

Au conseil d'administration
de Pelham Investments SA
Route de Frontenex 62
1207 Genève

Zurich, le 30 septembre 2004

Fairness Opinion

Chers Messieurs,

Pelham Investments SA (« Pelham ») est une société de participations cotée ayant son siège à Genève. Elle détient uniquement une participation dans Jelmoli-Holding SA (« Jelmoli »). Le 14 septembre 2004, Pelham détient approximativement 52.8% des droits de vote et 27.3% du capital-actions de Jelmoli. Les actions au porteur de Pelham sont cotées à la SWX Swiss Exchange et plus de 88.1% de ces actions au porteur sont détenues par Hansa SA (« Hansa ») ayant son siège à Bâle. Un autre 10% est détenu par MCG Holding SA (« MCG ») qui a son siège à Bâle et qui est détenue à 39% par Hansa. Ces 10% ont été acquis par MC Trustco, qui a été apportée en décembre 2003 à la structure nouvellement fondée MCG. La structure de l'actionnariat est restée inchangée.

Hansa est d'avis que le maintien d'une cotation des actions de A à la SWX Swiss Exchange ne profite ni à Hansa ni aux actionnaires minoritaires, car le « free-float » et le volume des échanges des actions de Pelham ont continuellement diminué ces dernières années et un marché liquide n'existe plus. Pour ces raisons, Hansa a décidé de soumettre une offre publique d'acquisition aux actionnaires de Pelham.

Hansa a informé le conseil d'administration de Pelham de son intention d'acheter toutes les actions au porteur se trouvant dans le public (« l'offre d'achat »). Le montant de l'offre est de CHF 507.20 par action. Les actions au porteur de Pelham seront ensuite décotées.

L'offre d'achat n'est soumise à aucune condition. Hansa et MCG se réservent le droit d'annuler les titres restant (« squeeze out ») dans l'hypothèse où Pelham n'arrivait pas à acquérir 100% du capital-actions par l'offre d'achat.

Le conseil d'administration de Pelham a mandaté Ernst & Young SA („EY“) afin qu'il juge si le prix offert est approprié du point de vue des actionnaires minoritaires. EY est l'organe de révision

de MCG, de MC Trustco et de Tivona SA, une participation minoritaire de Jelmoli, mais n'est ni celui de Pelham ni celui de Jelmoli.

Nous avons revu le calcul du prix proposé par Hansa pour les actions de Pelham et effectué nos propres considérations d'évaluation. Nous avons terminé l'essentiel de notre travail le 14 septembre 2004.

Hansa a fixé l'offre d'achat à 88.1% de la Net Asset Value („NAV-Public“), calculée par Rhône-Audit Société Fiduciaire SA (« Rhône-Audit »). Cette NAV-Public est notamment publiée par Bloomberg. Le 88.1% correspond à la première offre publique d'achat (88.1% de la NAV publiée à l'époque) du 14 janvier 2002 de Hansa pour Pelham. La participation de Pelham dans Jelmoli est prise en compte depuis le 1^{er} janvier 2004 dans la NAV-Public au prorata du capital propre ressortant du bilan consolidé annuel et semestriel publié de Jelmoli. Auparavant, la participation de Pelham dans Jelmoli était prise en compte à la valeur d'acquisition. De plus, dans la période du 14 janvier 2002 au 14 septembre 2004, Pelham a remanié son portfolio d'investissement de manière à ce qu'aujourd'hui Jelmoli représente son seul investissement. Le calcul de la NAV et le portefeuille d'investissement qui lui sert de base ne sont par conséquent pas comparables dans les deux offres. Dans l'offre d'achat d'aujourd'hui, 88.1% de la NAV-Public moyenne pour la période de 30 jours allant du 13 août au 14 septembre 2004 correspond au prix de CHF 507.20 par action de Pelham. Ceci correspond à une prime d'environ 35.6% par rapport au prix moyen de CHF 374 payé en bourse pour les actions de Pelham durant les douze derniers mois.

