

Gornergrat Bahn AG

Zermatt

Rapport d'évaluation

24 juin 2005

Table des matières

1	Situation de départ	3
2	Champ d'activités de la GGB	4
3	Informations de base, hypothèses générales d'évaluation et restrictions	5
4	Evaluation de la GGB	7
4.1	Procédé d'évaluation	7
4.2	GGB	7
4.3	Participation à la ZBAG	9
4.4	Participation à la GE	10
4.5	Valeur des fonds propres de la GGB tenant compte des participations	11
5	Valeur d'une action au porteur de la Gornergrat Bahn et détermination du prix minimum	13
	Annexe A: Documentation	14
	Anhang B: Détermination du taux d'actualisation	15

1 Situation de départ

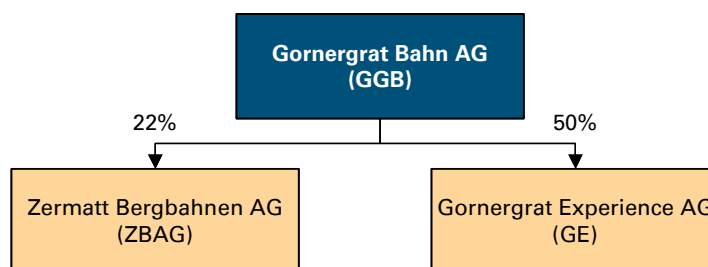
Au cours de l'acquisition de la Gornergrat Bahn AG (« GGB ») par la BVZ Holding AG (« BVZ »), la BVZ est tenue, selon l'article 32 de la loi sur les bourses, de soumettre une offre pour toutes les actions cotées de la GGB.

Les actions au porteur de la GGB sont cotées à la SWX Swiss Exchange et jusqu'au 30 juin 2005, également à la BX Berne Exchange. En accord avec la pratique de la Commission des OPA, le négoce des actions de la GGB doit être évalué comme non-liquide. C'est pourquoi, le cours de la bourse ne peut être pris en compte dans la détermination du prix minimum. Dans un tel cas, l'organe de contrôle – c'est-à-dire, dans la présente transaction, KPMG Fides Peat – doit procéder à une évaluation indépendante de la société cible, la GGB, par analogie à l'article 42 OBVM-CFB.

2 Champ d'activités de la GGB

La GGB détient et exploite un chemin de fer à crémaillère entre Zermatt et le Gornergrat. Le volume de passagers est réparti en parts quasiment égales sur la saison d'été et la saison d'hiver. Au début de l'année 2002, la GGB a apporté son infrastructure de sports d'hiver (téléphériques, remontées mécaniques, etc.) à la Zermatt Bergbahnen AG (« ZBAG ») par un apport en nature et détient, depuis, 22 % de la société. En novembre 2003, la Gornergrat Experience AG (« GE ») a été constituée. L'objectif de cette joint-venture réalisée avec la Bourgeoise de Zermatt a pour but de mieux commercialiser et exploiter l'attrait touristique du site du Gornergrat. Le début opérationnel des activités est prévu pour l'année 2008. D'ici là, il est prévu de procéder à divers investissements dans le but de générer des bénéfices supplémentaires ou d'augmenter l'attrait du site.

Lors de l'exercice 2004, le bénéfice de la GGB s'élevait à environ CHF 21.9 millions et son résultat d'exploitation avant amortissement (EBITDA) à environ CHF 6.9 millions. Le capital actions de la GGB se porte à CHF 8.4 millions et est réparti en 28'000 titres au porteur d'une valeur nominale de CHF 300. La direction est assurée par la Matterhorn Gotthard Bahn (les Chemins de fer du Matterhorn Gothard, « MBG ») et couvre les secteurs « direction », ainsi que « finances », « Controlling », « Support et Marketing & Services ». Le personnel des secteurs « production » et « technique », quant à lui, est directement engagé par la GGB



3 Informations de base, hypothèses générales d'évaluation et restrictions

Notre évaluation est basée sur les bilans annuels audités de la GGB, ainsi que sur un grand nombre d'informations financières non auditées qui ont été mises à notre disposition par la direction de la GGB (voir annexe A).

