

BVZ Holding AG

Zermatt

Rapport d'évaluation

24 juin 2005

Table des matières

1	Situation de départ	3
2	Structure et champ d'activités de la BVZ Holding AG	4
3	Sources d'analyse, principes généraux d'évaluation et restriction	6
4	Evaluation de la BVZ	8
4.1	Vue d'ensemble et procédé d'évaluation en général	8
4.2	Matterhorn Gotthard Verkehre AG	9
4.3	Société anonyme Matterhorn Gotthard	12
4.4	BVZ Asset Management AG	12
4.5	Matterhorn Terminal Täsch AG	14
4.6	Valeur du capital propre de la BVZ Holding AG	16
5	Détermination de la valeur	18
Annexe A: Documentation		19
	Groupe Matterhorn Gotthard Bahn	19
	Société anonyme Matterhorn Gotthard Bahn	19
	Matterhorn Gotthard Verkehre AG	20
	BVZ Holding AG	20
	BVZ Asset Management AG	20
	MG Bahn Tours AG	21
	BVZ Zermatt Tours AG	21
	Matterhorn Terminal Täsch AG	21
	Documents divers	21
Annexe B: Détermination des taux d'actualisation		23

1 Situation de départ

Dans la perspective de l'acquisition de la Gornergrat Bahn AG (« GGB ») par la BVZ Holding AG (« BVZ »), la BVZ est soumise à l'obligation, selon l'art. 32 de la Loi sur les bourses, de présenter une offre portant sur toutes les actions de la GGB en main du public.

Les actions nominatives de la BVZ sont cotées à la SWX Swiss Exchange. Le prix d'acquisition de la GGB sera en partie payé par l'émission de nouvelles actions nominatives de la BVZ. Etant donné que le négoce des actions de la BVZ doit être considéré comme non liquide, et que par voie de conséquence, le cours de l'action n'est pas significatif, il revient à l'organe de contrôle – en l'occurrence KPMG Fides Peat – d'évaluer les actions de l'offrant selon l'art. 42 al. 2 OBVM-CFB. Cette évaluation se fait dans le cadre de l'appréciation de la qualité financière de l'offre de la BVZ à la GGB.

L'évaluation a été menée selon un point de vue autonome, en utilisant des critères objectifs et neutres.

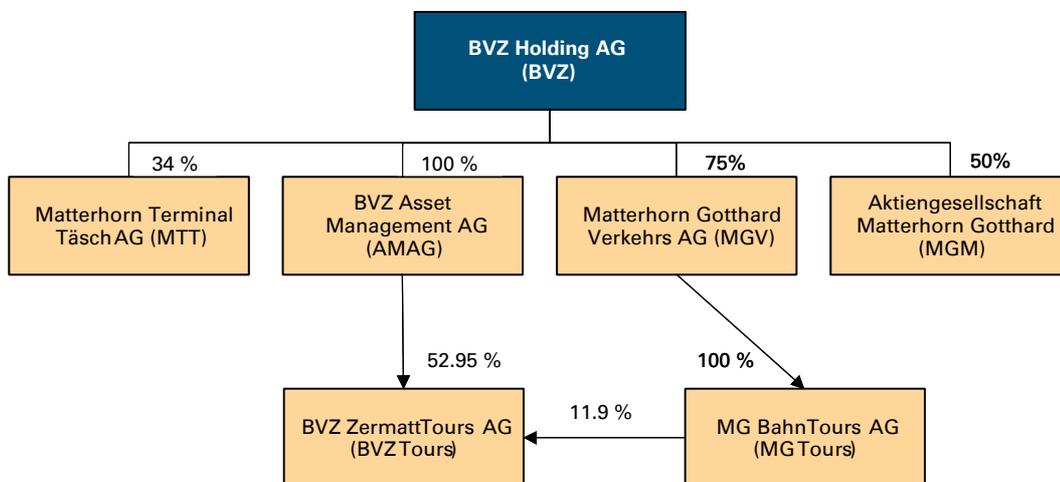
2 Structure et champ d'activités de la BVZ Holding AG

La BVZ détient 50% de la société anonyme Matterhorn Gotthard Bahn (« MGM »). L'autre moitié est en mains publiques. La MGM, qui est issue de la fusion début 2003 entre la BVZ Zermatt-Bahn (« *Chemins de fer de montagne BVZ* ») et Furka-Oberalp-Bahn (« *Chemins de fer Furka-Oberalp* »), est l'entreprise qui gère les activités du groupe Matterhorn Gotthard Bahn (« *Chemins de fer du Matterhorn-Gothard* »). Outre la MGM, le groupe Matterhorn Gotthard Bahn comprend Matterhorn Gotthard Verkehrs AG (« *Société anonyme de transports du Matterhorn-Gothard* ») (« MGV »), détenue à 75% par la BVZ, ainsi que Matterhorn Gotthard Infrastruktur AG (« *Société anonyme d'infrastructure du Matterhorn-Gothard* ») (« MGI »). En tant que propriétaire du réseau et des lignes ferroviaires, la MGI se trouve entièrement en mains étatiques et n'est par conséquent pas incluse dans la présente évaluation.

L'objectif stratégique de la BZV est de placer le Matterhorn Gotthard Bahn en position n°1 des trains touristiques des Alpes et, en outre, d'investir dans des affaires/activités voisines des chemins de fer. Au cours des prochaines années, d'importants projets décisifs pour Matterhorn Gotthard Bahn devront être réalisés (entre autres, d'importants projets relatifs à la politique des transports tels que la gare de jonction NLFA de Viège, la gare de transit de Brig et sa sortie est, le plan directeur de Zermatt, etc., ainsi que l'acquisition/le remplacement du matériel roulant).

