1.2	8.4
11.06.2012	Hilton Garden Inn San Francisco Oakland/Bay Bridge	RLJ Lodging Trust (NYSE:RLJ)	APF Emeryville Ownco, LLC	34.8	23.2
02.07.2012	PT Plaza Indonesia Realty Tbk (JKSE:PLIN)	PT Paraga Artamida	-	49.5	13.1
09.07.2012	Hilton Boston and Westin Washington, D.C. City Center and Westin San Diego and Hilton Burlington	Diamondrock Hospitality Co. (NYSE:DRH)	Blackstone Real Estate Advisors	483.3	15.2
29.01.2013	Embassy Suites San Diego Bay - Downtown	Pebblebrook Hotel Trust (NYSE:PEB)	-	103.8	12.8
05.02.2013	Fair Oaks Hotel, LLC	Apple Ten Hospitality Ownership, Inc.	-	59.7	27.0
06.02.2013	Sayaji Hotels Limited (BSE:523710)	-	Trans Agro India Pvt Ltd	10.1	8.2
27.02.2013	NH Hoteles, SA (20% Stake)	HNA Group Limited	-	286.0	9.9
25.03.2013	Shangri-La Hotels Malaysia Bhd (KLSE:SHANG)	Kuok Brothers Sdn. Bhd.	Standard Chartered Private Equity Limited	100.4	10.1
28.03.2013	Intercontinental London Park Lane	Constellation Hotels Holding Ltd.	Intercontinental Hotels Group plc (LSE:IHG)	424.8	11.5
06.05.2013	Hilton New Orleans St. Charles	Sunstone Hotel Investors Inc. (NYSE:SHO)	St. Charles Hotel Investors, LLC	55.7	12.0
10.05.2013	Pan Pacific Hotels Group Limited	UOL Group, Ltd. (SGX:U14)	UOB Asset Management Ltd.	218.6	16.9
31.05.2013	Millennium & Copthorne Hotels plc	City Developments Limited (SGX:C09)	-	13.7	10.7
02.08.2013	PT Plaza Indonesia Realty Tbk (JKSE:PLIN)	PT Bumi Serpong Damai Tbk (JKSE:BSDE)	-	25.6	9.5
28.08.2013	Hotel Modera	Pebblebrook Hotel Trust (NYSE:PEB)	Posh Ventures LLC	43.8	12.5
30.08.2013	PT Plaza Indonesia Realty Tbk (JKSE:PLIN)	PT Bumi Serpong Damai Tbk (JKSE:BSDE)	-	23.1	8.6
13.09.2013	Millennium & Copthorne Hotels plc	City Developments Limited (SGX:C09)	-	17.1	11.5
Maximum				868.7	54.3
Minimum				1.2	8.2
Average				142.3	17.6
Median				71.1	14.2

Sources : Capital IQ, Mergermarket, Company homepage: