

Rapport de « Fairness Opinion » à l'attention du conseil d'administration de Hammer Retex Holding SA, Cham

relatif à

l'appréciation de l'équité financière de l'offre publique d'acquisition de Ludama Holding SA aux actionnaires d'Industrieholding Cham SA pour toutes les actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 1 chacune de Hammer Retex Holding SA, Cham, Suisse, se trouvant en mains du public après la distribution d'un dividende en nature par Industrieholding Cham SA.

Zürich, le 16 Mars 2009

Sommaire

1	Introduction	4
1.1	Situation	4
1.2	Mandat	4
1.3	Procédures d'évaluation	5
1.4	Bases d'évaluation	5
2	Domaines d'activités de HRH	7
2.1	Vue globale	7
2.2	Domaine d'activités des biens immobiliers	7
2.3	Domaine opérationnel	8
3	Considérations relatives à la valeur de HRH	9
3.1	Evaluation DCF du domaine d'activité des biens immobiliers	9
3.2	Evaluation DCF des domaines opérationnels	11
3.3	Valeur des fonds propres de HRH	13
3.4	Approche de marché	14
3.5	Résumé	15
4	Conclusion	16
5	Annexe	17
	Annexe 1 : Beta et structure de financement	17
	Annexe 2 : Multiples d'entreprises comparables choisies	18
	Annexe 3 : Ecart Net Asset Value et cours de l'action des entreprises comparables choisies	20

Liste des abréviations

Allreal	Allreal Holding SA
BFW	BFW Liegenschaften SA
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Franc suisse
DCF	Discounted Cash Flow
L'acquéreur	Ludama Holding SA
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (résultat opérationnel avant intérêts et impôts)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (résultat opérationnel avant intérêts, impôts et amortissements d'actifs corporels et incorporels)
Espace	Espace Real Estate
HRH	Hammer Retex Holding SA
IC Cham	Industrieholding Cham SA
Intershop	Intershop Holding SA
Mio.	Million(s)
Mobimo	Mobimo Holding
NAV	Net Asset Value
p.a.	per annum (par année)
p.ex.	par exemple
PAX	PAX-Anlage SA
PPE	Propriété par étage
PSP	PSP Swiss Property SA
PwC	PricewaterhouseCoopers SA
resp.	respectivement
SPS	Swiss Prime Site
TVA	taxe sur la valeur ajoutée
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût moyen pondéré du capital)
Warteck	Warteck Holding SA
Züblin	Züblin Immobilien Holding SA

1 Introduction

1.1 Situation

Hammer Retex Holding SA („HRH“) est une société holding dont le siège est situé à Cham, en Suisse. HRH a été fondée dans le cadre d'une scission de la branche de l'immobilier de la Industrieholding Cham SA („IC Cham“). HRH comprend les sociétés suivantes : Hammer Retex SA, Wohnbau Zürich SA, Cham Immobilien SA et Cham Nord Immobilien SA.

HRH est actif dans les domaines de l'entreprise générale du bâtiment, de l'exploitation de biens immobiliers, des placements, du développement et de la vente de biens immobiliers. HRH dispose d'un vaste portefeuille de biens immobiliers avec des locaux commerciaux ainsi que d'autres locaux destinés à la location dans les cantons de Zoug, Lucerne et Zürich. De plus, le Groupe possède et développe ses propres réserves foncières à des fins promotionnelles ainsi que pour son portefeuille existant.

En automne 2008, IC Cham a décidé de céder le secteur des biens immobiliers. On a recherché des investisseurs afin d'offrir aux actionnaires la possibilité de choisir entre une participation directe au sein du capital de HRH et un dédommagement en liquide. Ludama Holding SA („l'acquéreur“) s'est montré intéressé en proposant au Conseil d'administration de HRH une offre d'acquisition publique sur toutes les actions nominatives de HRH se trouvant en mains du public après la distribution d'un dividende en nature par Industrieholding Cham SA avec une valeur nominale de CHF 1 par action.

Le prix proposé dans le cadre de cette offre se monte à CHF 109.45 par action nominative de HRH. Cette offre correspond à une valeur totale des fonds propres de CHF 138.0 Mio., pour un total de 1'260'655 actions nominatives.

1.2 Mandat

Le Conseil d'administration de IC Cham a chargé PricewaterhouseCoopers SA („PwC“) d'établir un rapport de « Fairness Opinion » à l'attention du Conseil d'administration de Hammer Retex Holding SA relatif à l'équité financière de l'offre publique d'acquisition décrite ci-dessus¹. Les résultats de nos analyses sont présentés dans ce document. Ce document est destiné à être mis à la disposition du public.

Notre attestation d'équité doit, en tant qu'avis indépendant, indiquer au Conseil d'administration et aux actionnaires de HRH si le prix offert est équitable d'un point de vue financier.

Ce rapport ne représente pas une recommandation d'acceptation ou de refus de l'offre publique d'acquisition. Il ne contient pas non plus d'appréciation sur les conséquences qui peuvent découler d'une acceptation ou d'un refus de l'offre.

¹ PwC a été mandaté selon les attentes du Conseil d'administration de HRH. La HRH se trouvait alors en situation de démarrage. Ainsi le mandat a été donné par le Conseil d'administration de l'IC Cham.

