

An den Verwaltungsrat der
Clair Finanz Holding AG
Sinslerstrasse 47
CH-6330 Cham

Zürich, 25. Mai 2004

Fairness-Opinion

Sehr geehrte Herren

Die Carlton-Holding AG, Allschwil, macht für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien und Inhaberaktien der Clair Finanz Holding AG, Cham, ein öffentliches Kaufangebot.

Sie haben uns mit der neutralen Beurteilung des Angebotspreises beauftragt.

Nachstehend erhalten Sie unseren Bericht über die ausgeführten Arbeiten und unsere Schlussfolgerung betreffend Angemessenheit des Angebotspreises.

Inhalt	Seite
1. Ausgangslage	2
2. Auftrag	2
3. Grundlagen und durchgeführte Arbeiten	3
4. Bewertungsansätze	4
5. Schlussfolgerung	8

1. Ausgangslage

Am 15. April 2004 haben die Aktionäre der Mövenpick-Holding, Cham, anlässlich der ordentlichen Generalversammlung die Abspaltung der Clair Finanz Holding AG genehmigt. Die Abspaltung erfolgt per 1. Januar 2004 durch Ausschüttung der Clair-Aktien als Sachdividende an die Aktionäre der Mövenpick-Holding am 17. Juni 2004. Mit der Transaktion werden die von der Mövenpick Gruppe gehaltenen Immobilien und andere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte sowie dazugehörige Passiven in die neu gegründete Clair Finanz Holding AG abgespalten. Die Abspaltung erfolgt im Rahmen einer Bereinigung der Bilanzstruktur und einer Fokussierung auf das operative Kerngeschäft der Mövenpick Gruppe. Die Aktionäre der Mövenpick-Holding wurden mittels Informationsbroschüre vom 14. April 2004 detailliert über das geplante Vorgehen und die Abwicklung orientiert. Die Abspaltung ist im Spin-off Vertrag zwischen der Mövenpick-Holding, Cham, und der Clair Finanz Holding AG, Cham, vom 25. März 2004 sowie dem Addendum vom 8. April 2004 geregelt.

Im Rahmen des Abspaltungskonzepts unterbreiten die Hauptaktionäre der Clair Finanz Holding AG über die Carlton-Holding AG, Allschwil, (die Anbieterin) den Publikumsaktionären der Clair Finanz Holding AG ein öffentliches Bar-Kaufangebot für deren Aktien der Clair Finanz Holding AG. Die Anbieterin möchte den Minderheitsaktionären mit dem Kaufangebot einen steuerlich attraktiven Ausstieg aus der Clair Finanz Holding AG ermöglichen. Sie strebt eine möglichst hohe Andienungsquote an. Die Aktien der Clair Finanz Holding AG werden nicht an der SWX Swiss Exchange kotiert. Die Zürcher Kantonalbank wird einen ausserbörslichen Handel der Aktien der Clair Finanz Holding AG ab dem Tag der Abspaltung von der Mövenpick-Holding organisieren.

Der Verwaltungsrat der Clair Finanz Holding AG hat die KPMG Fides, Zürich, beauftragt, eine neutrale Bewertung aller durch die Clair Finanz Holding AG übernommenen Immobilienwerte (Einzelobjekte sowie Aktiengesellschaften mit Immobilienvermögen) zu erstellen.

2. Auftrag

Sie haben uns mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt, welche das Übernahmeangebot der Carlton-Holding AG, Allschwil, für sämtliche sich im Publikum befindenden Aktien der Clair Finanz Holding AG aus finanzieller Sicht auf dessen Angemessenheit hin überprüft.

Unsere Fairness Opinion beruht auf der unabhängigen Bewertung der Immobilienwerte durch die KPMG Fides, Zürich, Informationen der Gesellschaft sowie weiteren zugänglichen Informationen, die zum Zeitpunkt der Erstellung am 25. Mai 2004 bekannt und unter Berücksichtigung der Wirtschafts- und Marktlage massgeblich waren.

