

Au conseil d'administration de
Clair Finanz Holding SA
Sinslerstrasse 47
CH-6330 Cham

Zurich, le 25 mai 2004

Fairness Opinion

Messieurs,

Carlton-Holding SA, Allschwil, soumet une offre publique d'acquisition pour l'ensemble des actions nominatives et au porteur de Clair Finanz Holding SA, Cham, détenues par le public.

Vous nous avez chargés d'évaluer avec toute l'objectivité requise le prix d'acquisition proposé.

Vous trouverez ci-après notre rapport de travail ainsi que notre conclusion sur l'adéquation du prix offert.

Sommaire	Page
1. Introduction	2
2. Mandat	2
3. Fondements et travaux effectués	3
4. Principes d'évaluation	4
5. Conclusion	8

1. Introduction

Les actionnaires de Mövenpick-Holding, Cham, ont approuvé la scission de Clair Finanz Holding SA lors de l'assemblée générale ordinaire du 15 avril 2004. Prenant effet au 1^{er} janvier 2004, la scission interviendra le 17 juin 2004 par distribution des actions de Clair Finanz Holding SA aux actionnaires de Mövenpick-Holding sous la forme d'un dividende. La transaction aura pour effet de regrouper le parc immobilier du Groupe Mövenpick, de même que certains autres actifs non opérationnels et leurs passifs, au sein d'une nouvelle entité dénommée Clair Finanz Holding SA. Cette scission traduit la volonté du Groupe Mövenpick de rationaliser la structure de son bilan et de se recentrer sur ses activités phares. Les actionnaires de Mövenpick-Holding ont été informés en détail sur la procédure prévue et son déroulement dans la brochure d'information publiée le 14 avril 2004. Les modalités de la scission sont réglées dans le contrat de scission (spin-off) conclu entre Mövenpick-Holding, Cham, et Clair Finanz Holding SA, Cham, le 25 mars 2004 ainsi que dans l'avenant du 8 avril 2004.

Dans le cadre du concept de scission les actionnaires majoritaires de Clair Finanz Holding SA entendent soumettre aux autres actionnaires de Clair Finanz Holding SA une offre publique d'acquisition en espèces de leurs actions via la société Carlton-Holding SA qui agira en qualité d'offrant. L'offrant souhaite ainsi proposer aux actionnaires minoritaires une solution fiscalement avantageuse de désengagement du capital de Clair Finanz Holding. Elle vise aussi à obtenir le plus grand nombre d'actions possible. Les actions de Clair Finanz Holding SA ne seront pas cotées à la Bourse suisse (SWX). La Banque Cantonale de Zurich se chargera du négoce hors bourse des actions de Clair Finanz Holding SA à compter du jour de la scission.

Le conseil d'administration de Clair Finanz Holding SA a par ailleurs chargé KPMG Fides, Zurich, d'effectuer une évaluation neutre des valeurs immobilières (immeubles et sociétés anonymes possédant des actifs immobiliers) transférées à Clair Finanz Holding SA.

2. Mandat

Vous nous avez donné pour mandat d'établir une Fairness Opinion sur l'adéquation financière de l'offre d'acquisition de Carlton-Holding SA, Allschwil, portant sur l'ensemble des actions de Clair Finanz Holding SA détenues par le public.

Notre Fairness Opinion s'appuie sur l'évaluation neutre du parc immobilier réalisée par KPMG Fides, Zurich, sur les données communiquées par la société ainsi que sur les informations disponibles au 25 mai 2004 (date de la rédaction du présent avis) et jugées pertinentes au regard du contexte économique et de la situation prévalant sur les marchés.

Nous nous sommes attachés en particulier à vérifier la plausibilité des données et analyses internes reçues de la part de la direction et à contrôler la vraisemblance des

hypothèses qu'elles contenaient. Ce faisant, nous avons supposé que les informations rendues publiques ou mises à notre disposition étaient aussi fiables qu'exhaustives et qu'elles nous avaient été transmises de bonne foi.

N'ayant procédé à aucune analyse ou évaluation approfondie des actifs et passifs de Clair Finanz Holding SA, nous tenons à préciser que l'appréciation des informations qui nous ont été communiquées ne constitue en rien un audit au sens des normes suisses ou internationales, et que l'avis rendu par le présent document n'équivaut nullement à une certification de comptes. S'agissant des aspects juridiques et fiscaux de la transaction, nous nous sommes entièrement appuyés sur les données fournies par Clair Finanz Holding SA.