1.3 Procédures d'évaluation

Pour apprécier l'offre publique d'acquisition, PwC a procédé à une évaluation du Groupe HRH. Le résultat de nos analyses a conduit à une fourchette de valeurs des fonds propres, sur la base de laquelle une estimation de valeurs par action de HRH a pu être déduite. L'offre d'acquisition se situant au sein de cette fourchette de valeurs peut être considérée comme plausible et financièrement équitable.

L'analyse de la valeur de HRH se base sur une évaluation de l'entreprise comme entité autonome (« stand alone »). Les éventuelles synergies et coûts d'intégration pouvant résulter de cette transaction n'ont pas été pris en compte.

Notre analyse se base sur une évaluation des valeurs au niveau du Groupe / Holding. Les différentes implications pouvant intervenir chez les actionnaires de manière individuelle – en particulier au niveau fiscal – ne sont pas prises en compte dans cette analyse. De plus, la prise en considération des implications de manière individuelle pour chaque actionnaire est difficilement envisageable.

Afin d'apprécier l'offre publique d'acquisition, PwC a procédé à une analyse des projections financières de HRH. L'évaluation a été réalisée principalement à l'aide de la méthode du Discounted Cash Flow (« DCF ») et validée par l'approche de marché, c'est-à-dire par l'étude des multiples d'EBITDA ainsi que d'écart entre la « Net Asset Value » et le cours de l'action de sociétés comparables cotées.

1.4 Bases d'évaluation

Dans le cadre de notre évaluation, nous nous sommes basés sur les informations suivantes :

- Informations publiques concernant HRH qui ont été jugées importantes pour l'analyse, y compris les rapports annuels, les communiqués de presse et les articles de journaux.
- Informations internes de l'entreprise jugées importantes pour l'analyse, y compris le budget 2009, les prévisions financière pour 2010 jusqu'à 2017 ainsi que l'évaluation des locaux d'exploitation, de promotion et de leur rendements effectué par l'expert indépendant Wüest & Partner SA.
- Informations financières internes établies par la direction de HRH relatives aux différents éléments du portefeuille immobilier tel que les coûts de construction et d'investissement, les prévisions de coûts, les documents relatifs au crédit de construction, les prix de vente et les accords de réservation de PPE, l'état locatif, la conception des constructions, la procédure d'autorisation ainsi que l'objectif opérationnel de chaque objet.
- Informations financières internes établies par la direction de HRH concernant la communauté des maîtres d'ouvrage Lorzenhof (bilan) ainsi que les informations relatives à l'acquisition de la cible Garten-/Rigistrasse à Zoug (contrat d'achat, extrait du registre foncier et financement).
- Informations de HRH relatives à l'entreprise qui ont été jugées importantes pour l'analyse, y compris les contrats de prêt et les bilans de clôture de 2005 à 2008 pour le secteur d'activité de biens immobiliers de IC Cham.

- Entretiens avec la direction et / ou le Conseil d'administration de HRH portant sur le marché actuel et son évolution, la situation financière et les résultats, la perspective des affaires, les estimations et hypothèses contenues dans les projections ainsi que les orientations stratégiques futures de HRH.
- Visite de la totalité des immeubles et réserves foncières de HRH.
- Analyses du marché des capitaux effectuées par Pictet & Cie ("Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926-2008", janvier 2009), Ibbotson / Morningstar ("2008 Yearbook") ainsi que Damodaran (les betas et coûts des capitaux par secteur).
- Données du marché des capitaux et données financières de HRH.
- Données du marché ainsi que données financières des entreprises cotées comparables provenant de Bloomberg et de rapports d'analystes.

Les réflexions présentées dans ce document se fondent sur les informations disponibles à la date de notre rapport et peuvent être sujettes à des modifications. PwC n'a procédé à aucune révision au sens de la loi et n'a pas effectué de Due Diligence. PwC n'a pas vérifié les informations fournies par HRH, ni la véracité ou le bien-fondé des informations publiques, et a considéré celles-ci comme étant complètes et exactes.

Certaines parties des biens immobiliers-cibles sont difficilement accessibles n'ont pu être visitées. Pour cette raison, PwC n'a pas été en mesure de déterminer si ces biens immobiliers sont en bon état ou endommagés. Les experts de PwC n'ont pas mené de recherche au sujet de la problématique des résidus toxiques (p.ex. amiante). Une expertise spéciale (expertise écologique) devrait être établie afin de pouvoir quantifier une éventuelle réduction de valeur.

Les coûts de financement n'ont pas été considérés dans l'évaluation des biens immobiliers selon la pratique courante². Selon le type de financement, ces coûts ont un impact significatif sur la rentabilité des fonds propres lors de l'évaluation des biens immobiliers et doivent par conséquent être considérés de manière individuelle par l'investisseur. Les aspects fiscaux relatifs à l'entreprise – ainsi que les conséquences particulières relatives au domaine de la TVA – n'ont pas été pris en compte pour la détermination de la valeur des biens immobiliers.

² Ces aspects sont pris en compte dans la vue d'ensemble (soit dans la dérivée du Net Asset Value du portefeuille de biens immobiliers resp. de la valeur des fonds propres de HRH) dans le cadre des déductions des fonds étrangers producteurs d'intérêts.

2 Domaines d'activités de HRH

2.1 Vue globale

HRH est principalement active dans les domaines suivants :

- **Domaine immobilier :**

Ce secteur d'activité comprend le portefeuille de biens immobiliers des sociétés suivantes : Hammer Retex SA, Wohnbau Zürich SA, Cham Immobilien SA et Cham Nord Immobilien SA. Le portefeuille est relativement diversifié et constitué de différents types de propriétés et de terrains.

