

[ENTÊTE D'ABN AMRO]

FAIRNESS OPINION

A l'attention du Conseil d'administration de Swiss International Air Lines SA

Avis en vue de savoir si le "PRIX" (comme défini plus loin) est équitable sous l'angle financier vis-à-vis des "ACTIONNAIRES" (comme défini plus loin)

Table des matières

1. Introduction
2. Mandat
3. Base
4. Arrière-plan
5. Bases d'évaluation
6. Opinion
7. Annexes

1. Introduction

Nous comprenons que AirTrust SA, société suisse fondée selon le droit suisse, en vue de la reprise de SWISS par la Lufthansa SA (“Lufthansa” ou “AUTEUR DE L’OFFRE”), société fondée selon le droit allemand, soumettra l’offre (l’“OFFRE”) d’acquérir toutes les actions en circulation de Swiss International Airlines SA (“SWISS” ou la “SOCIETE”), société également fondée selon le droit suisse.

Selon les conditions de l’OFFRE telles qu’elles figurent dans le prospectus d’offre, essentiellement sous forme de projet daté du 25 avril 2005 (le “PROSPECTUS D’OFFRE”), nous comprenons que l’AUTEUR DE L’OFFRE soumettra l’OFFRE suivante :

- (i) à chaque détenteur d’une action de la SOCIETE, librement négociable de CHF 18.00 nominal (environ 15% des actions en circulation) et
- (ii) à certains actionnaires Lock-up détenteurs d’actions de la SOCIETE de CHF 18.00 nominal (jusqu’à un maximum de 4.5% des actions en circulation) qui peuvent accepter l’offre en espèces figurant dans l’OFFRE

(Les actions mentionnées sous les points (i) et (ii) sont désignées chacune par “ACTION” et chaque détenteur de ces ACTIONS par “ACTIONNAIRE”

Paiement de CHF 8.96 net en espèces pour chaque ACTION (le “PRIX”)

2. Mandat

Le Conseil d’administration de la SOCIETE a chargé ABN AMRO Bank N.V. (“ABN AMRO”) de délivrer un avis sur la question de savoir si le PRIX offert doit être considéré comme équitable sous l’angle financier vis-à-vis des ACTIONNAIRES (“FAIRNESS OPINION”).

Le mandat d’ABN AMRO a été accepté uniquement à l’égard du Conseil d’administration de la SOCIETE et cette FAIRNESS OPINION ainsi que l’avis qui en ressort lui est exclusivement destiné. En conséquence, cette opinion est délivrée uniquement au Conseil d’administration de la société et se réfère à la vérification de l’OFFRE; elle ne constitue en aucune manière une recommandation d’ABN AMRO aux ACTIONNAIRES d’accepter ou de refuser l’OFFRE ou d’agir d’une quelconque manière en relation avec l’OFFRE. Nous vous recommandons instamment de lire soigneusement cette FAIRNESS OPINION dans son intégralité.

Cette FAIRNESS OPINION ne se réfère pas aux avantages relatifs offerts par d’autres transactions. La FAIRNESS OPINION ne contient aucun jugement sur les conséquences pour les ACTIONNAIRES qui n’acceptent pas l’OFFRE ; il ne s’agit pas non plus d’un jugement sur la valeur future des actions qui ne seraient pas remises suite à l’OFFRE. Cette FAIRNESS OPINION

ne prend pas non plus position sur la question de savoir si, après la réalisation de l'OFFRE, les ACTIONS seront encore négociées et à quels cours.

ABN AMRO a été chargée par la SOCIETE de délivrer une FAIRNESS OPINION et obtiendra pour cette prestation une indemnité fixe qui ne dépend pas de la conclusion de l'OFFRE ou d'autres conditions relatives à l'OFFRE.

Il est stipulé qu'aucune tierce partie ne doit se fonder sur cette FAIR OPINION ou qu'elle en permette l'accès entier ou partiel à des tiers sans égard aux motifs. Cette FAIRNESS OPINION peut néanmoins figurer à des fins d'information (i) dans le rapport du Conseil d'administration concernant l'OFFRE et /ou (ii) dans le prospectus d'offre qui, selon le droit suisse, doit être publié à l'intention des actionnaires pour autant que (a) la forme de la reproduction de cette FAIR OPINION dans le rapport et/ou dans le prospectus d'offre et (b) chaque mention ou référence dans le rapport et/ou dans le prospectus d'offre à ABN AMRO, à la FAIRNESS OPINION ou aux analyses y relatives soient publiées sous une forme acceptable pour nous et nos conseillers juridiques (l'autorisation ne peut refusée sans indication du motif).

Cette FAIRNESS OPINION ainsi que les obligations d'ABN AMRO envers le Conseil d'administration de la SOCIETE sont soumises au droit suisse et tout différend provenant ou en relation avec cette FAIRNESS OPINION doit être résolu par arbitrage selon le règlement d'arbitrage international des Chambres suisses du commerce. Le règlement d'arbitrage valable est celle qui en vigueur au moment de l'introduction de la procédure. Le tribunal arbitral doit être composé de trois juges. Le siège de la procédure arbitrale est à Zurich. La langue de la procédure arbitrale est l'anglais.

3. Base

Afin de parvenir à son Opinion, ABN AMRO a:

1. Examiné quelques états financiers et données publiques sur la SOCIETE, y compris les comptes annuels des exercices de la SOCIETE se terminant au 31 décembre 2003 et au 31 décembre 2004 ;
2. Examiné quelques prévisions financières internes à la SOCIETE pour l'exercice courant (se terminant au 31 décembre 2005) et pour les exercices échéant au 31 décembre 2006, 2007, 2008, 2009 tels qu'ils ont été préparés par la Direction et acceptés ensuite par le Conseil d'administration de la SOCIETE ;
3. Pris connaissance du PROSPECTUS d'OFFRE et de ses conditions commerciales, en particulier le PRIX ;
4. Participé à des discussions avec la Direction sur l'activité de l'entreprise et le futur de la SOCIETE et a vérifié les informations qui ont été fournies par la Direction;
5. Mené des discussions et des examens utiles avec plusieurs conseillers de la SOCIETE ;
6. Examiné les prix historiques et le volume des transactions des ACTIONS ;
7. Examiné les conditions financières de certaines transactions qui nous semblent comparables à l'OFFRE et
8. effectué d'autres contrôles financiers et analyses qu'ABN AMRO a jugés pertinents.