De même, notre Fairness Opinion ne porte nullement sur la décision de scission de Clair Finanz Holding SA qui a précédé l'offre d'acquisition et ne saurait être comprise comme une recommandation de vente adressée aux actionnaires de cette société. Elle ne comporte aucune analyse spécifique des avantages susceptibles d'être retirés par Clair Finanz Holding SA de la transaction et ne traite pas davantage des cours auxquels s'effectue le négoce hors bourse de ses actions après la scission.

Notre évaluation s'appuyant largement sur les données fournies par la société, en particulier ses prévisions chiffrées et les informations concernant l'orientation future de ses affaires, notre responsabilité se limite strictement à l'exécution consciencieuse et professionnelle de notre mandat

Nous agissons, dans le cadre de la transaction, en qualité de conseiller financier de Clair Finanz Holding SA. Ces prestations sont rémunérées par des honoraires.

3. Fondements et travaux effectués

L'évaluation du prix offert repose sur un certain nombre de fondements que nous nous proposons de décrire ci-dessous. Elle nous a en particulier amenés à accomplir les tâches suivantes:

- Examen des données commerciales et financières rendues publiques par le Groupe Mövenpick et Clair Finanz Holding SA (brochure d'information sur la scission, rapport de gestion 2003 de Mövenpick-Holding, contrat de scission avec avenant, évolution du cours des actions de Mövenpick-Holding en 2004), analyse de la plausibilité des informations obtenues et des hypothèses les étayant;
- Examen des informations commerciales et financières internes se rapportant à la scission de Clair Finanz Holding SA et aux immobilisations corporelles et incorporelles transférées (bilan détaillé de la scission, composition des actifs, calcul des impôts différés, récapitulatif des frais encourus);

- Examen de l'évaluation neutre des valeurs immobilières réalisée par KPMG Fides, Zurich; appréciation des méthodes d'évaluation utilisées, des paramètres définis et des calculs comparatifs réalisés; consultation des rapports d'évaluation et des documents de travail se rapportant à chaque bien; entretien avec les experts chargés de l'évaluation à propos des travaux effectués et des hypothèses élaborées;
- Elaboration de différents scénarios en termes de valeur, compte tenu des informations disponibles et des diverses hypothèses établies;
- Calcul de la valeur par catégorie d'actions;
- Comparaison des résultats ainsi obtenus avec l'offre d'acquisition.

4. Principes d'évaluation

Le résultat de nos travaux se résume comme suit:

4.1 Généralités

L'évaluation des actions de Clair Finanz Holding SA s'appuie sur différentes méthodes, selon la catégorie d'actifs concernée.

Compte tenu du contexte décrit précédemment et du fait que les actifs transférés par Mövenpick-Holding au sein de Clair Finanz Holding SA sont de nature disparate, la procédure et la méthodologie retenues ont été jugées adéquates et compréhensibles quant à leurs effets sur le calcul de la valeur intrinsèque de Clair Finanz Holding SA.

Les actions de Clair Finanz Holding SA n'étant pas cotées en bourse, il n'a pas été possible de s'appuyer sur un historique des cours ou sur d'autres transactions à des fins de comparaison.

Pour le cadre de la présente évaluation, les actifs de Clair Finanz SA ont été répartis dans les catégories suivantes:

- Valeurs immobilières (immeubles et sociétés anonymes possédant des actifs immobiliers);
- Liquidités, titres, créances et autres engagements;
- Impôts différés, droits de mutation et frais de transaction;
- Actions de Mövenpick-Holding.

Afin d'établir la valeur de chacune de ces catégories, nous avons eu recours aux paramètres et scénarios ci-après:

4.2 Parc immobilier

Introduction

Afin de déterminer la valeur du parc immobilier, chaque actif immobilier détenu directement par Clair Finanz Holding SA ou indirectement via ses filiales a été évalué séparément.

Le principe d'évaluation retenu pour l'ensemble du parc immobilier se base sur le rendement futur, mesuré à l'aide des critères que sont l'usage et l'affectation des biens.