Die vom Management erhaltenen internen Informationen, Analysen und die darin getroffenen Annahmen überprüften wir auf ihre Plausibilität. Im Übrigen haben wir uns auf die

Zuverlässigkeit und Vollständigkeit der uns zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen verlassen. Insbesondere sind wir davon ausgegangen, dass die uns zur Verfügung gestellten Informationen nach bestem Wissen und Gewissen erstellt wurden.

Wir führten keine unabhängige Überprüfung oder Bewertung von Aktiven und Passiven der Clair Finanz Holding AG durch. Wir weisen darauf hin, dass es sich bei unserer Beurteilung von Informationen nicht um Prüfungen nach den schweizerischen oder internationalen Grundsätzen gehandelt hat und wir auch nicht eine Prüfungsbestätigung in diesem Sinne aussprechen. Im Hinblick auf die rechtlichen und steuerlichen Aspekte der Transaktion haben wir uns auf die Angaben der Clair Finanz Holding AG gestützt.

Unsere Fairness Opinion bezieht sich nicht auf den dem Übernahmeangebot vorangegangenen Geschäftsentscheid betreffend die Abspaltung der Clair Finanz Holding AG noch stellt sie in irgendeiner Art eine Empfehlung an die Aktionäre der Clair Finanz Holding AG dar, ihre Aktien zu verkaufen. Die Fairness Opinion umfasst keine grundlegenden Untersuchungen der Vorteile dieser Transaktion für die Clair Finanz Holding AG. Zudem befasst sich die Fairness Opinion in keiner Hinsicht mit den Kursen, zu denen die Aktien der Clair Finanz Holding AG nach der Abspaltung von der Mövenpick-Holding ausserbörslich gehandelt werden.

Da unsere Beurteilung weitgehend auf den Angaben der Gesellschaft beruht, insbesondere denjenigen zur beabsichtigten zukünftigen Geschäftsausrichtung und zu den Planzahlen, beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte Ausführung unserer Arbeiten.

In dieser Transaktion handeln wir als finanzielle Beraterin der Clair Finanz Holding AG und erhalten für unsere Tätigkeit ein Honorar.

3. Grundlagen und durchgeführte Arbeiten

Für die Beurteilung des Kaufangebotes stützten wir uns auf nachstehend aufgeführte Grundlagen und führten insbesondere folgende Tätigkeiten aus:

- Durchsicht und Analyse öffentlich zugänglicher Geschäfts- und Finanzinformationen über die Mövenpick Gruppe und Clair Finanz Holding AG zur Plausibilisierung der erhaltenen Informationen und deren zugrundeliegenden Annahmen (u.a. Informationsbroschüre zur Abspaltung, Geschäftsbericht 2003 der Mövenpick-Holding, Spin-off Vertrag inklusive Addendum, Entwicklung des Aktienkurses der Mövenpick-Holding in 2004);
- Durchsicht und Analyse interner Geschäfts- und Finanzinformationen in Bezug auf die Abspaltung der Clair Finanz Holding AG sowie in Bezug auf die übertragenen materiellen und immateriellen Vermögenswerte (u.a. detaillierte Abspaltungsbilanz,

Zusammenstellung der Vermögenswerte, Berechnung der latenten Steuern, Aufstellung über angefallene Kosten);

- Durchsicht und Analyse der von der KPMG Fides, Zürich, durchgeführten Immobilienbewertung; Beurteilung der angewandten Schätzungsmethoden, der zugrundegelegten Parameter sowie der durchgeführten Alternativberechnungen; Einsichtnahme in die Schätzungsberichte und Arbeitsunterlagen zu den einzelnen Objekten; Besprechung der durchgeführten Arbeiten und zugrundegelegten Annahmen mit den Schätzern;
- Berechnung verschiedener Wertszenarien, basierend auf den zur Verfügung stehenden Informationen unter Berücksichtigung von unterschiedlichen Annahmen;
- Berechnung des Wertes pro Aktienkategorie;
- Vergleich der Resultate unserer Arbeiten mit dem Kaufangebot.

