

**Expertise d'évaluation en relation avec l'offre publique d'achat de Ludama Holding AG sur 55% des actions nominatives de Hammer Retex Holding AG**

**17 Mars 2009**

**Louis Siegrist**

Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 21 31

M +41 58 289 21 31

F +41 58 289 30 25

E [louis.siegrist@ch.ey.com](mailto:louis.siegrist@ch.ey.com)

**Jvo Grundler**

Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 44 02

M +41 58 289 44 02

F +41 58 286 30 04

E [jvo.grundler@ch.ey.com](mailto:jvo.grundler@ch.ey.com)

## Abbreviations

<b>Al.</b>	Alinéa
<b>Art.</b>	Article
<b>CA</b>	Conseil d'administration
<b>CE</b>	Capitaux empruntés
<b>CHF</b>	Franc suisse
<b>CMPC</b>	Coût moyen pondéré du capital
<b>Comptes annuels CO</b>	Comptes annuels établis conformément au droit commercial
<b>DCF</b>	Méthode du discounted cash-flow
<b>EG</b>	Entreprise générale
<b>EP</b>	Economic Profit
<b>EVA</b>	Economic Value Added
<b>FP</b>	Fonds propres
<b>HRH</b>	Hammer Retex Holding AG
<b>IC Cham</b>	Holding industriel Cham AG
<b>IFRS</b>	International Financial Reporting Standards
<b>Investisseurs</b>	Ludama Holding AG
<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation
<b>IVS</b>	Normes internationales d'évaluation (International Valuation Standards)
<b>IVSC</b>	Comité des normes internationales d'évaluation (International Valuation Standards Committee)
<b>KCHF</b>	Milliers de francs suisses
<b>LBVM</b>	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM) du 24 mars 1995 (version au 1er janvier 2009), RS 954.1
<b>LDFR</b>	Loi fédérale sur le droit foncier rural (LDFR) du 4 octobre 1991 (version au 1er septembre 2008), RS 211.412.11
<b>max.</b>	Maximum

## Abbreviations

<b>MCHF</b>	Millions de francs suisses
<b>MEDAF</b>	Modèle d'évaluation des actifs financiers
<b>mio.</b>	Millions
<b>OBVM-FINMA</b>	Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Ordonnance de la FINMA sur les bourses, OBVM-FINMA) du 25 octobre 2008 (version au 1er janvier 2009), RS 954.193
<b>Par ex.</b>	Par exemple
<b>PPE</b>	Propriété par étage
<b>RICS</b>	Royal Institution of Chartered Surveyors
<b>ss.</b>	Suivant(e)s
<b>Valeur des fonds propres</b>	Valeur totale des fonds propres de Hammer Retex Holding AG
<b>Valeur immobilière</b>	Valeur de marché du portefeuille immobilier de Hammer Retex Holding AG à la date de référence de l'évaluation
<b>Valeur opérationnelle</b>	Valeur des domaines d'activité Entreprise générale, Vente et Intermédiation ainsi qu'Administration et Exploitation
<b>Valeur totale</b>	Valeur globale d'entreprise de Hammer Retex Holding AG
<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire
<b>W&amp;P</b>	Wüest & Partner
<b>WBZ</b>	Wohnbau Zürich AG

# Contents

<b>Résumé</b>	<b>1</b>
<b>Introduction</b>	<b>3</b>
<b>Description de l'entreprise</b>	<b>7</b>
<b>Survol du marché</b>	<b>10</b>
<b>Méthodes et bases d'évaluation</b>	<b>12</b>
<b>Evaluation d'une action nominale de Hammer Retex Holding AG</b>	<b>19</b>
<b>Appréciation globale</b>	<b>29</b>
1. Situation initiale .....	4
2. Mandat à Ernst & Young .....	6
3. Structure organisationnelle et profil succinct .....	8
4. Domaines d'activité et prestations .....	9
5. Survol du marché .....	11
6. Méthodes et procédures d'évaluation .....	13
7. Bases d'évaluation .....	16
8. Valeur opérationnelle .....	20
9. Valeur immobilière .....	25
10. Valeur des fonds propres de Hammer Retex Holding AG.....	26
11. Vue d'ensemble des résultats.....	30

# Contents

## Annexe

---

31

12. Déduction des multiples EBITDA pour la méthode de la valeur de marché à l'aide d'un groupe de comparaison.....	32
13. Description des entreprises du groupe de comparaison.....	33
14. Chiffres clés du portefeuille immobilier.....	34
15. Documents utilisés pour le portefeuille immobilier.....	49
16. Description des méthodes d'évaluation sélectionnées par Ernst & Young.....	51

## Résumé

---

# L'analyse réalisée par Ernst & Young accorde une valeur minimum de CHF 103 par action nominative

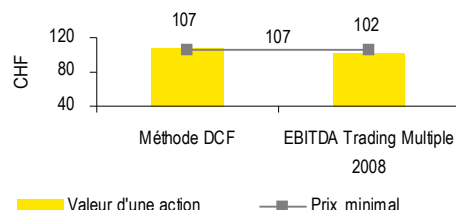
## Logo de l'entreprise

Source: site web de l'entreprise



## Valeur par action nominative HRH d'une valeur nominale de 1 CHF

Source: informations Hammer Retex AG et calculs Ernst & Young



## Résumé

### Situation initiale et mandat

- Dans son communiqué de presse en date du 27 octobre 2008, le Conseil d'administration du holding industriel Cham AG („IC Cham“) a fait part de sa décision de séparer ses activités immobilières de son pôle industriel afin de recentrer les activités opérationnelles du Groupe sur le secteur des papiers spéciaux.
- La transaction est structurée comme suit:
  - Fondation de Hammer Retex Holding AG („HRH“) et intégration complète des participations appartenant au groupe Hammer Retex. Outre Hammer Retex AG et sa filiale à 100% Wohnbau Zürich AG, ces participations portent sur Cham Nord Immobilien AG et Cham Immobilien AG.
  - Le IC Cham cède aux investisseurs 45% de ses participations dans HRH.
  - Les participations restantes à hauteur de 55% sont intégralement réparties entre les actionnaires du IC Cham.
  - Offre d'achat des investisseurs auprès des actionnaires de HRH pour 55% du capital de Hammer Retex Holding AG au sens de l'art. 22 ss. de la Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières („LBVM“).
- Les actions de HRH n'étant pas admises à la cotation, il conviendra, par analogie avec l'art. 40 al. 4 de l'Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières („OBVM-FINMA“), de s'appuyer sur l'évaluation d'un organe de contrôle pour la détermination du prix de l'offre.
- Le cabinet d'audit Ernst & Young a été chargé par Ludama Holding AG, dont le siège est à Zoug, d'intervenir en tant qu'organe de contrôle pour la réalisation de cette évaluation.