La méthode d'évaluation appliquée a consisté à prendre en considération le Discounted Cash Flow (free cash flow actualisés sur une période prévisionnelle de cinq ou dix ans, majoré de la valeur résiduelle en tenant compte de la durée de vie résiduelle) et la valeur actuelle (calcul sur la base de la valeur locative en tenant compte des frais d'administration et des renouvellements périodiques, sachant que le cycle de renouvellement dépend chaque fois de l'affectation et de la nature de l'immeuble, il se situe en l'espèce entre 15 et 30 ans).

La plausibilité de ces évaluations a été établie grâce à des calculs comparatifs (valeur de rendement, valeur actuelle, valeur substantielle, comparaison avec des immeubles situés dans un emplacement analogue).

La valeur vénale a, en règle générale, été déterminée sur la base de la moyenne entre la valeur du Discounted Cash Flow et celle de la valeur actuelle. Pour certains immeubles, la valeur de rendement a été également prise en compte pour le calcul de la valeur vénale.

Le principe d'évaluation, selon lequel la valeur d'un bien (immeuble) dépend de son rendement futur, a été respecté.

Le taux d'intérêt de base a été déterminé en fonction de chaque immeuble, en s'appuyant à la fois sur le taux de base lissé à long terme (pour les immeubles strictement réservés à un usage d'habitation) et sur le mode de financement, à savoir 60% de fonds de tiers et 40% de fonds propres (rémunération des fonds de tiers et rémunération escomptée des fonds propres).

Des surprimes de risque ont été imputées à l'hôtellerie et à la gastronomie en raison du contexte économique qui prévaut dans ces secteurs. Le risque lié à l'emplacement de l'immeuble a également été un élément déterminant dans le calcul de la surprime.

Compte tenu de leur affectation et de leur usage, le parc immobilier peut être segmenté, aux fins de la présente évaluation, dans les catégories suivantes:

4.2.1 Hôtels avec bail à ferme fixé en fonction du bénéfice

L'évaluation des hôtels, dont le bail à ferme est fixé en fonction du bénéfice (loyers déterminés sur la base du chiffre d'affaires), se fonde sur le loyer minimal inscrit dans les

contrats de bail récemment conclus ainsi que sur les prévisions des exercices 2004 à 2008. Les plans prévisionnels reposent quant à eux sur les budgets déterminés par la direction pour les différents immeubles. La plausibilité des budgets établis résulte des études comparatives effectuées à partir des chiffres et paramètres caractérisant la branche (indice de référence SGH de 2001 à 2003 et établissements comparables situés à l'étranger).

Les taux d'actualisation appliqués aux établissements hôteliers en Suisse se situent, compte tenu des surprimes respectives résultant de l'emplacement et de la nature de l'établissement, entre 6,2 et 6,5%, sachant que la valeur résiduelle a été calculée en tenant compte d'un taux de croissance annuel de 1%.

4.2.2 Autres immeubles à usage commercial

La catégorie des autres immeubles à usage commercial comprend les établissements hôteliers, les restaurants et les bâtiments administratifs. Ces immeubles ont eux aussi été évalués d'après la méthode du Discounted Cash Flow et de la valeur actuelle tels que définis dans l'introduction.

Pour les établissements hôteliers, les chiffres prévisionnels ont été établis à partir des contrats de bail. Les taux d'actualisation des établissements situés en Suisse ont oscillé, en fonction des surprimes de risque liées à l'emplacement et à la nature de l'établissement, entre 6,2 et 6,5%. Les taux d'actualisation appliqués aux établissements hôteliers sis à l'étranger ont été fixés, en raison des taux d'intérêt de base supérieurs prévalant dans les différents pays, à 8,5%.

Dans le cas des restaurants, les prévisions se sont fondées sur les contrats de bail en vigueur. Les taux d'actualisation appliqués à cette catégorie d'immeubles s'élèvent, compte tenu des surprimes de risque liées à l'emplacement et à la nature de l'établissement, à 6%.

Pour déterminer la valeur locative des bâtiments administratifs, les prix unitaires attribués aux surfaces utiles nettes ont été utilisés. Il s'agit d'un mode de calcul usuel pour les immeubles de bureaux et ceux offrant des prestations. Les valeurs locatives retenues par m² et année correspondent aux données usuelles du marché local. Le taux d'actualisation, déterminé au vu des surprimes de risque, est de 4,85%.