4. Bewertungsansätze

Das Resultat unserer Arbeiten kann wie folgt zusammengefasst werden:

4.1 Allgemein

Die Bewertung der Aktien der Clair Finanz Holding AG basiert auf unterschiedlichen Bewertungsmethoden für die einzelnen Vermögenswerte der Unternehmensgruppe.

Unter Berücksichtigung der vorstehend beschriebenen Ausgangslage und der Ausgliederung (Spin-off) von Vermögenswerten unterschiedlicher Natur von der Mövenpick-Holding in die Clair Finanz Holding AG sind das gewählte Vorgehen sowie die angewandten Methoden und deren Gewichtung für die Berechnung des inneren Wertes der Clair Finanz Holding AG angemessen und nachvollziehbar.

Die Aktien der Clair Finanz Holding AG sind nicht kotiert. Historische Kursbetrachtungen oder andere Transaktionen können beim vorliegenden Angebot nicht zu Vergleichszwecken herangezogen werden.

Die Vermögenswerte der Clair Finanz Holding AG können für den Zweck der Bewertung in folgende Gruppen unterteilt werden:

- Immobilienwerte (Einzelobjekte sowie Aktiengesellschaften mit Immobilienvermögen);
- Flüssige Mittel, Wertschriften sowie sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten;
- Latente Steuern, Handänderungsabgaben und Transaktionskosten;
- Aktien der Mövenpick-Holding.

Für die einzelnen Gruppen kamen die nachstehend beschriebenen Parameter und Szenarien bei der Wertfindung zur Anwendung.

4.2 Immobiliengeschäft

Einleitung

Für die Bewertung des Immobiliengeschäfts wurden alle direkt oder über Tochtergesellschaften indirekt gehaltenen Immobilienwerte der Clair Finanz Holding AG einzeln bewertet.

Grundsätzlich wurde aufgrund der Nutzung und des Verwendungszwecks bei allen Objekten ein ertragsorientierter Bewertungsansatz gewählt.

Die angewandte Bewertungsmethode berücksichtigt die Discounted Cash Flows (diskontierte Free Cash Flows über einen Prognosezeitraum von fünf oder zehn Jahren zuzüglich Residualwert unter Berücksichtigung einer Restnutzungsdauer) sowie den Barwert (Rentenrechnung auf Basis des Mietwerts unter Berücksichtigung von Bewirtschaftungsaufwand und periodischen Erneuerungen). Der Erneuerungszyklus ist abhängig von der jeweiligen Nutzung und Art der Liegenschaft. Er liegt zwischen 15 und 30 Jahren.

Die jeweiligen Bewertungen wurden mittels Vergleichsrechnungen (Ertragswert, Barwert, Realwert, Vergleichsobjekte) plausibilisiert.

Der Verkehrswert wurde in der Regel aus dem Mittel von Discounted Cash Flow Wert und Barwert festgelegt. Für einzelne Immobilien wurde zusätzlich auch der Ertragswert für die Ermittlung des Verkehrswerts mit einbezogen.

Der Bewertungsgrundsatz, wonach sich der Wert eines Gutes (Immobilie) nach seinem Nutzen richtet, welchen es in der Zukunft zu erbringen vermag, ist eingehalten.

Der Basiszinssatz wurde objektabhängig festgelegt. Dabei wurde auf einen langfristig geglätteten Basiszins (für reine Wohnliegenschaften) sowie auf eine Finanzierung mit 60% Fremdkapital und 40% Eigenmittel abgestellt (Mittel aus Zinssatz für Fremdkapital und Verzinsungsanspruch des Eigenkapitals).

Aufgrund des wirtschaftlichen Umfeldes in der Hotellerie und Gastronomie wurden zusätzliche Risikozuschläge vorgenommen. Weiter wurde das Standortrisiko der jeweiligen Immobilie bei der Bestimmung des Risikozuschlags berücksichtigt.

