

## Expertise d'évaluation: Victoria-Jungfrau Collection AG

7 novembre 2013



Building a better  
working world

### Louis Siegrist

Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 2131

M +41 58 289 2131

F +41 58 286 3004

E [louis.siegrist@ch.ey.com](mailto:louis.siegrist@ch.ey.com)

### Matthias Oppermann

Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 4592

M +41 58 289 4592

F +41 58 286 3004

E [matthias.oppermann@ch.ey.com](mailto:matthias.oppermann@ch.ey.com)

## Répertoire des abréviations

<b>ACN</b>	Actif circulant net
<b>ADR</b>	Prix moyen des chambres (Average daily rate)
<b>AEVIS</b>	AEVIS Holding SA
<b>BAK-Basel</b>	BAK Basel Economics AG
<b>Capex</b>	Dépenses d'investissement (anglais: capital expenditures)
<b>CE</b>	Capital emprunté
<b>CHF</b>	Franc suisse
<b>COPA</b>	Commission des OPA
<b>DCF</b>	Discounted cash-flow
<b>EBIT</b>	Bénéfice avant intérêts et impôts (Earnings before interest and taxes)
<b>EBITDA</b>	Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (anglais: Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
<b>EY</b>	Ernst & Young SA, Suisse
<b>FCF</b>	Flux de trésorerie disponible (anglais: free cash flow)
<b>FYXX</b>	Exercice (anglais: financial year)
<b>FYXXA</b>	Exercice, valeurs réalisées (anglais: financial year actual)
<b>FYXXF</b>	Exercice, valeurs attendues (anglais: financial year forecast)
<b>GOI</b>	Résultat brut d'exploitation (anglais: Gross operating income)
<b>GOP</b>	Bénéfice brut d'exploitation (anglais: Gross operating profit)
<b>Groupe EXPER</b>	Groupe d'expérience
<b>HYXX</b>	Semestre (anglais: Half year)
<b>KPI</b>	Key Performance Indicator
<b>LBVM</b>	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
<b>MCHF</b>	Million de francs suisses
<b>mCHF</b>	Milliers de francs suisses
<b>MEDAF</b>	Modèle d'évaluation des actifs financiers (capital asset pricing model)

## Répertoire des abréviations

<b>MRSI</b>	M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A.
<b>n/a</b>	non disponible/non applicable
<b>NAV</b>	valeur intrinsèque (anglais: net asset value)
<b>NOPAT</b>	Résultat d'exploitation net après impôts (anglais: net operating profit after taxes)
<b>not.</b>	notamment
<b>OBVM-FINMA</b>	Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
<b>OFS</b>	Office fédéral de la statistique
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>RevPar</b>	Revenu par chambre disponible (anglais: Revenue per available room)
<b>SA</b>	Société anonyme
<b>SCH</b>	Société Suisse de Crédit Hôtelier
<b>SIX</b>	Bourse suisse, SIX Swiss Exchange
<b>Victoria Jungfrau</b>	Victoria Jungfrau Grand Hotel & Spa
<b>VJC</b>	Victoria-Jungfrau Collection AG
<b>VWAP</b>	prix moyen pondéré selon le volume (anglais: volume weighted average price)
<b>WACC</b>	Coût moyen pondéré du capital (anglais: weighted average cost of capital)

# Table des matières

<b>Introduction</b>	<b>5</b>
1. Situation initiale .....	6
2. Mandat et principes d'exécution.....	7
<b>Description de l'entreprise et analyse de marché</b>	<b>8</b>
3. Description de l'entreprise.....	9
4. Analyse de marché .....	11
<b>Bases d'évaluation</b>	<b>14</b>
5. Principes d'évaluation .....	15
6. Méthodes et procédures d'évaluation .....	16
<b>Réflexions sur la valeur</b>	<b>19</b>
7. Analyse du prix de l'action et analyse de liquidité.....	20
8. Méthode du discounted cash-flow.....	22
9. Méthodes basées sur la valeur de marché .....	29
10. Valeur intrinsèque .....	32
<b>Evaluation globale</b>	<b>33</b>
11. Evaluation globale .....	34
<b>Annexe</b>	<b>35</b>
12. Annexe A: Evaluation DCF .....	36
13. Annexe B: Paramètres WACC .....	37
14. Annexe C: KPI historiques de VJC .....	39
15. Annexe D: Groupe de comparaison pour l'évaluation des Trading Multiples .....	41
16. Annexe E: Groupe de comparaison pour l'évaluation des Transaction Multiples .....	42

## Introduction

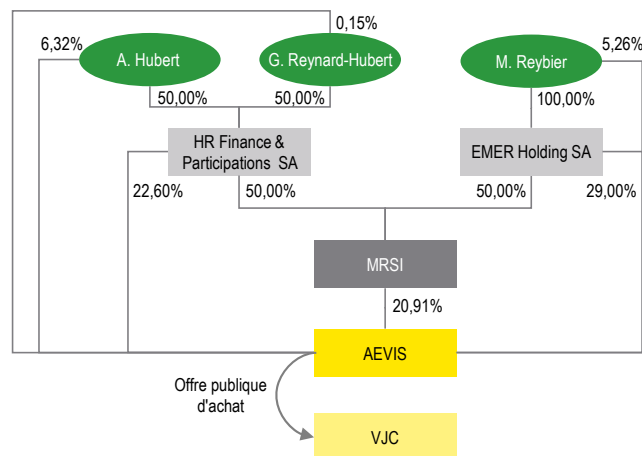
---

1. Situation initiale
2. Mandat et principes d'exécution

## Situation initiale

### Situation initiale

Source: MRSI



### Situation initiale

- M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A. (« MRSI »), est une société holding détenue à parts égales par Antoine Hubert et Géraldine Reynard-Hubert (via HR Finance & Participations SA) et Michel Reybier (via EMER Holding SA). MRSI et les personnes mentionnées détiennent au total 84,24% d'AEVIS Holding SA (« AEVIS »). La structure de participation détaillée est représentée dans le graphique ci-contre.
- AEVIS a soumis une offre publique d'achat pour toutes les actions nominatives en circulation de Victoria-Jungfrau Collection AG (« VJC ») d'une valeur nominale de CHF 100 (ci-après « action VJC »).
- Conformément à l'annonce préalable du 24 octobre 2013, le prix de l'offre publique d'achat est de CHF 250,00 nets par action VJC. L'offre est soumise le 8 novembre 2013.
- Selon l'art. 25 de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (« LBVM »), une telle offre doit être soumise au contrôle d'une société d'audit autorisée par la FINMA ou d'un négociant avant sa publication.
- Les actions VJC sont cotées aux Bourses suisses SIX Swiss Exchange et BX Berne Exchange. Comme les actions VJC doivent être qualifiées d'illiquides en raison de leur volume de négoce faible au cours des 12 mois complets ayant précédé la publication de l'annonce préalable de l'offre publique d'achat d'AEVIS, la vérification du respect du prix minimum offert par AEVIS doit s'appuyer sur une évaluation effectuée par un organe de contrôle, au sens de l'art. 40, al. 4, de l'ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les Bourses et le commerce des valeurs mobilières (« OBVM-FINMA »).

## Situation initiale

### Mandat à EY

- ▶ MRSI a chargé Ernst & Young SA, Suisse (« EY » ou « nous ») de procéder à l'évaluation des titres de participation illiquides de VJC au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA.
- ▶ Les détails du mandat sont contenus dans la confirmation du mandat du 26 septembre 2013. La date d'évaluation est le 23 octobre 2013, soit le jour précédant la publication de l'annonce préalable, le 24 octobre 2013.
- ▶ L'expertise d'évaluation ne constitue en aucun cas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'achat et ne comporte aucune estimation des répercussions entraînées par une acceptation ou un refus de l'offre, ni aucune déclaration concernant la valeur future d'une action VJC et du prix auquel les actions VJC non incluses dans l'offre d'achat pourront se négocier à l'avenir.
- ▶ Le Conseil d'administration de la société cible a été tenu informé de l'offre. Nous n'avons, cependant, pas eu accès aux données internes de VJC. De ce fait, notre évaluation repose uniquement sur des informations accessibles au public concernant VJC et d'autres analyses générales du secteur et du marché. Par conséquent, notre responsabilité se limite à l'analyse et à l'évaluation diligentes et professionnelles de ces informations.
- ▶ L'expertise d'évaluation peut être rendue publique.

### Procédure d'évaluation

- ▶ EY a mené ses propres réflexions sur l'évaluation des titres de participation de VJC. Nos travaux comportent pour l'essentiel les étapes de travail suivantes:
  - obtention d'informations pertinentes;
  - analyse des informations;
  - réalisation d'analyses du marché et du secteur pertinentes;
  - réflexions sur l'évaluation de VJC à l'aide de méthodes d'évaluation appropriées; et
  - conclusion concernant la valeur par EY.
- ▶ Nous avons réalisé la présente évaluation dans l'optique de l'ensemble des actionnaires publics. Cette analyse ne tient pas compte des conséquences fiscales ou autres que l'acceptation de l'offre publique d'achat pourrait avoir sur la situation individuelle des actionnaires. Une telle prise en compte n'est pas envisageable en raison de la diversité des conditions dans lesquelles se trouvent les différents actionnaires.

## Description de l'entreprise et analyse de marché

---

1. Description de l'entreprise
2. Analyse de marché



## Description de l'entreprise

### Logo de VJC

Source: site Internet de l'entreprise

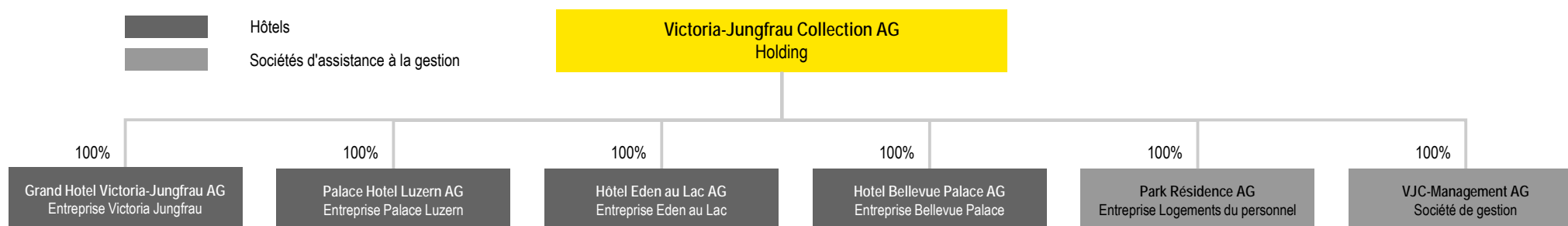


### Profil succinct et structure organisationnelle

- ▶ VJC est un groupe hôtelier dont le siège est situé à Interlaken, en Suisse, qui exploite actuellement quatre hôtels de luxe suisses.
- ▶ L'entreprise a été fondée en 1895 sous la raison sociale Grand Hotel Victoria-Jungfrau AG en vue de l'exploitation de l'hôtel Victoria-Jungfrau à Interlaken.
- ▶ Depuis 1997, VJC mène une stratégie de croissance contrôlée et a acquis d'autres établissements hôteliers à Lucerne (Palace Luzern, 1997), Zurich (Eden au Lac, 2005) et Berne (Bellevue Palace, 2007). En conséquence, VJC est propriétaire, au total, de quatre entreprises hôtelières cinq étoiles. En 2007, la société a été rebaptisée Victoria-Jungfrau Collection AG.
- ▶ Les actions de VJC sont cotées aux Bourses suisses BX Berne Exchange, à Berne, depuis 1953, et SIX Swiss Exchange, à Zurich, depuis novembre 1993. En décembre 2012, VJC a annoncé la suppression de la cotation au 29 novembre 2013 en raison du faible volume de négoce.
- ▶ La société holding VJC détient 100% de chacune des quatre entreprises hôtelières. En outre, elle possède 100% des parts de la société Park Résidence AG, qui propose des logements au personnel hôtelier, et 100% de VJC-Management AG, qui fournit des prestations de gestion, de marketing et informatiques pour l'ensemble du groupe.
- ▶ La structure de l'organisation ressort du graphique ci-dessous.

### Structure d'organisation de VJC

Source: rapport annuel VJC FY12A



## Description de l'entreprise

### Présentation des hôtels

- Actuellement, VJC est propriétaire des bâtiments du Victoria Jungfrau et de l'Eden au Lac. Celui du Palace Luzern a été vendu en 2011 au Credit Suisse Real Estate Fund Hospitality. L'immeuble du Palace Bellevue appartient à la Confédération. Des contrats de bail à long terme ont été signés pour les deux immeubles.
- Vous trouverez ci-après des détails supplémentaires et les KPI pour les quatre hôtels.