### Résultat de l'expertise

- Les analyses et évaluations réalisées par Ernst & Young débouchent sur une valeur minimum de CHF 107 par action nominative de HRH. Notre évaluation se fonde surtout sur la méthode du discounted cash-flow („DCF“), comme méthode d'évaluation principale. Le résultat découlant de la méthode de la valeur de marché sert à plausibiliser la valeur selon la méthode DCF..

## Introduction

---

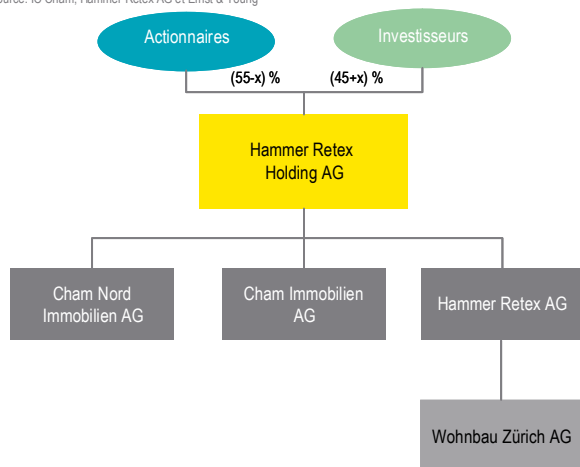
1. Situation initiale
2. Mandat à Ernst & Young



# Situation initiale

## Structure de l'actionnariat après la scission

Source: IC Cham, Hammer Retex AG et Ernst & Young



## Situation initiale

- Dans son communiqué de presse en date de mars 2007, le Conseil d'administration du IC Cham AG a fait part de sa décision de séparer ses activités immobilières de son pôle industriel afin de recentrer les activités opérationnelles du Groupe sur le secteur des papiers spéciaux.
- Pour la mise en œuvre de la séparation de HRH, les considérations ont aussi bien porté sur la vente des activités immobilières que sur leur scission dans le cadre d'un spin-off. Au regard des sondages de marché qui ont été menés, le Conseil d'administration a estimé que la scission dans le cadre d'un spin-off était plus avantageuse aussi bien pour la société que pour les actionnaires.
- Le IC Cham a fait part de l'opération envisagée dans son communiqué de presse en date du 27 octobre 2008. Aux fins de la séparation, les activités immobilières regroupées au sein de HRH sont réparties majoritairement entre les actionnaires existants du IC Cham sous la forme de dividendes en nature. Chaque actionnaire du IC Cham reçoit des actions de la nouvelle société Hammer Retex Holding AG à fonder.
- Alors que Cham Paper Group restera coté à la SIX Swiss Exchange en tant qu'entreprise industrielle focalisée indépendante, HRH sera exploitée en tant qu'entreprise privée.
- Dans un premier temps, une participation de 45% dans HRH sera proposée à l'achat aux investisseurs. Les 55% restants seront intégralement répartis entre les actionnaires du IC Cham. Dans le même temps, une offre publique d'achat sera lancée sur 55% des actions nominatives en circulation au sens de l'art. 22 ss. de la Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières („LBVM“).
- Les actions de HRH n'étant pas admises à la cotation, il conviendra, par analogie avec l'art. 40 al. 4 de l'Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières („OBVM-FINMA“), de s'appuyer sur l'évaluation d'un organe de contrôle pour la détermination du prix de l'offre.

## Transaction envisagée

La transaction est structurée comme suit:

1. Fondation de HRH et intégration complète des participations appartenant au Groupe Hammer Retex. Outre Hammer Retex AG et sa filiale à 100% Wohnbau Zürich AG, ces participations portent sur Cham Nord Immobilien AG et Cham Immobilien AG.
2. Le IC Cham cède aux investisseurs 45% de ses participations dans HRH.

## Situation initiale

3. Les participations restantes à hauteur de 55% sont intégralement réparties entre les actionnaires du IC Cham.
4. Offre d'achat des investisseurs auprès des actionnaires de HRH pour 55% du capital de Hammer Retex Holding AG.

## Mandat à Ernst & Young: établissement d'un rapport d'évaluation selon l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA

### Mandat à Ernst & Young

Ludama Holding AG a chargé Ernst & Young de procéder, en qualité d'organe de contrôle, à l'évaluation d'une action nominative HRH d'une valeur nominale de CHF 1 au sens de l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA. Cette expertise ne peut être publiée qu'en relation avec le présent rapport et ne doit pas être utilisée à d'autres fins.

- ▶ L'expertise ne constitue en aucun cas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'achat. Elle ne comporte par ailleurs aucune évaluation des points suivants:
  - une estimation des conséquences qu'aurait la décision d'acceptation ou de refus,
  - une estimation de la future valeur d'une action HRH et du prix auquel les actions HRH non livrées dans le cadre de l'offre d'achat pourront dorénavant se négocier,
  - une estimation visant à déterminer si les actions seront cotées en Bourse après l'exécution de l'offre et, si oui, à quel cours elles seront négociées.

## Description de l'entreprise

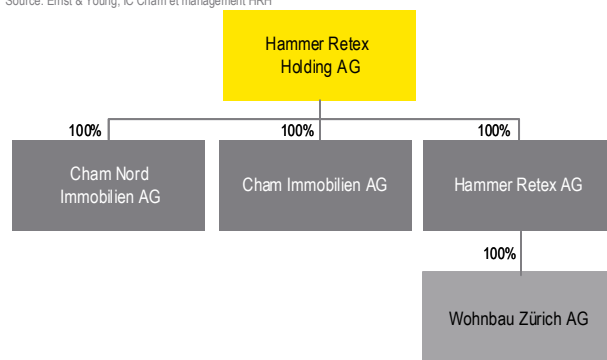
---

3. Structure organisationnelle et profil succinct
4. Domaines d'activité et prestations

# Hammer Retex Holding AG compte parmi les leaders des entreprises immobilières en Suisse centrale

## Hammer Retex Holding AG

Source: Ernst & Young; IC Cham et management HRH



## Structure organisationnelle de HRH

- ▶ HRH ne mènera aucune activité opérationnelle mais fera office de holding pour les trois entreprises Cham Nord Immobilien AG, Cham Immobilien AG et Hammer Retex AG, dans lesquelles elle détient une participation de 100%.
- ▶ Hammer Retex AG détient quant à elle une participation de 100% dans Wohnbau Zürich AG („WBZ“).