- **Domaine opérationnel :**

Le domaine opérationnel comprend les activités suivantes : « Entreprise Générale », « Administration Immobilière », « Exploitation Immobilière », et « Vente et Intermédiation ». Ces services sont principalement mis à disposition de manière interne au sein du secteur immobilier, le reste étant constitué de clients externes.

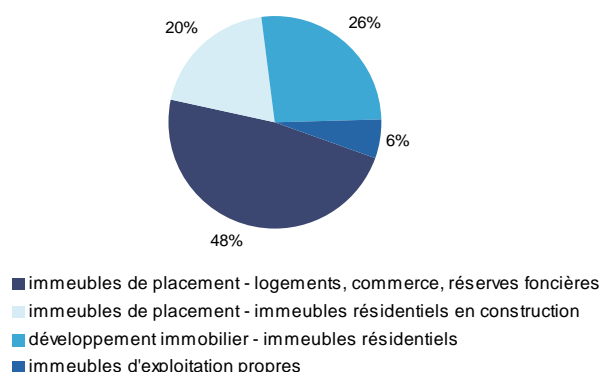
En 2008, HRH a réalisé un chiffre d'affaire de CHF 19.2 Mio. ainsi qu'un EBIT de CHF 9.3 Mio., correspondant à un recul de 13.1% et 15.3% respectivement par rapport à l'exercice précédent. Le rendement du portefeuille de biens immobiliers présente pour la même année une valeur de CHF 159.5 Mio., correspondant à une augmentation de 47.2% par rapport à l'année précédente (CHF 108.3 Mio.). Les fonds propres de HRH ont augmenté au cours de l'année 2008 et s'élèvent à CHF 119.8 Mio. (69.4% de la totalité du bilan).

2.2 Domaine d'activités des biens immobiliers

L'orientation stratégique du domaine d'activité des biens immobiliers a été validée durant l'exercice 2008 par le Conseil d'administration IC Cham. L'objectif premier du domaine immobilier est l'expansion du portefeuille actuel, principalement par le développement des réserves foncières existantes et par des acquisitions ciblées d'immeubles de placement et de terrains pour le développement immobilier. HRH a ainsi l'intention de développer son propre portefeuille de biens immobiliers dans les 5 années à venir. La majorité du portefeuille se compose d'immeubles résidentiels modernes dans les cantons de Zoug, Lucerne et Zürich. Ce domaine d'activité est complété notamment par les services mis à disposition au niveau opérationnel.

Le portefeuille immobilier de HRH se constitue aujourd'hui d'immeubles d'exploitation, d'immeubles de placement, d'immeubles de placements en construction, de développements immobiliers et de réserves foncières. Ces propriétés sont développées et / ou gérées directement par le secteur opérationnel du Groupe. Le graphique suivant détaille la composition du portefeuille immobilier de HRH.

Portefeuille immobilier HRH selon la valeur du type des biens immobiliers 2008

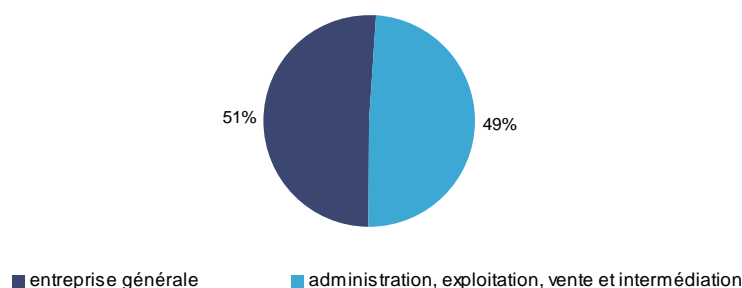


Au cours des dernières années, HRH a profité de l'évolution du marché à la hausse dans les cantons de Zoug, Lucerne et Zürich. L'environnement du marché local se caractérise par des taux de vacances relativement bas, un réseau d'infrastructure bien connecté ainsi qu'un système fiscal concurrentiel. Le marché immobilier de Zoug et de Cham bénéficiera notamment à moyen terme de la connexion à l'autoroute A4 par le Knonauseramt ainsi que la proximité du centre économique de Zürich.

2.3 Domaine opérationnel

Le secteur opérationnel de HRH est composé des branches suivantes : « Entreprise Générale », « Administration Immobilière », « Exploitation Immobilière », et « Vente et Intermédiation ». Suite à une focalisation sur les projets internes au sein de la branche immobilière résidentielle, l'orientation stratégique élaborée par le Conseil d'administration envisage pour la branche « Entreprise Générale » une activité très ciblée sur les projets externes. Les trois branches « Administration Immobilière », « Exploitation Immobilière », et « Vente et Intermédiation » vont également effectuer des mandats pour des clients externes ces prochaines années. L'« Entreprise Générale » de HRH sera principalement exploitée par les projets internes de construction prévus et par l'expansion du portefeuille immobilier. La composition du chiffre d'affaire total du domaine opérationnel est présentée ci-dessous :

Chiffre d'affaire net par domaine d'activité opérationnel 2008



Le secteur « Entreprise Générale » a réalisé en 2008 un chiffre d'affaire de CHF 5.3 Mio. Les trois autres segments opérationnels ont réalisé un chiffre d'affaire de CHF 5.1 Mio. pour la même année. Le secteur « Entreprise Générale » prévoit un chiffre d'affaires relativement stable pour les prochaines années, notamment grâce au développement immobilier pour le portefeuille de HRH. Le Conseil d'administration prévoit en contrepartie une baisse du chiffre d'affaire au niveau des clients externes à moyen terme.