Les documents supplémentaires qui ont été mis à disposition par la SOCIETE et qui ont été intégrés dans les contrôles et les analyses d'ABN AMRO sont les suivants:

- Livre blanc de la proposition de transaction émanant de la Lufthansa
- Business plan de SWISS pour 2005 – 2008
- Management Information System (MIS) à décembre 2004 (daté du 28 janvier 2005)
- Management Information System (MIS) à décembre 2003 (daté du 13 février 2004)
- Budget SWISS v2.0 (daté du 31 janvier 2005)
- Emprunts bancaires 2005 – 2009
- Vue d'ensemble de la flotte SWISS (datée du 1er mars 2005)
- Business Integration Agreement (daté du 22 mars 2005)
- SWISS: Options stratégiques (datées du 8 mars 2005)
- Prévisions d'amortissements pour 2005 – 2009

- Résumé pour la Direction du Treasury Report (daté du 31 décembre 2004)
- Mercer Pension Report (daté de décembre 2004)
- Annonce préalable de l'OFFRE du 29 mars 2005

ABN AMRO part de l'idée et se fonde sur le fait que les informations, prévisions et autres données financières qui lui ont été remises ou qu'elle a utilisées sont justes, exactes et complètes et qu'elles ne sont pas trompeuses. ABN AMRO n'assume et n'accepte aucune responsabilité ni pour une vérification ultérieure indépendante de cette information, ni pour un jugement et une évaluation indépendante de l'entreprise, des valeurs patrimoniales ou des engagements de la SOCIETE. Quant aux prévisions financières, ABN AMRO part de l'idée qu'elles sont raisonnables et ont été établis sur une base reflétant les meilleures évaluations et jugements possibles de la part de la Direction sur les résultats financiers futurs de la SOCIETE aux époques respectives. En outre ABN AMRO part de l'idée qu'aucun événement survenu ultérieurement qui aurait exercé une influence décisive sur ces valeurs n'a été soustrait à sa connaissance. ABN AMRO n'assume et n'accepte aucune responsabilité (et ne donne aucune opinion) pour ces prévisions ou les hypothèses sur lesquelles se fondent de telles prévisions. Dans la préparation de cette opinion, ABN AMRO a obtenu la confirmation formelle de la Direction de la SOCIETE que toutes les informations qu'elle lui a remises dans le cadre de ce mandat sont correctes et complètes et qu'aucunes informations de nature à influencer les avis exprimés dans cette FAIRNESS OPINION lui ont été dissimulées.

La FAIRNESS OPINION d'ABN AMRO se fonde obligatoirement sur les données de la finance, de l'économie, de la bourse, du marché des capitaux et d'autres faits disponibles à la date d'aujourd'hui et sur les informations auxquelles ABN AMRO a eu accès ou qu'elle a utilisées jusqu'à la date d'aujourd'hui. Cette opinion se limite uniquement à l'équité du PRIX à l'égard des ACTIONNAIRES sous l'angle financier et ne se prononce pas sur d'autres éléments comme par exemple sur les décisions pouvant conduire à l'acceptation de l'OFFRE ou sur ses avantages commerciaux, cela est dans la responsabilité unique du Conseil d'administration de la SOCIETE. Des développements ultérieurs touchant les conditions précitées sont susceptibles de modifier cette opinion ainsi que les suppositions sur lesquelles elle repose. ABN AMRO n'est cependant pas obligée de revoir ou de réviser cette opinion ou de la confirmer une nouvelle fois au cas où les circonstances devraient se modifier.

Avec l'établissement de cette opinion ABN AMRO ne délivre pas de conseil d'ordre juridique, réglementaire, fiscal, comptable ou actuariel. En conséquence ABN AMRO n'assume pas de responsabilité sur ces points. En outre ABN AMRO part de l'idée que l'OFFRE se déroule conformément aux conditions et aux dispositions stipulées dans le PROSPECTUS d'OFFRE sans modifications matérielles n'ont été apportées aux dispositions et aux conditions de l'offre.

4. Arrière-plan

4.1. SWISS

SWISS fut fondée comme nouvelle compagnie internationale d'aviation suisse sur la base de Crossair après que Swissair ait demandé le sursis concordataire. La société SWISS fut enregistrée au registre du commerce en mai 2002.

Trois motifs présidèrent à la fondation de la nouvelle compagnie aérienne Suisse. Premièrement la fondation d'une nouvelle compagnie devait assurer la liaison de la Suisse avec le reste du monde et permettre aux citoyens suisses de voyager à partir et en direction de la Suisse. Deuxièmement la nouvelle compagnie assurait à la Suisse le maintien d'une infrastructure de liaisons aériennes adéquate. Troisièmement l'effondrement de la compagnie aurait entraîné un nombre important de licenciements qui pouvaient être évités par le maintien de l'exploitation des vols par la nouvelle compagnie aérienne.

SWISS a l'intention de développer une nouvelle compagnie aérienne intercontinentale suisse sur la base de Crossair. SWISS s'était placée comme Premium Airline. Le développement de la nouvelle compagnie fut financé par un large actionnariat composé de la main publique et de sociétés avec siège en Suisse qui apportèrent un capital-actions d'environ 2.6 milliards de CHF. SWISS a débuté son exploitation le 31 mars 2002, date de l'introduction de l'horaire d'été, avec 38 lignes long courrier et 147 lignes à courte destination.