### Détails et KPI par hôtel (2012)

Hôtel	Victoria Jungfrau	Palace Luzern	Eden au Lac	Bellevue Palace
Situation	Interlaken (BE)	Lucerne (LU)	Zurich (ZH)	Berne (BE)
Catégorie	5 étoiles	5 étoiles	5 étoiles	5 étoiles
Propriétaire	VJC	Credit Suisse Real Estate Fund Hospitality <sup>1</sup>	VJC	Confédération suisse <sup>2</sup>
Nombre de chambres	224	130	50	126
Taux d'occupation des chambres en %	53,5	47,6	56,5	37,9
Nuitées	43 840	22 629	10 337	17 761
Durée de séjour moyenne en jours	2,15	1,86	1,84	1,63
Average Daily Rate en CHF	366	362	423	352
RevPar en CHF	192	170	239	130
Chiffre d'affaires en mio. de CHF	31,9	15,1	6,6	17,7

Source: rapport annuel VJC FY12A

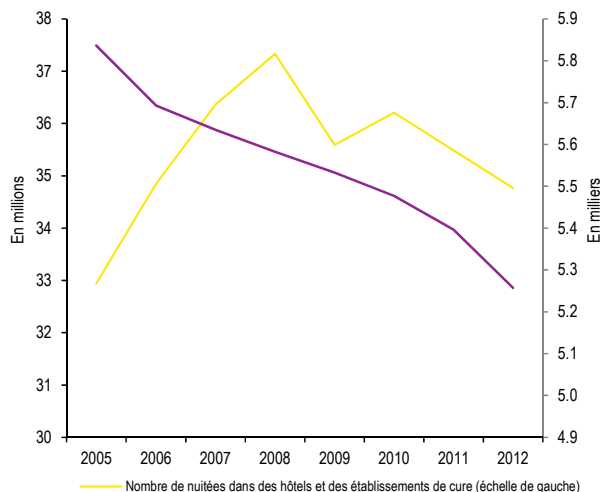
Notes de bas de page:

1. Contrat de bail signé avec VJC; durée du bail: 20 ans; début du contrat: 1<sup>er</sup> juin 2011
2. Contrat de bail signé avec VJC; durée du bail: 10 ans; renouvelable deux fois sur une durée de 5 ans; début du contrat: 1<sup>er</sup> juin 2007

## Analyse de marché

### Evolution du marché hôtelier suisse

Source: Office fédéral de la statistique, Statistique de l'hébergement



### Marché hôtelier en Suisse

- En 2012, 5 257 hôtels et établissements de cure représentant 129 079 chambres étaient, en moyenne annuelle, enregistrés auprès de l'Office fédéral de la statistique (« OFS »). 93 d'entre eux étaient des hôtels 5 étoiles représentant une capacité totale de 10 367 chambres.
- Si le nombre d'hôtels et d'établissement de cure enregistrés accuse un recul de 10% par rapport à 2005, le nombre de nuitées a progressé depuis la même date de 6% au total. Cependant, on note également une diminution de celui-ci depuis 2008.
- En 2012, les clients originaires de Suisse ont représenté la majeure partie des nuitées (45%), suivis par les Allemands (13%), le Royaume Uni et les Etats-Unis (4% chacun).
- Selon hotelleriesuisse, la baisse du nombre de nuitées au cours des trois dernières années est en partie imputable à un franc suisse fort, qui a entraîné un départ des touristes suisses pour l'étranger et une diminution de la compétitivité de la destination touristique Suisse par rapport à ses concurrents européens.
- Le Benchmark hôtelier des groupes EXPER d'hotelleriesuisse indique que le segment 5 étoiles a affiché des RevPar stables sur la période 2009-2011 de l'ordre de CHF 364 (hôtels dans les régions touristiques) et de CHF 313 (hôtels en ville).

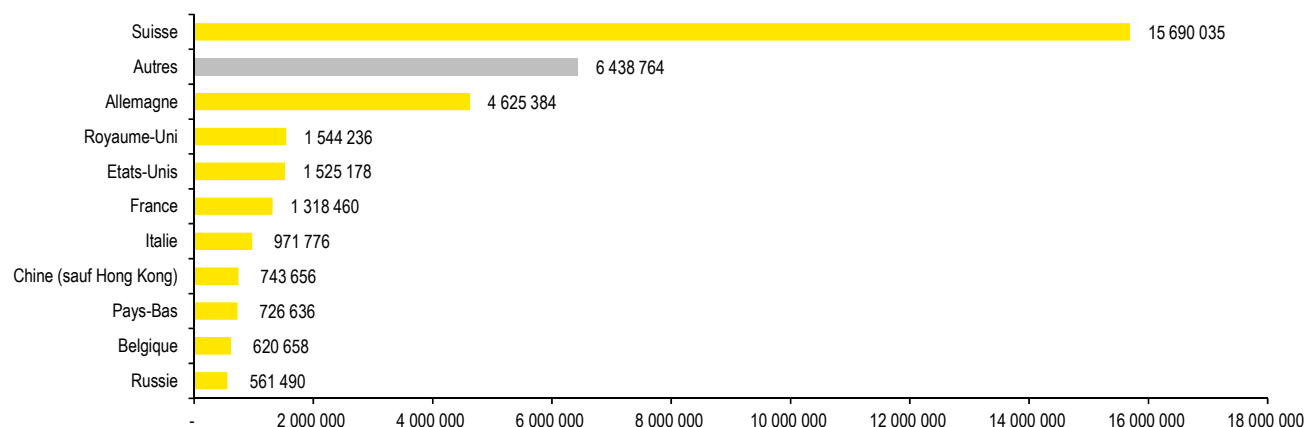
### Aperçu des benchmarks pour les hôtels 5 étoiles

Position	5 étoiles Vacances	5 étoiles Ville
Nombre de chambres	134	142
Nombre de nuitées	35 125	43 024
Taux d'occupation des chambres en %	62	59
Average Daily Rate en CHF	580	522
RevPar en CHF	364	313
Charges de personnel en % des frais totaux	43	46

Source: Benchmark hôtelier des groupes EXPER, Annuaire d'hotelleriesuisse 2013

### Nombre de nuitées en Suisse selon le pays d'origine (toutes catégories) 2012

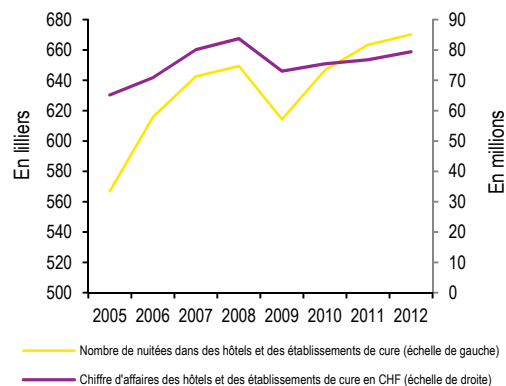
Source: Office fédéral de la statistique, Statistique de l'hébergement



## Analyse de marché

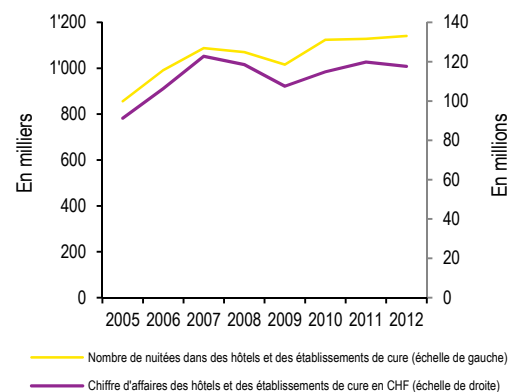
### Evolution du marché hôtelier à Interlaken

Source: Office fédéral de la statistique, Statistique de l'hébergement



### Evolution du marché hôtelier de la ville de Lucerne

Source: Office fédéral de la statistique, Statistique de l'hébergement



### Marché hôtelier à Interlaken (Victoria-Jungfrau)

- ▶ A Interlaken, on recensait en 2012 30 hôtels et établissements de cure, dont deux 5 étoiles. Ils ont réalisé un chiffre d'affaires de CHF 79 millions en 2012.
- ▶ BAK Basel Economics AG (« BAK-Basel ») prévoit une augmentation du nombre de nuitées dans l'Oberland bernois de 2,5% pour 2014 et de 3,4% pour 2015.
- ▶ Selon l'OFS, le taux moyen d'occupation des chambres dans les établissements 5 étoiles de l'Oberland bernois était en 2012 de 59%, l'Average Daily Rate de CHF 547 et le RevPar de CHF 265.

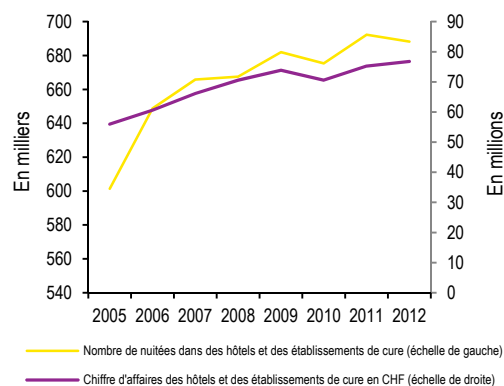
### Marché hôtelier de Lucerne (Palace Luzern)

- ▶ Dans la ville de Lucerne, on recensait en 2012 50 hôtels et établissements de cure, dont trois 5 étoiles. Ils ont réalisé un chiffre d'affaires de CHF 118 millions en 2012.
- ▶ BAK-Basel prévoit une augmentation du nombre de nuitées en Suisse centrale de 3,2% pour 2014 et de 4,0% pour 2015.
- ▶ Selon l'OFS, le taux moyen d'occupation des chambres dans les établissements 5 étoiles de la ville de Lucerne était en 2012 de 49%, l'Average Daily Rate de CHF 345 et le RevPar de CHF 171.

## Analyse de marché

### Evolution du marché hôtelier de Berne

Source: Office fédéral de la statistique, Statistique de l'hébergement

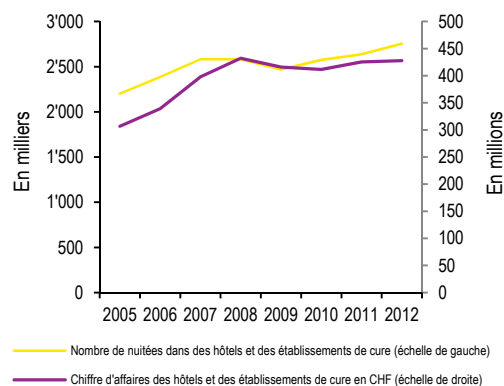


### Marché hôtelier de la ville de Berne (Bellevue Palace)

- Dans la ville de Berne, on recensait en 2012 34 hôtels et établissements de cure, dont deux 5 étoiles. Ils ont réalisé un chiffre d'affaires de CHF 77 millions en 2012.
- BAK-Basel prévoit une augmentation du nombre de nuitées pour les grandes villes suisses de 1,6% pour 2014 et de 2,5% pour 2015.
- Selon l'OFS, le taux moyen d'occupation des chambres dans les établissements 5 étoiles de la région touristique de Berne était en 2012 de 59%, l'Average Daily Rate de CHF 547 et le RevPar de CHF 265 (pour des raisons de protection des données, les chiffres des hôtels 5 étoiles de la ville de Berne ne peuvent être publiés, étant donné que leur nombre est inférieur à 3).

### Evolution du marché hôtelier de la ville de Zurich

Source: Office fédéral de la statistique, Statistique de l'hébergement



### Marché hôtelier de la ville de Zurich (Eden au Lac)

- Dans la ville de Zurich, on recensait en 2012 119 hôtels et établissements de cure, dont huit 5 étoiles. Ils ont réalisé un chiffre d'affaires de CHF 428 millions en 2012.
- BAK-Basel prévoit une augmentation du nombre de nuitées pour les grandes villes suisses de 1,6% pour 2014 et de 2,5% pour 2015.
- Selon l'OFS, le taux moyen d'occupation des chambres dans les établissements 5 étoiles de la ville de Zurich était en 2012 de 63%, l'Average Daily Rate de CHF 569 et le RevPar de CHF 359.

### Résumé

Si l'ensemble du marché hôtelier suisse stagne depuis 2008, les hôtels situés dans les quatre régions touristiques pertinentes pour VJC ont en moyenne vu leur chiffre d'affaire augmenter sur la même période. Les prévisions indiquent que cette croissance devrait se poursuivre en 2014 et en 2015.