Nous avons effectué notre propre calcul d'une Net Asset Value sur la base du tableau ci-dessous (« NAV-EY »), basé sur le principe de la continuation de l'activité commerciale de Pelham et sur la supposition que Pelham conserve sa participation dans Jelmoli :

		CHF par action, arrondi	
		<u>de</u>	<u>jusqu'à</u>
A	Valeur de marché de la participation de Jelmoli basée le cours de clôture du 14 septembre 2004: MCHF 293	666	666
B	+ Prime de contrôle: 20-25%	133	166
C	+ Valeur nette des autres actifs et passifs de Pelham: MCHF - 1.7	-4	-4
D	- Décote pour le risque d'absence de liquidité et décote pour sociétés de participations: 35-40%	-318	-290
	= NAV-EY de A: MCHF 210-237	477	539

Dans le cadre de notre évaluation, nous avons procédé à nos propres analyses. Nos travaux ont porté sur une analyse de la valeur de marché de Jelmoli et Pelham, toutefois sans faire

d'évaluation selon la méthode du « discounted cashflow » ou selon la méthode « sum-of-the-parts ». Pour notre évaluation, nous avons en particulier mené les activités suivantes :

- Fixation de la valeur de marché de Jelmoli. Nous avons utilisé le cours de clôture du 14 septembre 2004, qui reflète les informations publiées le 14 septembre 2004 sur le boucllement semestriel (A) ;
- Revue et analyse des informations commerciales et financières de Jelmoli publiquement disponibles, par exemple l'Internet, les rapports annuels 2002-2003, le boucllement semestriel 2004, Bloomberg et Onesource (A) ;
- Revue des procès-verbaux des séances du conseil d'administration de Jelmoli sans les annexes des 24 juillet, 23 octobre, 18 décembre 2003 et 5 mars 2004. Ceci correspond à toutes les séances du conseil d'administration jusqu'au 14 septembre 2004. Notre revue a montré que les informations communiquées publiquement lors de la conférence de presse du 6 avril 2004 relative au bilan, concernant la situation actuelle et l'évolution prévue pour 2004-2006 de Jelmoli correspondent à l'analyse du conseil d'administration reflétée par les procès-verbaux précités (A) ;
- Analyse de l'évolution de la valeur boursière des actions au porteur et nominatives de Jelmoli en tenant compte de la liquidité du marché et des rapports de domination. Nous sommes d'avis que les participations que Pelham détient dans Jelmoli doivent être évaluées avec une prime (« prime de contrôle »), car Pelham dispose de la majorité des droits de vote et elle est représentée au conseil d'administration de Jelmoli. Nous fixons pour notre évaluation la prime de contrôle à 20-25%. Ceci correspond à la prime de 20-25% payée par Pelham pour l'acquisition des actions de Jelmoli. Selon Mergerstat Review, cet ordre de grandeur est plausible (B) ;
- Analyse du calcul de la NAV de Pelham effectué par Rhône-Audit. Dans le calcul de la NAV, les autres actifs de MCH 3.5 et passifs de MCHF 5.2 (à l'exception des actions de Jelmoli) sont principalement constitués de liquidités, actif circulant, dettes à court terme et prêts. Ces montants figurent à la valeur de marché lorsqu'elle est disponible, sinon à la valeur comptable (C) ;
- Analyse de l'évolution de la valeur boursière de l'action au porteur de Pelham en tenant compte de la liquidité de l'action Pelham et des rapports de domination.

Entre le 15 septembre 2003 et le 14 septembre 2004, 2'624 actions de Pelham ont été négociées (source : Bloomberg). Ceci correspond à 0.6% du nombre des actions de Pelham cotées et à 30% en chiffres ronds des actions de Pelham détenues par le public au 15 septembre 2003. Hansa et sa participation MC Trustco sont depuis janvier 2003 les principaux acquéreurs d'actions de Pelham. Dans la période du 15 septembre 2003 au 14

septembre 2004, elles ont payé en bourse ou hors-bourse jusqu'à 445 pour des actions de Pelham. Dès lors que le volume traité est très faible au regard du nombre d'actions total et que Hansa et sa filiale MC Trustco sont pratiquement les seuls acquéreurs, nous considérons que l'action Pelham n'est pas liquide. Selon la doctrine relative aux évaluations et diverses études (sources : p. ex. European Private Equity and Venture Capital Association / Shannon P. Pratt, Robert F. Reilly, Robert P. Schweihs (2000), Valuing a Business / Claudio Loderer (2002), Handbuch der Bewertung) la décote pour des actions qui ne sont pas liquides varie entre 23 et 50%, et la majorité des études établissent une décote de l'ordre de 35%.