En outre, nous avons eu l'opportunité de poser des questions relatives à ces documents ou d'autres questions indiquées d'un point de vue de l'évaluation technique, directement aux proches consultants de la GGB et/ou à la direction de la société.

Le jour de l'évaluation est le 31 décembre 2004. Nous partons du principe que la société poursuit pleinement son activité actuelle et qu'il ne se produit pas de changement substantiel aggravant dans le champ d'activité de la GGB (suite à des catastrophes naturelles, à des impératifs légaux et politiques, au produit du tourisme, etc.). Nos réflexions reposent sur une base autonome et emploient des critères objectifs et neutres.

Notre évaluation de la participation à la ZBAG repose principalement sur une évaluation de l'entreprise au 31 mai 2004 qui a été établie par une autre société consultante en octobre 2004. KPMG a entrepris certains ajustements y relatifs qui, selon elle, représentent le cours des affaires futur de manière plus exacte. En raison de l'obligation au secret professionnel dans le cadre de la transaction, aucun entretien n'a pu être conduit avec la direction de la ZBAG ou avec les représentants de la société consultante sur la plausibilité de l'évaluation existante au sujet de la ZBAG. Par conséquent, il n'a pas été possible pour KPMG de remettre en question le développement opérationnel planifié de la ZBAG.

A Zermatt, un plan directeur est en élaboration afin de clarifié les possibilités de développement de l'aire de la gare de Zermatt. A l'heure actuelle, il est difficile de déterminer quelles seront les conséquences financières pour la GGB. Ainsi, les réflexions d'évaluation engagées concernant la GGB ne comprennent pas les effets éventuels du plan directeur.

Nos travaux ont été conduits pendant les mois d'avril et mai 2005. L'évaluation a été achevée le 24 mai 2005. A notre avis, tous les événements connus et pertinents au jour de clôture de nos travaux ont été étudiés de manière appropriée et pris en compte dans le présent rapport. Nous avons, dans le cadre de nos activités, examiné les informations pertinentes et en avons étudié la plausibilité. Conformément aux termes de notre mandat, nous nous fondons exclusivement sur les informations qui ont été mises à notre disposition. Aucun examen concernant leur intégralité et leur exactitude, dans le sens d'une révision, n'a été conduit.

KPMG décline toute responsabilité au niveau de l'exactitude des informations qui ont été mises à sa disposition.

4 Evaluation de la GGB

4.1 Procédé d'évaluation

Pour les besoins de la détermination de la valeur objective d'entreprise de la GGB, nous avons décidé d'appliquer les méthodes usuelles d'évaluation et de nous fonder principalement sur la méthode dite du « Discounted Cash Flow » (« DCF »). Dans le cadre de nos travaux, nous avons également pris en considération le développement du cours de la bourse, examiné la valeur intrinsèque et appliqué la méthode des multiples. Dans le cas d'espèce, la pertinence de ces méthodes est cependant très limitée, c'est pourquoi nous ne les avons pas reprises dans notre conclusion. En raison du maigre volume des échanges, le cours de la bourse n'est pas pertinent, la valeur intrinsèque néglige les rendements réalisables sur les fonds propres, déterminants du point de vue des investisseurs et, pour ce qui est de la méthode des multiples, l'existence d'entreprises cotées comparables ou d'informations sur des transactions portant sur des entreprises similaires fait défaut.

Outre la participation à la ZBAG, nous avons également évalué le joint-venture Gornergrat Experience (« GE ») au moyen de la méthode DCF et nous l'avons additionnée, au pro rata, à la valeur totale du capital de la GGB. Etant donné que durant l'année 2004, la GE n'avait pas encore commencé ses activités commerciales, sa participation n'est pas encore comprise dans l'examen du bilan annuel de la GGB pour l'année 2004.

Les cash flows libres (FCF) estimés, d'après les Business plans et selon nos estimations, des trois sociétés, ont été escomptés au jour de l'évaluation, à l'aide d'un taux de coût moyen pondéré du capital (« WACC »).

Les principales hypothèses à l'origine des évaluations des trois sociétés sont expliquées ci-dessous :

4.2 GGB

Business plan

La direction de la GGB a principalement élaboré deux Business plans qui ont été mis à notre disposition. Nous avons établi une évaluation DCF complète pour les deux Business plans.