Outre la gestion du groupe Matterhorn Gotthard Bahn, la MGM a réglementé par contrat la gestion avec la BVZ Holding AG et la Gornergrat Bahn AG (« *Chemins de fer du Gornergrat SA* »). La MGM ne déploie que des activités de gestion d'affaires ; elle est par ailleurs l'employeur de tout le personnel du groupe BVZ. Son activité commerciale s'étend au trafic régional, au Glacier Express, au transport de véhicules et de marchandises, ces différents domaines d'activités étant confrontés à des défis variables.

Schéma: structure organisationnelle de la BVZ Holding AG



La MGV s'occupe de l'exploitation, du dépôt et des ateliers du groupe ferroviaire. Elle détient par ailleurs une participation de 100% sur la MG Bahn Tours AG (« MG Tours »). La MG Tours était un tour operator, mais a cessé ses activités.

Le développement à long terme de l'aire de la gare de Zermatt, l'utilisation optimale de l'infrastructure ferroviaire à Viège (pour autant que la réaffectation prévue se réalise) ainsi que l'utilisation du bâtiment administratif à Brig sont d'une importance capitale pour la BVZ Asset Management AG ("AMAG"), qui possède de nombreux biens immobiliers. L'AMAG détient par ailleurs 52.95% de la BVZ Zermatt Tours AG (« BVZ Tours »), dont les activités sont celles d'un tour operator. Comme la MG Tours détient également 11.9% de la BVZ Tours, la participation de la BVZ à la BVZ Tours avoisine les 62%. Ce qu'il va advenir de la BVZ Tours est à l'heure actuelle encore incertain. La BVZ a l'intention, à court terme, de baisser sa participation à moins de 50%.

Le projet commun Matterhorn Täsch AG (« MTT ») de la Matterhorn Gotthard Bahn, de la société coopérative des parkings Täsch et de la commune de Täsch, consiste à créer une plateforme moderne et performante de parking et de transbordement. Dans ce but, un complexe de parking de 200 places est actuellement en construction à Täsch ; l'ouverture de ce complexe est prévue pour décembre 2006. Le projet complet comprend les sous-projets de la gare, du parking, des bâtiments d'enregistrement, du centre des services, de l'espace de transbordement ainsi que celui de l'agrandissement de la galerie Schafgraben Zermatt. Si la commune de Täsch décide de réaliser l'augmentation de capital déjà autorisée, la participation actuelle de la BVZ à la MTT passera de 35.35% à 54%.

3 Sources d'analyse, principes généraux d'évaluation et restriction

Notre évaluation repose d'une part sur les comptes annuels révisés de la BVZ et les nombreuses informations financières non révisées qui ont été mises à disposition par la direction de la BVZ (voir annexe A). D'autre part, nous avons eu l'occasion de poser des questions relatives à ces documents, ainsi que de nous entretenir avec les conseillers proches de la BVZ et/ou avec sa direction lorsque cela nous a semblé nécessaire d'un point de vue technique de l'évaluation. On peut partir de l'idée que l'orientation opérationnelle du groupe ne connaîtra pas de modifications majeures et que l'environnement dans lequel évolue la BVZ ne devrait pas changer fondamentalement dans un avenir proche.

La date retenue pour l'évaluation est le 31 décembre 2004. L'évaluation a été menée selon un point de vue autonome, c'est à dire sans prendre en compte l'acquisition à venir de la GGB et, par conséquent, sans inclure les éventuels potentiels de synergie. Afin de déterminer la valeur du capital propre de la BVZ Holding AG, les sociétés du groupe ont, chacune, été évaluées avec la méthode qui était la plus appropriée. Dans un deuxième temps, les valeurs des participations ont été intégrées dans le bilan de la holding en tenant compte des impôts latents, afin de calculer la valeur corrigée du capital propre de BVZ Holding AG.

L'élaboration d'un plan directeur devant démontrer les possibilités de développement de l'aire de la gare de Zermatt a été initiée dans cette commune. Les conséquences financières pour la BVZ ne sont à l'heure actuelle pas claires. Par conséquent, les éventuels effets de ce plan directeur n'ont pas été intégrés dans les réflexions qui ont mené à l'évaluation de la BVZ.

Nous avons disposé de rapports d'estimation d'experts locaux pour l'évaluation des biens immobiliers importants détenus par l'AMAG. Etant donné que ces experts sont liés par des obligations de confidentialité pendant la phase préparatoire de l'opération financière à venir, nous n'avons pas pu nous entretenir avec ces personnes. Les experts immobiliers de KPMG ont vérifié la plausibilité de ces rapports d'estimation sur la base des informations disponibles et sans avoir visité les biens immobiliers en question. Dans la perspective du changement d'affectation de zones et de la cession de certaines parcelles à Viège ainsi que des possibles affectations et plans de construction correspondants, seule la valeur des biens-fonds a été retenue. Les possibles plans de changement d'affectation de zones et de construction en sont, en effet, actuellement seulement à leur phase d'élaboration.

Une augmentation du capital de la BVZ est prévue dans le cadre de l'offre publique d'achat aux actionnaires de la GGB. La présente évaluation ne tient pas compte des effets de cette augmentation de capital (en particulier d'une éventuelle dissolution du bénéfice).

Nous avons effectué notre analyse en mai et juin 2005. Elle a été conclue le 3 juin. A notre avis tous les éléments connus jusqu'à la conclusion de nos travaux et qui sont pertinents dans le cadre de l'évaluation ont été intégrés dans le présent rapport. Nous n'avons pas vérifié les informations sur la base desquelles nous avons mené notre réflexion d'évaluation. En accord avec le mandat qui nous a été confié, nous nous sommes fondés uniquement sur les informations qui ont été mises à notre disposition. Aucun examen de révision relatif au caractère complet de ces informations ou à leur exactitude n'a été mené. KPMG n'endosse pas la responsabilité de l'exactitude des informations qui ont été mises à sa disposition.