## Profil succinct de HRH

- ▶ Hammer Retex AG compte parmi les leaders des entreprises immobilières en Suisse centrale et concentre essentiellement son activité sur la région de Cham / Zoug. La gamme de prestations de HRH englobe les secteurs Entreprise générale, Administration et exploitation des biens immobiliers ainsi qu'Intermédiation et vente.
- ▶ Le portefeuille immobilier est composé de biens fonciers existants, de projets en cours de réalisation, de projets de promotion et d'objets divers. Les biens fonciers existants englobent des immeubles d'habitation et des immeubles commerciaux. Les biens fonciers en cours de réalisation englobent des immeubles d'habitation et des immeubles commerciaux en construction ou des réserves de terrains à bâtir avec projets relatifs à une future détention par HRH. Les objets de promotion correspondent à des immeubles ou réserves de terrains à bâtir avec projets de vente en propriété par étage. Les objets divers regroupent quant à eux des biens fonciers destinés à la vente ou des terrains situés en zones agricoles.
- ▶ Les deux sociétés Cham Nord Immobilien AG et Cham Immobilien AG sont de pures entités ad hoc qui se limitent à la détention de terrains à bâtir ou de terrains agricoles et qui n'exercent aucune activité opérationnelle.
- ▶ WBZ opère depuis 1963 en tant qu'entreprise générale dans le secteur de la construction de maisons individuelles et mitoyennes ainsi que de logements locatifs et en propriété. Elle met en œuvre des projets de nouvelles constructions individuelles et collectives pour le compte de maîtres d'ouvrage privés et institutionnels dans la ville et le canton de Zurich. Les principales zones de nouvelles constructions sont le Knonaueramt, le Limmattal jusqu'à Spreitenbach, la rive gauche du lac de Zurich et diverses communes du Pfannenstiel.

# Domaines d'activité et prestations

## Logo de l'entreprise

Source: site web de l'entreprise



## Domaines d'activité et prestations du secteur opérationnel

### Entreprise générale

- Ce domaine d'activité est marqué par l'exécution de mandats d'entreprise générale ainsi que par la mise en œuvre de services de construction pour des projets en propre et de tiers dans les segments des bâtiments scolaires, des nouvelles constructions de type résidentiel, des immeubles d'habitation et commerciaux, des maisons individuelles de luxe et des projets de rénovation globale. L'offre de prestations englobe entre autres des mandats de direction de travaux, des fiducies de construction, des travaux de transformation, des travaux de rénovation complète ainsi que des concours d'études et de réalisation.

### Exploitation / administration des biens immobiliers

- Ce domaine d'activité regroupe quant à lui l'administration et l'exploitation d'immeubles d'habitation et commerciaux ainsi que de communautés de propriété par étage, ce qui inclut l'administration commerciale et technique, la gestion de portefeuille et la réalisation de travaux de rénovation simples.

### Intermédiation / vente de biens immobiliers

- Le domaine d'activité Intermédiation / vente de biens immobiliers repose sur la commercialisation d'appartements, immeubles de rapport, surfaces commerciales et terrains pour des projets en propre ou pour compte de tiers. Il couvre également les mandats de première mise en location. Le champ d'activités s'étend depuis les évaluations de marché et l'élaboration de concepts de commercialisation jusqu'au conseil en financement des acheteurs potentiels, à la conclusion des contrats et au transfert de propriété des objets en passant par les visites et les entretiens de vente.

## Immeubles de rapport (biens fonciers existants / en cours de réalisation) et activités de promotion

### Biens fonciers existants / en cours de réalisation

- La société détient, développe et exploite des immeubles de rapport afin de générer des revenus locatifs réguliers. Les ressources nécessaires à la réalisation et à l'exploitation des immeubles proviennent essentiellement des activités opérationnelles de la société.

### Activités de promotion

- Les activités de promotion consistent à développer des immeubles (essentiellement à des fins d'habitation) et à les vendre à des tiers en propriété par étages. La création de valeur tient alors à la réalisation des immeubles ainsi qu'à la prise en charge du risque de réalisation.

## Survol du marché

---

### 5. Survol du marché

## Survol du marché

### Survol du marché

- ▶ Comme indiqué précédemment, HRH opère essentiellement dans la région de Cham / Zoug. Dans cette région, l'évolution conjoncturelle des deux dernières années s'est répercutée positivement sur le marché de l'immobilier.
- ▶ Le canton de Zoug reste un puissant aimant pour les personnes à la recherche de surfaces résidentielles, et notamment les clients fortunés désireux de louer ou d'acheter. Sur le marché partiel des logements en propriété, l'évolution des prix qui a pu être observée l'année passée était conforme à la moyenne nationale. Sur la même période, l'augmentation du volume de l'offre a toutefois été inférieure à la moyenne. Sur le segment des logements locatifs, les prix de l'offre ont évolué en 2008 en deçà de la moyenne suisse malgré une variation inférieure à cette dernière en termes de volume. Une analyse de la situation fait apparaître qu'après avoir atteint un très haut niveau, le marché est arrivé à saturation.
- ▶ En Suisse centrale, le marché des surfaces commerciales a affiché une évolution conforme à la moyenne nationale en termes de prix. L'augmentation des volumes est quant à elle restée en deçà de la moyenne. A y regarder de plus près, il s'avère que parallèlement à la réduction de surcapacités, les nouveaux accès ont été peu nombreux. Il est dès lors permis d'en conclure qu'à l'exception de situations centrales dans des villes telles que Zoug, le marché des surfaces commerciales ne bénéficie pas d'un attrait particulier, ce qui se reflète également dans le niveau relativement modeste des loyers même en situation centrale, notamment compte tenu de la très forte valeur ajoutée apportée par les utilisateurs domiciliés dans la région.
- ▶ L'évolution à venir du marché de l'immobilier dépendra en grande partie de la durée et de l'intensité de l'actuelle crise économique. Tant que la population résidente, portée par un taux d'immigration positif, s'inscrira à la hausse, la demande en surfaces d'habitation devrait pouvoir se maintenir, même si sa progression est appelée à ralentir quelque peu. Les coûts de financement extrêmement bas qui prévalent actuellement devraient par ailleurs se répercuter positivement sur la demande dans le segment des logements en propriété.
- ▶ La future demande en surfaces commerciales sera largement fonction de l'évolution de l'économie dans son ensemble. En l'absence de croissance marquée de l'économie, la demande en surfaces commerciales à Cham et à Zoug devrait être relativement faible. L'expérience a montré que les sites les moins centraux et les moins accessibles sont également les plus touchés par la faiblesse de la demande.



