

**Evaluation à l'occasion d'une offre publique d'achat de
la société Sodereal Holding AG,
Zurich, sur la totalité des actions nominatives de la so-
ciété Montreux Palace SA, Montreux, qui se trouvent
dans le public**

1. Situation de départ

La société Sodereal Holding AG, Zurich (Sodereal), qui détient 83.86% des actions de la société Montreux Palace SA, Montreux (Palace), est une filiale de la société Swissôtel Holding AG, Hergiswil, respectivement une filiale de la société Raffles Corporation (Switzerland) Pte Ltd, Singapour (Raffles). A la suite de la vente de la société Raffles à la société Colony HR Holding S.à.r.l, Luxembourg, une filiale de la société Colony HR Acquisitions, LLC, Wilmington Delaware (Colony), le 30 septembre 2005, la société Sodereal est indirectement une filiale de la société Colony.

Ce changement de propriétaire oblige Sodereal à faire une offre publique d'achat sur la totalité des actions nominatives qui se trouvent dans le public. Conformément à l'article 37 alinéa 1 OBVM-CFB, le prix d'offre pour les actions de Palace doit correspondre au minimum au cours de bourse. Ce cours est déterminé sur la base de la moyenne des cours d'ouverture relevés au cours des 30 derniers jours de bourse avant la publication ou de l'annonce de l'offre à la SWX (article 37 alinéa 2 OBVM-CFB en liaison avec l'article 9 alinéa 3 chiffre a de OOPA). Considérant que l'action nominative de Palace sera probablement négociée pendant moins de 15 jours au cours des 30 derniers jours de bourse précédant la publication de l'offre, il y a lieu, au regard de la pratique de la commission des OPA, de considérer le marché des actions nominatives comme illiquide. Ce dernier ne saurait donc être retenu comme valeur de référence dans le calcul du prix de l'offre. En application analogue de l'article 42 alinéa 2 OBVM-CFB, il convient donc de procéder à une évaluation des actions de la société Palace.

2. Champ d'activités de la société Montreux Palace SA

La société, qui est inscrite au registre du commerce du canton de Vaud, a un capital actions de CHF 20'629'750, divisé en 205'512 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 100, 1'217 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 50 et 885 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF20. Seules les actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 100 sont cotées à la SWX.

Selon l'extrait du registre du commerce, le but social est l'exploitation d'hôtels, de restaurants et de locaux publics et le commerce de produits alimentaires. En l'occurrence, il s'agit de l'hôtel Montreux-Palace et de l'hôtel Cygne, qui se trouvent tous les deux à Montreux.

3. Eléments retenus pour l'évaluation

Notre évaluation est basée sur les comptes annuels révisés de Palace et sur de nombreuses données financières qui n'ont pas fait l'objet d'une révision et qui nous ont été communiquées par le management de Palace. Il s'agit notamment des documents suivants :

- rapports annuels pour 2001, 2002, 2003, 2004 (y compris les comptes annuels établis conformément aux Swiss GAAP FER)
- comptes intermédiaires au 30 septembre 2005 (non révisés)
- comptes annuels prévisionnels pour 2005
- budgets et comptes prévisionnels pour 2006 – 2010
- budgets d'investissement pour 2006 – 2008
- données-clés d'exploitation pour 2001 – 2010

Dans notre évaluation, nous avons retenu comme date de référence le 30 septembre 2005. Nous avons supposé que la société poursuivra l'ensemble de ses activités et qu'aucune modification importante ne se produira dans l'environnement de la société (p.ex. incendie de l'immeuble, évolution de la fréquentation touristique, changements dans la structure du groupe / coopération). Nos hypothèses sont basées sur des critères objectifs et neutres.

Nous estimons avoir pris en compte correctement toutes les circonstances (jusqu'au 10 novembre 2005) susceptibles d'avoir une influence sur notre évaluation et dont nous avons eu connaissance au cours de nos travaux. Dans le cadre de notre travail, nous avons vérifié toutes les informations importantes et nous avons demandé à des experts du secteur d'apprécier la cohérence des données et nous avons procédé à des ajustements en cas de besoin. Conformément à notre mission, nous nous sommes basés exclusivement sur les informations mises à notre disposition. Nous n'avons pas procédé à des vérifications d'intégralité et d'exactitude au sens d'une révision pas plus que nous avons effectué de visites de l'exploitation. BDO Visura ne saurait être tenue pour responsable d'informations erronées qui lui auraient été communiquées.

4. Evaluation

Afin de déterminer la valeur objective d'entreprise et conformément à la doctrine d'évaluation reconnue, nous avons retenu la méthode des Discounted Cash Flows – (DCF). En vue d'une vérification de cohérence, nous avons appliqué la méthode d'estimation de la valeur de marché (valeur de rendement et valeur de substance), qui est très répandue dans le secteur de l'hôtellerie. Dans le cadre de nos travaux, nous avons également étudié l'évolution du cours de bourse et tenu compte des "multiples". En l'occurrence, les résultats de ces deux dernières méthodes sont peu ou pas du tout concluantes. C'est pourquoi nous ne les avons pas intégrées dans notre évaluation. En raison du nombre très limité d'actions négociées en bourse, leur cours ne peut être pris comme référence. Pour ce qui est de la prise en considération des „multiples“, il n'existe pas en Suisse de sociétés comparables cotées en bourse.