4 Evaluation de la BVZ

4.1 Vue d'ensemble et procédé d'évaluation en général

Chacune des filiales de la BVZ Holding AG (voir vue d'ensemble, p. 4) a été évaluée. Les participations ont été traitées comme suit:

- La participation dans la MGV a été évaluée en tenant compte des restrictions existantes concernant la répartition des dividendes aux actionnaires, sous l'angle taux/dividende. La méthode dite du « Discounted Cash Flow » (« DCF ») et celle de la valeur intrinsèque ont, par ailleurs, été appliquées.
- La MGB Tours, détenue à 100% par la MGV, n'est plus opérationnelle et doit être liquidée au cours des prochains mois. A la fin de l'année 2004, le capital propre s'élevait à CHF 6'000. Après prise en compte des frais de liquidation, la valeur retenue pour la MGB Tours AG est de 0.
- Les participations dans la MGM qui déploie uniquement des activités de gestion ont été évaluées à la fin de l'année 2004, proportionnellement à la valeur comptable du capital propre figurant dans le bilan.
- L'évaluation de l'AMAG vise à déterminer la valeur corrigée du capital propre. Les valeurs immobilières pertinentes au calcul de la valeur de la société sont fondées sur les rapports d'estimation des experts locaux. La méthode DCF a été principalement appliquée pour le calcul des valeurs immobilières.
- La participation de 53% de l'AMAG, respectivement la participation totale de presque 62% de la BVZ Holding dans la BVZ Tours sera réduite, du point de vue du groupe, à moins de 50 % sous peu. Le capital propre s'élevait à CHF 341'000 à la fin de l'année 2004. Après la prise en compte des frais de restructuration éventuels, la participation dans la BVZ a été évaluée à 0.
- La participation dans la MTT a été évaluée selon la méthode DCF d'une part, et selon la méthode de capitalisation des loyers d'autre part.

La valeur établie des participations a, dans un deuxième temps, été intégrée dans le bilan de la holding afin de déterminer la valeur du capital propre de la BVZ.

4.2 Matterhorn Gotthard Verkehre AG

Les dividendes pouvant être distribués aux actionnaires de la MGV sont établis selon l'accord en vigueur avec l'Office fédéral des transports (« OFT »), qui fixe le mécanisme de distribution. La base d'évaluation est constituée par le capital propre productif d'intérêts, qui se calcule de la manière suivante:

- Actifs immobilisés de l'exploitation moins les charges financières (coûts de la dette); la valeur comptable du capital propre dont il est fait état dans le bilan constitue toutefois un maximum.

Le dividende revenant aux actionnaires est calculé par la multiplication du capital propre déterminé avec le taux moyen des obligations à long terme de la Confédération.

Business plan de la MGV

Un business plan a été élaboré pour les années 2005 à 2009 par la direction de la MGV et approuvé par son conseil d'administration. Une augmentation des bénéfices de 3,7% a été prévue pour les 5 années visées, alors que les frais d'exploitation sans les amortissements devraient rester stables. Au total, ceci conduit à une amélioration de la marge d'exploitation. Dans les prochaines années, d'importants investissements seront notamment effectués dans les actifs immobilisés (matériel roulant), ce qui se traduira par une augmentation des amortissements. Une augmentation des facilités de crédit a été planifiée afin de financer les investissements prévus, ce qui aura pour conséquence une augmentation des charges financières.

Etant donné que les actionnaires de la MGV ne perçoivent des dividendes que dans le cadre décrit ci-dessus, les flux de dividendes prévus en l'espèce représentent la mesure d'évaluation pertinente pour l'évaluation, et non pas les cash flows libres (FCF) comme cela se fait habituellement.

Valeur actuelle des futurs versements de dividendes

A partir du business plan de la MGV et en tenant compte du mécanisme de distribution de dividendes fondé sur le mécanisme de rémunération du capital propre mentionné ci-dessus, les dividendes futurs pouvant être distribués seront calculés d'après le taux des coûts relatifs au capital propre.

Pour des raisons de technique d'évaluation, il est présumé que la MGV ne croîtra plus après 2009, raison pour laquelle les dividendes distribués après 2009 correspondent à ceux de 2009. Un taux des coûts relatifs au capital propre de 4% a été retenu en tenant compte des rendements attendus des obligations à long terme de la Confédération de 3%, additionnés d'une prime pour non-liquidité de 1%¹. A la

¹ voir Carl Helbling, Unternehmensbewertung und Steuern, 7^{ème} et nouvelle édition., Düsseldorf 1993; Bajaj et al., Firm Value and Marketability Discounts.

valeur du capital propre de la MGV vient s'ajouter la valeur actuelle des coûts d'assainissement de la caisse de pension Ascoop pendant les 15 prochaines années, à titre d'engagements financiers d'une part, et en raison des recettes extraordinaires provenant d'une opération d'échange sur une parcelle ferroviaire à Viège d'autre part.

Les montants d'assainissement en faveur d'Ascoop représentent 1,5% du salaire annuel des collaborateurs de la MGV. La valeur actuelle de ces paiements s'élève à CHF 2,8 millions. L'opération d'échange qui devrait se dérouler sur la parcelle ferroviaire de Viège (4'059m²) s'inscrit dans le cadre du réaménagement de la place de la gare de cette commune. La parcelle n° 3751 devrait être cédée à la commune de Viège. En contrepartie, une parcelle détenue par l'AMAG (n° 176) devrait être attribuée à une autre zone.