## Méthodes et bases d'évaluation

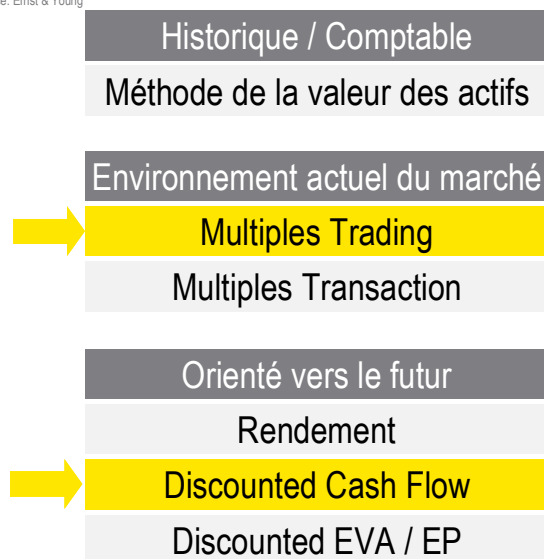
---

- 6. Méthodes et procédures d'évaluation
- 7. Bases d'évaluation

# Méthodes et procédures d'évaluation

## Les méthodes d'évaluation courantes et notre sélection

Source: Ernst & Young



## Méthodes et procédures d'évaluation

### Hypothèses de base

- ▶ Dans le cadre de la présente expertise, la juste valeur de l'entreprise HRH a été calculée en partant de l'hypothèse qu'elle restera indépendante.
- ▶ Les effets de futures reprises ainsi que d'éventuels potentiels de synergie avec des investisseurs n'ont pas été pris en compte dans notre évaluation. Par ailleurs, nous sommes partis du principe que l'orientation opérationnelle du Groupe est correctement reflétée dans le business plan dont nous disposons et qu'elle ne subira aucune modification essentielle.
- ▶ Nous considérons les personnes morales composant la société comme une entité opérationnelle et procédons à l'évaluation de sa future capacité à générer des cash-flows positifs.

### Méthode et mise en œuvre

- ▶ La présente évaluation s'appuie sur deux différentes méthodes, à savoir la méthode DCF et la méthode de la valeur de marché. Ces deux méthodes ont été prises en compte dans le cadre de la fixation de la valeur.

### Evaluation par la méthode DCF

- ▶ La valeur totale de HRH au 17 mars 2009 a été établie selon les composantes suivantes:
  - la valeur opérationnelle découlant des activités d'Entreprise générale, Vente et intermédiation ainsi qu'Administration et exploitation.
  - la valeur immobilière de HRH résultant des immeubles de rapport, des projets en cours de réalisation et de promotion ainsi que des objets divers.
- ▶ Afin d'établir sur cette base la valeur des fonds propres, les liquidités non opérationnelles ainsi que les immobilisations non indispensables à l'exploitation ont été ajoutées à cette valeur totale, de laquelle ont par ailleurs été retranchés les capitaux empruntés productifs d'intérêts, les dettes fiscales latentes et les acomptes de clients PPE. Dans une dernière étape, nous avons ensuite calculé la valeur par action nominative en divisant la valeur des fonds propres de HRH par le nombre d'actions émises.

# Méthodes et procédures d'évaluation

## Vue d'ensemble du portefeuille immobilier – méthode d'évaluation

Objet	Méthode d'évaluation
<i>Biens fonciers existants</i>	
1 Imm. commercial, Sinslerstrasse 65 / 67, Cham	DCF
3 Constr. résidentielle, Lorzenweidstrasse 40-54, Cham	DCF
4 Imm. commercial, Obermühlestrasse 22, 6330 Cham	DCF
5 Constr. résidentielle, Schellenmattstrasse 2/4, Cham	DCF
6 Constr. résidentielle, Sonneggstrasse 29/31, Cham	DCF
7 Constr. résidentielle, Sonneggstrasse 33-37, Cham	DCF
8 Immeuble d'habitation, Untermühlestrasse 34 a-c, Cham	DCF
<i>Projets en cours de réalisation</i>	
9 Constr. résidentielle, Herrenmattstrasse, Cham	DCF
12.2 Constr. résidentielle (1 <sup>re</sup> étape, location), Zoug	DCF
12.3 Constr. résidentielle (2 <sup>e</sup> étape, location), Zoug	DCF
12.4 Constr. résidentielle (3 <sup>e</sup> étape, location), Zoug	DCF
14 Constr. résidentielle, Hünenbergstrasse 29/31, Cham	DCF
15 Imm. bureaux / commerces, Rütliweidstrasse, Cham	DCF
17 Constr. résidentielle, Hammertor III, Cham	DCF
18 Imm. d'habitation / commercial, Leumatt, Buchrain	DCF
22 Imm. d'habitation / commercial, Obermühleweid, Cham	DCF
23 Imm. d'habitation / commercial, Hammergut, Cham	DCF
24 Imm. d'habitation / commercial, Cham Nord, Cham	DCF
<i>Projets de promotion</i>	
10 Imm. d'habitation / lofts, Baarerstrasse 113, Zoug	DCF
11 Imm. d'habitation, Lorzenhof 11/ 13/ 19/ 21/ 23, Cham	DCF
12.1 Imm. d'habitation (PPE, en rangées), Steinhauserstrasse, Zoug	DCF
13 Imm. d'habitation, Bergstrasse 189, Uetikon	DCF
16 Imm. d'habitation, Oetlistalstrasse 8 / 10, Affoltern a.A.	DCF
19 Imm. d'habitation / commercial, Garten- / Rigistrasse, Zug	DCF
21 Imm. d'habitation, Zelglistrasse, Binz	DCF
<i>Objets divers</i>	
2 Appartements, Kirchbreiteweg, Buchrain	Val. compar.
20 Immeuble de promotion, Leihmatte, Wettswil	Val. compar.
- Streckiweid, Cham	Val. comptable
- Terres agricoles CIAG, Cham	Val. comptable

Source: Ernst & Young

## Valeur opérationnelle

- ▶ Les futurs cash-flows s'appuient en majeure partie sur le business plan de HRH. Ce dernier a été remis en question par Ernst & Young et certains postes ont été adaptés en concertation avec Hammer Retex AG.
- ▶ Diverses grandeurs ont été évaluées sur la base des valeurs moyennes du secteur, par ex. le risque systématique (bêta) ou la structure du capital pour la détermination du taux d'escompte.