Au début de l'année 2003, SWISS fut confrontée à une situation du marché difficile due à l'explosion de l'épidémie sars et à la crise qui commençait à se développer en Irak, ces difficultés conduisirent à un recul significatif des affaires. SWISS a réagi face à ces conditions défavorables. En février 2003, elle a annoncé une stratégie destinée à améliorer les résultats. Il en résulta que le réseau européen de SWISS exprimé en nombre de sièges disponibles par kilomètre était en avril 2003 inférieur d'environ 20% par rapport à l'année précédente. Au début de l'été 2003, SWISS se livra à une nouvelle appréciation fondamentale de l'ensemble de l'organisation qui se traduisit par de nouvelles réductions du réseau des lignes et de la flotte ainsi que par de nouvelles diminutions de coûts substantielles et une réduction supplémentaire du personnel.

Ces efforts se basaient sur trois fondements stratégiques. Premièrement un réseau de routes durable et profitable avec une réduction correspondante de la flotte aérienne. On se concentra sur les vols à long courrier qui représentaient une demande importante en provenance et à destination de la Suisse. Le réseau européen fut également concentré en premier lieu sur le marché suisse et les passagers en direction de la Suisse. Le deuxième principe comportait une réduction significative de la structure des coûts, tant en ce qui concerne les opérations de vols que les activités administratives. La flotte commerciale de SWISS fut réduite en conséquence. Des diminutions de coûts de moindre importance combinés avec une réduction du personnel de 33% permirent des améliorations dans divers processus d'affaires. La première modification du réseau des lignes (commu-

niquée le 25 février 2003) incluait la suppression de 700 places de travail. En outre 3'000 autres places de travail furent supprimées lors des mesures de restructuration annoncées en juin. Les efforts en vue de réduire les places travail entraînèrent d'intenses discussions avec les différentes organisations représentant les employés. Des pourparlers constructifs furent menés avec les fournisseurs durant la deuxième moitié de l'année 2003. Ces discussions se soldèrent par un succès comme le démontre la réduction de coûts de 20% touchant les cinq fournisseurs principaux. Les diminutions de coûts furent réalisées principalement par une nouvelle définition des produits et par des effets de synergie dûs à l'outsourcing d'activités qui n'appartenaient pas à l'activité centrale de l'entreprise. Le troisième élément stratégique concerna l'établissement de SWISS in Europe, réponse stratégique à la pression croissante des compagnies aériennes low-costs sur les compagnies aériennes traditionnelles.

Le but premier de ces orientations stratégiques était de parvenir à un bénéfice d'exploitation (EBIT) équilibré pour l'exercice 2004. Alors que le résultat d'exploitation (EBIT) 2002 se soldait encore par une perte de 909 millions de CHF, les résultats des exercices 2003 et 2004 furent comparativement sensiblement meilleurs, soit moins 98 millions de CHF et moins 122 millions de CHF. L'objectif 2004, à savoir parvenir à un bénéfice d'exploitation équilibré ne fut finalement pas atteint, ce qui était dû en partie aux prix très élevés du pétrole. En automne 2004, un nouveau projet fut lancé afin de trouver de nouvelles mesures de réduction des coûts et de nouvelles améliorations.

Les conditions de marché générales difficiles qui s'expriment par la pression de la concurrence (en particulier des compagnies low-costs) et par l'érosion croissante des prix en Europe amenèrent SWISS en janvier 2005 à annoncer une série de décisions entraînant de larges effets. Ces décisions comprenaient une réduction de la flotte d'au moins 13 appareils destinés au vol régional. Ceci combiné avec d'autres mesures devrait encore réduire le nombre des places de travail de SWISS de 800 à 1'000. D'autres mesures destinées à abaisser les coûts et à améliorer la productivité devraient être menées à l'occasion de négociations imminentes sur les conventions collectives de travail et par de nouvelles négociations avec les fournisseurs. SWISS a l'intention de réaliser ainsi une amélioration des coûts nets de l'ordre de 300 millions de CHF par année, l'effet de ces mesures devrait être ressenti complètement dès 2007.

Malgré tous ces efforts, SWISS annonça qu'il serait hautement improbable qu'elle parvienne à un résultat équilibré pour l'exercice 2005.

Lorsque SWISS fut fondée, 92% du capital actions était lié à un Lock-up Agreement signé par les actionnaires qui avaient participé à l'augmentation du capital. Cette convention fut prolongée à deux reprises, le nombre des actionnaires participant à cet accord se réduisit quelque peu. La convention actuelle concerne 85.02% du capital actions et devrait échoir en août 2005. En raison de la conclusion de l'accord avec la Lufthansa, le Lock-up Agreement fut cependant résilié avant l'échéance.

4.2. Modèle d'affaires et stratégie

SWISS est une compagnie d'aviation de qualité Premium qui, offrant un service complet, exploite un réseau aérien mondial. SWISS dispose d'un horaire de vol régulier et offre également le service de fret aérien et l'exploitation de vols charter. Des recettes supplémentaires proviennent de la vente de prestations d'ingénierie, des commerces duty free et du sous-leasing d'avions.

Des vols comportant trois classes sont offerts pour des destinations choisies. La SOCIETE établit une différenciation claire entre les produits et les prestations offertes en Europe et dans la classe economy sur les routes à long courrier. Les vols en Europe offrent le concept de « Paiement pour les prestations utilisées » alors que les vols à long courrier offrent un concept de service complet dans toutes les classes.

4.3. Environnement du marché

L'industrie du transport aérien est un secteur se trouvant actuellement en mutation par le fait que le voyage en avion se mute en bien interchangeable, en particulier en Europe. Les compagnies d'aviation low-costs gagnent en importance et entraînent une surcapacité continue et une érosion des revenus. En fonction de ces développements de marché, la taille constitue un avantage compétitif pour une entreprise de transport aérien.

