

Expertise

pour juger de l'**équité financière** de l'offre d'échange soumise par **Swiss Prime Site AG, Olten** le 2 juin 2009 aux actionnaires de **Jelmoli Holding AG, Zurich**



SARASIN

Banque Sarasin & Cie SA
Corporate Finance
Löwenstrasse 11
8022 Zurich

Zurich, le 7 juillet 2009

Table des matières

1.	Introduction	4
1.1.	Situation initiale	4
1.2.	Mandat du Conseil d'administration de Jelmoli Holding AG à la Banque Sarasin & Cie SA	6
2.	Bases d'appréciation	7
3.	Aperçu du marché immobilier suisse	9
4.	Swiss Prime Site en bref	11
4.1.	Swiss Prime Site AG	11
4.2.	Situation financière	11
4.3.	Portefeuille immobilier	11
4.4.	Principaux immeubles	12
5.	Jelmoli en bref	14
5.1.	Jelmoli Holding AG	14
5.2.	Situation financière	15
5.3.	Portefeuille immobilier	15
5.4.	Les principaux immeubles	16
6.	Valorisation	17
6.1.	Introduction	17
6.2.	Bases de valorisation	17
6.3.	Calcul de la Fair Value (juste valeur) du portefeuille immobilier	17
6.4.	Base de données NAV	17
6.5.	Transaction Tivona	18
6.6.	Valorisation des immeubles en construction et des zones de développement	18
6.7.	Valeur boursière de la division du commerce de détail	19
6.8.	Ajustement des dividendes	19
6.9.	Valorisation des obligations financières au prix du marché	19
6.10.	Prise en compte des frais de transaction	20
6.11.	Traitement des impôts latents	20
6.12.	Acquisition par SPS d'un paquet d'actions Jelmoli de 30%	21



6.13. Base de données relative au nombre des actions en circulation et à l'ajustement NAV	21
6.14. Schémas de valorisation et résultat final	22
7. Valorisation de la division du commerce de détail	25
8. Evolution du cours des actions	27
9. Résumé du résultat de la valorisation.....	28
10. Résultat de l'expertise	29
11. Annexe.....	30
11.1. Annexe 1: Multiplicateurs d'entreprises cotées similaires	30
11.2. Annexe 2: Liste des abréviations / Glossaire	31



1. Introduction

1.1. Situation initiale

Jelmoli Holding AG, Zurich («Jelmoli»), est une entreprise cotée à la SIX Swiss Exchange avec une capitalisation boursière au 29 mai 2009¹ d'un montant de CHF 1.687 Mrd. Depuis la scission opérée au 30 mars 2009 de JelmoI en deux sociétés cotées à la SIX Swiss Exchange, à savoir JelmoI et Athris Holding AG, JelmoI est active en tant que société immobilière dont les activités se concentrent en Suisse.

Le 2 juin 2009, Swiss Prime Site AG, Olten («SPS»), a notifié l'acquisition d'un paquet d'actions de 29.89% du capital d'actions de JelmoI ainsi que l'annonce préalable d'une offre d'échange publique («offre d'échange») pour toutes les actions nominatives de JelmoI qui se trouvent dans le public.

Conformément à l'annonce préalable, SPS offre 7.7 actions nominatives de SPS d'une valeur nominale de CHF 22.20 chacune pour chaque action nominative de JelmoI d'une valeur nominale de CHF 10.- chacune, ce qui correspond, sur la base du Net Asset Value (valeur d'actif nette ou «NAV») présenté par SPS au 31.3.2009, à une contre-valeur de CHF 466.31 (avant réduction de la valeur nominale).²

SPS prévoit, en cas de réalisation de l'offre, de réunir les portefeuilles et les compétences des deux entreprises et de transmettre son modèle commercial à JelmoI. SPS estime en l'occurrence pouvoir réaliser un potentiel de gain supplémentaire, sous deux ans environ à compter du regroupement, de CHF 35 à 50 Mio selon les prévisions.³

L'offre d'échange s'effectue sous réserve du respect des principales conditions⁴ suivantes:

- Présentation à l'échange d'au moins 66.67% des actions émises de JelmoI;
- Inscription de SPS en tant qu'actionnaire avec droit de vote pour toutes les actions acquises précédemment et pour toutes les actions acquises dans le cadre de l'offre d'échange;
- Pas de survenue d'événements ayant un effet négatif important sur les revenus ou le capital propre de JelmoI;
- Pas de mesures de défense décidées par l'AG de JelmoI, qui ont un effet négatif important sur la valeur de l'action de JelmoI;
- Autorisation des autorités compétentes sans conditions ou restrictions substantielles;

¹ Dernier jour de négoce avant annonce préalable de l'offre d'échange par SPS

² Conformément à l'annonce préalable, la réduction prévue de la valeur nominale au 9 juillet 2009 de CHF 3.40 des actions nominatives de SPS est prise en compte dans le rapport d'échange

³ De CHF 25 à 35 Mio de potentiel d'économies et de CHF 10 à 15 Mio de potentiel de rendement supplémentaire (sources: communiqué de presse du 2.6.2009, projet prospectus d'offre du 3.7.2009)

⁴ Toutes les conditions de l'offre figurent dans l'annonce préalable publiée le 2 juin 2009 ou dans le prospectus d'offre publié par SPS le 14 juillet 2009, selon les prévisions



Expertise offre d'échange Jelmoli Holding AG

- Approbation de l'augmentation de capital nécessaire par l'assemblée générale des actionnaires de SPS AG et autorisation de cotation des actions nouvellement créées par la SIX Swiss Exchange.

En cas de réalisation de l'offre d'échange, SPS a l'intention de fusionner Jelmoli avec SPS et donc d'accomplir le regroupement des deux sociétés sur le plan juridique également.

Dans une première prise de position le 2 juin 2009, le Conseil d'administration de Jelmoli prend connaissance de l'offre d'échange et recommande aux actionnaires de Jelmoli de ne rien entreprendre concernant leurs actions Jelmoli pour le moment car, suivant l'opinion du Conseil d'administration, l'offre d'échange ne valorise pas Jelmoli de manière appropriée et celle-ci présente en outre un trop grand nombre d'incertitudes relatives aux intérêts majeurs de l'entreprise Jelmoli.

Le 11 juin 2009, SPS notifie une augmentation de l'offre par une adaptation du rapport d'échange de 7.7 initialement à 8.1 actions nominatives de SPS avec une valeur nominale de CHF 22.20 pour chaque action nominale Jelmoli avec une valeur nominale de CHF 10. L'offre améliorée correspond, conformément au communiqué de presse, à une contre-valeur de CHF 490.54 par action Jelmoli sur la base de la NAV de SPS au 31.3.2009 ou de CHF 463.00 après déduction de la réduction prévue de la valeur nominale par SPS.⁵

Le même jour, Jelmoli notifie que le Conseil d'administration de Jelmoli soutient l'offre d'échange améliorée et recommande aux actionnaires de l'approuver, à condition qu'il dispose jusqu'à la publication du prospectus de l'offre de suffisamment d'éléments le convainquant que le refinancement des obligations financières actuelles est assuré. Par ailleurs, Jelmoli notifie qu'un accord de transaction a été conclu avec SPS, lequel prend en compte les intérêts légitimes de l'entreprise Jelmoli.

⁵ La Fairness Opinion part du principe que les actionnaires Jelmoli, qui présentent à l'échange leurs actions Jelmoli, recevront des actions nominatives SPS d'une valeur nominale de CHF 18.80, montant qui tient compte de la réduction décidée de la valeur nominale au 21.4.2009 par SPS (source: projet du prospectus de l'offre du 3. 7. 2009)



1.2. Mandat du Conseil d'administration de Jelmoli Holding AG à la Banque Sarasin & Cie SA

Le Conseil d'administration de Jelmoli a mandaté la Banque Sarasin & Cie SA, Zurich, («Sarasin») le 9 juin 2009 pour établir une expertise afin de juger de l'équité financière du rapport d'échange annoncé préalablement par SPS.

Sarasin ne reçoit aucune indemnité qui est dépendante de l'énoncé de cette expertise ou du succès d'une offre d'achat actuelle ou future ou encore du prix payé. Sarasin est ainsi indépendante dans son jugement.