## Bases d'évaluation

---

1. Principes d'évaluation
2. Méthodes et procédures d'évaluation

## Principes d'évaluation

### Nombre d'actions prises en compte (exercice FY12A)

Position		Nombre
Nombre d'actions nominatives cotées		280 000
Actions détenues en propre	.I.	3 614
<b>Total des actions à prendre en compte</b>	<b>=</b>	<b>276 386</b>

Source: rapport annual FY12A

### Principes

- ▶ Le prix minimum par action VJC a été calculé en partant de l'hypothèse que l'entreprise poursuivra l'ensemble de ses activités de manière indépendante.
- ▶ Les effets de futures reprises ainsi que d'éventuels potentiels de synergie avec des investisseurs n'ont pas été pris en compte dans notre évaluation. Nos examens sont fondés sur une approche indépendante. Par ailleurs, nous sommes partis du principe que l'orientation opérationnelle du groupe est correctement décrite dans les informations financières dont nous disposons et qu'elle ne subira aucune modification essentielle à l'avenir.

### Nombre d'actions prises en compte

- ▶ L'objectif de l'évaluation est de déterminer le prix minimum d'une action de VJC, y compris des sociétés qui en font partie, au 23 octobre 2013.
- ▶ Le capital-actions de VJC est constitué à la date d'évaluation de 280 000 actions nominatives cotées en Bourse. Toutefois, seules 276 386 actions ont été prises en compte dans le calcul de la valeur par action. La différence correspond aux 3 614 actions détenues par l'entreprise elle-même (selon rapport de gestion FY12A). Ces dernières ne confèrent aucun droit de vote. En d'autres termes, elles ne sont pas déterminantes pour obtenir le contrôle de l'entreprise, de sorte qu'elles n'ont pas été prises en compte dans nos réflexions en matière d'évaluation.

### Sources d'information

- ▶ L'évaluation se fonde sur des données financières historiques tirées des rapports annuels de VJC, pour les exercices FY07A à HY13A.
- ▶ Nos réflexions en matière d'évaluation reposent uniquement sur des informations concernant la société cible accessibles au public, étant donné que nous n'avons pas eu accès à des données internes de VJC. Par ailleurs, nous nous appuyons sur des données relatives aux marchés pertinents pour VJC. Ainsi, les informations utilisées englobent pour l'essentiel:
  - les comptes annuels consolidés révisés de Victoria-Jungfrau Collection AG pour les exercices FY07A à HY13A, ainsi que d'autres publications de la société cible;
  - des prévisions pour le secteur et le marché; et
  - des données financières (Bloomberg, Capital IQ, Thomson One, SIX, IHS Global Insight).

## Méthodes et procédures d'évaluation

### Méthodes d'évaluation usuelles et notre choix

Source: EY

	Orienté vers le futur
	Valeur de rendement
→	Discounted cash-flow
	Discounted EVA / EP
	Environnement actuel du marché
→	Trading Multiples
→	Transaction Multiples
	Historique / comptable
→	Méthode de la valeur intrinsèque
	Autres
	Estimations des analystes
→	Hist. du cours de l'action

### Choix des méthodes et procédures d'évaluation

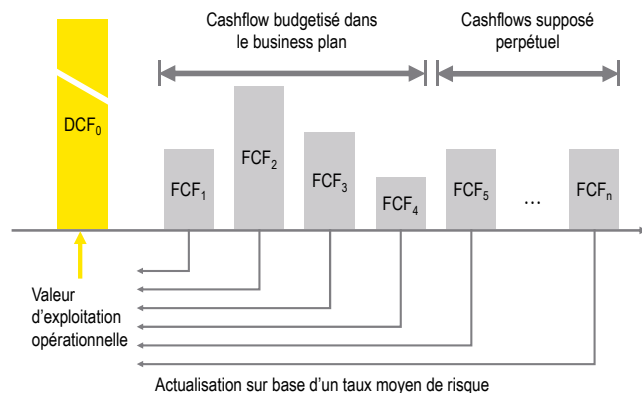
- ▶ En règle générale, le cours boursier d'une société cotée constitue l'indication la plus fiable pour déterminer la valeur de cette dernière. Cela suppose toutefois que le marché soit suffisamment liquide. Comme indiqué au chapitre suivant, ce n'est pas le cas pour VJC. Le marché des actions de VJC est illiquide et le cours boursier de l'action VJC ne permet donc de déterminer une valeur équitable que de manière limitée.
- ▶ Par conséquent, c'est la méthode du discounted cash-flow (« DCF ») qui a été utilisée en premier lieu pour déterminer la valeur d'une action de VJC. Cette méthode repose sur l'hypothèse de continuité de l'exploitation et permet de tenir compte de facteurs spécifiques à l'entreprise, car les valeurs financières de celle-ci sont modélisées de façon détaillée.
- ▶ Etant donné que nous avons pu uniquement nous appuyer, pour notre évaluation, sur des informations accessibles au public, nous avons intégré dans notre procédure d'autres méthodes afin de vérifier la plausibilité des calculs et d'obtenir un résultat final aussi fiable que possible.
- ▶ Le tableau ci-contre fournit un aperçu des méthodes disponibles et de celles que nous avons retenues. Les méthodes qui ont été utilisées sont présentées à la section suivante.
- ▶ Pour la présente évaluation, nous avons commencé par effectuer une projection des produits escomptés pour VJC pour la période FY13F-FY17F à l'aide des prévisions du marché, puis nous avons déterminé, sur cette base, nos critères d'évaluation. Nous avons comparé les valeurs de notre analyse avec les données historiques de VJC.



## Méthodes et procédures d'évaluation

### Représentation graphique de la méthode DCF

Source: EY



### Méthode du discounted cash-flow (« DCF »)

- Pour déterminer la valeur d'une action de VJC, c'est la méthode « DCF » qui a été utilisée en premier lieu.
- La valeur de l'entreprise est déterminée par l'escompte des cash-flows futurs disponibles planifiés (« FCF ») en appliquant le coût moyen pondéré du capital. Les FCF décrivent ici les flux financiers de la société avant les activités de financement, c'est-à-dire les cash-flows mis à la disposition des bailleurs de capitaux propres et étrangers.
- Les cash-flows disponibles font l'objet d'une projection détaillée sur une période de cinq ans. Pour l'évolution des cash-flows libres, nous nous sommes fondés sur l'hypothèse du niveau de sortie durable des FCF à la fin de la cinquième année ainsi que sur une croissance perpétuelle. Cette série perpétuelle de flux financiers permet de calculer la valeur résiduelle de la société qui entre dans l'évaluation.
- Pour déterminer la valeur des capitaux propres, la valeur de marché des capitaux empruntés est déduite de la valeur brute de l'entreprise et les actifs non nécessaires à l'exploitation sont ajoutés.
- Et pour en déduire la valeur d'une action, on calcule la valeur par action nominative en divisant la valeur des capitaux propres de VJC par le nombre d'actions émises (à l'exclusion de celles détenues par VJC).

### Autres réflexions en matière d'évaluation

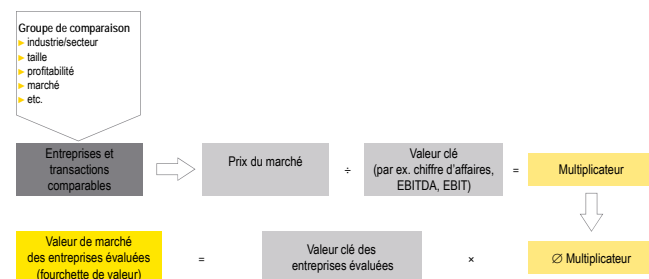
#### Prix de l'action

- Le prix de l'action VJC a été calculé sur la base du VWAP 60, la grandeur de référence déterminante pour les actions liquides. Cependant, étant donné la liquidité limitée des titres de VJC, cette grandeur de référence est uniquement destinée, dans la présente évaluation, à placer le résultat dans le contexte du négoce boursier actuel.

## Méthodes et procédures d'évaluation

### Représentation graphique de la méthode des Transactions Multiples

Source: EY

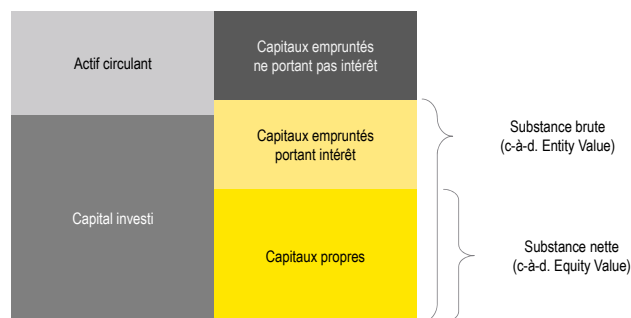


### Trading Multiples et Transaction Multiples

- La méthode de la valeur de marché recouvre en principe la méthode des Trading Multiples et la méthode des Transaction Multiples.
- La *méthode des Trading Multiples* s'attache aux critères financiers (chiffre d'affaires/EBITDA/EBIT) d'entreprises cotées en Bourse comparables, dont les chiffres peuvent être rapportés à la valeur d'entreprise de cette société. On obtient ainsi une valeur qui est multipliée par les ratios financiers de la société évaluée pour calculer la valeur d'entreprise de celle-ci.
- La *méthode des Transaction Multiples* se réfère quant à elle aux prix des transactions d'entreprise effectivement réalisées. Sur la base de données publiques de transactions comparables, on calcule les valeurs d'entreprise implicites des sociétés concernées et, sur cette base, les multiplicateurs des principales grandeurs de référence.

### Représentation graphique de la méthode de la valeur intrinsèque

Source: EY



### Valeur intrinsèque

- La valeur intrinsèque (« NAV ») représente la valeur des actifs d'une entreprise après déduction des dettes. Elle indique donc le total de toutes les valeurs présentes au bilan d'une société, après déduction des capitaux empruntés, et donc la valeur des capitaux propres.

## Réflexions sur la valeur

---

1. Analyse du prix de l'action et analyse de liquidité
2. Méthode du discounted cash-flow
3. Méthodes basées sur la valeur de marché
4. Valeur intrinsèque

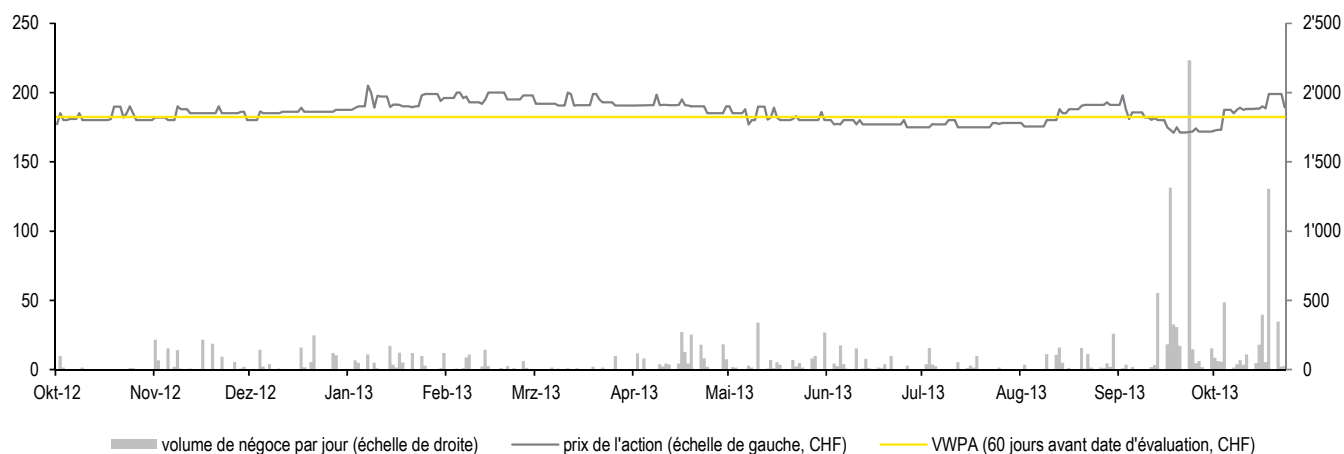
## Analyse du prix de l'action et analyse de liquidité

### Analyse du prix de l'action

- Le cours de clôture de l'action VJC à la Bourse suisse (SIX Swiss Exchange) était de CHF 189,50 par action nominative à la date d'évaluation (23 octobre 2013). Le cours le plus élevé atteint durant l'année précédant la date d'évaluation s'est élevé à CHF 204,90 par action, quant au cours le plus bas, il s'est établi à CHF 171,10 par action.
- Le VWAP 60 jours (cours moyen pondéré en fonction des volumes des transactions on-orderbook exécutées pendant les 60 derniers jours de négoce) s'établit à la date d'évaluation à CHF 182,38 par action.
- Les actions de VJC ne sont cependant négociées à la SIX Swiss Exchange qu'à intervalles irréguliers. L'analyse du volume de transactions indique, sur la période de 12 mois complets précédant la publication de l'annonce préalable (soit du 30 septembre 2012 au 30 septembre 2013), un total de 62 jours sans transactions boursières clôturées et 187 jours avec des volumes de transactions.