Les Free Cash-Flows calculés sur la base des prévisions 2005, du budget 2006 et des comptes prévisionnels 2007 – 2010 et nos estimations, ont été actualisés à la date d'évaluation (30 septembre 2005) à l'aide du coût moyen pondéré du capital ajusté en fonction des risques (WACC).

Nous précisons ci-après les hypothèses essentielles que nous avons retenues dans notre évaluation.

La période prévisionnelle s'étend sur les années 2006 à 2010. Les Free Cash Flows après 2010 sont pris en considération dans une année dite « normalisée ». Le résultat avant intérêts, impôts et amortissements (EBITDA) correspond à celui de l'exercice 2010. Les investissements correspondent aux amortissements et l'actif circulant reste inchangé par rapport à l'exercice 2010. Dans le calcul de la valeur finale, nous avons retenu comme hypothèse une croissance annuelle de 1.25% des Free Cash Flows.

Nous avons utilisé un taux de 5.09% pour le coût moyen pondéré du capital (WACC) en tenant compte des financements actuels de la société, des données pertinentes du marché des capitaux à la date d'évaluation et du taux de l'impôt sur les bénéfices en vigueur à Montreux pour des personnes morales. Dans le tableau ci-après, nous avons résumé notre approche :

Facteur bêta	Levered Beta Peer Groupe avec structure du capital cible Peer Groupe	0.46
Rendement à un taux d'intérêt sans risque	Rendement moyen "obligations fédérales" (durée résiduelle 30 ans)	2.50%
Rime de risque du marché	Rendement marché des actions suisse Etude Pictet (80 ans):	7.4% 4.90%
Prime de risque arbitraire	Prime de risque spécifique de l'entreprise Illiquidité de l'action	3.00% 2.50%
Taux du coût des fonds propres		10.25%
Coût de la dette	Taux moyen effectif sur des dettes financières	3.00%
Taux d'imposition maximale	Taux d'imposition maximum à Montreux	23.08%
Taux du coût de la dette		2.31%
Part de fonds propres	Correspond aux fonds propres à la date d'évaluation par rapport à la totalité du capital	35.00%
Taux global du coût du capital (WACC)		5.09%

La valeur du capital des Free Cash Flows, capitalisés à l'aide du WACC et actualisés à la date d'évaluation, est de KCHF 91'527 au total. Après addition des liquidités (KCHF 1'392), des reports de pertes fiscales susceptibles d'être portés à l'actif (KCHF 1'595) et après déduction des dettes financières (KCHF 53'200), la valeur des fonds propres du Palace est de KCHF 41'314, ce qui correspond à CHF 199 par action nominative d'une valeur nominale CHF 100.

Les actions librement disponibles sur le marché représentent une minorité d'environ 16%. Ces actionnaires minoritaires ne peuvent exercer qu'une influence très limitée sur la politique de gestion de la société. C'est pourquoi il faut tenir compte d'une décote de minorité pour ces actions. Il est théoriquement difficile de déterminer exactement le montant de cette décote. Certains auteurs¹ proposent des décotes d'un ordre de grandeur allant de 15% à 50%. En l'occurrence, une décote de 15% a été appliquée. La valeur d'une action nominative d'une valeur nominale de CHF 100 se monte donc à CHF 169.

¹ William C. Weaver, Discounts and other Adjustments of Fair Market Value Estimates, University of Central Florida College of Business Orlando, Orlando 1998; Philip Saunders, Control Premiums and Minority Discounts, Massachusetts 1998

5. Valeur d'une action nominative d'une valeur nominale de CHF 100 et fixation du prix minimum

Notre estimation repose sur l'évaluation de certaines données dont nous avons supposé qu'elles étaient exactes et complètes et dont la fiabilité n'a pas été confirmée ou vérifiée par un tiers. Nous avons estimé que les indications, les informations et les données qui ont été mises à notre disposition, ont été établies correctement.

L'évaluation tient compte de la situation économique, des conditions du marché et d'autres conditions ainsi que des informations qui nous ont été communiquées et qui à la date de la présente évaluation étaient connues et déterminantes.

L'évaluation ne comprend pas d'études de fond sur les avantages de cette transaction pour les actionnaires de Palace. Par ailleurs, notre évaluation ne tient d'aucune manière compte des cours auxquels les actions de Palace ont été et sont négociées. Nous ne donnons aucun conseil et aucune recommandation aux actionnaires sur le comportement à adopter.

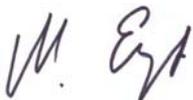
La présente évaluation représente une information qui s'adresse exclusivement à l'offrant, au conseil d'administration et aux actionnaires de Palace. A l'exception de sa publication dans la notice d'information de l'offre publique d'achat, notre évaluation ne devra pas être utilisée à d'autres fins sans notre autorisation.

Sur la base de la situation de départ décrite ci-dessus, des données qui nous ont été communiquées par la société et nos propres analyses, nous arrivons à la conclusion que la méthode des Discounted Cash Flows est une méthode adéquate pour l'évaluation de la société et que le montant de CHF 169 pour un actionnaire minoritaire correspond à une évaluation raisonnable pour une action nominative d'une valeur nominale de CHF 100.

En cas de litige, le Tribunal de Commerce de Zurich est compétent en la matière.

Zurich, le 10 novembre 2005

BDO Visura



Markus Eugster



Marcel Jans