Basierend auf der Nutzung und dem Verwendungszweck können die Immobilien für die Bewertung in nachfolgend beschriebene Kategorien eingeteilt werden:

4.2.1 Hotels mit Gewinnpacht

Für die Hotels mit Gewinnpacht (umsatzabhängige Miete) basiert die Bewertung auf neu abgeschlossenen Mietverträgen mit einem Mindestmietzins unter Berücksichtigung von Planzahlen für die Geschäftsjahre 2004 bis 2008. Die Grundlagen der Planungsannah-

men beruhen auf den vom Management erarbeiteten Budgets für die einzelnen Gesellschaften. Die Planerfolgsrechnungen wurden mit vergleichbaren Branchenwerten und -kennzahlen plausibilisiert (Benchmark SGH 2001 bis 2003 und vergleichbare Betriebe für die ausländischen Hotels).

Die zugrundegelegten Diskontierungssätze für die Hotelbetriebe im Inland liegen unter Berücksichtigung der individuellen Risikozuschläge für Standort und Betrieb zwischen 6.2% und 6.5%. Bei der Berechnung des Residualwertes wurde ein Wachstum von 1% im Diskontierungssatz berücksichtigt.

4.2.2 Übrige gewerblich genutzte Immobilien

Die Gruppe der übrigen gewerblich genutzten Immobilien umfasst Hotelbetriebe, Restaurants und Verwaltungsgebäude. Die Objekte wurden ebenfalls nach der Discounted Cash Flow Methode sowie der Barwertmethode gemäss der in der Einleitung beschriebenen Definition bewertet.

Für die Hotelbetriebe basieren die Planungszahlen auf bestehenden Mietverträgen. Die Diskontierung erfolgte unter Berücksichtigung der Zuschläge für Standort- und Betriebsrisiko zu Sätzen zwischen 6.2% und 6.5% für die Betriebe im Inland. Die Diskontierungssätze für die Hotelbetriebe ausserhalb der Schweiz wurden aufgrund der höheren Basiszinssätze in den jeweiligen Ländern mit 8.5% festgelegt.

Die Planzahlen der Restaurants basieren auf bestehenden Mietverträgen. Die verwendeten Diskontierungssätze betragen unter Berücksichtigung der Zuschläge für Standort- und Betriebsrisiko 6% für diese Immobilienobjekte.

Für die Bestimmung des Mietwertes für Verwaltungsgebäude wurden Einheitspreise für die Netto-Nutzflächen herangezogen. Diese Berechnungsart ist für Bürogebäude bzw. Liegenschaften mit Dienstleistungsangeboten üblich. Die eingesetzten Mietwerte pro m² und Jahr entsprechen ortsüblichen Ansätzen. Der angewandte Diskontierungssatz beträgt unter Berücksichtigung der Risikozuschläge 4.85%.

4.2.3 Immobilien zu Wohnzwecken, Bauland und Nutzungsreserven

Die Bewertungen von Immobilien, die ausschliesslich Wohnzwecken dienen, sowie Baulandparzellen oder Nutzungsreserven erfolgten mittels Ertragswerten oder vergleichbaren Objekten an ähnlicher Lage. Dieser Bewertungsansatz wurde gewählt, weil für die betreffenden Objekte aufgrund ihrer Art und Beschaffenheit für die Anwendung der Discounted Cash Flow Methode keine aussagekräftigen Grundlagen vorhanden waren.

Für Bauland erfolgte die Bestimmung zukünftiger Erträge auf der Basis eines Gebäudeprojektes, welches nach baupolizeilichen Vorschriften eine vollumfängliche Nutzung der Grundstückfläche ermöglicht. Der angewandte Kapitalisierungssatz unter Einbezug von

Risikozuschlägen für Bewirtschaftungskosten und Rückstellungen für künftige Erneuerungen liegt bei 6.2%.

Die zukünftigen Erträge bei den Wohnobjekten basieren auf bestehenden Sollmietzinsen. Unter Berücksichtigung von Risikozuschlägen aufgrund von Alter und Zustand der Einzelobjekte erfolgte die Kapitalisierung zu 7%.