L'expertise est destinée exclusivement au Conseil d'administration de Jelmoli dans le cadre de l'établissement du rapport du Conseil d'administration conformément à l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition et ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics de Jelmoli d'accepter ou de refuser l'offre d'échange. Par contre, le Conseil d'administration de Jelmoli, dans le cadre de son rapport aux actionnaires, prend position concernant l'offre d'échange et se réfère en l'occurrence à cette expertise.

L'expertise de Sarasin ne s'adresse en outre pas à SPS ou à ses actionnaires et ne sert pas à estimer la transaction du point de vue de SPS ou de ses actionnaires.

L'expertise de Sarasin se base sur des informations dont Sarasin a supposé l'exactitude et l'intégralité et auxquelles Sarasin s'est fiée, sans les faire confirmer ou contrôler par un tiers. Sarasin a admis que les indications, informations et données mises à sa disposition ont été établies correctement.

L'expertise ne peut être utilisée dans aucun autre but sans la permission de Sarasin, à l'exception de la publication à effectuer relative au rapport du Conseil d'administration de Jelmoli.



2. Bases d'appréciation

Sarasin a essentiellement utilisé les bases suivantes pour son évaluation⁶:

- Informations accessibles au public sur SPS et Jelmoli qui, de notre point de vue, sont pertinentes pour l'évaluation ou l'appréciation de l'équité de l'offre d'échange. En font en priorité partie les rapports d'activités 2008; la présentation du résultat commercial 2008 de Jelmoli, la présentation de SPS relative à l'offre d'échange ainsi que le rapport trimestriel de SPS au 31 mars 2009 (non révisé);
- Représentation Fair Value Jelmoli au 1.1.2009 (y compris Tivona) de Wüest & Partner
- L'annonce préalable de l'offre d'échange de SPS du 2 juin 2009, son adaptation au 11 juin 2009 et les communiqués de presse correspondants;
- Le projet du prospectus de l'offre du 3 juillet 2009;
- L'accord de transaction conclu entre Jelmoli et SPS du 11 juin 2009;
- Le Businessplan 2009-2013 (bilan, compte de résultat et flux de trésorerie) de l'activité de commerce de détail de Jelmoli (House of Brands, Bonus Card, Hotel Ramada Encore);
- Entretiens avec le CFO de Jelmoli concernant la Net Asset Value («NAV»), la situation financière, les impôts ainsi que les finances et les revenus, les perspectives d'affaires, les moteurs de valeurs et les hypothèses du Businessplan de l'activité de commerce de détail;
- Entretien avec le CFO de SPS concernant la NAV, la situation financière et les impôts latents;
- Autres documents divers de Jelmoli ou de SPS pour l'évaluation de la NAV;
- Entretien avec l'évaluateur immobilier de SPS, Wüest & Partner AG («W&P»), relatif à la mécanique de valorisation et à la comparabilité des méthodes de valorisation;
- Données du marché des capitaux et financières d'une sélection d'entreprises cotées dans le domaine Retail (groupe Peer);
- Analyses actuelles et historiques des marchés financiers afin d'établir des paramètres pertinents pour la valorisation.
- Rapports d'analyse financière sur actions de différentes banques ou courtiers

L'estimation de Sarasin se base sur les conditions économiques actuelles du marché, de l'entreprise et des finances et tient compte de la situation sur le marché des capitaux ainsi que d'autres faits qui existaient au moment de l'estimation ou pouvaient être attendus et évalués.

⁶ SPS n'a pas donné l'autorisation à Sarasin de consulter l'accord de transaction entre SPS et la Pelham Investments AG concernant l'acquisition d'un paquet d'actions de 30% de Jelmoli par SPS. Sarasin se fonde à ce sujet sur les indications effectuées dans le projet du prospectus de l'offre du 3.7.2009.



Expertise offre d'échange Jelmoli Holding AG

Sarasin n'a pas examiné les portefeuilles immobiliers de Jelmoli et SPS. Sarasin n'a pas procédé ou fait procéder à l'estimation ou à l'évaluation des actifs et passifs de Jelmoli et de SPS. A cet égard, elle s'est fondée sur les informations présentées par l'évaluateur immobilier de Jelmoli et de SPS, W&P.

Lors de l'établissement de l'expertise, Sarasin a admis la justesse et l'intégralité des informations financières et autres qu'elle a utilisées concernant Jelmoli et SPS et s'y est fiée sans prendre la responsabilité pour un contrôle indépendant de telles informations.

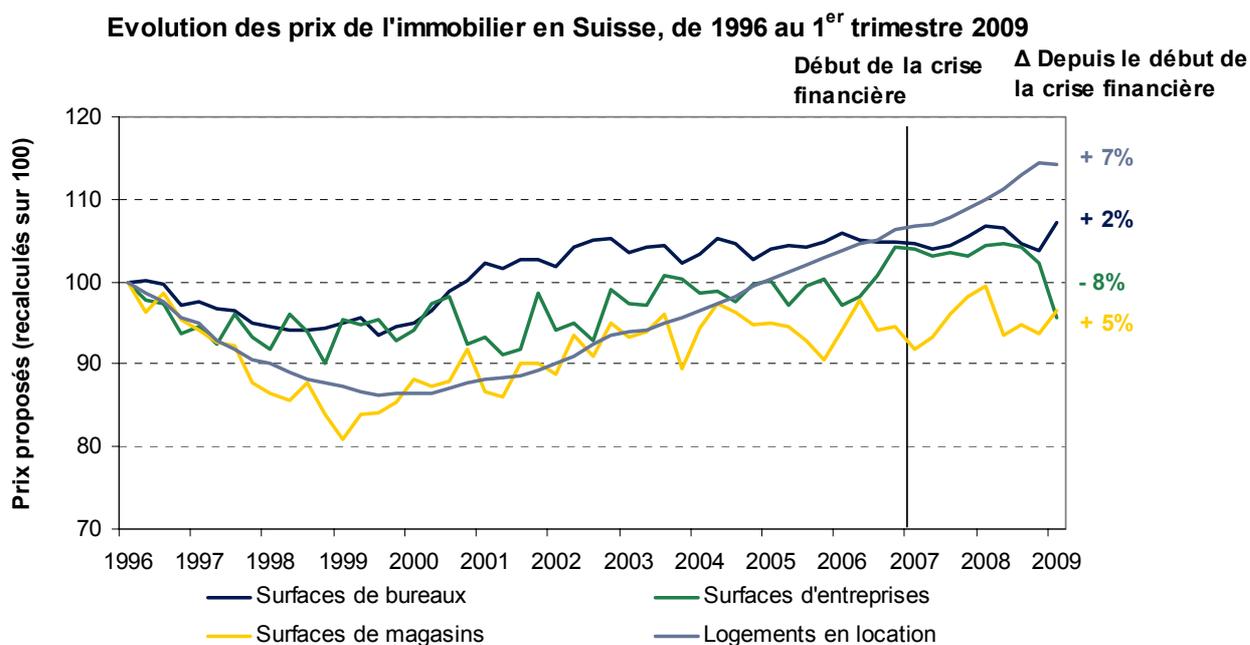
En outre, Sarasin s'est appuyée sur les assurances de la Direction de Jelmoli que celle-ci n'est pas consciente de faits ou de circonstances selon lesquels les informations utilisées seraient fausses, erronées ou incomplètes.



3. Aperçu du marché immobilier suisse⁷

Depuis l'éclatement de la crise financière en 2007, les valeurs des biens immobiliers privés et professionnels sont soumises à une pression considérable dans le monde entier. Mais ce constat est particulièrement vrai pour les marchés de l'immobilier aux Etats-Unis, en Europe (Grande-Bretagne, Irlande, Espagne), en Asie (Hongkong, Singapour) ainsi qu'au Moyen-Orient (Dubai). Cette évolution touche de plein fouet les marchés immobiliers des Etats-Unis, où des chutes de prix atteignant 60% ont été enregistrées. La fin de cette spirale descendante n'est pas encore en vue. Les pertes de valeurs sur le marché immobilier se répercutent aussi douloureusement sur les autres secteurs économiques dans ces pays. Il convient toutefois de signaler qu'il s'agit finalement de corrections qui, depuis un moment déjà, «pendaient au nez» de la bulle tarifaire présente de longue date sur les marchés immobiliers.

En Suisse, tous les secteurs du marché immobilier, à l'exception des surfaces industrielles, ont en revanche connu une solide évolution depuis 2007 avec des augmentations de prix généralement modérées (voir illustration ci-dessous).