Après prise en compte des montants d'assainissement et du profit de l'opération d'échange, il résulte une valeur de CHF 32,9 millions pour 100% du capital propre de la MGV. Etant donné que la BVZ Holding AG détient 75% de la MGV, sa part s'élève à CHF 24,7 millions.

Réflexions selon la méthode DCF

Si au lieu des dividendes pouvant être distribuées - qui sont identiques aux bénéfices nets planifiés - on calcule les cash flows libres (FCF), on obtient une valeur de CHF 27,9 millions pour 75% du capital propre de la MGV. Le résultat d'exploitation opérationnel pour l'année normalisée correspond à celui de 2009. Les investissements pour l'année normalisée correspondent aux amortissements et les actifs circulants restent inchangés par rapport à 2009. Il n'a pas été tenu compte d'une croissance pour le calcul de la valeur finale.

En outre, les montants d'assainissement d'Ascoop ainsi que les bénéfices provenant de la cession de la parcelle ferroviaire sont pris en compte. Le taux de coût moyen du capital propre appliqué est de 3.18%. Par analogie au calcul des dividendes, un taux de coût moyen du capital propre de 4.0% a été appliqué et le paiement échou des coûts relatifs au capital d'emprunt ont été pris en compte. Par ailleurs, l'on suppose que l'objectif selon lequel une structure de capital comprenant 50% de capital propre est atteint. Il a en outre été tenu compte du taux d'impôt marginal actuellement en vigueur dans le canton du Valais (calcul selon l'annexe B).

Les réflexions selon la méthode DCF sont cependant d'importance moindre en l'espèce, car un actionnaire s'orientera en premier lieu vers les dividendes étant données les restrictions imposées en matière de répartition.

Valeur intrinsèque

Etant données les ajustements importants des actifs immobilisés de la MGV au 31.12.2004 ainsi que l'importante valeur comptable du capital propre pour le calcul du montant maximal des dividendes pouvant être répartis, il convient, dans un souci d'exhaustivité, d'effectuer également une analyse de la valeur intrinsèque du capital propre. Celle-ci ne joue toutefois pas de rôle dans le calcul final de la valeur du capital propre de la MGV qui est à estimer, étant donné que sous l'angle de la pérennité de l'entreprise (« *Going concern* »), la valeur se calcule à partir des futurs flux de dividendes.

Après prise en compte des nombreuses plus-values concernant les biens immobiliers et le matériel roulant, la valeur calculée du capital propre de la MGV s'élève à CHF 101,7 millions.

Si l'on calcule le capital propre productif d'intérêts selon les directives de l'OFT, on obtient une valeur au 31.12.2004 de CHF 45,8 millions.

MGB Bahn Tours AG

La MGV détient 100% de la MGTours. Selon les informations à notre disposition, cette société n'est plus opérationnelle et doit être liquidée dans les prochains mois. A la fin de l'année 2004, le capital propre s'élevait à CHF 6'000. Après prise en compte des frais de liquidation, la valeur de la participation de la MGTours auprès de la MGV a été fixée à 0.

Valeur de MGV

En raison des restrictions relatives à la répartition des dividendes, la capitalisation des flux de dividendes pour le calcul du capital propre est la méthode la plus appropriée pour évaluer MGV.

Après prise en compte des montants relatifs à l'assainissement d'Ascoop et des recettes extraordinaires résultant de l'échange de la parcelle ferroviaire de Viège, l'on obtient une valeur de CHF 24,7 millions pour 75% du capital propre de la MGV.

Tableau : Aperçu des valeurs de la MGV au 31.12.2004

MGV		
Mode d'évaluation	100% fds propres	75% fds propres
	en milliers de CHF	
Valeur intrinsèque après ajustements des actifs immobilisés	101,723	76,292
Capitaux propres productifs d'intérêts selon les directives de l'OFT	45,887	34,415
Discounted Cash Flow ¹⁾	37,247	27,935
Rendement des dividendes¹⁾	32,887	24,665

1) après prise en compte des montants affectés à l'assainissement d'Ascoop et de ceux résultant de l'opération d'échange de la parcelle ferroviaire à Viège

4.3 Société anonyme Matterhorn Gotthard

La MGM, détenue à 50% par la BVZ Holding AG, déploie uniquement des activités de gestion dans le groupe Matterhorn Gotthard Bahn. Le bénéfice annuel figurant dans le bilan est généralement nul. De ce fait, une nouvelle évaluation de la valeur comptable du capital propre de la MGM n'est pas nécessaire. Une valeur comptable de TCHF 125 pour 50% du capital propre de MGM a été retenue.

4.4 BVZ Asset Management AG

Les activités centrales de la BVZ sont représentées par la Matterhorn Gotthard Bahn. La BVZ possède, cependant, de nombreux biens immobiliers qui sont gérés, exploités et entretenus de telle manière à en maximiser le rendement. Une grande partie de ces biens est exploitée et détenue par l'AMAG.

Tableau: Aperçu des biens immobiliers

Aperçu des biens immobiliers de BVZ Asset Management AG		
Lieu	Description	N° de parcelle
Zermatt	Cheminots A - C	1196
	Buffet de la gare	1196
	Place de la gare	1196
Täsch	Terrain	1087
Brig	Bâtiment administratif	255
	Terrain	256
Viège	Bien-fonds ferroviaire AMAG	176
	<i>Echange de bien-fonds MG</i>	3751
	Terrain	177
	Terrain	178
	Terrain	308

Une modification de l'exploitation ou la vente des immeubles à Zermatt n'est pas prévue pour l'instant. Les éventuels effets du plan directeur à Zermatt n'ont pas été inclus dans la présente évaluation.