Scénario 1

Le Scénario 1 part d'une légère évolution positive du bénéfice. La période de planification explicite s'étend de l'année 2005 à l'année 2009. Les cash flows résultant de l'exercice 2009 seront pris en compte dans ce que l'on appelle une « année normalisée ». Dans le scénario 1, le résultat d'exploitation opérationnel de l'année normalisée correspond à celui de l'année 2009. Les investissements

correspondent aux amortissements dans l'année normalisée et l'actif circulant est le même que celui de l'année 2009. Aucune croissance n'est supposée dans le calcul de la valeur finale.

Scénario 2

Contrairement au scénario 1, le scénario 2 prévoit une évolution plus faible du bénéfice. La période de planification explicite dans le scénario 2 s'étend jusqu'à l'année 2010 afin de pouvoir reproduire pleinement les ajustements du bénéfice. Pour l'année normalisée, le scénario 2 part d'un résultat plus bas que celui de l'année 2010, afin de reproduire de façon durable une possible évolution dans le domaine touristique. Pendant l'année normalisée, les investissements correspondent aux amortissements et l'actif circulant reste inchangé par rapport à l'année 2010. Aucune croissance n'est supposée dans le calcul de la valeur finale.

A l'heure actuelle, plusieurs arguments sont valables pour les deux scénarios, c'est pourquoi nous avons établi deux évaluations DCF complètes. Le conseil d'administration et les spécialistes mandatés dans le cadre de l'évaluation des opérations prévues ont, sur la base des informations et estimations à leur disposition, pondéré les deux scénarios dans un rapport de trois contre un. KPMG ne peut pas déterminer de manière certaine la probabilité de réalisation des deux scénarios et se rallie à la pondération du conseil d'administration, c'est à dire au rapport de trois contre un. Du point de vue des actionnaires, une pondération plus forte du scénario 1 conduit à une valeur plus élevée du capital propre.

L'immeuble « Gornerhaus » et les entrées de loyers et charges y relatives ne sont pas à prendre en considération dans le cadre de l'exploitation. Pour ce bien immobilier, il existe un rapport établi par un expert local du 15 avril 2005, qui a estimé la valeur vénale de l'immeuble à CHF 4.04 millions. Cette valeur sera ajoutée à la valeur opérationnelle de la GGB après prise en compte des impôts latents. Le terrain « Obri Tuftra » n'est pas considéré non plus comme faisant partie de l'exploitation et est traité comme le Gornerhaus. Un possible changement d'affectation de zones du terrain permettrait de construire sur une partie de la surface. En comptant d'éventuels coûts de démantèlement des bâtiments existants, la valeur attribuée au terrain s'élève à CHF 0.8 millions. Il ne peut être répondu de manière définitive à la question qui se pose de savoir si le terrain à Zermatt sera effectivement changé d'affectation de zones.

Les collaborateurs de la GGB sont affiliés à la caisse de pension « Ascoop ». A la fin de l'année 2003, celle-ci affichait un découvert important. Le plan de redressement engagé conduit, du côté de la GGB, à une contribution d'assainissement annuelle de 1.5% de la masse salariale sur les 15 prochaines années.

Cette contribution est libre et est présentée séparément dans l'évaluation.

Les réserves de cotisations de l'employeur de la fondation de prévoyance du personnel s'élèvent à CHF 265'000 à la fin de l'année 2004. La décision portant sur l'utilisation de ces réserves relève de la GGB et est liée à l'objectif poursuivi. Un rabais forfaitaire de 30% est appliqué après prise en compte de la valeur actuelle et de l'effet de l'imposition (21.57% pour le canton du Valais). Les CHF 186'000 résultants sont additionnés à la valeur totale opérationnelle du capital.

WACC

Le taux de coût moyen pondéré du capital appliqué est de 6.31%. Les rapports de financement actuels de la société, les données du marché financier au jour de l'évaluation ainsi que le taux de l'impôt sur le bénéfice applicable dans le canton du Valais ont été pris en compte (voir annexe B).