Source: Wüest & Partner, 2009

Naturellement, la récession survenue entre-temps peut également avoir un impact négatif sur la demande immobilière en Suisse. Mais à ce jour, les taux d'inoccupation continuent à baisser sur le territoire helvétique. Dans ce pays, les structures financières majoritairement saines ont contribué jusqu'ici à empêcher toute forte baisse des prix. La crise immobilière suisse⁸ dans les années quatre-vingt-dix au siècle dernier a vraisemblablement permis de

⁷ Source: Sarasin Research

⁸ Au cours de la crise immobilière, plus de CHF 40 Mrd. ont été perdus



contenir les fortes exagérations et de maintenir le marché immobilier dans une posture équilibrée. Actuellement, peu de signes indiquent une correction significative du marché suisse de l'immobilier.

Néanmoins, pour les immeubles de bureaux et de commerce de détail, un certain assombrissement provisoire des perspectives est escompté. Force est de constater que, depuis le milieu de 2007, ce sont surtout les audacieux investisseurs étrangers, dont les financements sont essentiellement fondés sur des capitaux étrangers, qui sont restés absents du marché immobilier suisse. En outre, de faibles taux d'intérêts et une récession modérée en 2009, associés à une nette reprise de la croissance économique en 2010, devraient contribuer à contenir la pression sur les prix pour les immeubles de bureaux et de commerce de détail et à la circonscrire en premier lieu aux biens immobiliers implantés sur des sites de seconde catégorie.



4. Swiss Prime Site en bref

4.1. Swiss Prime Site AG

SPS sise à Olten (SO) a été fondée le 11 mai 1999. Elle est cotée depuis avril 2000 à la SIX Swiss Exchange et affiche une capitalisation boursière d'environ CHF 1.3 Mrd. SPS est une société d'investissement immobilier active dans les domaines du développement, de l'acquisition, de l'entretien, de l'exploitation et de la revente d'immeubles commerciaux. Au printemps 2008, SPS a modifié son règlement en matière d'investissement de façon à pouvoir également effectuer des investissements dans des bâtiments exclusivement destinés à l'habitation et à pouvoir désormais acquérir des sociétés opérant dans des domaines proches de l'immobilier. SPS a transmis la gestion et l'administration du portefeuille immobilier à Credit Suisse Asset Management.

4.2. Situation financière

Au cours de l'exercice 2008, le produit de la location d'immeubles de rapport était de CHF 207.1 Mio. Le bénéfice net 2008, y compris les effets de valorisation, s'élevait à CHF 116.4 Mio. Au cours du premier trimestre 2009, le produit de la location a pu être augmenté de 3.3% par rapport à la période de l'année précédente à CHF 53.3 Mio et le bénéfice net au cours du même trimestre s'élevait à CHF 31.3 Mio. Ce chiffre correspond à une augmentation de 48.3% par rapport au 1^{er} trimestre 2008. Sans les effets de valorisation, le bénéfice net a augmenté, au cours du 1^{er} trimestre 2009 par rapport à la période de l'année précédente, de 9.6% à CHF 26.2 Mio.

Depuis la fin de l'année 2008, les fonds propres tout comme les fonds étrangers de SPS ont légèrement augmenté et s'élevaient au 31 mars 2009 à CHF 1'450 Mio respectivement CHF 2'431 Mio. Il en résulte une part de fonds propres de 37.4% et une part de fonds étrangers de 62.6%. Le rendement pondéré des fonds propres d'un montant de 8.7% a également pu être quelque peu amélioré depuis fin 2008. Le taux d'intérêt pondéré moyen de toutes les obligations financières rémunérées s'élevait à 3.0%, valeur inchangée, et l'échéance résiduelle pondérée moyenne connaissait une modeste progression pour atteindre à la fin de l'année 2008 4.4 ans.

La NAV présentée dans le rapport trimestriel au 31.3.2009 s'élevait, après impôts latents, à CHF 60.56 et dépassait ainsi les CHF 58.43 du trimestre de l'année précédente de 3.6%. La NAV avant impôts latents a pu être augmentée de 4.1% de CHF 64.85 à CHF 67.54. Le 31.3.2009, l'action de SPS était négociée avec une décote de 15.8% (soit la différence entre le cours boursier de CHF 51.00 et la NAV après impôts latents de CHF 60.56).

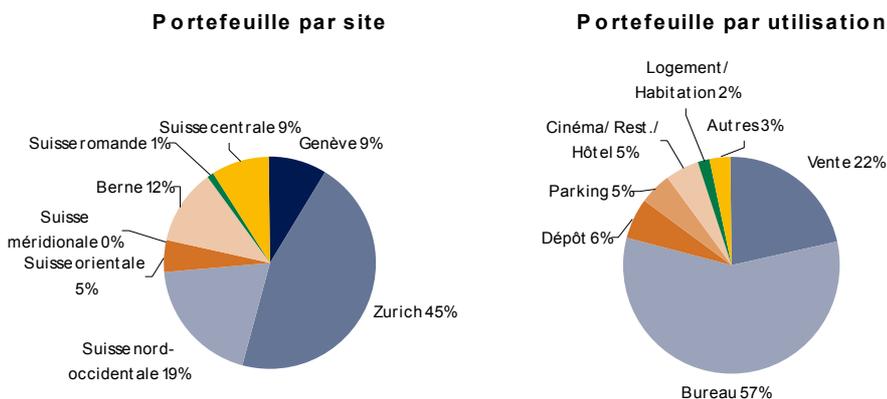
4.3. Portefeuille immobilier

SPS investit dans des biens immobiliers de qualité, situés sur des sites privilégiés de centres économiques suisses pour un montant d'investissement minimal de CHF 10.0 Mio par immeuble. Le portefeuille global au 31.12.2008 d'une valeur de CHF 3.8 Mrd se compose actuellement de 105 immeubles de rapport, d'une parcelle de terrain à bâtir, de l'actuelle zone



de développement Maag à Zurich désormais composée de deux immeubles (Prime Tower et plate-forme), du projet PostFinance-Arena à Berne ainsi que d'un immeuble industriel à Jona. Le portefeuille comprend en premier lieu des immeubles commerciaux avec de bonnes perspectives d'évolution, en second lieu des biens aux utilisations mixtes et des immeubles d'habitation. La croissance n'est pas seulement générée par les acquisitions de différents immeubles ou de portefeuilles stratégiquement compatibles mais aussi par la réalisation de nouveaux projets.

Les graphiques ci-dessous montrent un aperçu du portefeuille immobilier de SPS, en fonction de l'utilisation et de la répartition régionale:



Les dix plus grands locataires constituent environ 54% de l'ensemble des recettes de location. Approximativement 44% de tous les contrats de location présentent une échéance résiduelle de quatre années ou plus. Le taux de défaillance des recettes de l'ordre de 4.5% se situe nettement en dessous des estimations de la moyenne suisse des taux d'inoccupation qui s'élève à 10%⁹. Fin 2008, le rendement net des immeubles se situait à 5.1%.

4.4. Principaux immeubles

Le tableau suivant indique les recettes prévues de location pour les principaux immeubles de SPS.

⁹ Source: rapport d'activités 2008 de SPS

Expertise offre d'échange Jelmoli Holding AG

Immobilier	Site	Utilisation	Recettes de location
Flurstrasse Zurich	Flurstrasse 55, Zurich	Bureaux	CHF 10.21 Mio
Tour de la foire de Bâle	Messeplatz 12, Bâle	Bureaux	CHF 9.97 Mio
Sihlcity	Kalanderplatz 1, Zurich	Vente/Bureaux	CHF 9.93 Mio
Centre commercial Volkiland	Industriestrasse 1, Volketswil	Vente/Dépôt	CHF 9.41 Mio
Cityport	Affolternstrasse 54/56, Zurich	Bureaux	CHF 8.47 Mio
Zoug	Zählerweg 8/10, Dammstr. 21, Zoug	Bureaux	CHF 6.73 Mio
Pizol-Center	Grossfeldstrasse, Mels	Vente	CHF 6.71 Mio
Recettes totales de location des principaux immeubles			CHF 61.43 Mio

Les immeubles en construction et les zones de développement se composent de la zone de développement Maag à Zurich (Prime Tower et plate-forme), du projet PostFinance-Arena à Berne ainsi que d'un immeuble industriel à Jona.