4.2.3 Immeubles d'habitation, terrains constructibles et réserves d'utilisation

L'évaluation des immeubles strictement réservés à un usage d'habitation ainsi que des parcelles de terrain à bâtir et des réserves d'utilisation a été déterminée en fonction de la valeur de rendement et par comparaison avec des immeubles situés dans un emplacement analogue. Le choix de ce principe d'évaluation a été dicté par le fait que les

immeubles concernés ne présentaient pas, de par leur nature et leur état, des caractéristiques pertinentes au regard de la méthode du cash flow actualisé.

Pour les terrains constructibles, le calcul des rendements futurs est intervenu sur la base d'un projet de bâtiment permettant, au regard des prescriptions des services de l'urbanisme, d'utiliser pleinement la surface du terrain. Le taux de capitalisation – tel qu'appliqué et déterminé en fonction, d'une part, des surprimes de risques pour frais d'administration et, d'autre part, des provisions pour renouvellements – s'élève à 6,2%.

Les rendements futurs des immeubles d'habitation ont été calculés en fonction de loyers théoriques. Le taux de capitalisation tel que déterminé au regard des surprimes de risque dues à l'âge et à l'état des différents immeubles est de 7%.

4.3 Liquidités, titres, créances et autres engagements

L'évaluation des liquidités, créances et autres engagements s'est faite sur la base des valeurs nominales figurant dans le bilan de scission au 1^{er} janvier 2004.

Afin de tenir compte du rendement du capital immobilisé, un intérêt correspondant au taux du marché monétaire (à 3 mois) a été retenu pour calculer la valeur des actions sur la période comprise entre le 1^{er} janvier 2004 et la date de l'offre d'acquisition.

L'évolution des cours boursiers entre janvier et fin mars 2004 a été retenue lors de l'évaluation des titres compris dans l'actif circulant.

4.4 Impôts différés, droits de mutation et frais de transaction

Lors de la scission, les différentes valeurs immobilières (immeubles et sociétés) ont été transférées à Clair Holding SA à leur valeur comptable.

Les impôts différés portant sur la différence par rapport à la valeur vénale des valeurs immobilières ont été pris en compte séparément pour chaque société appartenant à Clair Finanz Holding SA lors du calcul de la valeur intrinsèque (net asset value). Les taux d'imposition du bénéfice de 25% et de 12,5% ont été appliqués à cette occasion.

Les impôts différés portant sur la différence entre la valeur comptable et la valeur marchande des participations et autres actifs ont été calculés au taux de 8%, tant au niveau de Clair Finanz Holding SA que de ses filiales.

Les droits de mutation dus sur le transfert des biens immobiliers ainsi que les frais de transaction liés à la scission de Clair Finanz Holding SA ont été traités séparément. Le montant retenu a été déterminé en fonction d'une estimation des coûts engendrés.

4.5 Actions de Mövenpick-Holding

La valeur des actions de Mövenpick-Holding détenues par Clair Finanz Holding SA a été calculée sur la base de la moyenne des cours boursiers des deux catégories de titres en mars et avril 2004.

Un ajustement de valeur, pour la partie de Clair Finanz Holding SA concernée par la scission, a été effectué à la date d'évaluation en fonction de la valeur intrinsèque des actifs et passifs transférés. La plausibilité des résultats obtenus a été analysée en les comparant à la valeur intrinsèque des actions de Mövenpick, après la scission, au 1^{er} janvier 2004.

4.6 Prime

Les calculs de la valeur des actions de Clair Finanz Holding SA, basés sur divers scénarios, montrent que le prix offert pour les deux catégories d'actions comprend une prime dans toutes les variantes que nous avons prises en considération.

5. Conclusion

Compte tenu de la situation de départ décrite auparavant, des informations communiquées par la société et des analyses auxquelles nous avons procédé, nous estimons que le prix proposé, à savoir CHF 500 par action au porteur de Clair Finanz Holding SA et CHF 100 par action nominative de Clair Finanz Holding SA, est équitable et approprié d'un point de vue financier.

Notre Fairness Opinion s'adresse exclusivement au conseil d'administration et aux actionnaires de Clair Finanz Holding SA. Elle ne saurait être destinée à quelque autre usage que ce soit sans l'accord écrit de BDO Sofirom, hormis sa publication en annexe du prospectus d'offre.

La présente Fairness Opinion est soumise au droit suisse, le for exclusif est à Zurich.

Veuillez agréer, Messieurs, nos salutations les meilleures.

BDO Sofirom



Markus Egli



Markus Eugster