Les grandes compagnies européennes disposent d'un avantage concurrentiel constant en Europe car leur taille leur permet un taux d'occupation des sièges efficient dans le marché global, un programme de vols multiples et une forte position sur le marché interne, leur permettant de desservir également les marchés extérieurs.

De petites compagnies d'aviation low-costs subsistent en raison de leur capacité à offrir leurs services à un prix inférieur aux grandes compagnies qui doivent supporter les coûts relativement élevés d'une flotte diverse, des processus et des systèmes internes complexes et des modèles de salaires élevés.

SWISS se trouve toujours davantage confrontée à des compagnies low-costs. Parallèlement elle est aussi en concurrence avec les plus grandes compagnies européennes sur un marché interne caractérisé par un nombre limité de passagers voyageant en direction ou à partir de la Suisse. En conséquence, le marché interne ne peut remplir qu'en partie les avions à long courrier. Ainsi SWISS doit attirer les passagers qui sont prêts à voyager par la Suisse. Bien que le taux d'occupation des sièges soit actuellement des meilleurs comparativement aux compagnies semblables opérant dans les vols intercontinentaux, le taux d'occupation des sièges sur les vols en Europe est sensiblement plus bas que la moyenne des autres compagnies aériennes comparables.

4.4. L'offre de la Lufthansa

4.4.1. Le prix de l'offre

Le prix de l'offre s'élève à CHF 8.96 par action nominative SWISS de CHF 18.00 nominal. Le prix de l'offre correspond au cours d'ouverture moyen de l'actions de la SOCIETE à la SWX durant les 30 jours de négociation précédant le préavis relatif à l'offre du 29 mars 2005.

4.4.2. Conditions

L'OFFRE de la Lufthansa se fait aux conditions mentionnées aux chiffres B.6 du PROSPECTUS D'OFFRE.

5. Bases de d'évaluation

5.1. Vue d'ensemble

L'établissement d'une Fairness Opinion est un processus complexe qui prend en considération plusieurs méthodes d'évaluation couramment utilisées et reconnues ainsi que des éléments financiers et d'autres analyses s'y rapportant. Le choix et l'utilisation de l'une ou de toutes les méthodes dépendent de certaines circonstances et du cas particulier. Afin de parvenir à son opinion, ABN AMRO a soumis l'adéquation et l'applicabilité de chacune des méthodes à une appréciation qualitative. En conséquence, ABN AMRO est d'avis que les analyses menées par elle doivent être appréciées dans leur intégralité, et non fondées sur des éléments pris isolément, sans prendre en considération certaines explications ou indications figurant dans l'analyse. Si cette démarche n'est pas respectée, le processus étendu qui constitue le fondement des analyses et de cette opinion pourrait être interprété comme trompeur et incomplet.

Les analyses contiennent des réflexions complexes, une appréciation des aspects financiers, économiques et d'autres facteurs susceptibles d'influencer l'achat, les transactions en bourse ou d'autres valeurs des entreprises analysées, les secteurs d'affaires ou les transactions. Les évaluations figurant dans les analyses d'ABN AMRO et les écarts d'évaluation provenant des analyses individuelles ne sont pas forcément une indication sur les valeurs actuelles et ne peuvent prévoir les valeurs et les résultats futurs qui pourraient éventuellement différer largement des valeurs et des résultats ressortant de l'analyse. En outre les analyses de valeur d'une entreprise ou d'un titre ne prétendent pas refléter le prix auquel une entreprise ou un titre pourraient être effectivement vendus. Pour cette raison, les estimations figurant dans l'analyse d'ABN AMRO et les résultats qui en découlent sont sous réserve d'une considérable incertitude.

5.2. Analyse de l'offre

ABN AMRO examina le PRIX contenu dans l'OFFRE à l'aide de trois méthodes analytiques d'évaluation:

1. Evaluation indicative sur la base du cash flow;
2. Développements du prix du marché; et
3. Analyse de sociétés et de transactions comparables

Après examen approfondi de l'adéquation de ces trois approches analytiques en vue de l'établissement d'une FAIRNESS OPINION, ABN AMRO choisit la méthode de l'évaluation indicative sur la base du cash flow comme méthode principale pour arriver à la FAIRNESS OPINION.

Les développements des prix du marché et les analyses de sociétés et de transactions comparables ne furent pris en considération que pour des buts de solidité de l'analyse, d'intégralité et de comparaison. L'adéquation de l'analyse de sociétés et de transactions comparables est jugée plutôt faible comme méthode d'évaluation car SWISS opère dans le domaine des pertes.

5.2.1. Evaluation indicative sur la base du cash flow

ABN AMRO mena pour SWISS, dans le cadre d'une évaluation sur la base du cash flow, une analyse stand-alone Discounted Cash Flow ('DCF'). Se fondant sur la situation financière de la SOCIETE (comme décrite ci-après), l'analyse DCF construit une prévision sur le cash flow libre.

Les cash flow libres sont déterminés en déduisant les facteurs suivants de l'EBITDA:

- Investissements dans les immobilisations financières et immatérielles
- Réductions de provisions et d'engagements à long terme (les augmentations sont additionnées)
- Impôts sur le revenu et les recettes (Cash Taxes) (c'à d. les impôts publiés dans le compte d'exploitation et corrigés des postes financiers et hors exploitation)
- Investissements dans le Working Capital

Le cash flow qui en résulte est à disposition pour des distributions aux bailleurs de capital propre ou étranger. La valeur actuelle nette du cash flow établie avec un taux d'escompte approprié constitue la valeur d'entreprise de la SOCIETE. La valeur du capital propre de la SOCIETE s'établit ensuite par soustraction des engagements nets de cette valeur d'entreprise, c à d. valeur nette après déduction de tous les moyens disponibles pour une distribution.