### Prix de l'action, volume de négoce et VWAP de VJC à la date d'évaluation

Source: Bloomberg, SIX Swiss Exchange et analyse EY



## Analyse du prix de l'action et analyse de liquidité

- ▶ Les actions VJC cotées à la BX Berne Exchange sont également considérées comme illiquides: la période d'examen entre le 30 septembre 2012 et le 30 septembre 2013 n'a compté que deux jours de transactions boursières clôturées.
- ▶ Conformément à la définition de la Commission suisse des OPA, l'action de VJC est dès lors considérée comme illiquide selon nos calculs à la date d'évaluation.<sup>1</sup> Il est à noter que l'analyse présentée plus haut est basée sur les données de Bloomberg. L'établissement de l'illiquidité a été déterminé à partir des données calculées par la SIX Swiss Exchange. Sur la base des données de la SIX Swiss Exchange, il en est également ressorti que l'action VJC était illiquide, conformément à la définition de la Commission suisse des OPA.
- ▶ Etant donné le faible volume de négoce de l'action VJC, nous n'avons accordé qu'une importance limitée au cours boursier actuel ou au VWAP de l'action VJC. De ce faible volume de négoce, il en découle que le cours de l'action pourrait en être déformé, en raison du fait que, par exemple, toutes les informations récentes concernant le cours pourraient ne pas se refléter directement dans le cours de l'action.

### Conclusion

Dans notre évaluation, nous n'avons accordé qu'une importance limitée au cours boursier actuel des actions VJC.

---

<sup>1</sup> Circulaire n° 2 de la Commission suisse des OPA « Liquidité au sens du droit des OPA », <http://www.takeover.ch/legaltexts/overview/lang/fr>

## Méthode DCF: hypothèses clés

### Chiffres clés historiques de VJC

Monnaie: mCHF	FY07A	FY08A	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A
Chiffre d'affaires total	94 499	93 561	77 030	74 193	75 163	72 072
Croissance	40,6%	(1,0%)	(17,7%)	(3,7%)	1,3%	(4,1%)
Marge GOI	46,6%	46,7%	43,7%	42,6%	42,8%	39,7%
Marge GOP	23,2%	22,9%	19,9%	17,5%	17,8%	13,8%
Marge EBITDA	17,1%	16,7%	12,3%	11,0%	8,6%	3,9%
Marge EBIT	8,5%	7,6%	1,5%	(0,0%)	0,0%	(2,0%)

Source: rapports annuels VJC

### Hypothèses générales pour la méthode DCF

Paramètres	Hypothèse	Source
Période de planification explicite	FY13F-FY17F	n/a
Valeur résiduelle	FY18N	n/a
Taux de croissance perpétuelle	1,4%	Prévision d'inflation à long terme pour la Suisse (IHS Global Insight)
WACC	7,3%	EY
Taux d'imposition	18,0%	Taux d'imposition moyen des entreprises en Suisse

### Prévisions de l'évolution financière de VJC

- ▶ Ainsi que nous l'avons déjà indiqué, nous nous sommes exclusivement appuyés sur des informations accessibles au public pour réaliser notre évaluation. Nous n'avons pas eu accès à des documents internes, comme les business plans.
- ▶ Nous avons donc établi un business plan pour VJC en nous fondant sur les analyses de marché déjà décrites et sur l'historique des chiffres clés financiers.
- ▶ Le tableau ci-contre présente l'historique des KPI de VJC pour la période FY07A-FY12A. Cet aperçu montre que, depuis le FY09A, tous les chiffres clés porteurs de succès sont en nette baisse.
- ▶ Selon nous, cette évolution s'explique par l'environnement de marché difficile dans lequel évolue l'hôtellerie suisse, mais aussi par des problématiques internes spécifiques à VJC, telles que les changements anormalement fréquents dans la direction. Nous sommes d'avis que ces problèmes sont temporaires et ne pèseront pas durablement sur le résultat de VJC.
- ▶ Dès lors, nous avons tablé, pour la période de planification, sur une reprise de la performance bénéficiaire conforme aux chiffres clés financiers de l'historique. Cette évolution est également soutenue par les prévisions figurant au chapitre « Analyse de marché ». La reprise de la performance planifiée comporte également des réductions de coûts résultant de la décotation de l'action VJC.
- ▶ Aux fins de clarification de l'évolution financière, et en particulier de la tendance baissière décrite, l'Annexe C fournit l'aperçu annuel des KPI historiques de la période FY07A-FY12A, au niveau consolidé et par hôtel.
- ▶ Pour représenter de manière adéquate les caractéristiques spécifiques des différents hôtels et tenir compte des évolutions régionales, nous avons effectué notre planification jusqu'au niveau du bénéfice brut d'exploitation (« GOP ») par hôtel.
- ▶ Les taux de croissance sur la période de planification explicite ont été évalués sur la base des prévisions touristiques de l'institut de recherche BAK-Basel (voir la section « Analyse de marché »). Le taux de croissance perpétuelle a été établi sur la base des prévisions d'inflation à long terme pour la Suisse d'après IHS Global Insight (1,4%).

### Hypothèses d'évaluation au niveau de chaque hôtel

- ▶ Le chiffre d'affaires a été calculé au moyen des KPI taux d'occupation des chambres, Average Daily Rate, part du chiffre d'affaires hébergement dans le chiffre d'affaires global et GOP en% du chiffre d'affaires global.
- ▶ Les KPI pour FY13F ont été déterminés sur la base de HY13A de VJC. A ce propos, il convient de souligner que le second semestre a contribué davantage au chiffre d'affaires que le premier. Par exemple, la part du

## Méthode DCF: hypothèses clés

chiffre d'affaires au second semestre sur la période FY11A-FY12A s'est élevée en moyenne à 53,7%. Concernant l'EBITDA, le renforcement de la capacité bénéficiaire du second semestre apparaît encore plus clairement. La contribution du second semestre à l'EBITDA sur la période FY11A-FY12A s'est élevée en moyenne à 93,3%.

- Pour prévoir les KPI des années suivantes, nous nous sommes fondés sur les informations suivantes:
  - KPI historiques des quatre hôtels de VJC;
  - KPI historiques des hôtels dans les régions respectives au moyen de la Statistique de l'hébergement publiée par l'OFS (voir chapitre « Analyse de marché »);
  - prévisions touristiques de l'institut de recherche BAK-Basel pour les années 2014 et 2015 (voir chapitre « Analyse de marché »);
  - Benchmark hôtelier 2013 pour les hôtels 5 étoiles du groupe EXPER d'hotelleriesuisse (Annuaire de l'hôtellerie 2013); et
  - estimations de nos propres experts de marché.
- Le tableau ci-dessous présente l'historique et nos prévisions des KPI pour chaque établissement.

### Détails et KPI des différents hôtels

Monnaie: mCHF	Victoria Jungfrau				Palace Luzern				Eden au Lac				Bellevue Palace			
	Ø FY07A- FY12A	Ø FY11A- FY12A	Ø FY13F- FY17F	Ø FY18N	Ø FY07A- FY12A	Ø FY11A- FY12A	Ø FY13F- FY17F	Ø FY18N	Ø FY07A- FY12A	Ø FY11A- FY12A	Ø FY13F- FY17F	Ø FY18N	Ø FY07A- FY12A	Ø FY11A- FY12A	Ø FY13F- FY17F	Ø FY18N
Chiffre d'affaires	35 733	31 939	35 622	39 353	17 138	15 246	17 028	19 189	7 512	6 614	7 104	7 725	20 103	19 170	18 668	19 637
Charges de personnel en % du chiffre d'affaires	43,6%	47,7%	46,0%	43,0%	52,1%	56,5%	52,6%	51,0%	52,7%	57,3%	55,2%	52,0%	44,0%	45,5%	47,0%	45,0%
Résultat brut d'exploitation (GOI)	16 731	13 791	16 672	18 889	6 566	5 127	6 783	7 867	3 191	2 628	2 971	3 245	8 557	8 164	7 755	8 444
Résultat brut d'exploitation (GOI) en % du chiffre d'affaires	46,4%	43,2%	46,7%	48,0%	37,8%	33,6%	39,7%	41,0%	42,2%	39,7%	41,8%	42,0%	42,4%	42,4%	41,5%	43,0%
Bénéfice brut d'exploitation (GOP)	8 240	5 924	7 214	8 854	1 925	278	2 128	2 782	1 180	741	959	1 159	4 840	4 706	4 244	4 713
Bénéfice brut d'exploitation (GOP) en % du chiffre d'affaires	22,5%	18,5%	20,1%	22,5%	10,4%	1,8%	12,3%	14,5%	15,2%	11,2%	13,4%	15,0%	24,0%	24,3%	22,7%	24,0%
Taux d'occupation des chambres	51,7%	49,8%	57,3%	58,4%	48,4%	45,9%	51,2%	53,0%	58,4%	56,2%	60,2%	62,2%	48,9%	42,2%	44,5%	46,1%
Average Daily Rate (ADR) en CHF	415	379	373	405	388	376	379	412	458	425	433	456	341	357	344	352
RevPar (taux d'occupation des chambres x ADR) en CHF	215	186	214	236	186	171	194	218	268	239	261	284	165	150	153	162

Source: rapports annuels VJC

### Autres hypothèses d'évaluation

- L'évolution des autres postes à partir du GOP pour la projection du FCF a été effectuée au niveau consolidé.

## Méthode DCF: hypothèses clés

### Détails et KPIs sur une base consolidée

Position	Ø FY07A- FY12A	Ø FY11A- FY12A	Ø FY13F- FY17F	FY18N
Croissance du chiffre d'affaires	2,6%	(1,4%)	3,8%	0,0%
Marge GOI	43,7%	41,2%	44,0%	45,2%
Marge GOP	19,2%	15,8%	18,4%	20,3%
Marge EBITDA	11,6%	6,2%	8,9%	10,8%
Capex (milliers de CHF)	3 172	3 485	3 570	3 570
ACN ( % du chiffre d'affaires)	1,0%	2,0%	3,0%	3,0%

Source: rapports annuels VJC / analyse EY

- Le tableau ci-contre synthétise les principaux KPI consolidés pour la période de prévision ainsi que pour la valeur résiduelle des positions, qui ont été extrapolés au niveau consolidé. Il présente aussi les chiffres clés historiques.

### Taxes sur les bâtiments, impôts sur le capital, loyers

- A moment de l'évaluation, nous ne disposons pas d'informations détaillées sur la composition précise du poste taxes sur les immeubles, impôts sur le capital et loyers. Par conséquent, nous avons procédé à une extrapolation en nous fondant sur le rapport moyen au chiffre d'affaires de FY11A et de FY12A. Etant donné que l'immeuble de Lucerne a été vendu en FY11A, puis reloué, nous estimons que les années antérieures à FY11A ne sont pas représentatives de l'évolution future de ce poste.

### Investissements (« Capex ») / Amortissements

- Au moment de l'évaluation, nous ne disposons pas de rapports sur l'état des bâtiments ni de prévisions détaillées sur les futurs projets d'investissement. Pour évaluer le besoin d'investissement de VJC, nous nous sommes donc appuyés sur les grandeurs usuelles pour le marché, présentées ci-dessous.
- En nous fondant sur une analyse du tableau des immobilisations figurant dans le rapport annuel FY12A, nous avons établi une valeur à neuf de mCHF 547 par chambre en propriété propre. Le benchmark du SCH pour les frais de construction d'une chambre dans un hôtel 5 étoiles est d'au moins mCHF 360. Le SCH estime une valeur de 2,38% sur la base de la valeur à neuf pour les frais de maintenance d'un hôtel 5 étoiles, soit une annuité de mCHF 3 570. L'annuité obtenue est légèrement supérieure à la moyenne de la période FY07A-FY12A et nous paraît donc plausible.
- Nous avons utilisé cette valeur comme grandeur constante pour toutes les prévisions annuelles ainsi que pour la valeur résiduelle. Nous avons fixé les amortissements pour toutes les années à la hauteur des investissements, ce qui donne un rapport investissements/amortissements constant de 100%.

### Actif circulant net (« ACN »)

- L'ACN représente tous les postes nécessaires de l'actif circulant après déduction des engagements à court terme y afférents. On considère habituellement qu'une augmentation du niveau du chiffre d'affaires requiert un investissement dans l'ACN. C'est pourquoi nous basons notre analyse sur le fait que l'ACN représente à long terme une grandeur constante par rapport au chiffre d'affaires.



## Méthode DCF: hypothèses clés

- Dans le passé, le rapport entre l'ACN et le chiffre d'affaires se situait dans une fourchette de (2)% - 4% (FY07A-FY12A) et avoisinait les 3% dans le HY13A (extrapolation). En nous fondant sur nos analyses propres et sur des valeurs d'expérience, nous estimons que VJC affichera à long terme un ACN de 3% du chiffre d'affaires annuel.