Projet	Site	Achèvement	Standard de location
Plate-forme	Hardstasse 219, Zurich	Mars 2011	52%
Prime Tower	Hardstrasse 211, Zurich	Mai 2011	52%
PostFinance-Arena	Mingerstrasse 12-18, Berne	Été 2009	100%



5. Jelmoli en bref

5.1. Jelmoli Holding AG

Jelmoli sise à Zurich est une société immobilière suisse. Depuis qu'elle a abandonné son activité classique de magasin de détail au début des années quatre-vingt-dix, Jelmoli se concentre sur le développement et la gestion de biens immobiliers attrayants pour le commerce de détail ainsi que sur le développement du magasin de détail Jelmoli «The House of Brands». Depuis 2001, Jelmoli détient une participation de 45.5% dans la société de développement immobilier Tivona AG («Tivona»). Au cours du 1^{er} trimestre 2009, Jelmoli a acquis les 55.5% restants.

Immobilier

L'entreprise s'est transformée en 2008, passant du statut de groupe diversifié à celui de société immobilière. La restructuration («restructuration») de Jelmoli a été accomplie le 30 mars 2009 via la formation de deux sociétés cotées séparées, Jelmoli et Athris Holding AG («Athris»), et la ventilation subséquente des actions d'Athris aux actionnaires de Jelmoli. Le 30 mars 2009, Jelmoli a été cotée dans le segment de l'immobilier de la bourse suisse SIX.

Magasin de détail «House of Brands»

L'activité clé de ce «Premium Department Store»¹⁰ comprend les domaines exploités en propre par Jelmoli de la parfumerie, des accessoires, de la mode femmes, hommes et enfants, des arts ménagers et de la décoration intérieure ainsi que du sport. Cette activité est complétée par le concept de partenariat Shop-in-Shop avec au total plus de 40 locataires. Des entreprises telles que Zara, NEW YORKER, Fust, teo jakob ou Gourmet Factory sont des partenaires importants pour ce projet. Jelmoli envisage, dans les années 2009/2010, de poursuivre le développement de ce «Premium Department Store» et d'augmenter la surface de vente afin d'accroître en particulier l'offre dans le domaine de la mode, des dessous et des accessoires de manière significative. Au cours des années 2009 et 2010, des investissements de l'ordre de CHF 35 à 40 Mio sont prévus dans la rénovation et l'agrandissement de la «House of Brands».

Bonus Card

La société Jelmoli a fondé en 2006 la société Jelmoli Bonus Card AG sise à Zurich. Celle-ci fournit des prestations de services dans le domaine des cartes de crédit et de la fidélisation des clients. Le partenariat avec la CFF est un véritable point de repère dans l'évolution de la société. Celui-ci a débouché, en octobre 2008, sur la création d'un abonnement demi-tarif avec carte visa (gratuite) intégrée. La société Valartis Group AG, Baar, détient une participation de 27.5% de Jelmoli Bonus Card AG et agit en qualité de Principal Agent chez Visa, le plus grand organisme mondial de cartes de crédit. Jelmoli Bonus Card AG est Associate Member chez Visa.

¹⁰ Magasin de détail (en partie avec concept Shop-in-Shop) situé sur le segment de prix moyen à élevé



Hotel Ramada Encore

L'hôtel Ramada Encore, qui est à 100% propriété de Jelvoli, se situe à 15 minutes de l'aéroport de Genève. L'hôtel se trouve dans le quartier de «La Praille» et dispose désormais, depuis son récent agrandissement, de 175 chambres. Le chiffre d'affaires global réalisé par l'hôtel 3 étoiles était de CHF 9.5 Mio en 2008.

5.2. Situation financière¹¹

Au cours de l'exercice 2008, les recettes de location s'élevaient à CHF 172.3 Mio et ont pu, par rapport à l'an dernier, être augmentées de 13.1%. Les recettes supérieures issues de la location s'expliquent principalement par l'inauguration de la Shopping Arena à Saint-Gall, du centre commercial à Thônex et l'exploitation désormais annuelle de deux immeubles à Zurich. Le chiffre d'affaires du segment du commerce de détail se montait à CHF 180.3 Mio (année précédente: CHF 177.7 Mio).

Le résultat d'exploitation de CHF 177.6 Mio de Jelvoli au niveau EBITDA a été grevé par des facteurs exceptionnels en 2008, en particulier par l'acquisition des parts restantes à Tivona. Après l'exécution de cette transaction au cours du premier semestre 2009, un facteur exceptionnel positif correspondant est attendu. Jelvoli présente, pour la fin 2008, un très faible taux d'inoccupation de 2.6%. Le rendement net des immeubles sur la base du capital lié se situait, à la fin 2008, à 4.6%.

Les fonds propres se montaient, fin 2008, à CHF 1'614.9 Mio, les fonds étrangers à CHF 1'272.7 Mio, ce qui implique une part de fonds propres de 55.9%. En dépit de l'environnement de marché défavorable, le chiffre d'affaires de la House of Brands a augmenté au cours de l'année 2008 de 3.6% à CHF 324.8 Mio.

5.3. Portefeuille immobilier

La valeur du portefeuille de Jelvoli¹² au 31.12.2008 s'élevait à CHF 3.2 Mrd (sans Tivona)¹³ et comprenait 99 immeubles. Par rapport à l'année dernière, la valeur du portefeuille a pu en premier lieu être sensiblement accrue par les inaugurations du Shopping Arena à Saint-Gall et du centre commercial à Thônex. Par le biais de la reprise intégrale de Tivona au cours du premier semestre 2009, 32 autres biens immobiliers d'une valeur marchande de CHF 860 Mio ont été intégrés au portefeuille de Jelvoli. Citons notamment le projet de développement «Shopping Center Stücki» à Bâle avec un volume d'investissement de CHF 280 Mio, une structure d'ores et déjà en grande partie louée.

Les immeubles axés sur le commerce de détail se trouvent principalement dans les centres de régions économiquement attrayantes telles que Zurich, Bâle et le Lac Léman. Les contrats de location sont majoritairement conclus pour une longue période et garantissent un loyer minimum. Le loyer tributaire du chiffre d'affaires correspond à 5% environ de l'ensemble des recettes de location. Les graphiques ci-après montrent un aperçu du porte-

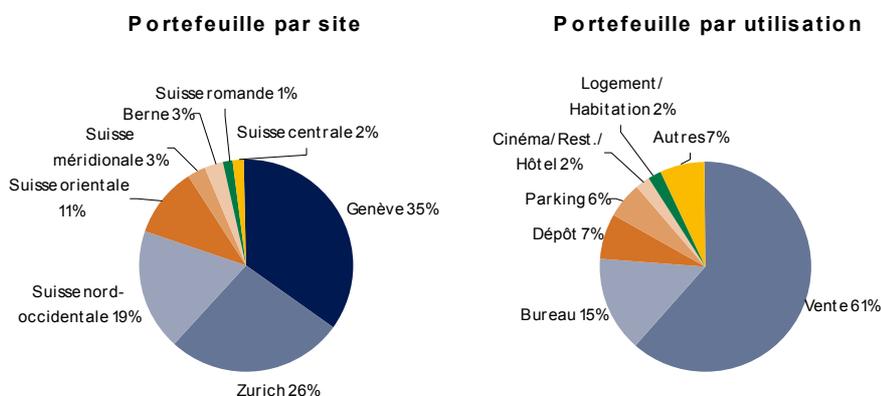
¹¹ Situation financière de la société immobilière Jelvoli Holding AG, soit sans Athris Holding AG

¹² Pro Forma, sous réserve de la prise en considération de la restructuration prévue

¹³ Pro Forma, au 1.1.2009, la valeur du portefeuille s'élevait à CHF 4.06 Mrd, Tivona Immobilier compris



feuille immobilier de Jelmoli en fonction de l'utilisation et de la répartition régionale (sans Tivona):



5.4. Les principaux immeubles

Le portefeuille de Jelmoli est dominé par les huit plus grands biens immobiliers. Ces biens immobiliers représentent environ 63% de la valeur globale du portefeuille.