3 Considérations relatives à la valeur de HRH

Les considérations relatives à la valeur de HRH reposent sur les méthodes suivantes :

- méthode du Discounted Cash Flow (« DCF ») ;
- approche de marché basée sur la comparaison avec des entreprises du même secteur ainsi que des analyses de transactions similaires.

La fourchette de valeurs de HRH obtenue par la méthode DCF ainsi que celle implicitement dérivée pour chaque action nominale de HRH constituent la base sur laquelle reposent nos considérations. L'approche de marché a été utilisée afin de corroborer les résultats obtenus par la méthode DCF et ainsi définir une fourchette de valeurs réaliste.

3.1 Evaluation DCF du domaine d'activité des biens immobiliers

L'évaluation du portefeuille de biens immobiliers de HRH a été effectuée sur la base des valeurs d'investissement (« Investment Values »). La valeur d'investissement représente la valeur d'une propriété pour un investisseur spécifique. À la différence de la valeur de marché selon les prescriptions des « Swiss Valuation Standards » (SVS) et des directives de la « Royal Institution of Chartered Surveyors » (RICS), la détermination de la valeur d'investissement ne comprend pas uniquement des critères objectifs et accessibles à tous. L'évaluation repose ici sur la stratégie spécifique définie par HRH pour les biens immobiliers. Cette dernière dérive de la stratégie d'entreprise et vise à la réalisation d'immeubles résidentiels pour le propre portefeuille.

Selon cette méthode, la valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux qui tient compte des risques et de la valeur de l'argent dans le temps.

L'évaluation se base sur la méthode DCF. La valeur immobilière est estimée sur la base des cash-flows libres futurs (revenus bruts après déduction des coûts d'exploitation, d'entretien, d'investissements, etc.) escomptés de la période de projection explicite. Nous avons modélisé les cash flows sur une période de dix ans. A la valeur ainsi obtenue, nous avons ajouté la valeur résiduelle actualisée (« exit value ») afin de déterminer la valeur totale de la propriété.

Une seconde opinion sous forme d'une analyse DCF a été établie pour les évaluations des immeubles de placement, et d'exploitation ainsi que pour les développements immobiliers faites par Wüest & Partner SA du 01.07.2008 resp. 01.12.2008. La valeur des réserves foncières a été plausibilisée par le biais de valeurs comparatives.

Les paramètres suivants ont été appliqués :

<p>Rendement locatif</p> <p>Les loyers effectifs sont utilisés au moyen du tableau des loyers qui nous a été mis à disposition. Au niveau des contrats de loyer à durée illimitée, le revenu estimé a été aligné linéairement au loyer de marché sur une période de 10 ans. Au niveau des baux à durée limitée, le loyer a été estimé selon le marché, et ce après expiration du bail initial³.</p>
<p>Taux de vacances</p> <p>Le taux de vacances actuel est adapté au cours de la période de projection au taux de vacances de base. Si la durée d'un bail permet de garantir l'occupation de locaux pendant une durée déterminée, le mécanisme d'adaptation se met en marche seulement à partir de la fin du bail.</p>
<p>Coûts d'entretien</p> <p>Nous avons effectué quelques modifications quant aux projections sur la base des coûts d'entretien actuels, en particulier lorsque les valeurs historiques présentaient des valeurs sensiblement différentes à celles du « benchmark ».</p>
<p>Coût de remise en état</p> <p>Sur la base des coûts actuels des propriétés, nous avons procédé à quelques modifications au niveau des projections lorsque les valeurs historiques présentaient des valeurs fortement différentes par rapport à celles du « benchmark ». Les coûts de remise en état sont considérés individuellement chaque année au niveau de la période de projection. Ces derniers sont considérés comme des annuités au sein de la valeur terminale « exit value ». Lorsqu'un projet de remise en état est connu, ce dernier est vérifié et validé. Le cas échéant, l'ancienneté de chaque élément est pris en compte, permettant de déterminer une date de rénovation approximative en fonction de la durée de vie objective de chaque élément.</p>
<p>Investissements avec effet positif sur la valeur</p> <p>En tant qu'investissement avec répercussion positive sur la valeur, il est fait en particulier référence aux investissements au niveau des domaines habitables. Ces derniers sont présentés de manière séparée dans les cash-flows. Dans certains cas spécifiques, les investissements pour des surfaces commerciales peuvent avoir un effet positif sur le loyer de marché à l'expiration du contrat.</p>
<p>Taux d'actualisation</p> <p>Nous avons élaboré un taux d'actualisation pour le domaine immobilier selon une méthode qui prend en considération les différents éléments de risque, sur la base du rendement attendu correspondant aux risques entrepris. Nous ajoutons ainsi au rendement des obligations hors risque (moyenne des obligations de l'Etat à 10 ans) une prime de risque composée (tels que le risque immobilier lié au manque de liquidité du capital, risques spécifiques à la suite de la situation, de l'utilisation, de la fonctionnalité de la propriété etc.). Dans le cadre de l'évaluation des propriétés immobilières de HRH, des taux d'actualisation allant de 5.05% à 5.83% ont été calculés. Ceux-ci intègrent les éléments suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Taux de base : rendement arrondi des obligations de l'Etat à 10 ans (3.50%). - Illiquidité : prime pour illiquidité dû à la volatilité de biens immobiliers (1.50%). - Condition macro : prime de risque basée sur la situation régionale de la propriété en

³ Le produit locatif (marché) a été établi selon les benchmarks de Wüest & Partner, Colliers et PwC.