La commune de Viège et la BVZ pensent à un projet commun visant à mieux exploiter la place de la gare et les parcelles de la BVZ attenantes. Le point central de ce projet est la cession décrite dans le chapitre concernant la BVZ de la parcelle n° 3751 et le changement d'affectation de zones correspondant de la parcelle n° 176. La présente évaluation ne tient compte que de la valeur du terrain, étant donné qu'aucun concept d'exploitation n'a encore été décidé.

L'évaluation des immeubles Cheminots A, B, C du buffet de la gare à Zermatt et du bâtiment administratif à Brig est fondée sur l'expertise d'un agent immobilier local. Nous n'avons pas pu nous entretenir avec cette personne pour des raisons de confidentialité. Les experts immobiliers de KPMG ont examiné la plausibilité de

ces documents. Il convient de mentionner que les méthodes d'évaluation utilisées aboutissent à d'importantes différences dans l'évaluation. Cela s'explique en grande partie par la situation tendue du marché de l'immobilier de Zermatt, où le prix des loyers comme celui des ventes atteignent des sommets au niveau suisse. Etant donné que la stratégie du conseil d'administration de la BVZ ne prévoit pas de vente immobilière pour l'AMAG, les évaluations qui suivent sont fondées sur la méthode d'évaluation des recettes appliquées par les experts immobiliers locaux. La valeur attribuée aux immeubles de rapports Cheminot et au buffet de la gare équivaut, à long terme, à la capitalisation du revenu net.

En ce qui concerne les autres biens immobiliers et terrains appartenant à l'AMAG, on arrive à différentes valeurs immobilières et foncières dépendant de l'utilisation et/ou du résultat des négociations avec d'éventuels preneurs de bail. Deux scénarii en tiennent compte: le scénario 1 part de valeurs basses, alors que le scénario 2 suppose une évaluation favorable de la valeur des biens immobiliers détenus par l'AMAG.

Il convient de prendre en considération les impôts latents dans le cadre de la différence entre les valeurs comptables vérifiées à la fin de l'année 2004 et l'évaluation des biens immobiliers. Conformément aux méthodes d'évaluation en vigueur, la moitié du taux d'imposition sur la valeur de rendement (11,29%) a été retenue pour les biens patrimoniaux.

Selon le scénario 1, la valeur des biens immobiliers s'élève à CHF 42,7 millions, ce qui aurait pour conséquence l'application d'un impôt latent de CHF 2,37 millions. La valeur des biens immobiliers selon le scénario 2 est de CHF 45,2 millions et les impôts latents de CHF 2,63 millions.

BVZ Zermatt Tours AG

Comme il a déjà été mentionné dans les remarques introductives au début du présent chapitre, la participation dans la BVZ Tours sera d'une part réduite et des mesures de restructuration seront prises d'autre part (entre autres, la diminution du capital, des ventes de bus). Un résultat opérationnel équilibré est attendu pour 2005. Etant donné que la situation n'est pas très claire, la valeur du capital propre de l'AMAG a été estimée à 0, par mesure de précaution.

Valeur de l'AMAG

Des réflexions ci-dessus, il résulte une valeur de CHF 42,1 millions pour le scénario 1 et de CHF 44,3 millions pour le scénario 2 pour 100% du capital propre de l'AMAG.

Tableau : Aperçu de la valeur de l'AMAG au 31.12.2004

	Valeurs immobilières Calcul du capital propre	
	en milliers de CHF	
Scénario 1	42,726	42,118
Scénario 2	45,173	44,298

4.5 Matterhorn Terminal Täsch AG

Un parking de plusieurs étages avec accès direct à la gare de Täsch est actuellement construit sur le terrain du parking déjà existant. Les personnes se rendant en voiture à Zermatt doivent obligatoirement se garer au plus tard à Täsch. A l'avenir, ces personnes pourront se garer dans le nouveau parking ou utiliser les places de parking mises à la disposition par de nombreux offrants à Täsch. L'ouverture du nouveau parking est prévue pour le mois de décembre 2006. L'activité de la coopérative Parking Bahnhof Täsch sera transférée à la MTT au début de l'année 2006 déjà. La participation actuelle de 35,35% sera réduite à 34% dès que la commune de Täsch aura augmenté sa part dans le cadre de l'augmentation autorisée de capital.

Business plan de la MTT

Le business plan de la MTT a été élaboré par une entreprise-conseil externe de la région. Ce business plan a ensuite été analysé et vérifié par la direction et a également servi de base à la décision d'investir dans le nouveau parking. Notre évaluation se fonde sur le business plan actuel de la MTT. Etant donné la situation particulière concernant les facilités de parking dans la commune de Täsch, ainsi que la longue expérience dans la gestion des taux d'occupation et du rendement des parkings ouverts à la gare de Täsch, le business plan devrait permettre de faire des projections assez sûres.

La planification s'étend de l'année 2005 à l'année 2009 et ne prévoit plus d'augmentation des bénéfices dès 2007. Sans tenir compte des amortissements et des coûts de financement, les frais d'exploitation, dès 2007, ne devraient varier que faiblement par rapport à l'année précédente et uniquement à cause de l'imposition du capital. Il a été tenu compte des cash flows entrants, dès 2009, lors d'une année normalisée. Il a été supposé que des investissements supplémentaires dans les actifs circulants ne seraient pas nécessaires et que les investissements dans les actifs immobilisés et les amortissements devraient s'équilibrer. Une éventuelle croissance n'a pas été intégrée dans le calcul de la valeur finale DCF-Überlegungen

Réflexions selon la méthode DCF

Les cash flows libres (FCF) ont été déterminés à partir du business plan. Ils ont été calculés au moyen d'un taux de coût du capital ajusté au risque. Deux scénarii ont été envisagés.