Immobilier	Site	Utilisation	Recettes de location
Jelmoli Zurich	Seidengasse 1, Zurich	Vente	CHF 29.38 Mio
Grand Passage Genève	Rue du Rhône 48-50, Genève	Vente/Bureaux	CHF 17.58 Mio
Shopping Arena	Zürcherstrasse 462, St. Gall	Vente	CHF 17.21 Mio
La Praille Genève	Route des Jeunes 10, Carouge	Vente	CHF 14.31 Mio
Carouge Genève	35, av. Cardinal-Memillod, Carouge	Vente/Bureaux	CHF 8.48 Mio
Molard Genève	Place du Molard 2-4, Genève	Vente/Bureaux	CHF 8.43 Mio
Otelfingen	Industriestrasse 10, Otelfingen	Bureau/Dépôt	CHF 8.26 Mio
Innovation Lausanne	Rue du Pont 5, Lausanne	Vente/Bureaux	CHF 6.41 Mio
Recettes totales de location des principaux immeubles			CHF 110.06 Mio



6. Valorisation

6.1. Introduction

L'équité financière de l'offre d'échange de SPS a été vérifiée sur la base des approches suivantes:

- Calcul de la valeur ajustée d'actif nette des deux sociétés (voir à ce sujet le chapitre 6), y compris valorisation séparée de la division du commerce de détail de Jelmoli (voir à ce sujet le chapitre 7);
- Analyse du développement du cours des actions des deux sociétés (voir à ce sujet le chapitre 8)

6.2. Bases de valorisation

La valorisation de Jelmoli et de SPS s'effectue sur la base de la valeur ajustée d'actif nette («ANAV»). L'ANAV se calcule en l'occurrence à partir des fonds propres présentés au bilan des deux sociétés immobilières (valeur ajustée d'actif nette, en anglais «NAV»), épurés de certaines différences de valeurs de marché de l'actif et du passif en comparaison avec les valeurs présentées au bilan.

6.3. Calcul de la Fair Value (juste valeur) du portefeuille immobilier

Aux fins de cette expertise, Sarasin s'oriente sur les Fair Value des deux sociétés calculées par W&P. A ce propos, W&P a confirmé à Sarasin que la détermination de la Fair Value pour les deux sociétés s'effectue selon la même méthode et sur la même base de données. Par ailleurs, W&P a confirmé que l'appréciation subjective des équipes d'évaluation, différentes sur le plan des effectifs, peut être négligée en ce qui concerne ses effets sur le résultat, à savoir la Fair Value.

6.4. Base de données NAV

La NAV («NAV présentée») des deux sociétés à la fin de l'exercice 2008 constitue la base de départ des calculs.

La NAV présentée de SPS au 31 décembre 2008 s'élevait à CHF 1'418.8 Mio¹⁴. La NAV présentée pour le segment immobilier de Jelmoli à l'échéance fixée du 31 décembre 2008 se montait à CHF 1'641.9 Mio.¹⁵

¹⁴ Voir rapport d'activités SPS 2008, p. 2

6.5. Transaction Tivona

Jelmoli détient depuis 2001 une participation de 45.5% dans la société de développement immobilier Tivona. Au cours du premier trimestre 2009, Jelmoli a acquis la part restante de 55.5% contre paiement, au total, de 80'000 équivalents d'actions au porteur ainsi que CHF 60 Mio en numéraire. 55'000 des 80'000 actions sur lesquelles accord avait été conclu ont été fournies en février 2009. Après la restructuration mentionnée de Jelmoli à la fin mars 2009, au 1^{er} juillet 2009, à la place des 25'000 actions au porteur convenues de l'«ancienne» Jelmoli, 222'500 actions nominales Jelmoli¹⁶ d'une valeur nominale de CHF 10 (après restructuration) ainsi que CHF 60 Mio en numéraire devront être payés aux anciens actionnaires de Tivona.

La NAV de Tivona avant le rachat de la participation restante de 55.5% par Jelmoli s'élève à CHF 291 Mio.¹⁷ Celle-ci doit être ajoutée à la NAV présentée par Jelmoli, alors que le paiement à effectuer en numéraire est à déduire de la NAV présentée. Compte doit également être tenu de l'augmentation du nombre des actions en circulation, augmentation constituée des 222'500 actions nominatives mentionnées ci-dessus.

6.6. Valorisation des immeubles en construction et des zones de développement

A partir du 1^{er} janvier 2009, les immeubles en construction et les zones de développement avec utilisation prévue en tant qu'immeubles de rapport, conformément à la norme comptable IAS 40 et ce, dès la phase de construction et de développement, doivent être portés au bilan comme «fair value», dans la mesure où celle-ci peut être calculée de manière fiable. A la suite de cette nouvelle réglementation comptable, SPS a au premier trimestre 2009 réalisé un effet d'ajustement positif d'évaluation d'un montant de CHF 9.7 Mio¹⁸, qui a été ajouté à la NAV.

Pour Jelmoli, c'est en premier lieu le centre commercial Stücki qui est concerné par la nouvelle réglementation comptable des immeubles en construction et des zones de développement. L'effet de l'intégration au bilan en «fair value» de Stücki est déjà contenu dans la NAV de Tivona de CHF 291 Mio présentée ci-dessus.

¹⁵ Voir rapport d'activités Jelmoli 2008, p. III

¹⁶ Cette augmentation de capital a été approuvée par décision de l'AG du 16 juin 2009. La libération est prévue pour le 25 juin 2009 et la cotation pour le 1er juillet 2009

¹⁷ Voir présentation Jelmoli «Annual Results 2008», p. 20

¹⁸ Voir rapport trimestriel SPS au 31 mars 2009



6.7. Valeur boursière de la division du commerce de détail

Conformément à la valorisation séparée expliquée dans le chapitre 7 de la division du commerce de détail, la valeur de marché du domaine Retail de Jelmoli s'élève à CHF 172.1 Mio. La différence entre la valeur de marché et la valeur comptable, soit CHF 172.1 Mio moins CHF 62.2 Mio, doit être ajoutée à la NAV présentée par Jelmoli.

6.8. Ajustement des dividendes

SPS a, lors de l'assemblée générale du 21 avril 2009, décidé une distribution des dividendes au moyen d'une réduction de la valeur nominale de CHF 3.40 par action nominative. Afin de préciser l'énoncé de l'annonce préalable, supposition est faite que les actionnaires de Jelmoli ayant présenté leurs titres à l'échange reçoivent des actions nominatives SPS après réduction de la valeur nominale, soit des actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 18.80. Il en résulte ainsi pour les 23.9 Mio d'actions nominatives SPS en circulation, un montant de distribution de CHF 81 Mio, lequel doit être porté en déduction de la NAV présentée par SPS.

Le 16 juin 2009, l'assemblée générale de Jelmoli a accepté une distribution des dividendes d'un montant de CHF 10.- par action nominative. Vu que les 222'500 actions nominatives qui restent à émettre à l'attention des anciens actionnaires Tivona n'ont pas droit au dividende au titre de l'exercice 2008, un montant de CHF 41 Mio doit être déduit de la NAV présentée par Jelmoli.

6.9. Valorisation des obligations financières au prix du marché

Les coûts de financement moyens de Jelmoli et de SPS sur les créances en circulation dépassent les coûts actuels d'un refinancement congruent en matière d'échéances. En conséquence, les valeurs de marché des créances sont supérieures aux valeurs comptables présentées.¹⁹ La NAV présentée des deux sociétés doit être épurée de la différence entre la valeur du marché et la valeur comptable des obligations financières.

Le taux de refinancement congruent en matière d'échéances a été fixé sur la base du taux CHF SWAP²⁰ plus un spread fixe de taux d'intérêt de 60 points de base, qui reflète les taux d'intérêts actuellement payés sur le marché pour une société d'immobilier avec le profil de risque de Jelmoli.

¹⁹ Jelmoli saisit les obligations financières sur le principe de l'amortissement des frais d'acquisition, SPS sur le principe des valeurs nominales (sauf emprunt convertible).

²⁰ Le taux SWAP utilisé a été fixé individuellement pour chaque obligation financière sur la base de l'échéance résiduelle de la dette. Source des données: Bloomberg



Aucune modification des créances avec un taux d'intérêt variable n'a été opérée, car leurs coûts de financement correspondaient pour l'essentiel aux coûts actuels du marché pour Jelmoli. Pour les taux d'intérêt SWAP à recouvrer, la différence entre les valeurs saisies au bilan à la fin de l'année 2008 et la valeur de marché actuelle pour la NAV présentée a été additionnée.

Sur la base de ce calcul, la différence entre la valeur comptable des obligations financières de Jelmoli et la valeur de marché se monte à CHF 37 Mio, somme qui a donc été comptabilisée en sus de la NAV présentée.