L'analyse DCF de ABN AMRO parvint au résultat que la valeur d'une ACTION se situe entre moins CHF 19.86 et moins CHF 0.97.

Le taux d'escompte utilisé pour le calcul de la valeur actuelle nette du cash flow libre devrait correspondre aux estimations des coûts pondérés moyens du capital ('weighted average cost of capi-

tal' 'WACC') qui sont applicables à la SOCIETE. Ce taux devrait refléter d'une part les coûts des diverses sources de financement et d'autre part leur pondération dans les différents modes de financement de la SOCIETE (ABN AMRO utilise le modèle Capital Asset Pricing - "CAPM" - pour calculer les coûts du capital). Le WACC dépend en conséquent des composants de coûts des différentes sortes de capital étranger ou de capital propre qui eux-mêmes dépendent de ratios financiers comme par exemple le degré d'endettement.

Une vue d'ensemble des ratios clé du WACC et de leurs sources figure ci-dessous:

- Taux sans risques = 2.3%: Revenu des obligations à 10 ans de la Confédération suisse (échéance juin 2015), état au 16 mars 2005
- Beta (β) = 1.67: moyenne du unlevered Beta d'un groupe comparatif dans le secteur du transport aérien, corrigé à l'aide d'une structure de capital donnée, cf. annexe 7.1 pour d'autres détails
- Structure de capital donnée avec un rapport Capital étranger / Capital propre = 125% se fondant sur une analyse du rapport Engagements nets/Capital propre du groupe comparatif pour l'année actuelle et pour trois années futures selon les prévisions, cf. annexe 7.1 pour d'autres détails
- Prime de risque du marché (MRP) = 5.8%: prime de risque du marché ex-ante pour la Suisse¹
- Coûts du capital étranger avant impôts = 7.4%: Euro Swap rate à 10 ans (3.8%) et marge actuelle de l'Euro payé par SAS (360 points de base, état au 18 mars 2005)
- Charge fiscale: 24.1% charges d'impôts pour les entreprises suisses²

Se fondant sur les ratios précités, ABN AMRO a utilisé un WACC de 8.5%.

5.2.2. *Les finances de la société et le DCF*

ABN AMRO a utilisé les prévisions financières de SWISS telles qu'elles figurent dans le SWISS business plan 2005 – 2008 comme base pour la planification du cash flow libre et a émis des hypothèses supplémentaires qui vont au-delà de la période spécifique du business plan (pour un horizon de prévisions de six ans au total). La durée explicite des prévisions s'étend des années 2005 à 2010 et l'année 2011 est la première de la période Terminal Value. La Terminal Value est calculée par division du cash flow libre durant la première année de la période Terminal Value par la différence entre le WACC et le taux de croissance du cash flow avant dépenses d'extension du capital et investissements dans le fonds de roulement (c à d cash flow avant nouveaux investissements)

¹ Source: Hyperion

² Source: KPMG Corporate tax rates survey

Les chiffres financiers sont en outre complètement alignés sur ces prévisions de la SOCIETE.

Comme part de l'analyse DCF, ABN AMRO a identifié et entrepris différentes recherches sur l'interdépendance d'hypothèses décisives dans le business plan de SWISS, parmi ces éléments citons entre autres :

- Le facteur d'occupation des sièges (autant pour les vols en Europe que pour les vols intercontinentaux);
- Les recettes (autant pour les vols en Europe que pour les vols intercontinentaux);
- La réalisation des épargnes prévues sur les coûts (y compris le facteur temps), et
- Les fluctuations dans les coûts de carburant.

Afin de juger l'équité du PRIX, ABN AMRO a contrôlé l'influence des variations de ces ratios sur l'évaluation et a pu ainsi obtenir une vision approfondie de l'éventail des évaluations possibles de SWISS. Ainsi, par exemple, les facteurs clés notamment dans le business plan de SWISS (mais pas exclusivement) étaient les suivants:

- Augmentation du facteur d'occupation des sièges tant pour les vols en Europe que pour les vols intercontinentaux pour les années 2006 à 2009
- Ralentissement du recul des recettes tant pour les vols en Europe que pour les vols intercontinentaux pour les années 2008 et 2009
- Economies de coûts plus élevées que prévu pour la période de prévisions entière

Les facteurs précités, eu égard au potentiel d'augmentation du prix de l'action, furent jugés uniquement selon les prévisions financières de SWISS qu'ABN AMRO a estimées comme base valable pour déterminer si le PRIX peut être considéré comme équitable pour les ACTIONNAIRES.

Les coûts de capital correspondent aux plans prévisionnels de la SOCIETE. Pour la période non couverte par le business plan, on partit de l'hypothèse que ces coûts correspondaient aux amortissements. Les hypothèses sur le capital de roulement correspondent aux prévisions explicites de la SOCIETE pour la période couverte par le business plan. Les hypothèses sur les coûts de capital pour les années suivantes se fondent sur une extrapolation du rapport entre les postes du capital de roulement et les ventes dans la période spécifique du business plan.

Les autres facteurs pris en compte par ABN AMRO dans l'analyse de l'évaluation DCF globale étaient entre autres les suivants:

- Coûts pondérés moyens du capital (WACC)
- Dépenses en capital exprimées en pourcent des recettes pour 2010 et la période de Terminal Value
- Revenus des vols en Europe (pour 2008)
- Revenus des vols intercontinentaux (pour 2008)
- Coûts du carburant (pour 2008)

5.2.3. *Evolutions du cours*

ABN AMRO a procédé à un calcul des primes contenues dans la valeur actuelle indicative de l'OFFRE par rapport au cours d'ouverture moyen des actions SWISS pour les périodes d'un, de deux et de douze mois avant le préavis du 29 mai 2005 relatif à l'OFFRE; la prime a, en outre, été examinée sur la base d'un calcul par rapport au cours de clôture au 23 mars 2005. Sur ce dernier point, l'OFFRE comporte une prime de 1.2% en sus du cours de clôture des actions SWISS au 23 mars 2005 (CHF 8.85). Par rapport à la moyenne des cours d'ouverture de la période mensuelle jusqu'au 24 mars 2005 inclusivement, la prime est de 0.1%. Comparativement au cours d'ouverture moyen des actions SWISS pendant deux mois, respectivement une année, elle est de moins 0.7%, respectivement de moins 9.7%.