Scénario 1

Le scénario 1 prend en compte les cash flows à partir du 1er janvier 2005, bien que des investissements importants soient effectués pendant cette année. Par conséquent, il faut compter avec un cash flow libre (FCF) négatif important pour 2005. Le calcul du capital propre se fait sur la base de l'endettement net au 31.12.2004.

Scénario 2

Le scénario 2 tient compte des cash flows à partir de 2007, lorsque le nouveau parking sera exploité et que tous les investissements initiaux auront été effectués. Pour des raisons de technique d'évaluation, la valeur de la MTT est déterminée à la fin 2006. L'endettement net à la fin 2006 a été soustrait dans le calcul de la valeur du capital propre. A ce moment là, l'endettement net est bien plus important que celui à la fin 2004. La valeur du capital propre ainsi déterminée a ensuite été escomptée au 31.12.2004.

Le taux de coût du capital déterminant présuppose une base de capital de 33% qui doit être rémunérée à environ 9,5%. Un WACC de 4,97% sera appliqué en tenant compte des coûts du capital d'emprunt et du taux d'imposition applicable.

La valeur à 100% du capital propre de la MTT varie selon ces deux scénarii entre CHF 21,55 et CHF 21,76. La valeur de la part de la BVZ de 34% s'élève par conséquent à CHF 7,32 millions, respectivement à CHF 7,4 millions.

Capitalisation des loyers perçus régulièrement

Une autre méthode d'évaluation envisageable dans le cas de la MTT vise à déterminer les loyers nets perçus et de les capitaliser. D'un point de vue de théorie des investissements, on peut comparer un placement dans un parking à un engagement dans un immeuble de rapport. La valeur dans ces cas est déterminée principalement selon la méthode de la valeur de rendement. Dans le cas de la MTT, le bénéfice opérationnel avant amortissements et les coûts de financement ("EBITD") corrigés des impôts correspondants sont équivalents aux loyers perçus avec un immeuble de rapport. L'EBITD moyen des années 2007 à 2009 a été interprété dans le cas de la MTT comme constituant des loyers et a été capitalisé en conséquence. Le taux de capitalisation est composé du taux hypothécaire à long terme attendu et d'un supplément pour l'entretien, les réparations, les dépenses, etc. En conclusion, nous estimons qu'un taux fixé à 6,25% est approprié (calcul selon l'annexe B).

La valeur ainsi estimée correspond à la valeur du capital total de la MTT fin 2006. Dans une deuxième phase, les dettes nettes sont à nouveau déduites à la date correspondante, afin de déterminer la valeur actuelle au 31.12.2004. La valeur de 100% du capital propre de la MTT se montant à CHF 21.3 millions, la participation de 34% de la BVZ est estimée à CHF 7,2 millions.

Valeur de la MTT

Un rabais de 10% pour actionnaires minoritaires² a été retenu, à titre d'ajustement, sur la base du contrat entre les actionnaires de la MTT. Ce contrat prévoit que ces derniers peuvent céder en tout temps leurs actions à une valeur déterminée selon un taux d'évaluation correspondant aux standards en vigueur. La BVZ reste malgré cela un actionnaire minoritaire et ne peut influencer seule le futur stratégique de la MTT, raison pour laquelle cette réduction est justifiée.

Etant donné que toutes les méthodes d'évaluation sont appropriées en l'espèce, la moyenne arithmétique des trois méthodes a servi de base pour l'évaluation de la participation de 34% au capital propre de la MTT. La moyenne de ces trois méthodes permet de déterminer la valeur du capital propre total à CHF 21,5 millions; la part de la BVZ a, par conséquent été estimée, à CHF 7,3 millions.

Tableau : Aperçu de la valeur de la MTT au 31.12.2004

Mode d'évaluation	100% fds propres	34% fds propres
	<i>en milliers de CHF</i>	
Méthode DCF, variante 1	21,545	7,325
Méthode DCF, variante 2	21,759	7,398
Capitalisation des loyers	21,251	7,225
Moyenne des trois valeurs	21,518	7,316
Réduction pour actionnaires minoritaires de 10%		-732
Valeur de la participation à la MTT, y compris rabais pour actionnaires minoritaires		6,585

4.6 Valeur du capital propre de la BVZ Holding AG

Si les valeurs des participations dans les filiales sont intégrées au bilan de la holding, alors le capital propre de BVZ Holding AG pourra être déterminé.

Chacun des deux scénarii concernant l'AMAG ont été considérés individuellement, c'est pourquoi il en résulte deux valeurs pour le capital propre. Aucun impôt latent n'a été pris en compte pour la holding, étant donné que le gain de capital provenant de la vente éventuelle des participations ne sera plus imposé dès le 1^{er} janvier 2007 et qu'une telle vente n'entre pas en considération avant cette date.

² voir: William C. Weaver, Discounts and other Adjustments to Fair Market Value Estimates, University of Central Florida College of Business Orlando, Orlando 1998; Philip Saunders, Control Premiums and Minority Discounts, Massachusetts 1998; Mercer Capital Management Inc., Lessons on Minority and Marketability Discounts, 2003

Tableau: bilan ajusté de BVZ Holding AG au 31.12.2004, scénario No. 1 AMAG

Bilan de la BVZ Holding AG au 31.12.2004, AMAG scénario 1	
Actifs	<i>en milliers de CHF</i>
Total des actifs circulants	514
<i>MG Bahn AG (50%)</i>	125
<i>MG Verkehrs AG (75%)</i>	24,665
<i>BVZ Asset Management AG (100%)</i>	42,118
<i>Matterhorn Terminal Täsch AG (34%)</i>	6,585
Total des participations/actifs immobilisés	73,493
Total des actifs	74,007
Passifs	
Fonds étrangers à court terme	71
Fonds étrangers à long terme	1,888
<i>Capital propre</i>	46,444
<i>Réserves latentes</i>	25,604
Total du capital propre	72,048
Total des passifs	74,007

Le capital propre concernant l'AMAG calculé dans le scénario 1 s'élève ainsi à CHF 72 millions.