Suisse. Contraintes spécifiques des municipalités parmi les ratings macro basé sur divers paramètres (tels que le taux d'imposition fiscal, le niveau de construction, le pouvoir d'achat, etc.). Ces derniers varient en fonction de la condition macro de la propriété analysé, soit entre -0.02% et 0.11%.

- **Condition micro** : prime de risque basée sur la situation locale de la propriété. Celle-ci est basée sur divers paramètres (tels que la pollution sonore, qualifications etc.). Ceci varie en fonction de la condition micro de la propriété, soit entre 0.07% et 0.24%.
- **Occupation** : prime de risque basé sur une utilisation « mixte ». Il considère les divers niveaux relatifs à des taux d'occupation spécifiques. Des taux d'occupation variant fortement en fonction de l'évolution conjoncturelle peuvent mener à un supplément de risque. La prime varie ainsi en fonction de l'utilisation (par exemple résidentielle, industrielle etc.), dans le cas présent entre 0.0% et 0.5%.

Taux de capitalisation

Taux réel avec lequel le cash-flow libre de l'année 11 est capitalisé pour le calcul de la valeur résiduelle (correspond au taux d'actualisation diminué de l'inflation). Dans le cadre de l'évaluation des propriétés immobilières de HRH le taux de capitalisation varie entre 3.96% et 4.66%. Le taux de croissance durable a été prévu à 1.25% par année.

Sur la base de l'évaluation DCF des différentes propriétés immobilières de HRH, il résulte une fourchette de valeur allant de CHF 162.4 Mio. à CHF 173.7 Mio. Les fourchettes de valeur se basent sur un écart de la valeur d'investissement des développements immobiliers et des réserves foncières de +/- 5.0%. Cet écart s'explique par une incertitude accrue dans les évaluations des développements immobiliers et réserves foncières. Les impôts latents augmentent ou diminuent par conséquence plus que proportionnellement. Les impôts latents, les dettes à court et à long terme envers les banques ainsi que les acomptes des propriétaires d'immeubles ont été soustraits de la valeur DCF donnant ainsi une « Net Asset Value » du domaine de biens immobiliers de CHF 127.4 CHF à CHF 137.2 Mio.

3.2 Evaluation DCF des domaines opérationnels

La méthode DCF a également été appliquée afin d'évaluer le domaine opérationnel. Selon cette méthode, la valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels actualisés à la date d'aujourd'hui au moyen du coût du capital. Les cash-flows libres correspondent aux cash-flows opérationnels nets d'impôt après déduction des investissements relatifs aux actifs immobilisés et au besoin en fonds de roulement. Le coût du capital correspond à un taux d'actualisation qui considère le coût moyen pondéré des fonds propres et des fonds étrangers; le coût des fonds propres étant déterminé par le « Capital Asset Pricing Model » (« CAPM »).

Afin d'obtenir la valeur d'entreprise des activités opérationnelles, nous établissons la somme des cash-flows libres futurs escomptés de la période de projection à laquelle nous ajoutons une valeur résiduelle, en considérant l'hypothèse de continuité de l'activité. Nous obtenons la valeur d'entreprise du domaine opérationnel en ajoutant la valeur des actifs hors exploitation (tels que les liquidités non nécessaires à l'exploitation).

L'évaluation de HRH selon la méthode DCF se base sur les cash-flows libres futurs dérivés du budget 2009 et du plan industriel 2010 – 2016 préparé par le management. Les chiffres d'affaire générés par la branche « Entreprise Générale » et les autres services (« Administration Immobilière », « Exploitation Immobilière », et « Vente et Intermédiation ») ont été utilisés

comme base de projections des revenus. Le plan industriel de HRH a été mis à jour au cours de plusieurs entretiens avec le management.

Pour le calcul de la valeur résiduelle (à partir de l'année 2017), nous avons estimé un cash-flow libre durable normalisé, capitalisé au coût du capital, qui tient compte du taux de croissance durable (formule de la rente perpétuelle⁴). Ce dernier a été estimé à 1.25% par année, tandis que le coût du capital reste inchangé par rapport à la période de projections.

Le cash-flow libre durable a été dérivé d'un chiffre d'affaire ajusté des fluctuations, ainsi que par une marge EBITDA de 10.1% sur la base des discussions avec le management de HRH. L'incertitude quant au développement de la branche « Entreprise Générale » a été considérée en envisageant deux scénarios différents quant au développement de l'activité.

Le taux d'actualisation qui s'applique pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital ou « WACC »). Ce dernier est composé du coût des fonds propres et de la dette après impôts. Le coût des fonds propres regroupe deux éléments : le taux d'intérêt hors risques et la prime de risque pour fonds propres. L'estimation de la prime de risque pour fonds propres repose sur le modèle « CAPM », un modèle de calcul multi-facteur selon lequel la prime de risque spécifique à une entreprise résulte de la prime de risque du marché multipliée par le « levered » beta, ainsi que d'une prime de risque pour petite capitalisation. Le « levered » beta est une mesure du risque d'une entreprise par rapport au marché et dépend entre autres de sa structure de financement. Le coût de la dette se compose d'un taux d'intérêt hors risques et d'une prime de risque. Cette prime de risque tient compte du fait qu'une entreprise ne peut emprunter des fonds au taux d'intérêt hors risques mais doit, en raison du risque inhérent à l'entreprise, payer aux bailleurs de fonds une prime d'intérêt.