## Valeur immobilière

- ▶ L'évaluation du portefeuille immobilier s'appuie sur le fait que la totalité des biens immobiliers et réserves de terrains à bâtir sont la propriété de HRH.
- ▶ L'évolution dans le temps des réserves de terrains à bâtir se base sur le business plan.
- ▶ Les futurs cash-flows, que ce soit des cash-flows courants résultant de l'exploitation des biens fonciers ou des cash-flows uniques pour la construction de biens ou la vente de logements en propriété, se basent sur les évaluations de W&P. Dans la mesure du possible, ils ont été remis en question par Ernst & Young et adaptés le cas échéant.
- ▶ L'évaluation du portefeuille immobilier a été réalisée en conformité avec les normes internationales d'évaluation („IVS“). La valeur de marché déterminée correspond à la valeur de marché selon la norme 1 des normes internationales d'évaluation („Livre blanc“), 8<sup>e</sup> édition 2007.
- ▶ Cette valeur de marché établie dans le cadre de la présente expertise s'appuie sur la définition publiée par le Comité des normes internationales d'évaluation („IVSC“) et reconnue par la Royal Institution of Chartered Surveyors („RICS“).
- ▶ L'évaluation du portefeuille immobilier se fonde sur la conservation des biens immobiliers existants („objets existants“) ainsi que sur le développement des réserves de terrains à bâtir conformément au business plan de HRH. Les modes d'utilisation alternatifs susceptibles de donner lieu à des créations de valeur divergentes n'ont pas été pris en considération.
- ▶ Pour deux objets, la valeur immobilière a été évaluée via la méthode des valeurs comparatives. Les deux terrains situés en zone agricole ont été pris en compte dans l'évaluation avec leur valeur comptable. Pour tous les autres objets, nous avons eu recours à la méthode DCF.

## Méthodes et procédures d'évaluation

### *Date de l'évaluation*

- ▶ La date d'évaluation pour la valeur opérationnelle a été fixée au 17 mars 2009, soit avant la publication de l'annonce préalable. La date de l'évaluation est pertinente en ce sens que dans le cadre de la méthode du discounted cash-flow, les cash-flows réalisés en 2009 ne sont pris en compte qu'au prorata et que les futurs cash-flows seront escomptés exactement à cette date.
- ▶ L'évaluation du portefeuille immobilier est également effectuée au 17 mars 2009. Le tableau des loyers ainsi que l'état des coûts de construction pour les immeubles en construction se fondent sur la date du 1er janvier 2009. Nous partons néanmoins du principe qu'aucun changement n'est intervenu jusqu'à la date de l'évaluation.

### **Evaluation avec la méthode de la valeur de marché**

- ▶ La méthode de la valeur de marché a été prise en compte comme suit dans le cadre de l'évaluation:
  - Analyse des multiplicateurs à partir d'entreprises comparables cotées en Bourse (Trading Multiples)
- ▶ La méthode de la valeur de marché permet de déduire directement la valeur totale. Les entreprises du groupe comparatif pour la méthode des Trading Multiples opèrent dans le même champ d'activité et/ou détiennent un portefeuille immobilier. Aucune distinction n'est dès lors établie entre la valeur opérationnelle et la valeur immobilière dans le cadre de cette méthode.
- ▶ La valeur des fonds propres est quant à elle établie en additionnant le capital non indispensable à l'exploitation et en retranchant les capitaux empruntés productifs d'intérêts ainsi que les dettes fiscales latentes et les acomptes de clients PPE. La valeur par action est obtenue en divisant la valeur des fonds propres de HRH par le nombre d'actions émises.
- ▶ Le manque de disponibilité de transactions comparables empêche toute évaluation probante par le biais des Transaction Multiples. Pour le marché suisse de l'immobilier, qui est le marché primaire de HRHP, pratiquement aucune donnée n'est disponible sur les transactions conclues ces dernières années. Les transactions effectuées sur d'autres marchés, notamment en Europe, perdent de leur pertinence compte tenu de l'évolution contraire des prix qui y sont pratiqués par rapport à la Suisse. L'analyse des Transaction Multiples n'a donc pas été prise en compte dans l'évaluation.
- ▶ De plus amples informations sur les méthodes d'évaluation sélectionnées sont fournies en annexe.

# Bases d'évaluation

## Vue d'ensemble des informations utilisées

Source: diverses

### Généralités:

Rapport annuel 2007 IC Cham

([www.iccham.com](http://www.iccham.com))

Analyse du marché immobilier de la Banque cantonale de Zoug de novembre 2008

([www.zugerkb.ch](http://www.zugerkb.ch))

Tableau des loyers, des investissements et des financements de HRH

Listes de projets détaillées

### Secteurs opérationnels:

Business plan du management pour HRH 2009 – 2017

Comptes annuels consolidés 2004 – 2007, révisés

Chiffres effectifs consolidés 2008, non révisés

Comptes individuels révisés 2004-2007, révisés

Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 2007 Yearbook, 2008)

Ibbotson Cost of Capital Yearbook 2008, Morningstar

Analyse du marché des capitaux sur le long terme de Pictet „The Performance of Shares and Bonds in Switzerland“, janvier 2008

### Portefeuille immobilier:

Business plan du management pour HRH 2009 – 2017

Evaluations des biens fonciers Wüest & Partner (détails cf. annexe)

Documents relatifs aux projets de développement Hammer Retex AG (détails cf. annexe)

Données sur le marché (homegate, W&P Immo-Monitoring 2009, comparies / EY) à des fins de vérification des prix de vente et loyers supposés

## Bases générales de l'évaluation

- ▶ Les bases générales sur lesquelles se fonde la présente expertise d'évaluation sont d'une part des informations publiquement accessibles, d'autre part des données financières historiques ainsi que des données prospectives de planification financière établies par le management du IC Cham. Nos réflexions en matière d'évaluation reposent essentiellement sur:
  - le budget pour l'exercice 2009
  - le business plan de HRH pour 2009-2017
  - les comptes et ratios vérifiés des années passées
  - des informations accessibles au public
  - des valeurs de comparaison du secteur de l'immobilier déduites du marché et de diverses bases de données
- ▶ Nous avons par ailleurs eu l'occasion de discuter de questions relatives aux documents précités avec le management de Hammer Retex AG et du IC Cham, ainsi que de remettre en question, discuter et, le cas échéant, adapter les hypothèses formulées dans le business plan.
- ▶ Aucune visite approfondie n'a eu lieu dans le cadre de l'élaboration de l'expertise.
- ▶ D'une manière générale, Ernst & Young présuppose l'exactitude et l'exhaustivité des informations mises à disposition et se fie aux déclarations du management du IC Cham dont la plausibilité a été vérifiée.