Selon le scénario 2, le capital propre concernant AMAG est évalué à CHF 74,2 millions.

Tableau: bilan ajusté de BVZ Holding AG au 31.12.2004, scénario No. 2 AMAG

Bilan de la BVZ Holding AG au 31.12.2004, AMAG scénario 2	
Actifs	<i>en milliers de CHF</i>
Total des actifs circulants	514
<i>MG Bahn AG (50%)</i>	125
<i>MG Verkehrs AG (75%)</i>	24,665
<i>BVZ Asset Management AG (100%)</i>	44,298
<i>Matterhorn Terminal Täsch AG (34%)</i>	6,585
Total des participations/actifs immobilisés	75,673
Total des actifs	76,187
Passifs	
Fonds étrangers à court terme	71
Fonds étrangers à long terme	1,888
<i>Capital propre</i>	46,444
<i>Réserves latentes</i>	27,784
Total du capital propre	74,228
Total des passifs	76,187

5 Détermination de la valeur

Sur la base de nos explications, analyses et restrictions, ainsi que sur les hypothèses que nous avons émises, le prix minimum d'une action au porteur de la Holding AG s'élève à CHF 485.

KPMG Fides Peat

Martin Schaad

Rolf Langenegger

Annexe A: Documentation

Groupe Matterhorn Gotthard Bahn

- Règlement d'organisation du groupe MGB du 27 août 2003
- Diagramme des fonctions et de la répartition des compétences au sein de la MGB du 27 octobre 2003
- Rapports annuels 2003 et 2004 de la Matterhorn Gotthard Bahn
- Comptabilité analytique 2004 de la Matterhorn Gotthard Bahn
- Plan stratégique de la MGB pour les années 2005 à 2009, y.c. analyse stratégique
- Principes de l'imputation des prestations au sein du groupe MG Bahn du 27 août 2003.
- Convention de transfert de la gestion des affaires par la Matterhorn Gotthard Verkehrs AG à la société anonyme la Matterhorn Gotthard Bahn du 23 mai 2003.
- Convention de transfert de la gestion des affaires par la Matterhorn Gotthard Infrastruktur AG à la société anonyme Matterhorn Gotthard Bahn du 23 mai 2003.
- Concept de gestion des risques 2004 de la Matterhorn Gotthard Bahn 2004 du 12 décembre 2003
- Concept de gouvernance d'entreprise pour la Matterhorn Gotthard Bahn du 27 août 2003
- Concept marketing 2003 à 2006 de la Matterhorn Gotthard Bahn du 16 juillet 2003
- Extrait du concept marketing 2006 à 2009 de la Matterhorn Gotthard Bahn du 31 mars 2005: chiffre 3
- Domaines d'activités stratégiques
- Concept d'exploitation 2003 de la Matterhorn Gotthard Bahn du 13 novembre 2003
- Concept pour le matériel roulant 2004 à 2008 de la Matterhorn Gotthard Bahn du 17 novembre 2003
- Concept pour l'infrastructure 2004 à 2008 de la MGB du 17 novembre 2003
- Manuel de gestion des projets de la MGB du 21 août 2003
- Concept de gestion des relations 2004 de la MGB du 25 février 2004
- Concept de supervision stratégique 2004 de la MGB du 25 février 2004
- Convention de rapprochement avec contrat d'actionnaires concernant la BVZ/le groupe FO Bahn du 17 janvier 2003

Société anonyme Matterhorn Gotthard Bahn

- Statuts de la société anonyme Matterhorn Gotthard Bahn du 13 juin 2003
- Rapport de l'organe de contrôle 2003 de la société anonyme Matterhorn Gotthard Bahn
- Déclaration d'impôts 2003 de la société anonyme Matterhorn Gotthard Bahn

- Contrat de gestion des affaires entre BVZ Holding AG et la société anonyme Matterhorn Gotthard Bahn de novembre 2004 (non daté, non signé)
- Convention de coopération entre la BVZ et la GGB du 25.11.2004,
- Contrat de gestion d'affaires entre la GGB et la Matterhorn Gotthard Bahn du 18.11.2004,
- Convention de prestations entre la GGB et le groupe Matterhorn Gotthard Bahn du 18.11.2004
- Bilan EDV et compte de résultats de la société anonyme Matterhorn Gotthard Bahn au 31.12.2003 et 2004
- Business plan et tableau des liquidités 2006 - 2009
- Rapport financier 2004

Matterhorn Gotthard Verkehers AG

- Statuts de la Matterhorn Gotthard Verkehers AG du 23 mai 2003
- Concession de l'Office fédéral des transports
- Rapport de l'organe de contrôle 2003 de la Matterhorn Gotthard Verkehers AG
- Rapport explicatif 2003 de la Matterhorn Gotthard Verkehers AG
- Déclaration d'impôts 2003 de la Matterhorn Gotthard Verkehers AG
- Rapport de l'organe de contrôle 2002 de la compagnie de Chemins de fer Brig Viège Zermatt AG
- Bilan et compte de résultats de la MGV AG au 31.12.2003 et 2004
- Détails des postes du bilan et du compte de résultat
- Business plan et tableau des liquidités 2006 – 2009
- Récapitulatif des loyers des immeubles à Brig, Andermatt Realp et Göschenen
- Données concernant les contributions d'assainissement d'Ascoop