Le WACC pour le domaine opérationnel de HRH a été estimé à 7.9%, à raison d'un coût des fonds propres de 10.6% et d'un coût de la dette (après impôts) de 3.9%.

Les divers paramètres utilisés pour le calcul du WACC sont présentés ci-dessous :

<p>Taux d'intérêt hors risques</p> <p>Taux d'intérêt hors risques de 2.67% sur la base du rendement des obligations de l'état Suisse début 2009 avec durée de 20 ans.⁵</p>
<p>Prime de risque du marché</p> <p>Le calcul du coût moyen pondéré du capital considère une prime de risque du marché de 5.0%. Celle-ci se base sur la différence entre le rendement moyen du marché Suisse et celui des obligations Suisses depuis 1926.⁶ Pour le calcul de la prime de risque du marché nous ajoutons un supplément de 0.5% sur la différence entre le rendement des actions et celui des obligations a été considéré, puisque les obligations contiennent un portefeuille de débiteurs nationaux au lieu d'obligations d'état.</p>
<p>Prime pour petite capitalisation</p> <p>La prime pour petite capitalisation reflète les attentes du marché en matière de risques et de rendements supplémentaires pour un investissement dans une petite ou moyenne entreprise. Elle est calculée comme différence entre le rendement effectif observé à long terme pour les sociétés avec petite capitalisation et le rendement estimé pour les mêmes entrepri-</p>

⁴ Valeur résiduelle = cash-flow libre durable / (WACC – taux de croissance durable)

⁵ Source: Banque Nationale Suisse

⁶ Source: Pictet & Cie.: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2008), janvier 2009.

ses au moyen du CAPM. Une prime de 2.0% a été utilisée pour l'évaluation du domaine opérationnel de HRH. La prime de 2.0% retenue dans notre analyse provient d'une étude annuelle établie par Ibbotson/Morningstar⁷ et des analyses internes de PwC.

Beta

Le Beta « levered » correspond au Beta « unlevered » ajusté par la structure de financement pour le domaine opérationnel de HRH. Le beta « unlevered » est calculé sur la base des entreprises cotées similaires opérant dans le secteur immobilier.⁸ Le beta « unlevered » retenu de 0.76 se base sur une moyenne pondérée des entreprises comparables selon Damodaran. Le détail sur les betas des secteurs comparables sont présentés dans l'annexe 1.

Structure de financement

Sur la base de la structure de financement optimale présentée pour le secteur immobilier (selon Damodaran), une structure de financement impliquant un taux d'endettement net de 40.0% a été prise en compte aux valeurs des marchés. Le détail sur la structure de financement des sociétés comparables est aussi présenté dans l'annexe 1.

Prime de risque pour dettes

En accord avec le management de HRH, nous avons considéré une prime de la dette de 2%. Le coût de la dette (avant impôts) se monte ainsi à 4.7%.

Taux d'imposition

Le calcul du WACC a tenu compte d'un taux d'imposition moyen effectif de 16.4% sur la base de discussions avec la direction de HRH.

Il résulte une fourchette de valeur d'entreprise pour le domaine opérationnel de HRH de CHF 7.0 Mio. à CHF 12.0 Mio., sur la base de l'évaluation DCF et la prise en compte de deux scénarios différents de valeur résiduelle.

La vraisemblance des valeurs DCF pour les domaines opérationnels a été établie par PwC par le biais de calculs de sensibilité. Pour cette analyse le paramètre « coût moyen pondéré du capital » d'une part et le « taux de croissance » d'autre part ont été varié de +/- 0.5%. Ces analyses ont démontrés que la valeur varie au maximum de CHF 1.16 Mio. suivant le scénario.

3.3 Valeur des fonds propres de HRH

La valeur des fonds propres des deux domaines de HRH (biens immobiliers et opérationnel) atteignent respectivement :

domaine immobilier :	entre CHF 162.4 Mio. et CHF 173.7 Mio.
domaine opérationnel :	entre CHF 7.0 Mio. et CHF 12.0 Mio.

Ces deux domaines cumulés représentent la valeur d'entreprise de HRH. La valeur opérationnelle du Groupe se situe ainsi entre CHF 169.3 Mio. et CHF 185.6 Mio.

Nous avons ajouté à la valeur opérationnelle du Groupe la valeur des actifs hors exploitation et avons déduit la valeur des dettes portant intérêts et autres passifs afin d'obtenir la valeur

⁷ Source: Ibbotson/Morningstar, 2008 Yearbook.

⁸ Unlevered Beta = Levered Beta / (1 + (dette nette/fonds propres)). Les dettes nettes correspondent aux dettes financières après déduction des liquidités non opérationnelles. Source: Damodaran.

des fonds propres de HRH. Ceci correspond à une valeur de 100% des fonds propres de HRH entre CHF 130.3 Mio. et CHF 145.1 Mio.

3.4 Approche de marché

Deux méthodes ont été appliquées quant à l'évaluation selon l'approche de marché sur la base d'entreprises cotées similaires.