Pour SPS, le calcul des valeurs de marché des obligations financières a été établi sur base du rapport d'activités de fin 2008, car Sarasin ne disposait d'aucune information plus actuelle et plus détaillée. Conformément aux déclarations de la Direction de SPS, aucune différence notable n'est néanmoins intervenue eu égard au montant et à la structure des échéances pour les obligations financières entre la date de la clôture annuelle et aujourd'hui.

Par ailleurs, la base considérée correspond à un refinancement au taux CHF SWAP plus 60 points de base, car les profils de risque des deux sociétés ne sont pas fondamentalement différents. L'évaluation de marché des obligations financières de SPS a montré une différence de CHF 39 Mio entre la valeur de marché et la valeur comptable des créances.

6.10. Prise en compte des frais de transaction

Les frais de transaction²¹ estimés par SPS jusqu'au Closing sont, après impôts, supérieurs d'environ CHF 16.0 Mio aux frais que Jelmoli avait prévu pour la transaction. Des deux côtés, les frais de transaction correspondants ont été portés en déduction de la NAV présentée.

6.11. Traitement des impôts latents

SPS et Jelmoli ont comptabilisé les impôts latents de manière différente. Jelmoli se base, pour le calcul des impôts latents des biens immobiliers actuels, sur une durée minimale de possession de 20 ans. Les impôts latents des nouveaux projets sont fixés sur le principe que leur possession durera jusqu'au moment, quel qu'il soit, où la vente ne générera aucun impôt sur les gains immobiliers supérieur au taux minimal.²²

SPS se fonde, pour le calcul des impôts latents, sur une durée minimale de possession des biens immobiliers de 2 ans.²³ Si la durée effective de possession d'un immeuble dépasse

²³ Sans les frais de l'intégration opérationnelle

²⁴ Voir à ce sujet rapport d'activités Jelmoli 2008, p. 90

²⁵ Voir à ce sujet CO rapport d'activités SPS 2008, p. 61



cette période minimale, les obligations latentes des impôts sur le bénéfice sont ajustées annuellement.

Une application de la méthode mise en œuvre par Jelmoli de calcul des impôts latents par SPS aurait conduit, selon les déclarations de la Direction de SPS, à une diminution des provisions pour impôts latents sur le bénéfice, d'un montant de CHF 30 Mio. Au contraire, Jelmoli fait valoir que le transfert des différents immeubles dans son portefeuille immobilier remonte à très longtemps, motif qui explique que, pour ces immeubles, à la place du prix d'acquisition effectif, c'est la valeur vénale historique, plus élevée, qui est pertinente pour le calcul des impôts. La prise en compte de cet effet implique une diminution des provisions d'environ CHF 30 Mio pour les obligations latentes d'imposition.

Pour les deux sociétés, CHF 30 Mio ont ainsi été ajoutés à la NAV présentée.

6.12. Acquisition par SPS d'un paquet d'actions Jelmoli de 30%

Le 29 mai 2009, SPS a conclu, , un contrat d'achat d'actions avec un gros actionnaire²⁴ de Jelmoli. Conformément à ce contrat, SPS a acquis 1'214'981 actions Jelmoli contre paiement de 4'480'000 actions nominatives SPS ainsi que de CHF 250.0 Mio en numéraire.²⁵ L'exécution du contrat d'achat d'actions ne dépend en aucune manière de l'exécution de l'offre d'échange.

En référence aux déclarations de la Direction de SPS, Sarasin considère que le transfert des actions s'effectue seulement après la réduction de la valeur nominale. Sarasin n'a à cet égard pas eu droit de regard sur le contrat d'achat d'actions entre SPS et le gros actionnaire.²⁶

Le paiement en numéraire, à l'endroit du gros actionnaire, d'un montant de CHF 250.0 Mio doit en conséquence être déduit de la NAV de SPS. En outre, le nombre des actions nominatives en circulation chez SPS doit être augmenté de 4'480'000.

6.13. Base de données relative au nombre des actions en circulation et à l'ajustement NAV

Le nombre d'actions nominatives SPS en circulation fin 2008 d'une valeur nominale de CHF 22.20 déduction faite des actions détenues en propre par la société s'élève à

²⁴ Pelham Investments AG, Zoug

²⁵ Voir à ce sujet annonce préalable, p. 3

²⁶ Selon le projet du prospectus de l'offre du 3.7.2008, l'exécution du contrat d'achat est prévue au 10 juillet 2009, soit après distribution du montant de la réduction de la valeur nominale de CHF 3.40 par action prévue pour le 9 juillet 2009.



23'945'069 unités²⁷ et il est resté inchangé jusqu'à la date de référence de la Fairness Opinion. Concernant le prêt convertible³⁰ en circulation en CHF²⁸ de SPS, Sarasin suppose qu'aucun effet de dilution ne se produira en raison du prix de conversion élevé par rapport au cours actuel de l'action et de la courte période résiduelle. Par conséquent, une adaptation de la NAV de SPS n'est pas nécessaire à cet égard.

En ce qui concerne Jelmoli, la structure des actions est constituée au 31.12.2008 de 498'808 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 50 (dont 56'403 en possession propre) ainsi que de 1'321'354 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 10. Par le versement de la première tranche de paiement à Tivona (voir explications au chapitre 6.3), le nombre des actions au porteur en possession propre est réduit de 55'000 unités. En mars 2009, eu égard à la restructuration, les actions au porteur ont été transformées en actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 10, soit dans un rapport de 1:5. A ce propos, 250'000 actions nominatives supplémentaires ont été créées et émises à l'intention de la Pelham Investments AG («Pelham»). Ainsi, le capital en actions de Jelmoli s'élevait au 31.3.2009 à 4'065'394 actions nominatives, dont 8'190 en possession propre. En prenant en considération les 222'500 actions nominatives Jelmoli à livrer à Tivona dans le cadre de la deuxième tranche de paiement, le nombre des actions émises est en conséquence de 4'287'894.

Conformément au présent accord de transaction de Sarasin entre SPS et Jelmoli, Jelmoli détient au 5 juin 2009 10'335 actions propres, 2'145 actions, chiffre net, ont donc été rachetées dans la période du 31.3.2009 au 5. juin 2009. Concernant les frais «nets» liés à ce rachat, Sarasin n'a obtenu aucune indication, ce qui explique que cet effet marginal n'ait pu être illustré dans l'ANAV de Jelmoli.

Les 70'800 options de collaborateurs en circulation chez Jelmoli n'entraînent pas d'augmentation du nombre d'actions en circulation car le prix d'exercice des options est sensiblement supérieur au cours de l'action Jelmoli.²⁹

6.14. Schémas de valorisation et résultat final

Sur la base des explications ci-dessus, l'ANAV de Jelmoli par action se calcule ainsi:

²⁷ Voir rapport d'activités SPS 2008, p. 81

²⁸ Au 31.12.2008, encore CHF 130.9 Mio. en circulation

²⁹ Voir à ce sujet le rapport d'activités 2008 de Jelmoli, page 94 (le nombre des options en circulation doit être multiplié par le facteur 5 en raison de la modification effectuée dans le cadre de la restructuration de la structure du capital.



Expertise offre d'échange Jelmoli Holding AG

I ANAV Jelmoli (en CHF Mio)	
NAV Jelmoli fin 2008	1'615
+ Ajustement transaction Tivona	231
+ Ajustement Retail (valeur de marché moins valeur comptable)	110
- Ajustement des dividendes	41
- Ajustement de la valorisation au prix de marché des obligations financières	37
- Frais de transaction (après effet fiscal)	8
+ Ajustement des impôts latents	30
= ANAV Jelmoli	1'900

II Nombre d'action de Jelmoli (en Mio)	
Nombre d'actions en circulation sauf 2 ^e tranche de paiement Tivona	4.1
+ Nombre d'actions issues de la 2 ^e tranche de paiement Tivona	0.2
= Nombre d'actions à prendre en compte	4.3

III ANAV par action	
ANAV Jelmoli (en CHF Mio)	1'900
/ Nombre d'actions à prendre en compte (en Mio)	4.3
= ANAV Jelmoli par action (en CHF)	444.2

L'ANAV de SPS se calcule ainsi:

I ANAV SPS (en CHF Mio)	
NAV SPS fin 2008	1'419
+ Effet de revalorisations (IAS 40)	10
- Ajustement de la réduction de la valeur nominale	81
- Ajustement de la valorisation au prix de marché des obligations financières	39
- Frais de transaction (après effet fiscal)	24
+ Ajustement des impôts latents	30
= ANAV SPS	1'314