4.3 Flüssige Mittel, Wertschriften sowie sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten

Die Bewertung der Flüssigen Mittel sowie der sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten erfolgte zu Nominalwerten gemäss der Abspaltungsbilanz per 1. Januar 2004.

Um den Ertrag auf dem gebundenen Kapital zu berücksichtigen wurde bei der Berechnung des Aktienwertes für die Zeitdauer vom 1. Januar 2004 bis zum Zeitpunkt des Kaufangebots eine Verzinsung zum Geldmarktsatz (für 3 Monate) der am Jahresanfang vorhandenen liquiden Mittel berechnet.

Für die Bewertung der Wertschriften im Umlaufvermögen wurde die Kursentwicklung für den Zeitraum von Januar bis Ende März 2004 berücksichtigt.

4.4 Latente Steuern, Handänderungsabgaben und Transaktionskosten

Im Rahmen der Abspaltung werden die verschiedenen Immobilienwerte (Einzelobjekte und Gesellschaften) zu Buchwerten auf die Clair Finanz Holding AG übertragen.

Die latenten Steuern auf der Differenz zu den Verkehrswerten der Immobilien wurden auf Stufe der einzelnen Gruppengesellschaften der Clair Finanz Holding AG bei der Berechnung des inneren Wertes (net asset value) berücksichtigt. Der dabei angewandte Gewinnsteuersatz beträgt 25% bzw. 12.5%.

Bei der Clair Finanz Holding AG und auf Stufe der Zwischengesellschaften wurden die latenten Steuern auf der Differenz zwischen den Buchwerten und den Marktwerten der Beteiligungen bzw. der sonstigen Vermögenswerte zu einem Satz von 8% berechnet.

Die Handänderungsabgaben auf der Übertragung von Immobilien sowie die Transaktionskosten im Zusammenhang mit der Abspaltung der Clair Finanz Holding AG wurden bei der Wertfindung separat behandelt. Der berücksichtigte Betrag basiert auf einer Schätzung über die anfallenden Kosten.

4.5 Aktien der Mövenpick-Holding

Die Berechnung des Marktwertes der durch die Clair Finanz Holding AG gehaltenen Aktien der Mövenpick-Holding basiert auf dem durchschnittlichen Börsenkurs von März/April 2004 für die beiden Titelt Kategorien.

Sodann wurde eine Wertberichtigung für den abgespaltenen Unternehmensteil der Clair Finanz Holding AG auf der Basis des inneren Wertes der übertragenen Aktiven und Passiven per Bewertungszeitpunkt berücksichtigt. Eine Plausibilisierung erfolgte mittels Vergleich mit dem errechneten inneren Wert der Mövenpick Aktie nach der Abspaltung per 1. Januar 2004.

4.6 Prämie

Die Berechnungen des Wertes für die Aktien der Clair Finanz Holding AG, basierend auf verschiedene Szenarien, haben ergeben, dass der Angebotspreis für die beiden Aktienkategorien bei allen von uns analysierten Varianten eine Prämie enthält.

5. Schlussfolgerung

Basierend auf der vorstehend beschriebenen Ausgangslage, den uns von der Gesellschaft gemachten Angaben und unseren Analysen beurteilen wir das Angebot von CHF 500.-- pro Inhaberaktie der Clair Finanz Holding AG und CHF 100.-- pro Namenaktie der Clair Finanz Holding AG aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Unsere Fairness Opinion richtet sich ausschliesslich an den Verwaltungsrat und die Aktionäre der Clair Finanz Holding AG. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung von BDO Sofirom, mit Ausnahme der Publikation im Anhang zum Angebotsprospekt, für keine anderen Zwecke verwendet werden.

Diese Fairness Opinion basiert auf Schweizer Recht. Gerichtsstand ist Zürich.

Freundliche Grüsse

BDO Sofirom



Markus Egli



Markus Eugster