### Autres positions importantes pour l'évaluation

#### Capital emprunté rémunéré

#### Capital emprunté rémunéré de VJC

Monnaie: mCHF	HY13A
Engagements financiers	6 165
Hypothèques	30 960
<b>Capital emprunté rémunéré total</b>	<b>37 125</b>

Source: rapport semestriel HY13A

- Dans l'évaluation DCF, le CE rémunéré est déduit de la valeur brute de l'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres. Le CE rémunéré se monte à mCHF 37 125 au HY13A. Le tableau ci-contre indique sa composition.

#### Actifs / passifs non nécessaires à l'exploitation de VJC

Monnaie: mCHF	HY13A
<b>Actifs non nécessaires à l'exploitation</b>	
Liquidités non nécessaires à l'exploitation	27 000
Titres	590
Participations, avoirs	3566
<b>Passifs non nécessaires à l'exploitation</b>	
Provisions	(5 106)
<b>Actifs non nécessaires à l'exploitation (nets)</b>	<b>26 050</b>

Source: rapport semestriel HY13A

#### Actifs / passifs non nécessaires à l'exploitation

- Sur la base des informations accessibles au public, nous qualifions la partie des liquidités imputable à la cession de l'immeuble à Lucerne comme non nécessaire à l'exploitation. En 2011, le prix de vente s'est monté à mCHF 38 000 dont une grande partie est toujours disponible sous forme de liquidités. Ce montant ne nous paraît pas être nécessaire pour l'activité d'exploitation et n'a donc pas été pris en compte pour le calcul de l'ACN. La différence entre les liquidités totales (mCHF 31 140) et les liquidités non nécessaires à l'exploitation constitue les liquidités nécessaires à l'exploitation qui sont prises en compte dans l'ACN.
- Par ailleurs, les postes Titres, Participations et Avoirs (mCHF 4 156 au HY13A) sont considérés comme des actifs non nécessaires à l'exploitation.
- Concernant les passifs, les provisions (mCHF 5 106 au HY13A) ont été prises en considération séparément. Ce poste comprend les passifs futurs probables et estimables tels qu'indiqués dans le rapport annuel.
- Il en résulte un total des actifs non nécessaires à l'exploitation (nets) de mCHF 26 050. Le calcul figure dans le tableau ci-contre. Dans le cadre de notre évaluation, le poste net est ajouté à la valeur DCF.

## Méthode DCF: hypothèses clés

### Projection du taux d'escompte

Position	Valeur	Pondération
Taux d'escompte (propriété)	5,3%	56,8%
Taux d'escompte (location)	10,0%	43,2%
<b>Total</b>	<b>7,3%</b>	

Source: analyse EY

### Schéma de calcul pour le taux d'escompte (propriété)

Position	Valeur	Source
Taux d'intérêt de base / Taux d'intérêt « sans risque »	1,38%	Rendement implicite d'un emprunt d'Etat suisse à 10 ans en monnaie locale, moyenne historique sur cinq ans (source: Capital IQ)
Prime de risque de crédit	1,76%	Prime de risque de crédit selon l'indice Barclays Global Aggregate Index – BBB
<b>Coût du capital emprunté</b>	<b>3,1%</b>	
Taux d'intérêt de base / Taux d'intérêt « sans risque »	1,38%	Rendement implicite d'un emprunt d'Etat suisse à 10 ans en monnaie locale, moyenne historique sur cinq ans (source: Capital IQ)
Taux d'intérêt pour le risque du secteur	4,00%	Martin Eltschinger, Finanzmanagement Hotellerie (3 <sup>e</sup> édition 2009)
Taux d'intérêt pour le risque de l'entreprise	4,00%	Martin Eltschinger, Finanzmanagement Hotellerie (3 <sup>e</sup> édition 2009)
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>9,4%</b>	
Quote-part des capitaux propres	40,0%	Société Suisse de crédit hôtelier (SCH)
Quote-part des capitaux empruntés	60,0%	Société Suisse de crédit hôtelier (SCH)
Taux d'imposition de l'entreprise	18,0%	Taux d'imposition des sociétés en Suisse (EY Worldwide Corporate Tax Guide 2013)
<b>WACC propriété seule</b>	<b>5,3%</b>	

Source: voir tableau

### Coût du capital

- Dans le secteur de l'hôtellerie, nous constatons une grande différence dans le profil rendement/risque entre les établissements hôteliers purs avec contrat de location et les établissements hôteliers avec immeuble en propriété. Pour tenir compte de ce fait, nous avons calculé un taux d'escompte pour les établissements en propriété et un taux pour les établissements en location. Ces taux d'escompte ont été pondérés avec les cash-flows correspondants (GOP au niveau de l'hôtel) afin d'en déduire un coût moyen du capital adéquat pour VJC. Ce calcul figure dans le tableau ci-contre.
- Le calcul des différents taux d'escompte est présenté ci-après.

### Taux d'escompte hôtel en propriété

- Pour le calcul des coûts des fonds propres, nous nous sommes fondés sur des sources spécifiques aux hôtels pour supposer un taux d'intérêt de 4,00% pour le risque du secteur et de l'entreprise.
- Pour le taux de capitaux propres et de capitaux empruntés, nous nous sommes appuyés sur les chiffres en usage sur le marché pour les banques et la SCH, qui adoptent une valeur indicative de 60,0% comme limite de nantissement pour les établissements hôteliers.
- La projection du taux d'escompte pour les hôtels en propriété figure dans le tableau ci-contre.

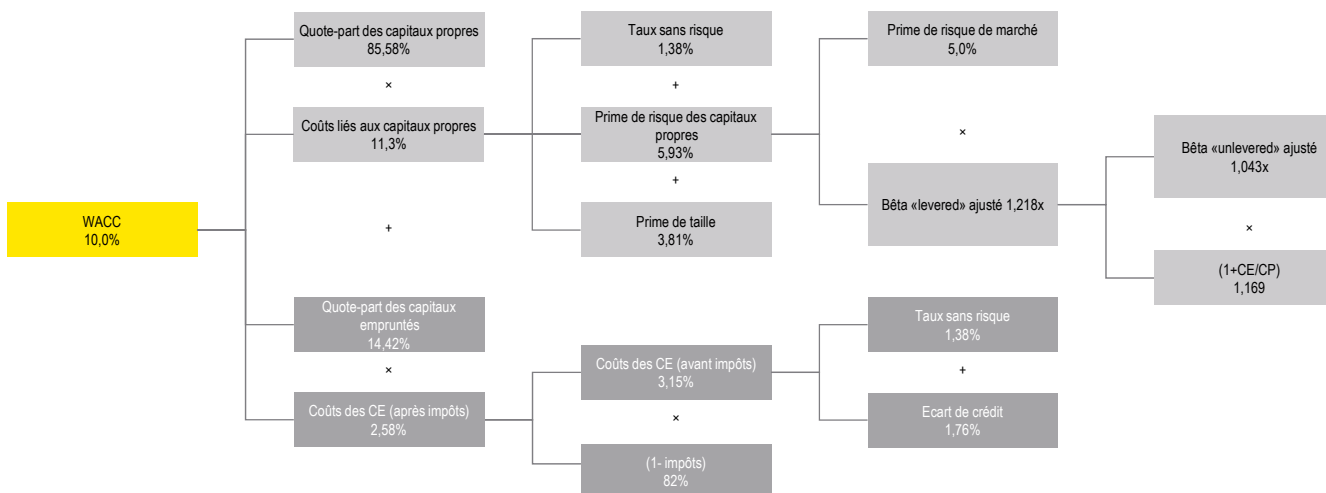
## Méthode DCF: hypothèses clés

### Taux d'escompte hôtel en location

- Il existe différentes méthodes pour évaluer le coût du capital d'une entreprise. Nous avons considéré que le coût moyen pondéré du capital (en anglais: Weighted Average Cost of Capital, « WACC ») était la méthode la plus appropriée pour évaluer un établissement hôtelier en location au moyen de la méthode DCF.
- Le WACC décrit l'exigence de rendement pondérée des bailleurs de capitaux propres et de capitaux empruntés et se calcule conformément à la formule ci-après. Pour le calcul du bêta et de la structure du capital ainsi qu'une description des différents paramètres, nous renvoyons à l'Annexe B.

### Schéma de calcul du WACC corrigé des impôts de VJC (location)

Source: analyse EY



## Méthode DCF: résultat de l'évaluation

### Aperçu de l'évaluation DCF de VJC

Monnaie: mCHF	Valeur
Valeur actuelle des cash-flows pour FY13F-FY17F	10 701
Valeur actuelle des cash-flows dans la valeur résiduelle	61 069
Valeur d'entreprise opérationnelle	71 770
+ actifs non nécessaires à l'exploitation (nets)	26 050
Valeur de l'entreprise	97 820
- Capital emprunté rémunéré	(37 125)
Valeur des capitaux propres (100 %)	60 695
Nombre d'actions	280 000
Nombre d'actions propres	3 614
Nombre d'actions (sans les propres actions)	276 386
Valeur par action (en CHF)	219,60

Source: rapport semestriel HY13A, analyse EY

### Résultat d'évaluation de la méthode DCF

- Le tableau ci-contre montre les résultats de l'analyse DCF.
- En nous fondant sur les informations disponibles et sur nos analyses, nous obtenons au 23 octobre 2013 une valeur de capitaux propres de mCHF 60 695.
- Etant donné qu'il y avait 276 386 actions en circulation à la date de l'évaluation, il en résulte une valeur de CHF 219,60 par action nominative VJC.
- L'évaluation DCF est décrite dans son intégralité à l'annexe A.

### Analyse de sensibilité

- La sensibilité de la valeur de l'action à l'égard des variations du coût du capital et de la croissance perpétuelle dans la valeur résiduelle est présentée dans le tableau ci-dessous.

### Analyse de sensibilité: WACC et taux de croissance perpétuelle

Monnaie CHF		WACC				
		7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%
Taux de croissance perpétuelle (dès FY18N)	1,2%	221.56	217.03	212.64	208.40	204.29
	1,3%	225.25	220.58	216.06	211.70	207.47
	1,4%	229.06	224.25	219.60	215.11	210.76
	1,5%	233.01	228.05	223.26	218.63	214.15
	1,6%	237.11	231.99	227.05	222.27	217.66

Source: analyse EY

- Il est à noter que la valeur de l'action présente une sensibilité relativement élevée à l'égard des variations marginales des paramètres d'entrée correspondants.

### Conclusion

Sur la base de la méthode DCF, la valeur par action de VJC s'établit à CHF 219,60. Le résultat de la méthode DCF est capital pour la fixation d'un prix minimal.

## Trading Multiples et Transaction Multiples

### Multiple EBITDA FY12A

Monnaie: mCHF	Valeur
EBITDA FY12A	2 825
Trading Multiple	14,9
Multiple value (EBITDA x Multiple)	42 093
+ Liquidités	31 140
+ Autres actifs non nécessaires à l'exploitation (nets)	(950)
Valeur de l'entreprise (Enterprise Value)	72 283
- Capital emprunté rémunéré	(37 125)
Valeur des capitaux propres (100 %)	35 158
Nombre d'actions en circulation (sans les propres actions)	276 386
Valeur par action (en CHF)	127,20

Source: rapport annuel FY12A, rapport semestriel HY13A, analyse EY, Capital IQ

### Multiple EBITDA FY13F

Monnaie: mCHF	Valeur
EBITDA FY13F	4 209
Trading Multiple	12,0
Multiple value (EBITDA x Multiple)	50 512
+ Liquidités	31 140
+ Autres actifs non nécessaires à l'exploitation (nets)	(950)
Valeur de l'entreprise (Enterprise Value)	80 702
- Capital emprunté rémunéré	(37 125)
Valeur des capitaux propres (100 %)	43 577
Nombre d'actions en circulation (sans les propres actions)	276 386
Valeur par action (en CHF)	157,67

Source: rapport semestriel HY13A, analyse EY, Capital IQ

### Remarques générales à propos de l'évaluation d'une action VJC au moyen des Trading Multiples et des Transaction Multiples

- ▶ En vue de vérifier la plausibilité de la valeur par action VJC obtenue au moyen de la méthode DCF, nous avons en outre évalué la société cible au moyen de la méthode de la valeur de marché (Trading Multiples et Transaction Multiples). Vous trouverez d'autres informations sur cette méthode d'évaluation dans la section « Bases de l'évaluation ».
- ▶ Pour la présente évaluation, nous avons choisi de recourir au multiple EBITDA. Ni le multiple du chiffre d'affaires, qui ne renseigne pas sur la capacité bénéficiaire d'une entreprise, ni le multiple EBIT, qui peut être déformé par les amortissements, n'ont été pris en considération dans l'évaluation. Dans de nombreux cas, le multiple EBITDA est une valeur adéquate utilisée pour mesurer la capacité bénéficiaire opérationnelle. Cette grandeur de bénéfice n'est pas affectée par les amortissements, les coûts de financement ou les aspects fiscaux et reflète au mieux la capacité de rendement opérationnelle d'une entreprise.
- ▶ Pour le FY12A, VJC affiche une perte au niveau de l'EBIT. Par rapport aux résultats déjà obtenus les dernières années, l'EBITDA est inférieur. Selon les informations dont nous disposons, cette situation est imputable d'une part aux difficultés du marché hôtelier suisse actuellement, et, d'autre part, à des problèmes internes spécifiques à VJC, comme la fréquence anormalement élevée des changements au sein de la direction. Selon nous, le FY12A, mais aussi le FY13F, bien que celui-ci prenne déjà en compte une légère amélioration des résultats, ne doivent pas être considérés comme représentatifs et durables. Les résultats de la méthode de la valeur de marché basée sur les chiffres clés financiers de FY12A et FY13F de VJC ne présentent donc qu'une pertinence limitée.