II Nombre d'actions SPS (en Mio)	
Nombre d'actions en circulation sauf paquet d'actions acquis	23.9

III ANAV par action	
ANAV SPS (en CHF Mio)	1'314
/ Nombre d'actions à prendre en compte (en Mio)	23.9
= ANAV SPS par action (en CHF)	54.9

Afin de pouvoir évaluer le rapport d'échange entre les sociétés, il convient de déterminer, sur la base de l'ANAV calculée de Jelmoli ou de SPS, la NAV de la société combinée («New SPS») de la manière suivante:



Expertise offre d'échange Jelmoli Holding AG

IV New SPS	
ANAV SPS (en CHF Mio)	1'314
+ ANAV Jelmoli (en CHF Mio)	1'900
- Composante en numéraire actionnaire Pelham (en CHF Mio)	250
= ANAV SPS après transaction (en CHF Mio)	2'964
Nombre d'actions SPS avant transaction Pelham (en Mio)	23.9
+ Nombre d'action à émettre à Pelham (en Mio.)	4.5
+ Nombre d'actions pour les actionnaires Jelmoli (en Mio)	24.8
Total du nombre d'actions (en Mio)	53.2
ANAV par action NEW SPS (en CHF)	55.7

V Evaluation de la transaction	
NAV par action Jelmoli avant transaction (en CHF)	444.2
NAV action SPS après exécution de la transaction (en CHF)	55.7
Rapport d'échange	8.1 x
NAV par ancienne action Jelmoli (en CHF)	451.0
Prime appliquée (+) ou décote appliquée (-)	1.5%

Sur la base de l'ANAV, l'offre d'échange de SPS de 8.1 actions SPS par action Jelmoli implique, pour les actionnaires Jelmoli, une prime de 1.5%.



7. Valorisation de la division du commerce de détail

La division du commerce de détail («commerce de détail»), composée du magasin de détail de la Zürcher Bahnhofstrasse (Jelmoli AG, «The House of Brands») ainsi que de la société Jelmoli Bonus Card³⁰ fondée en 2006 et de l'hôtel Ramada Encore à Genève, a contribué en 2008 pour environ 13,5% au résultat d'exploitation (EBITDA) de Jelmoli. Le magasin de détail réalise en l'occurrence et de loin la plus grande contribution, la part du commerce de détail sur le chiffre d'affaires 2008 étant en l'occurrence d'environ 78%.³¹ Le commerce de détail est compris dans la valeur comptable de la NAV présentée par Jelmoli. Pour déterminer la valeur de marché, une évaluation a été effectuée à l'aide de sociétés cotées similaires (Compco).

La méthode Compco est tout particulièrement privilégiée pour l'analyse financière car les acteurs des marchés des capitaux ne disposent pas, la plupart du temps, des comptes prévisionnels détaillés des entreprises. Dans le cadre de l'élaboration de cette Fairness Opinion, les comptes prévisionnels de Jelmoli relatifs au commerce de détail ont été mis à la disposition de Sarasin.

Méthodologie

Au travers de la division de la valeur d'entreprise (valeur boursière actuelle plus créances nettes et intérêts minoritaires) de sociétés cotées similaires par les chiffres clés financiers actuels ou attendus (notamment chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, bénéfice net) pour les deux exercices suivants, on obtient des multiplicateurs et on forme une moyenne (voir annexe 11.1). L'application de ces multiplicateurs moyens sur les chiffres clés financiers (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, bénéfice net) de la division du commerce de détail donne un résultat d'évaluation pour chaque multiple moyen utilisé.

Les deux facteurs suivants ont une influence considérable sur le résultat d'évaluation:

- le multiplicateur moyen obtenu et
- la sélection et le calcul des chiffres clés financiers du secteur du commerce de détail, sur lesquels le multiplicateur est appliqué.

Le multiplicateur moyen dépend principalement du choix des sociétés comparables retenues. Le multiple n'est pertinent que si l'on dispose de sociétés qui sont comparables à la société à évaluer au point de vue des caractéristiques essentielles. Comme la méthode se base sur des résultats actuels ou attendus dans un avenir de 1 à 2 ans (2009E, 2010E), le calcul reflète la valeur de l'entreprise dans une optique plutôt axée sur le court à moyen terme. Les potentiels de croissance et d'amélioration des marges réalisables à long terme ainsi qu'un stade spécifique dans le cadre d'un cycle des affaires ne sont généralement saisis que si les sociétés comparables ont des potentiels de croissance et de marge comparables et se trouvent dans la même phase du cycle des affaires.

³⁰ Valartis Bank AG détient une participation de 27.5% à Jelmoli Bonus Card

³¹ Sarasin applique dans le cas présent le multiplicateur obtenu à l'ensemble des activités de commerce de détail de Jelmoli, y compris à l'activité Bonus Card et Hotel Ramada.



Sélection des sociétés comparables

La sélection des sociétés comparables pour le commerce de détail implique un choix exigeant, car les sociétés de commerce de détail se distinguent souvent de manière très nette, notamment par la largeur et la profondeur de l'assortiment, le niveau de spécialisation, le positionnement en termes de pouvoir d'achat et de clientèle, la zone de vente géographique, la taille du magasin, etc. Néanmoins, différentes sociétés apparemment appropriées sont à disposition pour l'évaluation des activités du commerce de détail de Jelmoli, lesquelles présentent un modèle commercial semblable au commerce de détail de Jelmoli. Sur la base des critères nommés, le groupe suivant de sociétés comparables a été déterminé:

- Pinault-Printemps-Redoute SA (PPR), F
- Marks & Spencer Group plc, GB
- Debenhams plc, GB
- J C Penney Co. Inc, Etats-Unis
- Nordstrom Inc, Etats-Unis
- Macy's Inc, Etats-Unis
- Gruppo Coin SPA, IT

Le degré de différenciation des entreprises comparables mentionnées ci-dessus sur le plan de la rentabilité et de la croissance pour l'activité du commerce de détail de Jelmoli a en outre été contrôlé. La Direction de Jelmoli considère comme réaliste de tableer sur une marge EBITDA en 2010 supérieure à 12%, approximativement. Au cours des années suivantes (après la rénovation et l'agrandissement de la «House of Brands»), cette valeur devrait augmenter pour atteindre environ 13.5%. Cette évolution apparaît réaliste eu égard aux marges EBITDA de 9.4% (2007) et de 12.2% (2008) atteintes durant les deux exercices financiers passés et compte tenu des investissements planifiés (env. CHF 35 à 40 Mio). Les évaluations des analystes relatives aux entreprises du groupe de comparaison se situent dans cette fourchette de valeurs et les rendent ainsi compréhensibles.

A deux exceptions près (PPR SA & Gruppo Coin SPA), un recul est prévu pour toutes les entreprises comparables au niveau du CA, de l'EBITDA, de l'EBIT et des bénéfices pour les années 2009 et 2010.³² Pour le magasin de détail Jelmoli, cet effet se renforce même légèrement – l'une des raisons à cela étant les travaux prévus de rénovation et d'agrandissement au cours des deux prochaines années. Pour ce qui est de la rentabilité actuelle ou à court terme escomptée et de la croissance, nous considérons donc les sociétés mentionnées ci-dessus comme étant fondamentalement appropriées pour la détermination des multiplicateurs moyens.

Résultat de l'évaluation à l'aide de sociétés cotées similaires

L'analyse Compco ou l'application de tous les multiplicateurs présentés dans l'annexe 11.1 (Ventes, EBITDA, EBIT, bénéfice) permet d'aboutir à une valeur moyenne de fonds propres du commerce de détail de **CHF 171.2 Mio**.