## Bases spécifiques de l'évaluation pour le portefeuille immobilier

- ▶ L'évaluation du portefeuille immobilier se fonde sur les rapports d'évaluation de W&P ainsi que sur les indications de Hammer Retex AG concernant les projets en phase de construction. Lesdits rapports ont été complétés par des données relatives au marché qui ont été collectées par Ernst & Young.
- ▶ Dans le cas des biens fonciers existants, la plausibilité des indications fournies dans le cadre des évaluations a été vérifiée par W&P et les adaptations nécessaires effectuées. Aucun contrat de location, décompte des coûts d'exploitation ou plan d'investissement n'était à disposition pour le contrôle de plausibilité. Par ailleurs, aucune visite approfondie n'a été effectuée sur place (drive-by uniquement).
- ▶ Pour les projets en cours de réalisation (objets en construction ou réserves de terrains à bâtir avec projet), des évaluations établies par W&P étaient parfois disponibles. La plausibilité de ces évaluations a été contrôlée comme pour les biens fonciers existants. En l'absence d'évaluation établie par W&P, Ernst & Young a alors procédé à sa propre évaluation sur la base des indications relatives aux objets (y

## Bases d'évaluation

compris le tableau des loyers) ainsi que de l'état des coûts de construction et des devis des coûts de Hammer Retex AG. Les valeurs de marché établies dans le cadre de la méthode DCF prennent en compte les dates de réalisation prévues dans le business plan. L'actualisation des flux de paiement est effectuée à la date de référence de l'évaluation compte tenu du risque de réalisation. Le contrôle de plausibilité ne portait pas sur les clarifications relatives au droit de la construction.

- ▶ Comme dans le cas des projets en cours de réalisation, des évaluations établies par W&P ou des indications fournies par Hammer Retex AG étaient parfois à disposition pour les projets de promotion. De manière analogue, soit l'évaluation a alors fait l'objet d'un contrôle de plausibilité, soit une nouvelle évaluation a été effectuée comme pour les objets en cours de réalisation conformément à la description ci-avant.
- ▶ Les objets divers (2 appartements / terrain à bâtir sans projet / 2 réserves de terrain en zone agricole) ont fait l'objet d'une évaluation spécifique à chacun d'eux. Les valeurs des deux appartements ainsi que du terrain à bâtir sans projet ont été évaluées au moyen de la méthode des valeurs comparatives. Les deux réserves de terrain situées en zone agricole n'ont pas été évaluées par Ernst & Young mais leurs valeurs comptables ont été reprises. Ces dernières sont basées sur des considérations de valeurs conformément aux dispositions de la Loi fédérale sur le droit foncier rural („LDFR“), qui réglemente strictement les évaluations et transactions en zone agricole.
- ▶ Dans le cadre de la détermination de la VNI du portefeuille immobilier, les impôts latents ont également été pris en considération en plus du financement extérieur. Les hypothèses avancées étaient les suivantes:
  - Mise en application du rescrit fiscal existant de l'administration fiscale cantonale pour les biens fonciers situés dans le canton de Zoug
  - Recours analogue pour les biens fonciers situés dans les cantons de Zurich et de Lucerne bien qu'il n'existe encore aucun rescrit fiscal pour ces cantons. Conformément au management du IC Cham, ils devraient néanmoins être prochainement publiés.
  - Le calcul des impôts latents se base sur les valeurs comptables CO qui ont été mises à notre disposition par Hammer Retex AG.
  - Dans le cadre du calcul du bénéfice imposable, des coûts de vente ont été pris en considération à hauteur de 2% de la valeur de marché.
  - Par ailleurs, les impôts latents pour les provisions couvrant les obligations d'entreprise générale sur la différence entre les comptes IFRS et les comptes CO ont également été pris en compte. Une liste détaillée des documents à disposition est fournie en annexe.

## Evaluation d'une action nominale de Hammer Retex Holding AG

---

- 8. Valeur opérationnelle
- 9. Valeur immobilière
- 10. Valeur des fonds propres de Hammer Retex Holding AG

## Pour le secteur opérationnel, Ernst & Young a établi un WACC de 7.7%

### Valeur opérationnelle

#### Méthode du discounted cash-flow

- ▶ Nous avons évalué les cash-flows au moyen du business plan de HRH à disposition après contrôle de sa plausibilité ainsi que sur la base d'autres hypothèses retenues en coopération avec le management.
- ▶ Sur le plan économique, les personnes morales sont considérées en tant qu'entité opérationnelle.

#### Evaluation du facteur d'escompte pour le secteur opérationnel

- ▶ Le WACC décrit l'exigence de rendement pondérée des bailleurs de fonds propres et de capitaux empruntés. Un ajustement fiscal des coûts des capitaux empruntés est nécessaire étant donné que les impôts contenus dans les cash-flows disponibles sont calculés sur la base de l'EBIT.
- ▶ Pour HRH, nous calculons un WACC de 7.7%. Celui-ci se compose d'une exigence de rendement des fonds propres de 10.1% et d'une rémunération exigée des capitaux empruntés de 5.2%. Les coûts des fonds propres sont déduits selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) reconnu. Les coûts des capitaux empruntés ont été corrigés du taux d'imposition consolidé de HRH de 17%.
- ▶ Le WACC est calculé selon la formule illustrée ci-après:

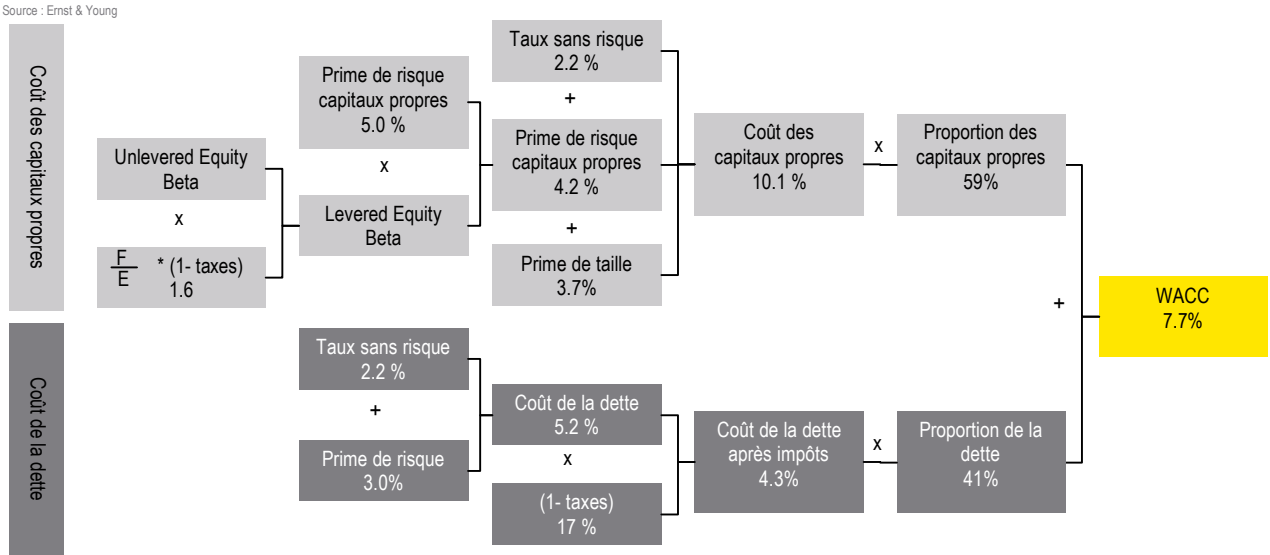
#### **Conclusion pour HRH:**

Le WACC pour HRH est de 7.7%.