### Calcul de la valeur des capitaux propres au moyen des Trading Multiples

- ▶ Les entreprises comparables utilisées pour l'évaluation des multiples ont été déterminées avec le concours de Capital IQ. Etant donné qu'il n'existe pas, en Suisse, d'entreprise comparable cotée en Bourse dans le segment des 5 étoiles, le groupe de comparaison a été élargi à l'Europe, à l'Amérique et à l'Asie.
- ▶ Les entreprises comparables utilisées pour l'évaluation des Trading Multiples figurent dans l'Annexe D. Le calcul de la valeur de l'action à l'aide des Trading Multiples est présenté dans le tableau ci-contre.
- ▶ Au moyen de l'analyse Trading Multiples basée sur l'EBITDA pour FY12A, nous calculons une valeur des capitaux propres pour VJC de mCHF 35 158 à la date de l'évaluation, soit une valeur de CHF 127,20 par action VJC.

## Trading Multiples et Transaction Multiples

- Au moyen de l'analyse Trading Multiples basée sur l'EBITDA pour FY13F, nous calculons une valeur des capitaux propres pour VJC de mCHF 43 577 à la date de l'évaluation, soit une valeur de CHF 157,67 par action VJC.

## Trading Multiples et Transaction Multiples

### Analyse Transaction Multiples pour VJC

Monnaie: mCHF	Valeur
EBITDA FY12A	2 825
Transaction Multiples	14,3
Multiple value (EBITDA x Multiple)	40 525
+ Liquidités	31 140
+ Autres actifs non nécessaires à l'exploitation (nets)	(950)
Valeur de l'entreprise (Enterprise Value)	70 715
- Capital emprunté rémunéré	(37 125)
Valeur des capitaux propres (100 %)	33 590
Nombre d'actions en circulation (sans les propres actions)	276 386
Valeur par action (en CHF)	121,53

Source: rapport annuel FY12A, rapport semestriel HY13A, analyse EY, Capital IQ

### Calcul de la valeur des capitaux propres au moyen des Transaction Multiples

- Des réserves sont émises quant à la fiabilité des Transaction Multiples, en raison du fait que cette méthode est fortement influencée par la situation conjoncturelle, les tendances du secteur, les réflexions stratégiques de l'acheteur ou d'autres effets externes sur le marché, qui ne sont plus prédominants à la date de l'évaluation. C'est la raison pour laquelle les Transaction Multiples servent uniquement à placer la valeur obtenue dans le contexte du marché.
- La période d'analyse de transactions comparables pour la détermination des multiples dans le cadre de la présente évaluation doit être limitée aux trois dernières années, c'est-à-dire à 2010, 2011 et 2012. Les transactions effectuées pour l'évaluation des Transaction Multiples figurent dans l'Annexe E.
- Au moyen de Capital IQ, nous avons analysé des transactions dans l'industrie hôtelière, en prenant en compte le segment haut de gamme de VJC, sans restriction géographique.
- Au moyen de l'analyse Transaction Multiples basée sur l'EBITDA, nous calculons une valeur des capitaux propres pour VJC de mCHF 33 590 à la date de l'évaluation, soit une valeur de CHF 121,53 par action VJC.
- Le calcul figure dans le tableau ci-contre.

### Conclusion

L'application de la méthode de la valeur de marché conduit à une fourchette de valeur pour l'action VJC de CHF 121,53 à 157,67. Etant donné que les FY12A et FY13F ne peuvent être considérés comme durables en raison de facteurs externes et internes, ces résultats n'ont qu'une pertinence limitée.

## Valeur intrinsèque

### Projection de la NAV

Total des actifs	120 255
Capitaux empruntés (non rémunérés)	(18 894)
NAV (brute)	101 361
Capital emprunté rémunéré	(37 125)
NAV	64 235
Nombre d'actions	276 386
Valeur par action (en CHF)	232,41

Source: rapport semestriel HY13A, analyse EY

### Actifs et capitaux empruntés comptabilisés VJC HY13A

<i>Monnaie: mCHF</i>	Valeur comptable au 30.6.2013
Liquidités	31 140
Titres	590
Créances résultant de livraisons et prestations de serv.	7 060
Autres créances	1 540
Stocks d'exploitation	1 593
Compte de régularisation d'actifs	1 313
Actif circulant	43 236
Terrains	14 042
Holding	46 594
Installations	7 952
Comptes de construction	736
Autres immobilisations corporelles	3 885
Participations, avoirs	3 566
Immobilisations incorporelles	244
Capital investi	77 019
<b>ACTIFS</b>	<b>120 255</b>
Engagements financiers	6 165
Dettes résultant de livraisons et de prestations de serv.	4 852
Autres dettes	6 314
Compte de régularisation du passif	2 622
Capitaux empruntés à court terme	19 953
Hypothèques	30 960
Autres engagements financiers	-
Provisions	5 106
Capitaux étrangers à long terme	36 066
<b>Total des capitaux étrangers</b>	<b>56 019</b>

Source: rapport semestriel HY13A, analyse EY

### Calcul de la NAV

- Pour contrôler la plausibilité de la valeur DCF calculée, nous avons établi la valeur par action VJC en nous fondant sur la valeur des capitaux propres aux valeurs comptables selon le rapport semestriel 2013. Cette valeur se monte à CHF 232,41. Cette extrapolation figure dans le tableau ci-contre.
- La projection de la NAV présentée ici a été effectuée, comme nous l'avons indiqué, sur la base des valeurs comptables des différents actifs et passifs. Les valeurs comptables et les valeurs de marché peuvent différer.
- La NAV d'une entreprise, dont on peut supposer qu'elle poursuivra ses activités, n'a qu'une pertinence limitée, car il n'est pas possible de reproduire la hausse ou la baisse future des actifs disponibles. C'est pourquoi nous avons utilisé principalement l'analyse DCF pour évaluer la valeur de marché des actifs, car elle prend explicitement en compte la poursuite des activités de l'entreprise et des facteurs spécifiques à l'entreprise.
- La NAV obtenue doit donc uniquement être considérée comme une valeur de plausibilité supplémentaire.

### Conclusion

La NAV est de CHF 232,41 par action VJC. Etant donné l'hypothèse d'évaluation de poursuite de l'exploitation, nous n'accordons qu'une importance limitée à la NAV.



## Evaluation globale

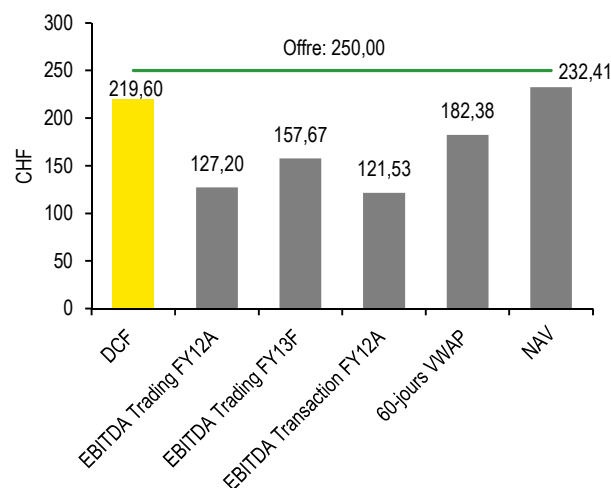
---

### 1. Evaluation globale

## Détermination du prix minimum

### Valeur par action VJC

Source: analyse EY



### Conclusion

- Sur la base de la méthode DCF (méthode principale), la valeur par action de VJC s'établit à CHF 219,60. Cette méthode repose sur l'hypothèse de continuité de l'exploitation et permet de tenir compte de facteurs spécifiques à l'entreprise, car les valeurs financières de celle-ci sont modélisées de façon détaillée.
- Le graphique ci-contre montre en outre, en plus de nos résultats d'évaluation et du prix de l'offre, le cours moyen pondéré selon le volume (VWAP 60 jours) qui s'établit à CHF 182,38 au 23 octobre 2013. En raison de la liquidité insuffisante du titre, la pertinence de cette valeur est limitée concernant la valeur de marché d'une action VJC.
- L'application de la méthode de la valeur de marché conduit à une fourchette de valeurs de CHF 121,53-157,67 pour l'action VJC. Ainsi que nous l'avons indiqué au chapitre « Réflexions sur l'évaluation », cette méthode se base sur l'EBITDA réalisé lors de l'exercice FY12A, qui est extraordinairement faible pour les raisons décrites et ne représente donc pas une valeur porteuse de succès durable. Il en va selon nous de même pour l'EBITDA prévu pour l'exercice FY13F, même si l'on peut déjà tabler sur une certaine amélioration de la performance bénéficiaire.
- Dès lors, les résultats de la méthode de la valeur de marché basés sur les chiffres clés financiers des exercices FY12A et FY13F de VJC n'ont qu'une pertinence limitée. Nous sommes d'avis qu'ils sous-estiment la valeur de VJC et qu'en l'occurrence, ils ne permettent de vérifier la plausibilité.
- Le calcul de la NAV basé sur les résultats semestriels HY13A fournit une valeur de CHF 232,41 par action VJC. La NAV est surtout pertinente lorsque des facteurs spécifiques donnent à penser que l'entreprise ne poursuivra pas ses activités. Cela n'est en l'occurrence pas le cas. Par conséquent, la NAV obtenue doit exclusivement être considérée comme une valeur de référence du résultat de la méthode DCF.
- En nous fondant sur les méthodes d'évaluation utilisées et sur les réflexions exposées précédemment, nous retenons, comme base de la détermination de la valeur, le résultat de l'évaluation DCF, comme indiqué au chapitre « Bases de l'évaluation », et calculons par conséquent un prix minimum de CHF 219,60 par action VJC.

Zurich, le 7 novembre 2013

Ernst &amp; Young SA

Louis Siegrist

Partner

Matthias Oppermann

Manager

### Conclusion

EY établit un prix minimum par action VJC de CHF 219,60.