En premier lieu, la valeur d'entreprise des sociétés cotées comparables, estimée sur la base des cours de bourse actuels, a été rapportée à l'EBITDA. Les multiples ainsi obtenus ont ensuite été appliqués à l'EBITDA de l'entreprise à évaluer, afin d'estimer la valeur de marché de cette dernière.

Nous avons sélectionné un échantillon de sociétés cotées Suisses actives dans le secteur immobilier. Celui-ci est constitué des entreprises suivantes : Allreal Holding SA (« Allreal »), Mobimo Holding SA (« Mobimo »), Intershop Holding SA (« Intershop »), PSP Swiss Property SA (« PSP »), Swiss Prime Site (« SPS »), Warteck Holding SA (« Warteck »), Züblin Immobilien Holding SA (« Züblin »), Espace Real Estate (« Espace »), BFW Liegenschaften SA (« BFW ») et PAX-Anlage SA (« PAX »). Züblin, Espace, BFW et PAX ont été exclus de l'échantillon, parce qu'elles sont peu comparables à HRH selon les critères d'orientation géographique, de structure de portefeuille et/ou de structure d'actionnaires. L'échantillon final est ainsi constitué de Allreal, Mobimo, Intershop, PSP, SPS et Warteck.

Nous avons calculé la valeur d'entreprise des sociétés comparables choisies (capitalisation boursière au 12.03.2009, sur la base du cours actionnaire moyen des 30 derniers jours ouvrables plus la dette nette). Ces dernières ont été divisées par l'EBITDA actuel pour l'année 2008 (si applicable) et par l'EBITDA prévisionnel pour l'année 2009 (moyenne des estimations récentes des analystes). Afin de vérifier la stabilité à long terme de ce ratio, nous avons en outre mis en relation la capitalisation boursière historique des sociétés comparables avec les prévisions d'EBITDA. Etant donné l'absence d'estimations de l'EBITDA pour Warteck, nous avons exclu cette société de l'échantillon. Les multiples des sociétés cotées comparables sont présentés dans l'annexe 2. Nous avons calculé la moyenne des multiples pour chaque société comparable.

Ainsi résulte une marge de fluctuation des multiples se basant sur les multiple EBITDA effectifs 2008 et des multiples EBITDA « forward-looking » actuels de 16.9x à 18.2x EBITDA. Il débouche sur une fourchette de valeur des fonds propres de HRH estimée entre CHF 128.4 Mio. et CHF 137.2 Mio.

À long terme, nous constatons un multiple EBITDA « forward-looking » de l'échantillon de 17.1x à 18.4x EBITDA. Sur la base d'une évaluation appliquant les multiples à long terme des sociétés cotées comparables, nous obtenons une fourchette de valeur des fonds propres de HRH entre CHF 126.7 Mio. et CHF 139.3 Mio.

Nous avons comparé la « Net Asset Value » des sociétés comparables⁹ avec la moyenne du cours de l'action des 30 derniers jours (12.03.2009) et avons vérifié s'il résultait un écart. Les résultats se trouvent en annexe 3. Nous relevons toutefois que les écarts peuvent être sensiblement différents selon la société observée. Pour l'échantillon en question, un écart négatif de 9.2% a été constaté. La fourchette de valeur de marché a été ajustée afin de tenir compte

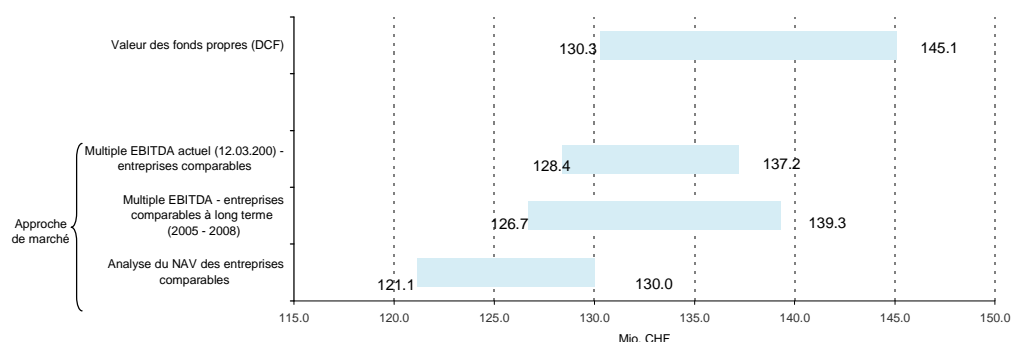
⁹ Comparer les rapports d'activité (PSP, Mobimo, Allreal, Intershop) resp. « Immobilienbrief » du 26 février 2009 (SPS, Warteck).

du modèle d'activité spécifique de HRH et en particulier du domaine opérationnel. Ceci résulte sur une fourchette de valeur de marché des fonds propres de HRH de CHF 121.1 Mio. à CHF 130.0 Mio.

En complément à l'analyse de l'évaluation boursière, nous avons effectué une recherche des transactions de sociétés comparables en Suisse, ayant impliquées des sociétés cotées du secteur immobilier durant les trois dernières années. Cette analyse n'a cependant pas mené à des données utilisables, ne permettant pas une corroboration des résultats obtenus plus haut.

3.5 Résumé

Le graphique suivant nous figure suivante donne une vue d'ensemble des valeurs pour le 100% des fonds propres de HRH :



La fourchette de valeurs de CHF 130.3 Mio. à CHF 145.1 Mio. estimée selon la méthode DCF n'est toutefois pas pleinement vérifiée ni corroborée par l'approche de marché (fourchette de valeurs entre CHF 124.0 Mio. et CHF 139.3 Mio.).