Pour le secteur opérationnel, Ernst & Young a établi un WACC de 7.7%

Schéma de calcul du WACC corrigé des impôts



Les éléments du WACC corrigé des impôts et leur déduction sont décrits ci-après:

Structure du capital et taux d'imposition

Composante	Valeur	Explication	Sources
Quote-part des capitaux empruntés	41%	La quote-part des capitaux empruntés décrit la part des capitaux empruntés des entreprises du secteur saisie aux valeurs de marché. Elle permet de pondérer les coûts des capitaux empruntés dans le WACC.	Part des capitaux empruntés rapportée à la moyenne du secteur (source: Ibbotson Cost of Capital Yearbook 2008, Morningstar)
Quote-part des fonds propres	59%	La quote-part des fonds propres décrit la part des fonds propres du secteur saisie aux valeurs de marché. Elle permet de pondérer les coûts des fonds propres dans le WACC.	Déduction par le biais de la part des capitaux empruntés
Taux d'imposition	17%	Le taux d'imposition doit se comprendre comme un taux d'imposition consolidé et quantifie la charge fiscale globale sur le résultat net avant impôts de HRH. Le taux d'imposition est utilisé dans le processus de «Re-levering» pour le calcul du bêta et l'ajustement fiscal des coûts des capitaux empruntés.	Taux d'imposition consolidé (source: Hammer Retex AG)

## Pour le secteur opérationnel, Ernst & Young a établi un WACC de 7.7%

### Coûts des fonds propres (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque	2.2%	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation.	Rendement de l'obligation fédérale à dix ans au 17/03/09 (source: Bloomberg)
Bêta «unlevered» ajusté	0.54x	Le bêta reflète le risque systématique d'une action déduit selon le CAPM. Les bêtas ont été observés sur le marché des capitaux et sont „unlevered” conformément à la structure de leur capital. Le processus de „Unlevering” corrige les bêtas et neutralise les effets induits par la structure différente des capitaux empruntés. Formule: $\text{bêta (unlevered)} = \text{bêta ajusté} / (1 + \text{CE/FP} * (1 - \text{taux d'imposition}))$	Source: Ibbotson Cost of Capital Yearbook 2008, Morningstar.
Bêta «re-levered» ajusté	0.85x	Pour calculer le risque systématique pour HRH, le bêta „unlevered” ajusté est «re-levered» conformément à la structure du capital moyenne du secteur.  Formule: $\text{bêta (relevered)} = \text{bêta (un-levered)} * (1 + \text{CE/FP} * (1 - \text{taux d'imposition}))$	Source: Ibbotson Cost of Capital Yearbook 2008, Morningstar
Prime de risque de marché	5%	La prime de risque de marché correspond à la différence entre le rendement du marché suisse des actions et le rendement sans risque des obligations fédérales au cours des 80 dernières années environ.	Prime de risque de marché pour la Suisse (source: Pictet „The Performance of Shares and Bonds in Switzerland”, janvier 2008 et Ernst & Young).
Prime de taille	3.7%	Plusieurs études empiriques ont montré qu'en comparaison avec les grandes entreprises, les petites entreprises (en termes de capitalisation) affichaient à long terme un excédent de rendement qui ne s'explique pas via le MEDAF, en d'autres termes le risque systématique. En règle générale, de plus hauts rendements ne sont possibles à long terme que moyennant de plus grands risques. En échange de ces risques plus élevés, les bailleurs de fonds exigent une indemnisation plus importante. Afin de compenser l'exigence de rendement accrue d'une société telle que HRH, nous procédons à une majoration correspondante des coûts des fonds propres.	Prime de taille pour les PME d'une valeur boursière inférieure à 500 millions (source: Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, Yearbook 2008 publié par Morningstar).
<b>Coûts des fonds propres de HRH</b>	<b>10.1%</b>		

Source: Ernst & Young

## Le taux de croissance perpétuelle correspond à l'inflation attendue à long terme pour la Suisse à hauteur de 1.4%

### Coûts des capitaux empruntés (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque	2.2%	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation.	Rendement de l'obligation fédérale à dix ans au 17/03/09 (source: Bloomberg)
Prime de risque pour les CE	3%	En fonction de la réputation de solvabilité de HRH, les bailleurs de CE exigent une prime de risque sur le taux sans risque. Conformément au management, la prime de risque s'établit à 3.0%, ce qui correspond aux coûts de refinancement supposés.	Prime de risque pour les coûts des CE (source: Hammer Retex AG)
<b>Coûts des capitaux empruntés de HRH</b>	<b>5.2%</b>		

### Croissance perpétuelle: inflation et croissance réelle du secteur

- L'application de la méthode DCF débouche après la période du business plan sur une hypothèse concernant un cash-flow disponible durable utilisé pour déterminer la valeur résiduelle. Cette valeur résiduelle inclut la valeur de tous les futurs cash-flows postérieurs à la période du business plan.
- Le calcul de la valeur résiduelle suppose une croissance perpétuelle des cash-flows. Cette croissance permet de compenser d'une part l'inflation déjà prise en compte dans les coûts des fonds propres, et d'autre part une possible croissance réelle du domaine d'activité à évaluer.
- Conformément à la pratique courante, seul le taux d'inflation attendu à long terme est normalement utilisé en tant que taux de croissance perpétuelle, ce qui permet de maintenir les futurs cash-flows réels à un niveau stable.
- Le principal instrument de mesure de l'inflation est l'indice des prix à la consommation („IPC“), qui permet de mesurer les coûts d'un panier de biens fixes visant à refléter les dépenses régulières d'un ménage moyen. L'inflation correspond à l'évolution du prix de ce panier. L'inflation attendue à long terme est estimée pour la Suisse à 1.4% à partir de 2018, et aucune croissance réelle n'est prévue.