## Annexe

---

1. Annexe A: Evaluation DCF
2. Annexe B: Paramètres WACC
3. Annexe C: KPI historiques de VJC
4. Annexe D: Groupe de comparaison pour la détermination des Trading Multiples
5. Annexe E: Groupe de comparaison pour la détermination des Transaction Multiples

## Evaluation DCF

### Evaluation DCF de VJC

<i>Monnaie: mCHF</i>		FY13F	FY14F	FY15F	FY16F	FY17F	FY18N
<b>Chiffre d'affaires total</b>		<b>72 196</b>	<b>75 057</b>	<b>78 992</b>	<b>82 749</b>	<b>86 625</b>	<b>86 635</b>
<i>Croissance du chiffre d'affaires</i>		0,2%	4,0%	5,2%	4,8%	4,7%	0,0%
Charges d'exploitation		(41 912)	(42 625)	(44 161)	(45 058)	(47 460)	(47 460)
<b>Résultat brut d'exploitation (GOI)</b>		<b>30 284</b>	<b>32 432</b>	<b>34 831</b>	<b>37 691</b>	<b>39 165</b>	<b>39 175</b>
<i>Marge GOI</i>		41,9%	43,2%	44,1%	45,5%	45,2%	45,2%
Coûts SG&A		(19 192)	(19 458)	(19 690)	(21 257)	(21 547)	(21 555)
<b>Bénéfice brut d'exploitation (GOP)</b>		<b>11 092</b>	<b>12 974</b>	<b>15 141</b>	<b>16 434</b>	<b>17 618</b>	<b>17 619</b>
<i>Marge GOP</i>		15,4%	17,3%	19,2%	19,9%	20,3%	20,3%
Taxes sur les bâtiments, impôts sur le capital, loyers		(6 883)	(7 156)	(7 531)	(7 889)	(8 259)	(8 260)
<b>EBITDA</b>		<b>4 209</b>	<b>5 818</b>	<b>7 610</b>	<b>8 545</b>	<b>9 359</b>	<b>9 360</b>
<i>Marge EBITDA</i>		5,8%	7,8%	9,6%	10,3%	10,8%	10,8%
amortissements « admis par le fisc et récupérés »		(3 570)	(3 570)	(3 570)	(3 570)	(3 570)	(3 570)
<b>EBIT</b>		<b>639</b>	<b>2 248</b>	<b>4 040</b>	<b>4 975</b>	<b>5 789</b>	<b>5 790</b>
<i>Marge EBIT</i>		0,9%	3,0%	5,1%	6,0%	6,7%	6,7%
Impôts	18,0%	(115)	(405)	(727)	(895)	(1 042)	(1 042)
<b>NOPAT</b>		<b>524</b>	<b>1 844</b>	<b>3 313</b>	<b>4 079</b>	<b>4 747</b>	<b>4 748</b>
amortissements « admis par le fisc et récupérés »		3 570	3 570	3 570	3 570	3 570	3 570
Investissements dans des immobilisations corporelles		(3 570)	(3 570)	(3 570)	(3 570)	(3 570)	(3 570)
Investissements dans les actifs nets d'exploitation		(1 843)	(86)	(118)	(113)	(116)	(36)
<b>Free Cash Flow to Entity (FCF)</b>		<b>(1 319)</b>	<b>1 758</b>	<b>3 195</b>	<b>3 967</b>	<b>4 631</b>	<b>4 711</b>
Partial year (Cash Flow)		0,5	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Timing		0,09	0,69	1,69	2,69	3,69	3,69
WACC	7,3 %	0,993	0,953	0,887	0,827	0,770	0,770
Taux de croissance perpétuelle	1,4 %						
Valeur actuelle des cash-flows pour FY13-FY17	10 701	(655)	1 675	2 835	3 279	3 567	61 069
Valeur actuelle des cash-flows dans la valeur résiduelle	61 069						
<b>Valeur d'entreprise opérationnelle</b>	<b>71 770</b>						
+ actifs non nécessaires à l'exploitation (nets)	26 050						
<b>Valeur de l'entreprise</b>	<b>97 820</b>						
- Capital emprunté rémunéré	(37 125)						
<b>Valeur des capitaux propres (100 %)</b>	<b>60 695</b>						
Nombre d'actions	280 000						
Nombre d'actions propres	3 614						
Nombre d'actions (sans les propres actions)	276 386						
<b>Valeur par action (en CHF)</b>	<b>219,60</b>						

Source: rapport semestriel HY13A, analyse EY

## Description des paramètres pour l'évaluation du WACC

### Groupe de comparaison destiné à l'évaluation du bêta et de la structure du capital

Entreprises	Pays	Monnaie	Date de clôture	Capitalisation boursière	Capital emprunté	CE / FP	Bêta ajusté	Taux d'imposition de l'entreprise	Bêta unlevered
NH Hoteles S.A.	Espagne	EUR	06/2013	1 254	849	37,62%	1,477	30,0%	1,038
Mandarin Oriental International Ltd.	Hong Kong	USD	06/2013	1 684	780	31,58%	1,088	16,5%	0,785
Intercontinental Hotels Group plc	Royaume-Uni	USD	06/2013	7 763	1 222	13,59%	1,199	23,0%	1,069
Les Hôtels Baverez S.A.	France	EUR	06/2013	107	5	4,31%	0,781	34,4%	0,759
The Rezidor Hotel Group	Belgique	EUR	09/2013	638	32	4,78%	1,237	34,0%	1,198
Hyatt Hotels Corporation	Etats-Unis	USD	06/2013	7 095	1 279	15,26%	1,169	35,0%	1,047
Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.	Etats-Unis	USD	09/2013	13 734	1 664	10,80%	1,694	35,0%	1,570
Marriott International, Inc.	Etats-Unis	USD	06/2013	13 216	3 087	18,94%	1,320	35,0%	1,146
Imperial Hotel, Ltd.	Japon	JPY	06/2013	144 455	-	0,00%	0,781	40,7%	0,781
Victoria-Jungfrau Collection AG	Suisse	CHF	06/2013	52	37	41,48%	0,552	18,0%	0,349
Min.						0,00%	0,552		0,349
Max.						41,48%	1,694		1,570
Moyenne						17,84%	1,130		0,974
Médiane						14,43%	1,184		1,043

Source: Capital IQ

## Description des paramètres pour l'évaluation du WACC

### Coûts des capitaux propres (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Source / commentaires
Taux sans risque	1,38%	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.	Rendement implicite pondéré en fonction du chiffre d'affaires des emprunts d'Etat à 10 ans en monnaie locale, moyenne historique sur 5 ans
Bêta « unlevered » ajusté	1,043x	Le bêta reflète le risque systématique d'une action déterminé selon le MEDAF. 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 capitaux empruntés. Formule: $\text{bêta (unlevered)} = \text{bêta ajusté} / (1 + \text{CE/FP})$ .	Valeur médiane du groupe de comparaison Ajusté selon la méthode Practitioners
Prime de risque de marché	5,0%	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.	Prime de risque de marché moyenne selon des études de marché.
Prime de taille	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 MEDAF, 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 ces 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 (source: Ibbotson SBBI Valuation Yearbook 2013 – Morningstar)
Coûts des capitaux propres de VJC	11,3%		

### Coûts des capitaux empruntés (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Source / commentaires
Taux sans risque	1,38%	Voir ci-dessus	Voir ci-dessus
Prime de risque pour les CE	1,76%	Suivant l'honorabilité de VJC, les bailleurs de CE exigent une prime de risque sur le taux sans risque. La prime de risque a été déterminée sur la base du spread sur le capital emprunté assorti de la note BBB.	Barclay's Europe Aggregate Index
Coûts des capitaux empruntés de VJC	3,1%		

Source: voir commentaire

## Historique du compte de résultat de VJC

### Historique du compte de résultat de VJC

<i>Monnaie: mCHF</i>	FY07A	FY08A	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A
Hébergement	47 198	47 279	37 187	35 902	35 659	35 256
Restauration	37 026	36 146	31 162	28 882	29 318	28 387
Revenu du spa	4 212	4 289	3 674	3 431	3 304	3 611
Revenu de loyers	1 987	1 747	1 622	1 627	1 648	1 675
Etablissements annexes hôtellerie	4 076	4 100	3 385	3 170	2 952	2 677
Autres produits	-	-	-	1'180	2 282	466
<b>Chiffre d'affaires total</b>	<b>94 499</b>	<b>93 561</b>	<b>77 030</b>	<b>74 193</b>	<b>75 163</b>	<b>72 072</b>
Charges de marchandises	(10 947)	(11 007)	(9 296)	(8 512)	(8 750)	(7 943)
Charges de personnel directes	(32 666)	(32 360)	(28 612)	(28 513)	(28 910)	(29 855)
Charges d'exploitation directes	(6 845)	(6 474)	(5 435)	(5 533)	(5 342)	(5 679)
<b>Résultat brut d'exploitation (GOI)</b>	<b>44 041</b>	<b>43 720</b>	<b>33 687</b>	<b>31 635</b>	<b>32 162</b>	<b>28 595</b>
Frais administratifs	(7 923)	(7 978)	(6 993)	(7 282)	(6 977)	(6 474)
Frais de marketing	(6 566)	(6 644)	(5 224)	(4 761)	(4 765)	(5 020)
Entretien et remplacements	(5 125)	(5 010)	(3 780)	(4 179)	(4 380)	(4 693)
Energie	(2 367)	(2 491)	(2 245)	(2 253)	(2 313)	(2 388)
Autres charges	(168)	(171)	(114)	(178)	(367)	(91)
<b>Bénéfice brut d'exploitation (GOP)</b>	<b>21 892</b>	<b>21 426</b>	<b>15 331</b>	<b>12 982</b>	<b>13 360</b>	<b>9 929</b>
Taxes sur les bâtiments, impôts sur le capital, loyers	(5 687)	(5 767)	(5 833)	(4 830)	(6 922)	(7 105)
<b>EBITDA</b>	<b>16 205</b>	<b>15 659</b>	<b>9 498</b>	<b>8 151</b>	<b>6 437</b>	<b>2 825</b>
Amortissements des immobilisations corporelles	(8 092)	(8 416)	(8 299)	(8 139)	(6 718)	(4 234)
Amortissements des immobilisations incorporelles	(126)	(102)	(71)	(35)	(17)	(43)
<b>Résultat net des ventes d'immobilisations corporelles</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>333</b>	<b>-</b>
<b>EBIT</b>	<b>7 987</b>	<b>7 141</b>	<b>1 128</b>	<b>(23)</b>	<b>35</b>	<b>(1 452)</b>

Source: rapports annuels VJC

## KPI historiques des hôtels

### KPI historiques des hôtels

en mCHF / %	Victoria Jungfrau						Palace Luzern					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chiffre d'affaires	42 843	42 943	32 996	31 740	31 931	31 946	21 306	19 819	15 064	16 150	15 402	15 089
Charges de personnel en % du chiffre d'affaires	38,7%	38,5%	43,1%	46,0%	45,1%	50,3%	45,5%	48,4%	53,9%	52,0%	55,7%	57,3%
Résultat brut d'exploitation (GOI)	21 348	21 798	15 213	14 444	14 650	12 932	9 517	8 162	5 406	6 055	5 000	5 253
Résultat brut d'exploitation (GOI) en % du chiffre d'affaires	50%	51%	46%	46%	46%	40%	45%	41%	36%	37%	32%	35%
Bénéfice brut d'exploitation (GOP)	12 407	11 921	7 277	5 987	6 908	4 939	4 275	3 062	1 504	2 151	258	297
Bénéfice brut d'exploitation (GOP) en % du chiffre d'affaires	29,0%	27,8%	22,1%	18,9%	21,6%	15,5%	20,1%	15,4%	10,0%	13,3%	1,7%	2,0%
Taux d'occupation des chambres	60,2%	58,3%	46,6%	45,8%	46,0%	53,5%	63,2%	53,8%	38,1%	43,5%	44,1%	47,6%
Average Daily Rate (ADR) en CHF	440	464	422	404	392	366	357	401	416	404	389	362
RevPar (taux d'occupation des chambres x ADR) en CHF	265	271	197	185	180	192	226	216	159	176	172	172

en mCHF / %	Eden au Lac						Bellevue Palace					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chiffre d'affaires	9 112	8 327	7 041	7 363	6 605	6 622	20 624	21 844	21 454	18 354	20 596	17 743
Charges de personnel en % du chiffre d'affaires	45,1%	49,5%	53,6%	53,3%	58,6%	56,0%	43,3%	41,8%	41,4%	46,4%	42,6%	48,5%
Résultat brut d'exploitation (GOI)	4 227	3 635	2 899	3 131	2 513	2 743	8 336	9 533	9 729	7 419	9 331	6 996
Résultat brut d'exploitation (GOI) en % du chiffre d'affaires	46%	44%	41%	43%	38%	41%	40%	44%	45%	40%	45%	39%
Bénéfice brut d'exploitation (GOP)	2 191	1 400	951	1 057	658	824	4 471	5 353	5 719	4 083	5 645	3 767
Bénéfice brut d'exploitation (GOP) en % du chiffre d'affaires	24,0%	16,8%	13,5%	14,4%	10,0%	12,4%	21,7%	24,5%	26,7%	22,2%	27,4%	21,2%
Taux d'occupation des chambres	66,8%	60,2%	52,8%	58,5%	55,8%	56,5%	60,0%	53,3%	49,3%	46,4%	46,4%	37,9%
Average Daily Rate (ADR) en CHF	465	500	473	460	427	423	292	337	358	345	362	352
RevPar (taux d'occupation des chambres x ADR) en CHF	311	301	250	269	238	239	175	179	177	160	170	130