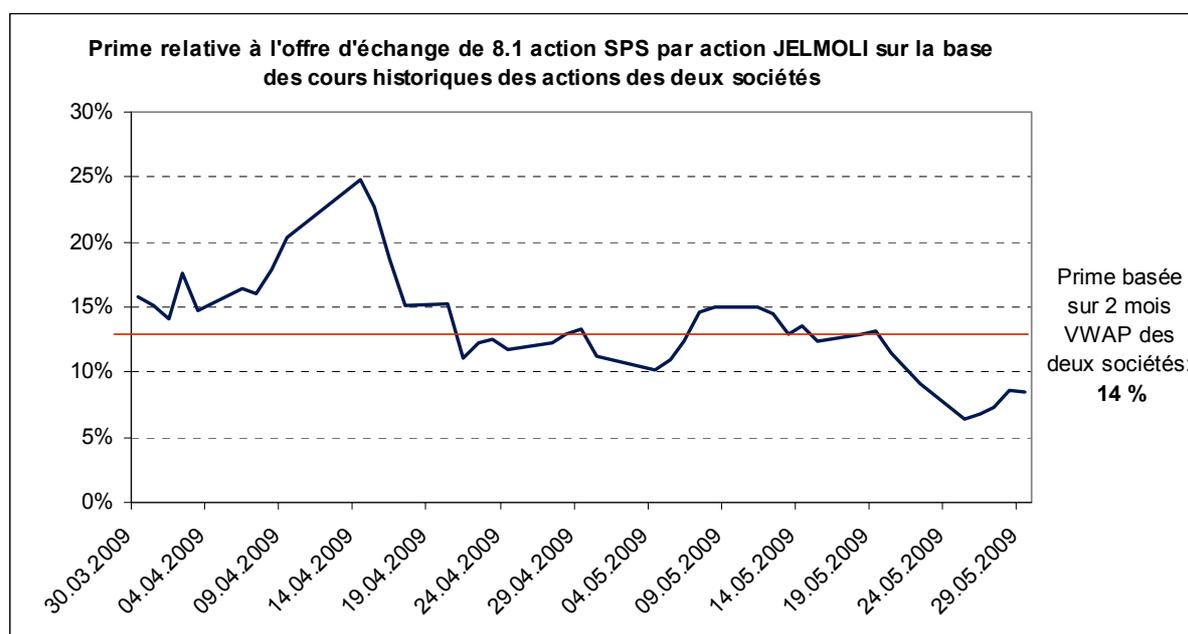
³² Source: attentes des analystes IBES



8. Evolution du cours des actions

Sur la base de la restructuration de Jelmoli opérée le 30 mars 2009, une prime basée sur le cours des actions de Jelmoli et de SPS, qui fasse sens en tant que telle, peut seulement être calculée dans la période du 30 mars 2009 (cotation Jelmoli) au 29.5.2009 (dernier jour de négoce avant l'annonce de l'offre d'échange).

L'illustration ci-après montre la prime de l'offre d'échange soumise par SPS sur la base des cours historiques des actions des deux sociétés. A cet effet, les cours historiques des actions de Jelmoli ont été épurés du paiement des dividendes de CHF 10.00 par action. De la même manière, pour les cours historiques des actions de SPS, la réduction de la valeur nominale de CHF 3.40 par action a été déduite.



Comme le montre l'illustration, l'offre de SPS implique, pour toute la période pertinente, une prime en relation avec le rapport d'échange des deux cours des actions. En raison de l'augmentation du cours de l'action Jelmoli relativement plus forte durant la période de référence par rapport à SPS, la prime a diminué au fil du temps.

L'illustration ci-après montre les primes implicites de l'offre d'échange sur la base de l'évolution du cours des actions pour les périodes sélectionnées:

Base d'évaluation	Prix par action Jelmoli en CHF	Prix par action SPS en CHF	Offre de prime
VWAP ³ des deux dernier mois (depuis 30.03.09)	358.0	50.4	14.1%
VWAP ³ du mois dernier	372.9	51.0	10.8%
Cours final du 29 mai 2009	383.5	50.6	6.9%

1 Après dividende de CHF 10 par action

2 Après abaissement de la valeur nominale de CHF 3.40 par action

3 Cours moyen pondéré en volume



9. Résumé du résultat de la valorisation

Le rapport d'échange calculé sur la base de la Net Asset Value des deux sociétés montre que les actionnaires de Jelmoli reçoivent une prime de 1.5% sur la base d'un rapport d'échange de 8.1.

Sur la base du cours moyen pondéré en volume des deux entreprises depuis la date de cotation de Jelmoli à la soumission de l'offre d'échange (2 derniers mois) par SPS, il en résulte une prime de 14.1%.

Etant donné que l'analyse du cours de l'action ne prend pas en compte les facteurs exceptionnels les plus divers intégrés dans le calcul de la Net Asset Value ajustée³³, il convient de se fonder en priorité, pour l'évaluation de l'équité, sur le résultat basé sur l'ANAV.

³³ Par ex. Frais de transaction, acquisition d'un paquet d'actions de 30% à Jelmoli par SPS, etc.



10. Résultat de l'expertise

En principe, Sarasin considère comme équitable un rapport d'échange qui, du point de vue des actionnaires de Jelmoli sur la base de l'ANAV des deux sociétés, génère une prime de 0% ou supérieure. Cette évaluation est fondée sur le raisonnement suivant:

- Economiquement parlant, il s'agit d'une association de deux sociétés de taille quasiment identique («merger of equals»);
- Par le biais de l'association économique des deux sociétés Jelmoli et SPS, les actionnaires de Jelmoli continuent à participer, dans le cadre des apports effectués et par conséquent à hauteur de 46.6%³⁴, au substrat économique de Jelmoli et participeront dans la même mesure au succès de l'entreprise combinée;
- Les actionnaires de Jelmoli et de SPS seront conjointement acteurs des synergies futures réalisables du fait de l'association sur la base des apports effectués à l'entreprise combinée³⁵.

En nous fondant sur les analyses d'évaluation et réflexions qui sous-tendent cette expertise, nous considérons le rapport d'échange proposé par SPS de 8.1 actions nominales SPS pour chaque action nominale Jelmoli comme approprié du point de vue des actionnaires de Jelmoli.

Important pour les actionnaires

Le résultat de cette expertise ne prend pas en compte les éventuelles conséquences fiscales sur les différents actionnaires. Concernant les répercussions fiscales pour les actionnaires de Jelmoli, renvoi est fait aux indications y relatives dans le prospectus de l'offre, qui est prévu d'être publié le 14 juillet 2009.

Zurich, le 7 juillet 2009

Banque Sarasin & Cie SA

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

³⁴ Sans prise en compte de l'ancienne participation de Pelham à Jelmoli

³⁵ Approche économique



11. Annexe

11.1. Annexe 1: Multiplicateurs d'entreprises cotées similaires

Company	Country	Market Cap (in mio of LC)	EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
			2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
PPR	France	7'883	0.7x	0.7x	7.7x	7.4x	9.9x	9.4x	11.9x	10.7x
Marks & Spencer	UK	4'454	0.8x	0.8x	6.1x	6.6x	9.0x	11.0x	10.2x	12.7x
Debenhams	UK	714	0.8x	0.7x	5.9x	6.0x	9.2x	9.6x	7.9x	8.0x
J.C. Penney	USA	6'832	0.4x	0.5x	5.1x	8.1x	7.2x	15.9x	12.2x	NM
Nordstrom	USA	4'624	0.8x	0.9x	6.2x	7.6x	9.9x	11.0x	11.8x	15.5x
Macy's	USA	5'391	0.6x	0.6x	5.4x	6.3x	10.9x	13.7x	10.2x	19.4x
Gruppo Coin	IT	428	0.6x	0.6x	5.7x	5.0x	9.6x	8.5x	6.0x	5.6x
AVERAGE			0.7x	0.7x	6.0x	6.7x	9.4x	11.3x	10.0x	12.0x

LC: local currency; LTM: Last twelve months

Source: Bloomberg, Sarasin

11.2. Annexe 2: Liste des abréviations / Glossaire

ANAV	Net Asset Value (ajustée)
Analyse Compco	Méthode d'évaluation basée sur une comparaison avec des sociétés cotées comparables
EBIT	Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts et impôts
EBITDA	Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts, impôts et amortissements
Fair Value	Le prix théoriquement correct/adéquat d'un véhicule financier ou, dans le cas de la valorisation d'immeubles, le prix de marché qui résulte de la valorisation, soit le prix auquel un immeuble peut effectivement être cédé en temps utile
Jelvoli	Jelvoli Holding AG, Zürich
NAV	Net Asset Value
Net Asset Value	Valeur d'actif nette
SPS	Swiss Prime Site AG, Olten
Valeur d'actif nette	La somme de toutes les valeurs patrimoniales moins toutes les obligations
VWAP	Volume Weighted Average Price (prix moyen pondéré en fonction du volume)
W&P	Wüst & Partner AG, Zurich