Valeur de la GGB sans participations substantielles

Après la prise en compte du patrimoine non indispensable à l'exploitation, des réserves de cotisations de l'employeur, ainsi que de l'obligation vis-à-vis de la caisse de pension et des dettes nettes au jour de l'évaluation, il résulte, dans le scénario 1, une valeur d'environ CHF 26.1 millions pour la totalité du capital propre et dans le scénario 2, une valeur d'environ CHF 7.3 millions. Les participations dans la ZBAG et dans la GE n'ont pas encore été prises en compte dans ce calcul. Si les deux scénarios sont évalués en fonction de la probabilité de leur réalisation, il en résulte une valeur d'environ CHF 21.4 millions.

Tableau : Détermination de la valeur du capital propre sans participations substantielles

En millions de CHF	Scénario 1	Scénario 2
Valeur opérationnelle du capital total selon DCF au 31.12.2004	50,049	31,303
Parts de la fortune non indispensables à l'exploitation	3,834	3,834
Réserves de cotisations de l'employeur	186	186
Contribution d'assainissement Ascoop	-392	-392
Endettement net au 31.12.2004	-27,603	-27,603
Pondération des scénarii	3	1
Valeur du capital propre sans participations substantielles	21,388	

4.3 Participation à la ZBAG

Business Plan

L'évaluation DCF est fondée sur un Business plan détaillé qui couvre les années 2004/2005 à 2008/2009 et qui a été établi par la direction de la ZBAG.

Les cash flows résultant de l'exercice 2008/2009 seront pris en compte dans une année normalisée. Aucune croissance perpétuelle n'est supposée, les amortissements correspondent aux investissements et le résultat opérationnel correspond à celui de l'exercice 2008/2009.

WACC

Un taux de coût moyen pondéré du capital de 6.78 % a été appliqué. Les rapports de financement actuels de la société, les données pertinentes du marché financier au jour de l'évaluation, ainsi que le taux de l'impôt sur le bénéfice applicable au lieu du siège imposable ont été pris en compte (voir annexe B).

Rabais pour actionnaires minoritaires

La valeur du capital total de la ZBAG déterminé au moyen de la méthode DCF est corrigé du montant des dettes nettes au jour de l'évaluation, afin d'obtenir la valeur à 100 % des fonds propres.

Etant donné que la GGB détient 22 % d'actions et ne dispose ainsi que d'une influence partielle sur le devenir de la ZBAG, l'application d'un rabais pour actionnaires minoritaires est appropriée. Le montant d'un tel rabais ne peut être théoriquement déterminé avec précision. La doctrine estime que les rabais applicables se situent dans un ordre de grandeur de 15 % à 40 %. Après avoir pris en considération diverses données spécifiques, entre autres le siège dans le conseil d'administration de la GGB, un rabais de 20 % a été appliqué en l'espèce. Gegebenheiten, u.a. dem der GGB zustehenden Verwaltungsratssitz, wurde im vorliegenden Fall ein Abschlag von 20 % angewendet.

Valeur de la participation à la ZBAG

Une fois le rabais pour actionnaires minoritaires de 20 % pris en considération, on arrive à une valeur de CHF 12.2 millions pour les 22 % de participation à la ZBAG. Ce taux de participation sera traité comme un bien non indispensable à l'exploitation et ainsi additionné à la valeur opérationnelle de la GGB.

4.4 Participation à la GE

Business plan

Etant donné que le Business plan de la GGB ne prend pas en considération la marche des activités de la GE, la direction de la GGB et leur partenaire de la joint-venture - la Bourgeoise de Zermatt - ont établi un Business plan séparé pour la GE, couvrant les années 2005 à 2010.

L'objectif poursuivi par la GE est de mieux commercialiser le site Gornergrat. Les deux partenaires de la joint-venture profiteront d'une fréquentation ferroviaire accrue ainsi que d'une meilleure exploitation de l'hôtel « Gornergrat Kulm ». La projection prévoit que des recettes positives résultant des services seront perçues à partir de l'année 2008, après une période de stabilisation de trois ans pendant laquelle certains investissements en matière d'infrastructure seront effectués.

Les cash flows résultant de l'exercice 2010 seront pris en compte dans une année normalisée. Aucune croissance perpétuelle n'est supposée, les amortissements

correspondent aux investissements. Le résultat opérationnel de l'année normalisée laisse encore apparaître une augmentation marquée par rapport à celui de l'exercice 2010.