Source: rapports annuels VJC



## Groupe de comparaison pour l'évaluation des Trading Multiples

## Multiples EBITDA des entreprises comparables

Entreprises	Pays	Monnaie	Date de clôture	Capitalisation boursière	Valeur d'entreprise (VE)	EBITDA LFY	VE / EBITDA LFY	EBITDA CFY	VE / EBITDA CFY
NH Hoteles S.A.	Espagne	EUR	06/2013	1 254	2 093	9	n/m	131	15,9x
Mandarin Oriental International Ltd.	Hong Kong	USD	06/2013	1 684	2 203	135	16,3x	174	12,7x
Intercontinental Hotels Group plc	Royaume-Uni	USD	06/2013	7 763	8 597	686	12,5x	753	11,4x
Les Hôtels Baverez S.A.	France	EUR	06/2013	107	96	5	21,2x	n/a	n/a
The Rezidor Hotel Group	Belgique	EUR	09/2013	638	662	48	13,7x	75	8,8x
Hyatt Hotels Corporation	Etats-Unis	USD	06/2013	7 095	7 579	512	14,8x	660	11,5x
Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc.	Etats-Unis	USD	09/2013	13 734	14 709	1 127	13,1x	1 226	12,0x
Marriott International, Inc.	Etats-Unis	USD	06/2013	13 216	16 195	1 082	15,0x	1 190	13,6x
Imperial Hotel, Ltd.	Japon	JPY	06/2013	144 455	118 737	5 938	20,0x	n/a	n/a
Min.							12,5x		8,8x
Max.							21,2x		15,9x
Moyenne							15,8x		12,3x
Médiane							14,9x		12,0x

Source: Capital IQ

## Profil des entreprises du groupe de comparaison

NH Hoteles S.A. NH Hoteles, S.A. operates hotels primarily in Europe, the Americas, and Africa.	Mandarin Oriental International Ltd. Mandarin Oriental International Limited engages in the ownership and management of hotels, resorts, and residences.	Intercontinental Hotels Group plc InterContinental Hotels Group PLC owns, manages, franchises, and leases hotels and resorts worldwide.
Les Hôtels Baverez S.A. Les Hôtels Baverez S.A. owns and operates hotels in Paris.	The Rezidor Hotel Group Rezidor Hotel Group AB (publ), a hospitality company, operates, manages, leases, and franchises hotels.	Hyatt Hotels Corporation Hyatt Hotels Corporation, a hospitality company, manages, franchises, owns, and develops Hyatt-branded hotels, resorts, and residential and vacation ownership properties worldwide.
Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc. operates as a hotel and leisure company worldwide.	Marriott International, Inc. Marriott International, Inc. operates, franchises, and licenses hotels and timeshare properties worldwide.	Imperial Hotel, Ltd. Imperial Hotel, Ltd. engages in the operation of hotels primarily in Osaka, Tokyo, and Kamikochi in Japan.
Victoria-Jungfrau Collection AG Victoria-Jungfrau Collection AG engages in the operation of hotels in Switzerland.		

Source: Capital IQ

## Groupe de comparaison pour la détermination des Transaction Multiples

## Transaction Multiples du groupe de comparaison

Entreprises	Date de publication	Volume de transaction (mio. CHF)	Acquéreur / investisseur	Vendeur	VE / EBITDA implicite
Le Meridien San Francisco	12/10/2010	230,56	Chesapeake Lodging Trust (NYSE:CHSP)	HEI Hospitality, LLC	35,4x
Fair Oaks Hotel, LLC	02/05/2013	59,68	Apple Ten Hospitality Ownership, Inc.	-	27,0x
Radisson Lexington Hotel	05/16/2011	385,08	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	25,4x
The Royal Hotel, Limited.	09/16/2011	33,19	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.	23,4x
Hilton Garden Inn San Francisco Oakland/Bay Bridge	06/11/2012	34,79	RLJ Lodging Trust (NYSE:RLJ)	APF Emeryville Ownco, LLC	23,2x
San Diego Marriott Del Mar Hotel	06/06/2012	63,3	Thayer Lodging Group	Sunstone Hotel Investors Inc. (NYSE:SHO)	19,4x
Pan Pacific Hotels Group Limited	05/10/2013	218,64	UOL Group, Ltd. (SGX:U14)	UOB Asset Management Ltd.	16,9x
Argonaut Hotel	11/30/2010	83,66	Pebblebrook Hotel Trust (NYSE:PEB)	Maritime Hotel Associates, L.P.	16,2x
Hilton Boston and Westin Washington, D.C. City Center and Westin San Diego and Hilton Burlington	07/09/2012	483,26	Diamondrock Hospitality Co. (NYSE:DRH)	Blackstone Real Estate Advisors	15,2x
W Chicago City Center	05/04/2011	110,43	Chesapeake Lodging Trust (NYSE:CHSP)	Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc. (NYSE:HOT)	13,5x
JW Marriott Hotel New Orleans	02/17/2011	89,2	Sunstone Hotel Investors Inc. (NYSE:SHO)	Starr International Company, Inc.; Clearview Hotel Capital, LLC	12,8x
Embassy Suites San Diego Bay - Downtown	01/29/2013	103,75	Pebblebrook Hotel Trust (NYSE:PEB)	-	12,8x
Marriott Residence Inn, New Rochelle	08/07/2010	21,75	Chatham Lodging Trust (NYSE:CLDT)	Cappelli Enterprises, Inc.	12,7x
Intercontinental London Park Lane	03/28/2013	424,82	Constellation Hotels Holding Ltd.	Intercontinental Hotels Group plc (LSE:IHG)	11,5x
Millennium & Copthorne Hotels plc	09/13/2013	17,1	City Developments Limited (SGX:C09)	-	11,5x
Millennium & Copthorne Hotels plc	05/31/2013	13,69	City Developments Limited (SGX:C09)	-	10,7x
Eden Hotel Lanka PLC	06/29/2012	2,73	Palm Garden Hotels PLC (COSE:PALM-N-0000)	Riverina Hotels PLC	6,5x
The Light Group, LLC	11/17/2011	42,65	Morgans Hotel Group Co. (NasdaqGM:MHGC)	Zabeel Investments	6,5x
Min.					6,5x
Max.					35,4x
Moyenne					16,7x
Médiane					14,3x

Source Capital IQ

## Description des transactions de comparaison

### Description du groupe de comparaison 1/2

<p><b>Le Meridien San Francisco</b></p> <p>Le Meridien San Francisco operates a hotel in California. Its amenities include rooms, entertainment facilities, and conference facilities. The company is based in San Francisco, California. Le Meridien San Francisco operates as a subsidiary of Chesapeake Lodging Trust.</p>	<p><b>Fair Oaks Hotel, LLC</b></p> <p>Fair Oaks Hotel, LLC owns and operates a hotel under the name Fairfax Marriott at Fair Oaks. The company was incorporated in 2004 and is based in Fairfax, Virginia. As of March 15, 2013, Fair Oaks Hotel, LLC operates as a subsidiary of Apple Ten Hospitality Ownership, Inc.</p>	<p><b>Radisson Lexington Hotel</b></p> <p>Radisson Lexington Hotel is a 705-room property with 82 suites, 101 deluxe, and 522 standard rooms. The hotels amenities include marble bathrooms, work desks and bureaus, color cable TV with pay per view movies, safes, Internet access, and phone with voice-mail and data port. Its dining facilities include RAFFLES coffee shop, J. Sung Dynasty Chinese restaurant, Vuli's Italian restaurant, and a cocktail lounge. Radisson Lexington was built in 1929 and is located in New York City. Radisson Lexington Hotel operates as a subsidiary of Diamondrock Hospitality Limited Partnership.</p>
<p><b>The Royal Hotel, Limited. (TSE:9713)</b></p> <p>The Royal Hotel, Limited operates hotels in Japan. Its hotels offer various facilities and amenities, including accommodation, restaurants and bar, banquet rooms, indoor pools and sauna, fitness center, business center, 24-hour room service, and shopping mall, as well as provides other facilities and amenities, such as parking, medical clinic, beauty parlor, daycare facilities, hair salons, flower shops, tennis courts, skiing, laundry, massage, hot stone spa, concierge, and chapel for weddings and other religious events. It operates 11 hotels in Osaka, Tokyo, Kyoto, Hiroshima, Kagawa, Nagano, Ehime, Fukuoka, and Okinawa. The company is based in Osaka, Japan.</p>	<p><b>Hilton Garden Inn San Francisco Oakland/Bay Bridge</b></p> <p>Hilton Garden Inn San Francisco Oakland/Bay Bridge operates as a 278 rooms' hotel. It provides complimentary Wi-Fi, 24 hours business center, complimentary fitness center, and a full-service restaurant. The company was founded in 1970 and is based in Emeryville, California.</p>	<p><b>San Diego Marriott Del Mar Hotel</b></p> <p>San Diego Marriott Del Mar Hotel operates as a hotel in California. Its accommodations feature meeting space, business center, swimming pool, Jacuzzi, and the restaurant. The hotel also provides complimentary services, which include coffee/tea in-room, guest services, babysitting, concierge desk, daily housekeeping service, laundry onsite, local restaurant dinner delivery, room service, and safe deposit boxes. San Diego Marriott Del Mar Hotel was founded in 2002 and is based in San Diego, California.</p>
<p><b>Pan Pacific Hotels Group Limited (SGX:H49)</b></p> <p>Pan Pacific Hotels Group Limited operates as an hotelier and property owner in Singapore, Australia, Vietnam, Malaysia, China, and Myanmar. It engages in the management of serviced suites; management and operation of health and beauty retreats and facilities; manages and operates a hotel; and provision of marketing and technical services to hotels and serviced suites, as well as management and licensing of trademarks. The company operates hotels under the Pan Pacific and PARKROYAL brands. It also owns and operates St. Gregory spas and Si Chuan Dou Hua restaurants. As of August 7, 2013, Pan Pacific Hotels Group Limited was taken private.</p>	<p><b>Argonaut Hotel</b></p> <p>Argonaut Hotel operates as a hotel that provides boarding and lodging services. Its amenities include rooms, a restaurant, and a bar. It also provides facilities for meetings, events, and weddings. Argonaut Hotel was founded in 2003 and is based in San Francisco, California.</p>	<p><b>Hilton Boston and Westin Washington, D.C. City Center and Westin San Diego and Hilton Burlington</b></p> <p>Hilton Boston and Westin Washington, D.C. City Center and Westin San Diego and Hilton Burlington comprises 4 hotels which include Hilton Boston, The Westin Washington, D.C., The Westin San Diego, and Hilton Burlington. The Hilton Boston offers 362 rooms and is spread over an area of 10,000 square feet of meeting space. The Westin Washington, D.C. offers 406-rooms and is spread over an area of approximately 12,000 square feet of meeting space. The Westin San Diego offers 436 rooms and is spread over an area of approximately 19,000 square feet of meeting space. The Hilton Burlington offers 258 rooms and is spread over an area of approximately 16,000 square feet of meeting space. Hilton Boston, The Westin Washington, D.C., The Westin San Diego, and Hilton Burlington are located in Boston, Massachusetts, Washington, District of Columbia, San Diego, California, and Burlington, Vermont.</p>

Source: Capital IQ

## Description des transactions de comparaison

## Description du groupe de comparaison 2/2

<b>W Chicago City Center</b> W Chicago City Center operates luxury and full service hotels. It was formerly known as Midland Hotel. The company was founded in 2001 and is based in Chicago, Illinois.	<b>JW Marriott Hotel New Orleans</b> JW Marriott Hotel New Orleans operates as a hotel. Its amenities include meeting and event space, fitness facility, swimming pool, business center, health club, health spa/massage, and outdoor pool. The hotel was founded in 1984 and is based in New Orleans, Louisiana.	<b>Embassy Suites San Diego Bay - Downtown</b> Embassy Suites San Diego Bay - Downtown operates as a hotel with 337 rooms. The company is based in San Diego, California.
<b>Marriott Residence Inn, New Rochelle</b> Marriott Residence Inn, New Rochelle is a 10 storey hotel. The hotel has 124 suites, Internet access, and fully equipped kitchens. Marriott Residence Inn, New Rochelle is based in New Rochelle, New York.	<b>Intercontinental London Park Lane</b> Intercontinental London Park Lane owns and operates a 447 room hotel. The company was founded in 1974 and is based in London, United Kingdom.	<b>Millennium &amp; Copthorne Hotels plc (LSE:MLC)</b> Millennium & Copthorne Hotels plc, a hospitality management and real estate group, owns, operates, manages, and franchises hotels. It operates hotels under Grand Millennium, Millennium, Grand Copthorne, Kingsgate, M Hotels, Biltmore, and Studio M names. The company operates approximately 110 hotels in Asia, Australasia, Europe, the Middle East, and North America. It also manages a portfolio of property assets. The company is headquartered in London, the United Kingdom. Millennium & Copthorne Hotels plc is a subsidiary of City Developments Limited.
<b>Eden Hotel Lanka PLC (COSE:EDEN-N-0000)</b> Eden Hotel Lanka PLC operates a five star hotel in Sri Lanka. The company is incorporated in 1992 and is based in Aluthgama, Sri Lanka.	<b>The Light Group, LLC</b> The Light Group, LLC owns and operates hotels, restaurants, lounges, nightclubs, pools, casinos, resorts, and venues in the United States. The company was founded in 2002 and is based in Las Vegas, Nevada. As of November 30, 2011, The Light Group, LLC operates as a subsidiary of Morgans Hotel Group Co.	

Source: Capital IQ