4 Conclusion

Sur la base de nos analyses et réflexions quant à l'évaluation de HRH, nous estimons une valeur des fonds propres de HRH (valeur « stand alone » et après déduction des dettes financières) dans une fourchette allant de **CHF 130.3 Mio à CHF 139.3 Mio** pour un total de 1'260'655 actions nominatives. Nous obtenons par conséquent une valeur par action de HRH entre **CHF 103.36** et **CHF 110.50**.

Compte tenu de ce qui précède, nous estimons que le prix de **CHF 109.45** par action nominative offert par Ludama Holding SA est juste et équitable d'un point de vue financier.

Veuillez agréer, Mesdames, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.

PricewaterhouseCoopers SA



Markus Bucher



Kurt Ritz

5 Annexe

Annexe 1 : Beta et structure de financement

Analyse beta

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Beta des entreprises comparables de Damodaran				0.76
Secteur principale	Building&Construct-Misc	Real Estate Mgmnt/Servic	Real Estate Oper/Develop	
Beta « unlevered »	1.05	0.43	0.50	
Dette nette/fonds propres	45%	96%	105%	
Evaluation choisie	50%	25%	25%	
Beta choisi				0.76
Structure de financement choisie				
Dette nette/fonds propres		73%		
Dette nette/capital total				40%

Annexe 2 : Multiples d'entreprises comparables choisies

Multiple EBITDA - entreprises comparables actuel (12.03.2009)

PRICEWATERHOUSECOOPERS

Entreprise comparable	Date	Analyste	EBITDA actuel 2008	EBITDA prévision 2009	EV (Base: Cours des 30 derniers jours) 12.03.2009	EBITDA multiples 2008 2009	Source
PSP SWISS PROPERTY SA	05.03.2009	Rabo Securities		198.0		21.2x	Bloomberg
	27.02.2009	Vontobel		212.0	4'189.9	19.8x	Bloomberg
	27.02.2009	Sal. Oppenheim		210.0		20.0x	Estimations des analystes
	27.02.2009	Résultat 2008	208.4			20.1x	rapport d'activité PSP
		Moyen « forward-looking-multiples »				20.3x	
SWISS PRIME SITE	21.02.2009	Vontobel		173.0	3'356.7	19.4x	Bloomberg
	29.01.2009	ZKB		162.0		20.7x	Bloomberg
		Résultat 2008				n.a.	publication rapport d'activité 2008 du 17.03.2009
		Moyen « forward-looking-multiples »				20.1x	
MOBIMO HOLDING SA	04.03.2009	ZKB		56.3		18.2x	Bloomberg
	03.03.2009	Sal. Oppenheim		64.0	1'022.9	16.0x	Estimations des analystes
	03.03.2009	Vontobel		67.6		15.1x	Bloomberg
	03.03.2009	Résultat 2008	71.5			14.3x	rapport d'activité Mobimo
		Moyen « forward-looking-multiples »				16.4x	
ALLREAL HOLDING SA	02.03.2009	Vontobel		128.0		18.6x	Bloomberg
	26.02.2009	Sal. Oppenheim		142.0	2'385.7	16.8x	Estimations des analystes
	26.02.2009	ZKB		133.0		17.9x	Bloomberg
	26.02.2009	Résultat 2008	136.8			17.4x	rapport d'activité Allreal
		Moyen « forward-looking-multiples »				17.8x	
INTERSHOP HOLDING SA	06.03.2009	ZKB		65.5	1'122.0	17.1x	Bloomberg
	14.01.2009	Vontobel		72.0		15.6x	Bloomberg
	12.03.2009	Résultat 2008	72.0			15.6x	rapport d'activité Intershop
		Moyen « forward-looking-multiples »				16.4x	
					Moyenne	16.9x	18.2x

Wartec a été écarté de l'échantillon par manque de données actuelles.

Multiple EBITDA à long terme - entreprises comparables**Entreprises comparables**

	Estimate 2006	Estimate 2007	Estimate 2008
PSP SWISS PROPERTY AG-REG	18.0x	26.2x	20.9x
SWISS PRIME SITE-REG	21.0x	17.7x	21.1x
WARTECK INVEST AG-REG	23.4x	22.9x	18.8x
MOBIMO HOLDING AG-REG	15.3x	15.6x	17.6x
ALLREAL HOLDING AG-REG	18.1x	11.8x	19.1x
INTERSHOP HOLDINGS-BR	14.8x	14.3x	13.3x
MOYENNE (sans Warteck)	17.4x	17.1x	18.4x

exclusion par manque de données actuelles

Annexe 3 : Ecart Net Asset Value et cours de l'action des entreprises comparables choisies**Ecart entreprises comparables**

	NAV incl. tx d'intérêts	Moyenne cours 30 derniers jours (12.03.2009)	<i>Ecart</i>
PSP Swiss Property	59.7	45.4	-24.0%
Swiss Prime Site	57.7	45.2	-21.7%
Wartec Invest	1'324.0	1'438.4	8.6%
Mobimo	180.2	128.4	-28.7%
Allreal Holding	110.3	108.7	-1.4%
Intershop	243.6	273.3	12.2%
Moyenne			-9.2%

Source pour NAV :

PSP, Mobimo, Allreal, Intershop : rapport d'activité 2008

SPS, Wartec : « Immobilienbrief » du 26 février 2009