WACC

Un taux de coût moyen pondéré du capital de 7.52 % a été appliqué. Les rapports de financement de la société à fin 2008, les données pertinentes du marché financier au jour de l'évaluation ainsi que le taux de l'impôt sur le bénéfice applicable au lieu du siège imposable ont été prise en compte (voir annexe B).

Rabais pour actionnaires minoritaires

La valeur du capital total de la ZBAG, déterminée par la méthode DCF, est corrigée du montant des dettes nettes au jour de l'évaluation, afin d'obtenir la valeur à 100 % des fonds propres.

Etant donné que la GGB détient 50 % d'actions et ne dispose ainsi, seule, d'aucune influence sur le devenir de la GE, l'application d'un rabais pour actionnaires minoritaires est appropriée. Le montant d'un tel rabais ne peut être théoriquement déterminé avec précision. La doctrine estime que les rabais applicables se situent dans un ordre de grandeur de 15 % à 40 %¹. Après avoir pris en compte diverses données spécifiques, entre autres le droit réciproque de préemption des partenaires à la joint-venture, un rabais de 10 % a été appliqué dans le cas présent, étant donné que la GGB ne peut pas vraiment être considérées comme actionnaire minoritaire.

Valeur de la participation à la GE

Après avoir pris en compte un rabais pour actionnaires minoritaires de 10 %, il résulte une valeur de CHF 354'000 pour les 50 % de participation à la GE. Ce taux de participation sera traité de manière correspondante comme un bien non indispensable à l'exploitation et additionné à la valeur opérationnelle de la GGB.

4.5 Valeur des fonds propres de la GGB tenant compte des participations

Si l'on comprend dans le calcul les valeurs respectives des parts de participation à la ZBAG et à la GE, on arrive à un montant d'environ CHF 33.4 millions pour la totalité du capital propre de la GGB, conformément au tableau ci-dessous.

¹ voir William C. Weaver, Discounts and other Adjustments to Fair Market Value Estimates, University of Central Florida College of Business Orlando, Orlando 1998;
Philip Saunders, Control Premiums and Minority Discounts, Massachusetts 1998;
Mercer Capital Management Inc., Lessons on Minority and Marketability Discounts, 2003

Tableau : Estimation de la valeur du capital propre en tenant compte des participations

En millions de CHF	Scénario 1	Scénario 2
Valeur opérationnelle du capital total selon DCF au 31.12.2004	50,049	31,303
Participation ZBAG	12,243	12,243
Participation GE	354	354
Réserves de participation de l'employeur	186	186
Parts de fortune non indispensables à l'exploitation	3,834	3,834
Contribution d'assainissement Ascoop	-392	-392
Endettement net au 31.12.2004	-27,603	-27,603
Pondération des scénarii	3	1
Valeur du capital propre	33,985	

5 Valeur d'une action au porteur de la Gornergrat Bahn et détermination du prix minimum

Sur la base de notre développement, de notre analyse et de nos restrictions, ainsi que de nos hypothèses, la valeur d'une action au porteur de la GGB est de CHF 1'126, ce qui correspond en même temps au prix minimum.

KPMG Fides Peat

Martin Schaad

Rolf Langenegger

Annexe A: Documentation

- Rapport d'activités des années 2004, 2003, 2002 de la GGB
- Bilan comparatif des périodes, bilans et comptes de résultats
- Rapport explicatif PwC, rapport du réviseur à l'AG pour le compte annuel 2004
- Bénéfice par domaine d'activité au 08.03.2005
- Règlement d'organisation, répartition des compétences
- Contrat de coopération BVZ Holding AG
- Contrat de gestion société anonyme Matterhorn Gotthardbahn (Chemins de fer de Matterhorn Gothard)
- Convention de prestations Matterhorn Gotthard Gruppe (Groupe de chemins de fer Matterhorn Gothard)
- Statuts de la BVZ Holding AG
- Workshop sur la stratégie conseil d'administration et direction du 17.2.2005
- Rapport du réviseur au conseil d'administration concernant le bilan annuel (PwC),
- Nouveau matériel roulant – document du projet
- Bilan/tableau des flux de trésorerie 2002-2004, ZBAG rapport d'activités 2002-2004, convention de coordination ZBAG
- Budget 2005 et Business plan 2006-2009
- Business plan pour la constitution de la Gornergrat Experience AG
- Concours d'études Peak Gornergrat – rapport du jury
- Représentation des investissements 2004
- Contrat d'apport en nature Matterhornbahnen AG du 18.01.2002
- Evaluation de l'entreprise Zermatt Bergbahnen AG
- Revenus par domaines d'activités « chiffre d'affaires » et « controlling »
- Détails relatifs à l'entretien 2004 + 2005
- Statuts (après augmentation du capital) de la ZBAG
- Convention relative au droit de préemption de la ZBAG
- Statuts de la Gornergrat Experience AG
- Contrat du 28 juin 2004 relative à la GE liant les actionnaires
- Ertrag nach Geschäftsfeldern per 08.03.2005