Les sociétés de participations sont en ce moment négociées à la SWX dans la règle avec une décote par rapport à la NAV. Au 14 septembre 2004, les actions négociées dans le même segment que Pelham sont évaluées avec une décote moyenne de 9% entre la NAV et le cours de bourse (Bloomberg). Des études (p. ex. Kam, Schroeder, Smith, 1994) confirment le niveau de décote. Cette dernière s'explique par le comportement des investisseurs, les frais d'administration tels que p. ex. les frais supplémentaires de management et de conseil (calculés à TCHF 300 pour l'année 2004), ainsi que des effets fiscaux, particulièrement les possibles impacts d'impôts de liquidation. L'ensemble des réserves de la société sont en principe soumis à ces impôts de liquidation. Pelham fait apparaître dans le bouclage semestriel au 30 juin 2004 des réserves, bénéfice reporté compris, de MCHF 219. La différence entre la valeur comptable des actions de Jelmoli et la valeur de marché des actions de Jelmoli au 14 septembre 2004 de MCHF 293 augmente les réserves d'autant. Lors d'une possible liquidation ultérieure de Pelham, le dividende de liquidation sera soumis à l'impôt sur les bénéfices ou sur le revenu, selon le statut fiscal de l'investisseur. Les sociétés de participations se distinguent en règle générale par un portfolio de participations. Dès lors que Pelham ne détient au 14 septembre 2004 que l'investissement dans Jelmoli, la question se pose de savoir si une décote pour sociétés de participations doit être appliqué. Dès lors que les coûts précités doivent être supportés et que les actionnaires sont soumis à un potentiel impôt sur les bénéfices ou sur le revenu, également si Pelham continue comme société tel que le conseil d'administration le prévoit, nous avons appliqué une décote.

Sur la base de ces considérations, nous avons ajusté la NAV-EY de 35-40% composé d'une décote pour risque d'absence de liquidité et d'une décote pour sociétés de participations. Nous avons surpondéré le risque d'absence de liquidité.

Pour notre évaluation, nous sommes partis de l'idée que toutes les informations qui ont été mises à notre disposition étaient complètes et exactes sur tous les points essentiels. Nous avons obtenu une déclaration d'intégralité correspondante du management de Pelham. Le management nous a par ailleurs confirmé qu'il n'y a pas d'informations supplémentaires qui pourraient avoir une influence notable sur l'évaluation. Notre Fairness Opinion se rapporte exclusivement à l'offre d'achat. Elle est basée sur les conditions financières, du marché et sur les autres conditions cadres, telles qu'elles peuvent être évaluées aujourd'hui. Notre responsabilité est limitée à l'analyse et l'évaluation diligente et professionnelle des informations qui ont été mises à notre

disposition. Nous estimons que nos considérations relatives à l'évaluation appliquées au cas d'espèce sont adéquates.

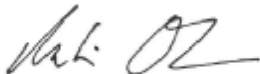
La présente Fairness Opinion est destinée exclusivement au conseil d'administration de Pelham. Elle ne peut être utilisée dans aucun autre but que la publication en annexe du prospectus d'offre et dans les annonces publiées dans les journaux avec le résumé du prospectus d'offre, et l'annexe du dossier de presse de A, à moins d'avoir obtenu un accord écrit d'Ernst & Young SA.

Sur la base de notre évaluation et sous réserve des indications précitées, nous considérons aujourd'hui que l'offre d'achat de 507.20 CHF par action au porteur de Pelham est équitable et appropriée d'un point de vue financier.

Meilleures salutations
Ernst & Young SA



Louis Siegrist
Associé



Martin Olsson
Sous-directeur

TRADUCTION DE L'ORIGINAL ALLEMAND, QUI FAIT FOI