Au vu de la liquidité extrêmement basse des actions SWISS, ABN AMRO retient que l'analyse des primes n'est pas concluante, sauf pour des actionnaires possédant peu de titres et n'effectuant qu'un volume négligeable de transactions³.

5.2.4 *Analyse de sociétés et de transactions comparables*

D'une manière générale, des analyses comparatives utilisant des ratios pour un groupe choisi de concurrents n'offrent qu'un intérêt limité lorsqu'il s'agit de l'industrie du transport aérien. Ceci en raison du fait que, pour les compagnies d'aviation plus que dans tout autre secteur, des aspects qualitatifs exercent une influence importante sur les résultats financiers et opérationnels. Ces aspects qualitatifs ne peuvent pas toujours être déterminés de manière pertinente lors de la sélection de compagnies comparables, de sorte qu'une stricte application de ce critère dans la sélection des divers concurrents aboutit à la formation d'un groupe comparatif relativement restreint.

Dans le cas particulier, il existe un facteur de difficulté supplémentaire parce que les performances financières de SWISS ont, durant les dernières années, été telles que des évaluations indicatives déduites de ratios ne fournissent pas toujours des résultats significatifs. Par conséquent, les constats tirés de l'analyse de sociétés et de transactions comparables devraient être interprétés avec retenue.

Il résulte de l'analyse effectuée par ABN AMRO par rapport à des sociétés comparables que la valeur de l'ACTION se situe entre CHF 4.44 et CHF 11.14.

L'analyse de sociétés comparables commence avec la détermination du groupe comparatif. Dans ce but, ABN AMRO a étudié et comparé quelques données de fait ou résultant de prévisions, données disponibles sur le plan public et concernant les finances, la gestion et les cours boursiers de onze sociétés. Les compagnies comparables ont été réparties en trois groupes différents:

³ D'un point de vue historique, des volumes de transactions quotidiens de 2'268 actions influençaient déjà fortement le prix de l'action (soit un changement de cours de plus de 5%).

1. grandes compagnies européennes (Air France / KLM, British Airways et Lufthansa)
2. (réseaux de) compagnies nationales européennes (Austrian Airlines, Alitalia, Finnair, Iberia et SAS)
3. compagnies internationales (Cathay Pacific, Qantas, Singapore Airlines)

Deux compagnies d'aviation low-costs (Easyjet, Ryanair) ont, en outre, été prises en considération, mais uniquement à des fins de contrôle, leur structure d'exploitation étant fondamentalement différente.

Les compagnies rangées dans chacun de ces groupes suivent chacune des modèles d'affaires et des stratégies de gestion analogues et opèrent dans la même région géographique.

Notre analyse comparative des compagnies exploite les ratios ci-après, afin de dégager une valeur indicative à partir de l'évaluation boursière des sociétés à comparer:

- *Enterprise Value / Sales:*
Le ratio EV / Sales, l'entreprise value étant, à cet égard, définie comme la somme de la valeur boursière du capital, plus les dettes financières, plus la capitalisation des leasings, plus les minority interests, moins le cash et les cash équivalents.
- *Enterprise Value / EBITDAR:*
Le ratio EBITDAR, l'EBITDAR étant, à cet égard, défini comme le bénéfice avant intérêts, impôts, amortissements, remboursements et charges de leasing.
- *Enterprise Value / EBIT:*
Le ratio EBIT, l'EBIT étant à cet égard défini comme le résultat d'exploitation avant intérêts et impôts.

Le premier ratio (EV / Sales) ne tient pas compte de la profitabilité d'une compagnie d'aviation. Le ratio EBIT ne prend pas en considération le fait que les compagnies d'aviation ont des modèles de financement différents pour leurs flottes. En conséquence, ABN AMRO estime que le ratio EV / EBITDAR est comparativement un meilleur critère que les ratios EV / Sales et EV / EBIT:

- Les charges de leasing ne sont pas prises en compte dans le bilan. Afin de compenser les différentes formes de financement de flottes dans les diverses compagnies, les charges de leasing ont été capitalisées avec un facteur de 7.0 et intégrées de cette façon à la valeur de l'entreprise.
- L'EBITDA a été ajusté de manière analogue pour les charges de leasing (location d'avions).

Il en résulte que les ratios EBITDAR permettent une comparaison de trading multiples indépendante du modèle de financement d'une flotte.

Les résultats de l'analyse ont été les suivants:

		EV / Sales			EV / EBITDAR			EV / EBIT		
		2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Grandes compagnies européennes	Moyenne	0.8x	0.8x	0.7x	5.8x	5.5x	5.1x	26.1x	20.1x	16.0x
	Médiane	0.7x	0.7x	0.7x	5.9x	5.2x	4.8x	29.4x	17.3x	16.0x
(Réseaux de) compagnies nationales européennes	Moyenne	0.9x	0.9x	0.8x	7.1x	5.7x	4.8x	48.6x	35.8x	19.5x
	Médiane	0.9x	0.8x	0.8x	6.9x	5.3x	4.6x	48.6x	33.9x	18.4x
Compagnies internationales	Moyenne	1.4x	1.4x	1.3x	6.1x	6.0x	5.5x	12.8x	12.3x	10.9x
	Médiane	1.5x	1.5x	1.4x	6.1x	6.0x	5.5x	13.2x	13.2x	10.4x
Compagnies d'aviation low-cost	Moyenne	2.1x	1.7x	1.5x	7.5x	6.2x	5.0x	15.8x	12.0x	9.5x

D'autres détails concernant les trading multiples figurent à l'annexe 7.2.