Anhang B: Détermination du taux d'actualisation

Détermination du taux de coût moyen pondéré du capital (WACC) de la GGB

Eléments		Remarques
Rendement des obligations de la Confédération	2.60%	Taux d'intérêt des obligations à 30 ans de la Confédération au jour de l'évaluation
+ Prime couvrant le risque de marché	4.50%	Prime de longue durée couvrant le risque de marché du marché des actions suisse
Facteur bêta	0.71	Détermination du rendement mensuel des actions GGB et du SPI pendant la période allant de janvier 2002 à mars 2005
+ Supplément pour le risque spécifiquement lié à l'entreprise	3.00%	
+ Supplément pour manque de liquidité	1.00%	
Coûts relatifs au capital propre	9.80%	
Coûts relatifs aux fonds étrangers	3.80%	Intérêts effectifs moyens des fonds étrangers
Taux marginal d'imposition	21.57%	Taux marginal d'imposition applicable dans le canton du Valais
Coûts relatifs aux fonds étrangers après imposition	2.98%	
Part du capital propre	48.80%	Correspond au capital propre au jour de l'évaluation par rapport aux fonds étrangers productifs d'intérêts
Coût moyen pondéré du capital	6.31%	

Détermination du taux de coût moyen pondéré du capital (WACC) de la ZBAG

Eléments		Remarques
Rendement des obligations de la Confédération	3.00%	Taux d'intérêt des obligations à 30 ans de la Confédération au jour de l'évaluation
+ Prime couvrant le risque de marché	4.50%	Prime de longue durée couvrant le risque de marché du marché des actions suisse
Facteur bêta	1.00	Estimé à 1.0 en raison du défaut des cours de la bourse et d'entreprises comparables pertinentes
+ Supplément pour le risque spécifiquement lié à l'entreprise	2.50%	
+ Supplément pour absence de liquidité	1.00%	
Coûts relatifs au capital propre	11.00%	
Coûts relatifs aux fonds étrangers	4.00%	Intérêts effectifs moyens des fonds étrangers
Taux marginal d'imposition	21.57%	Taux marginal d'imposition applicable dans le canton du Valais
Coûts relatifs aux fonds étrangers après imposition	3.14%	
Part du capital propre	46.29%	Correspond au capital propre au jour de l'évaluation par rapport au capital total
Coût moyen pondéré du capital	6.78%	

Détermination du taux d'actualisation (WACC) de la GE

Eléments		Remarques
Rendement des obligations de la Confédération	2.60%	Taux d'intérêt des obligations à 30 ans de la Confédération au jour de l'évaluation
+ Prime couvrant le risque de marché	4.50%	Prime de longue durée couvrant le risque de marché du marché des actions suisse
Facteur bêta	1.75	Déterminé sur la base de bêtas sans effet de levier (unlevered) de resorts/parcs à thèmes européens cotés
+ Supplément pour le risque spécifiquement lié à l'entreprise	4.00%	
+ Supplément pour absence de liquidité	2.00%	
Coûts relatifs au capital propre	16.48%	
Coûts relatifs aux fonds étrangers	5.00%	Coûts moyen attendu des fonds étranger (y compris les prêts d'actionnaires)
Taux marginal d'imposition	21.57%	Taux marginal d'imposition applicable dans le canton du Valais
Coûts relatifs aux fonds étrangers après imposition	3.92%	
Part du capital propre	28.64%	Correspond à la structure de capital visée de la GE à la fin de l'année 2008
Coût moyen pondéré du capital	7.52%	