BVZ Holding AG

- Statuts de la BVZ Holding AG du 25 octobre 1999
- Organigramme du groupe BVZ avec la structure de l'organisation et des fonctions
- Rapports annuels 2002 et 2003 de la BVZ Holding AG
- Rapports de l'organe de contrôle 2002, 2003 de la BVZ Holding AG
- Rapports de l'expert-comptable 2002 et 2003 du groupe BVZ Holding AG
- Déclaration d'impôts 2003 de la BVZ Holding AG
- Bilan et compte de résultat de la BVZ Holding AG au 31.12.2003 et 2004
- Détails des postes du bilan et du compte de résultat
- Business plan et tableau des liquidités 2006 - 2009

BVZ Asset Management AG

- Rapports de l'organe de contrôle 2002 et 2003 de BVZ Asset Management AG
- Déclaration d'impôts 2003 de la BVZ Asset Management AG

- Bilan et compte de résultat de la BVZ Asset Management au 31.12.2003 et 2004
- Détails des positions du bilan et du compte de résultat
- Business plan et tableau des liquidités 2006 – 2009
- Immeubles Cheminots A, B, C, Zermatt: rapport d'estimation immobilière du 15 avril 2005, et div.
- Immeuble du buffet de la gare, Zermatt: rapport d'estimation immobilière du 15 avril 2005
- Bâtiment administratif, Nordstrasse 20, Brig: expertise Kämpfen du 12 décembre 2004
- Immeuble, Sandmattenstrasse 11, Brig: compte administratif 2004, contrats de bail
- Maison Giessen, Göschenen: contrat de bail
- Maison Hegg, Realp: contrat de bail
- Locatif Göschenen: extrait de la comptabilité
- Dépôts Glisgrund et Andermatt: extrait de la comptabilité
- Parcelle ferroviaire de Viège: étude de faisabilité, procès-verbal du 7 avril 2005 concernant le réaménagement de la gare de Viège, divers
- Divers terrains: aperçu de « l'acquisition de terrains et de droits » au 31.12.2004

MG Bahn Tours AG

- Rapport de l'organe de contrôle 2003 de la MG Bahn Tours AG
- Bilan et compte d'exploitation 2003 de la MG Bahn Tours

BVZ Zermatt Tours AG

- Bilan et compte de résultats 2003 de la BVZ Zermatt Tours
- Procès-verbal n° 12 de la séance du CA du 18.03.2005

Matterhorn Terminal Täsch AG

- Business plan et tableau des liquidités 2006 - 2009 de MTT
- Statuts du 27.07.2004
- Contrat d'actionnaires du 27.07.2004

Documents divers

- Procès-verbal de la séance du conseil de fondation du Fonds de Prévoyance Patronale de la BVZ du 12 mars 2004
- Procès-verbal de la séance du conseil de fondation du Fonds de Prévoyance Patronale du 20.02.2002/03.03.2003
- Comptes annuels au 31.12.2004 du Fonds des Ouvriers de la voie de la compagnie des Chemins de fer de Brig Viège Zermatt
- Comptes annuels au 31.12.2004 du Fonds de Prévoyance de la compagnie des Chemins de fer de Brig Viège Zermatt
- Rapport de l'organe de contrôle 2003 du Fonds de Prévoyance de la compagnie des Chemins de fer de Brig Viège Zermatt

- Rapport de l'organe de contrôle 2002 du Fonds de Prévoyance de la compagnie des Chemins de fer Brig de Viège Zermatt
- Procès-verbal de la séance du conseil de fondation du Fonds de Prévoyance de la compagnie des Chemins de fer de Brig Viège Zermatt du 20 février 2002
- Demande d'investissement et de crédit pour les projet de la gare de transit de Brig (62.5 millions), acquisition de 5 trains automoteurs (47,6 millions), acquisition d'un terrain à la station top-terminal de Täsch (1 million), top-terminal de Täsch (74 millions), assainissement des ponts de la Reuss (7,5 millions), participation à la Matterhorn Parking Täsch AG (3,5 millions)

Annexe B: Détermination des taux d'actualisation

Détermination du coût moyen pondéré du capital (WACC) de la MGV

Eléments		Remarques
Coûts relatifs au capital propre	4.00%	Taux d'intérêts des obligations à 30 ans de la Confédération à 3%, plus le supplément pour non-liquidité de 1%
Coûts relatifs aux fonds étrangers	3.00%	Intérêts effectifs moyens des fonds étrangers (en partie les dettes financières exemptées d'intérêts)
Taux d'imposition marginale	21.57%	Taux d'imposition marginal applicable dans le canton du Valais
Coûts relatifs aux fonds étrangers après imposition	2.35%	
Part du capital propre	50.00%	Correspond à la structure de capital visée
Coût moyen pondéré du capital	3.18%	

Détermination du coût moyen pondéré du capital (WACC) de MTT

Eléments		Remarques
Coûts relatifs au capital propre	9.50%	Taux d'intérêts des obligations à 30 ans de la Confédération à 3%, plus le supplément pour les créances sur les recettes des investisseurs
Coûts relatifs aux fonds étrangers	3.50%	Intérêts effectifs moyens des fonds étrangers
Taux d'imposition marginale	21.57%	Taux d'imposition marginal applicable dans le canton du Valais
Coûts relatifs aux fonds étrangers après imposition	2.75%	
Part du capital propre	33.00%	Correspond à la structure de capital visée
Coût moyen pondéré du capital	4.97%	