Dans le contexte de l'analyse de sociétés comparables, ABN AMRO a pris en compte et analysé d'autres informations boursières et d'entreprise en relation avec des transactions sélectionnées, annoncées, ou conclues dans l'industrie aéronautique. ABN AMRO a constaté, à cet égard, que tant les motifs que les circonstances accompagnant chacune de ces transactions étaient très différents et que, en règle générale, les particularités de pareilles transactions et des sociétés qu'elles concernaient ne peuvent être directement comparées avec l'OFFRE. Bien qu'aucune transaction pleinement comparable n'ait pu être identifiée, quelques opérations ont cependant été analysées.

L'analyse par ABN AMRO de transactions comparables a abouti à la conclusion que la valeur par action va de CHF 2.69 à CHF 8.53.

Les données financières et d'évaluation se rapportant à ces transactions et aux parties impliquées ont été adaptées par ABN AMRO, afin de créer des échelles d'appréciation comparables; à cet égard, l'endettement de toutes les sociétés a été corrigé de manière à refléter les charges de leasing. ABN AMRO a ensuite sélectionné des transactions présentant des caractéristiques pertinentes, ce qui a permis de trouver une série de transactions récentes avec des compagnies nationales européennes. ABN AMRO est d'avis que les transactions ainsi relevées sont à tout le moins fort comparables, car ils s'agit d'opérations relativement proches dans le temps, et parce que, selon l'appréciation d'ABN AMRO, les sociétés visées étaient pour le moins comparables à SWISS, notamment quant à leur modèles d'affaires, aux lignes de leur réseau et à la zone géographique couverte.

Les résultats de l'analyse sont les suivants:

Date	Acquéreur	Société cible	EV	EV	EV
			Sales	EBITDAR	EBITDA
30-Sep-03	Air France	KLM	0.7x	7.1x	10.8x
11-Sep-03	SAS	Estonian Air	0.8x	na	na
9-Apr-03	Lufthansa	Air Dolomiti	2.1x	8.2x	23.7x
7-Mar-03	Lufthansa	Air Dolomiti	2.1x	8.3x	24.2x
11-Dec-02	CSFB as seller to market	Austrian Airlines	1.0x	5.2x	5.7x
1-Feb-02	Guy Wyser-Pratte (private investor)	Austrian Airlines	1.0x	5.3x	5.9x
2-Nov-01	SAS	Spanair	0.7x	na	nm
1-Oct-01	UBS , Credit Suisse Group	Crossair	0.9x	nm	nm
21-May-01	SAS	Braathens	0.2x	na	nm
8-Mar-01	British Airways	British Regional Air Lines Group	1.4x	na	22.0x
6-Oct-00	Air France	Brit Air	0.1x	na	11.5x
10-Jul-00	Air France	Regional Airlines	0.4x	na	11.4x
19-Jun-00	Air France	Brit Air	0.1x	na	11.1x
		Moyenne - compagnies nationales	0.9x	5.9x	7.5x
		Médiane – compagnies nationales	0.9x	5.3x	5.9x

Par analogie avec l'analyse des sociétés comparables, les ratios EBITDAR sont à considérer comme critère déterminant.

5.2.5 Autres considérations

Si l'on s'arrêtait uniquement à des parties des analyses ou au résumé ci-dessus, sans évaluer les analyses dans leur ensemble, cela pourrait déboucher sur une appréciation incomplète ou erronée de la procédure sur laquelle repose le jugement d'ABN AMRO. Aucune société, aucune transaction, ni aucune opération prises en compte à titre comparatif dans les analyses ci-devant ne présentent une identité avec SWISS ou avec l'OFFRE, et une évaluation des résultats de ces analyses n'est pas de nature exclusivement mathématique. Les analyses ont été établies dans le seul but de mettre ABN AMRO en mesure de donner son avis au Conseil d'administration de SWISS dans le contexte de l'appréciation de l'OFFRE par le Conseil d'administration de SWISS. Les analyses ne prétendent pas être une évaluation ou une projection du prix auquel une entreprise ou ses actions peuvent effectivement être vendues. Leurs prix peuvent être notablement supérieurs ou inférieurs à la valeur déterminée dans ces analyses. De même, les estimations ou les pronostics de résultats futurs figurant dans les analyses n'autorisent pas nécessairement des conclusions sur la valeur effective ou sur les résultats effectifs à venir; ceux-ci peuvent être sensiblement supérieurs ou inférieurs à ce que les analyses laissent entendre.

De plus, ABN AMRO a émis dans ces analyses de nombreuses hypothèses se référant aux performances de l'industrie aéronautique, à des conditions cadres des opérations commerciales, de l'économie, des marchés boursiers et financiers, ainsi qu'à d'autres circonstances. Des analyses de ce genre présentent immanquablement une assez grande marge d'incertitude, car elles reposent sur nombre de facteurs et de circonstances échappant au contrôle des parties et de leurs conseillers, partant, ni SWISS, ni ABN AMRO, ni personne ne peuvent assumer une quelconque responsabilité pour le cas où les résultats futurs ou les valeurs effectives différeraient notablement des

résultats des analyses, des prévisions et des estimations. La synthèse ci-dessus des analyses menées par ABN AMRO n'est pas, et ne peut pas non plus être, une description complète des analyses d'ABN AMRO.

5.3 Résumé

Comme exposé plus haut sous ch. 5.2, ABN AMRO a vérifié, comme part d'analyses d'évaluation par rapport à l'OFFRE, de manière approfondie l'adéquation et l'applicabilité de diverses méthodes analytiques d'estimation dans le contexte de la FAIRNESS OPINION . Au vu de l'estimation indicative basée sur le cash flow utilisée à titre de méthode principale, et à la lumière et sous réserve des considérations qui précèdent, ABN AMRO est arrivée à la conclusion que la valeur équitable par ACTION va de moins CHF 19.86 à moins CHF 0.97.

6. Opinion

Sur la base et sous réserve des considérations ci-dessus, ABN AMRO est d'avis que le PRIX doit, à l'heure actuelle, être considéré comme équitable sous l'angle financier vis-à-vis des ACTIONNAIRES.

Amsterdam, le 27 avril 2005

/s/ *ABN AMRO Bank N.V.*

ABN AMRO Bank N.V.

7. Annexes

7.1 Indications complémentaires sur le calcul des ratios WACC

7.1.1 Fonds propres β

Les fonds propres β (bêta) ont été calculés en prenant la moyenne des unlevered β d'un groupe comparatif de compagnies d'aviation, puis par relevering de cette valeur moyenne sur la base de la structure dette/capital pour SWISS. Les compagnies prises en considération dans le groupe comparatif et leurs levered β respectifs (définis comme la covariante du prix de l'action et de l'indice boursier local) sont:

- Austrian Airlines (2.16)
- Air France – KLM (1.57)
- British Airways (2.33)
- Iberia (1.06)
- Lufthansa (1.28)
- SAS (1.06)

7.1.2 Structure Endettement/capital propre

ABN AMRO a analysé le ratio endettement net /capital propre dans un groupe comparatif de compagnies d'aviation cotées en bourse. Ont été pris en considération à la fois les ratios actuels et ceux prévus (pour une période de trois ans). Les chiffres actuels se fondent sur les plus récentes informations (publiquement) disponibles; des rapports d'analyse ont été consultés à titre de sources pour les prévisions relatives à l'état de l'endettement et du cash. L'endettement net inclut les charges de leasing capitalisées avec un facteur de 7.0.

Les compagnies intégrées au groupe comparatif sont Air France/KLM, British Airways, Finnair, Iberia, Lufthansa et Qantas. Austrian Airlines, Alitalia et SAS ont été exclues de l'analyse parce que la structure de leur capital étranger à court terme ne paraît pas viable.

Le ratio moyen endettement net/capital propre du groupe comparatif est de

- 2003/2004: 132%
- 2004/2005: 127%
- 2005/2006: 128%
- 2006/2007: 129%

7.2. Tableau détaillé des trading multiples⁴

	EV / Sales			EV / EBITDAR			EV / EBIT		
	2004F	2005F	2006F	2004F	2005F	2006F	2004F	2005F	2006F
Cat. 1 : Grandes compagnies européennes									
Air France / KLM	0.7x	0.7x	0.7x	5.0x	4.6x	4.1x	32.6x	25.9x	19.8x
British Airways	1.0x	1.0x	1.0x	6.4x	6.5x	6.3x	16.3x	17.3x	16.0x
Lufthansa	0.6x	0.6x	0.5x	5.9x	5.2x	4.8x	29.4x	17.1x	12.3x
Moyenne	0.8x	0.8x	0.7x	5.8x	5.5x	5.1x	26.1x	20.1x	16.0x
Médiane	0.7x	0.7x	0.7x	5.9x	5.2x	4.8x	29.4x	17.3x	16.0x
Cat. 2 : (Réseaux) de compagnies nationales européennes									
Austrian Airlines	1.2x	1.1x	1.1x	8.1x	na	na	72.6x	45.9x	27.5x
Alitalia	1.0x	1.0x	1.0x	42.4x	82.3x	9.4x	nm	nm	nm
Finnair	0.7x	0.7x	0.6x	4.3x	3.5x	3.2x	nm	19.6x	13.8x
Iberia	0.9x	0.8x	0.8x	5.7x	5.3x	4.6x	24.7x	22.0x	14.2x
SAS	0.9x	0.9x	0.8x	10.4x	8.2x	6.7x	nm	55.8x	22.5x
Moyenne (sans Alitalia)	0.9x	0.9x	0.8x	7.1x	5.7x	4.8x	48.6x	35.8x	19.5x
Médiane (sans Alitalia)	0.9x	0.8x	0.8x	6.9x	5.3x	4.6x	48.6x	33.9x	18.4x
Cat. 3 : Compagnies internationales									
Cathay Pacific	1.7x	1.6x	1.5x	6.6x	6.4x	5.6x	13.2x	13.2x	10.4x
Quantas	1.1x	1.1x	1.0x	na	na	na	11.6x	10.2x	9.7x
Singapore Airlines	1.5x	1.5x	1.4x	5.6x	5.7x	5.4x	13.6x	13.4x	12.5x
Moyenne	1.4x	1.4x	1.3x	6.1x	6.0x	5.5x	12.8x	12.3x	10.9x
Médiane	1.5x	1.5x	1.4x	6.1x	6.0x	5.5x	13.2x	13.2x	10.4x
Moyenne	1.0x	1.0x	0.9x	10.0x	14.2x	5.6x	26.7x	24.0x	15.9x
Médiane	1.0x	1.0x	1.0x	6.1x	5.7x	5.4x	20.5x	18.4x	14.0x
Référence : Compagnies d'aviation low-costs									
Easyjet	0.9x	0.7x	0.6x	5.4x	4.3x	3.5x	17.6x	11.8x	9.1x
Ryanair	3.3x	2.7x	2.3x	9.6x	8.0x	6.4x	13.9x	12.1x	9.8x
Moyenne	2.1x	1.7x	1.5x	7.5x	6.2x	5.0x	15.8x	12.0x	9.5x

⁴ Les ratios ont été calculés sur la base des cours de clôture du 18 mars 2005.