### Conclusion pour HRH

Le taux de croissance à long terme retenu est l'inflation attendue pour la Suisse à hauteur de 1.4% selon Global Insight.

## Avec la méthode DCF, la valeur des secteurs opérationnels est de KCHF 17'488

### Evaluation DCF

- ▶ En nous appuyant sur les considérations ci-avant concernant la méthode DCF et les bases d'information mentionnées, nous avons établi une valeur opérationnelle au 17 mars 2009 sans tenir compte des actifs non liés à l'exploitation.
- ▶ A la date de l'évaluation, cette valeur était de KCHF 17'488.
- ▶ La valeur opérationnelle est ensuite complétée par la valeur immobilière et les actifs non liés et réduite des capitaux empruntés productifs d'intérêts. La valeur des fonds propres de HRH qui en résulte est alors divisée par le nombre d'actions nominatives émises afin d'obtenir la valeur de chaque action nominative.

### Conclusion pour HRH:

La valeur opérationnelle conformément à la méthode DCF est de KCHF 17'488.

## Avec la méthode DCF, la valeur de marché du portefeuille immobilier est de KCHF 156'129

### Valeur de marché du portefeuille immobilier

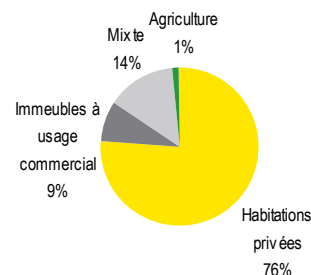
#### Valeurs en KCHF

Biens fonciers existants	51'393	32.92%
Projets en cours de réalisation	50'080	32.08%
Projets de promotion	50'080	32.08%
Objets divers	4'576	2.93%
<b>Total portefeuille</b>	<b>156'129</b>	<b>100.00%</b>

Source: Ernst & Young

#### Classification en fonction de l'utilisation

Source: Ernst & Young



### Valeur immobilière

#### Description du portefeuille

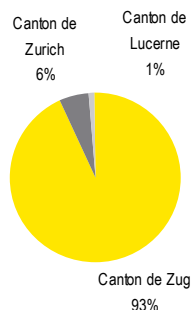
- Le portefeuille immobilier de HRH comprend 29 immeubles: 7 biens fonciers existants, 11 biens en cours de réalisation, 7 projets de promotion et 4 objets divers. Pour des raisons historiques, la plupart d'entre eux sont situés aux alentours du siège de la société mère à Cham. En termes de valeur de marché, ce parc immobilier est composé à 33% environ de biens fonciers existants, à 32% environ de projets en cours de réalisation pour compte propre, à 32% environ d'objets de promotion et à 3% d'objets divers.
- L'utilisation actuelle ou prévue montre que 76% de la valeur de marché reviennent à l'usage d'habitation. 14% sont des immeubles à usage mixte et 9% des surfaces à vocation commerciale. Du point de vue de la répartition géographique, 93% de la valeur de marché revient au canton de Zoug, 6% au canton de Zurich et 1% au canton de Lucerne.
- D'autres indications relatives à chacun des biens immobiliers sont fournies en annexe dans les descriptions des différents objets.

#### Conclusion pour HRH:

La valeur de marché du bien immobilier établie sur la base des hypothèses du business plan est de KCHF 156'129.

### Classification en fonction de la situation géographique

Source: Ernst & Young



## Description des méthodes d'évaluation sélectionnées par Ernst & Young

### Calcul de la valeur par action de HRH

Monnaie CHF 000	Unité	2009
Valeur opérationnelle au 17/03/2009	KCHF	17'488
Valeur de l'immeuble	KCHF	156'129
Capital non indispensable à l'exploitation	KCHF	2'542
<b>Valeur totale au 17/03/2009</b>	<b>KCHF</b>	<b>176'159</b>
Valeur de marché des capitaux empruntés productifs d'intérêts	KCHF	(25'188)
Dettes fiscales latentes	KCHF	(5'622)
Acomptes acheteurs PPE	KCHF	(10'400)
<b>Valeur des fonds propres (100%) au 17/03/2009</b>	<b>KCHF</b>	<b>134'949</b>
Nombre d'actions	#	1'260'655
<b>Valeur par action</b>	<b>CHF</b>	<b>107</b>

Source: informations Hammer Retex AG et calculs Ernst & Young

### Valeur des fonds propres de Hammer Retex Holding AG

- Conformément aux calculs exposés précédemment, la valeur totale de HRH est obtenue en additionnant la valeur opérationnelle et la valeur immobilière.
- Afin d'établir sur cette base la valeur des fonds propres, les liquidités non opérationnelles ainsi que les immobilisations non indispensables à l'exploitation sont ajoutées à cette valeur totale, de laquelle sont par ailleurs retranchés les capitaux empruntés productifs d'intérêts, les dettes fiscales latentes et les acomptes de clients PPE. Ce calcul est représenté ci-contre.

### Calcul de la valeur de chaque action nominative de HRH

- Sur la base de 1'260'655 actions nominatives en circulation, la valeur arrondie de chaque action nominative d'une valeur nominale de CHF 1 s'établit à CHF 107.

### Conclusion pour HRH:

Sur la base de la méthode DCF, la valeur par action de HRH s'établit à CHF 107.

# Calcul de la valeur des fonds propres avec la méthode de la valeur de marché

## Sélection d'une grandeur de comparaison appropriée

Source: Ernst & Young

Ratios de chiffre d'affaires	
	valeur de l'entreprise / chiffre d'affaires
Ratios orientés rendement	
→	valeur de l'entreprise / EBITDA
	valeur de l'entreprise / EBIT
	valeur de l'entreprise / bénéfice net
	valeur de l'entreprise / cash-flows opérationnel
	valeur de l'entreprise / cash-flows disponibles

## Méthode de la valeur de marché

- ▶ La valeur par action nominative de HRH est établie dans ce qui suit au moyen de la méthode de la valeur de marché et, en découlant, la valeur totale de HRH pourra être évaluée.
- ▶ Contrairement à la méthode DCF, dans le cadre de laquelle les secteurs opérationnels et le portefeuille de biens fonciers sont évalués séparément puis réunis, la méthode de la valeur de marché permet de déterminer directement la valeur totale. A partir de la méthode de la valeur de marché, l'approche suivante a été mise en œuvre pour l'évaluation de HRH.
  - Méthode des Trading Multiples

## Méthode des Trading Multiples

### Sélection d'une grandeur de comparaison appropriée pour le calcul des Trading Multiples

- ▶ Pour l'évaluation de la capacité de rendement opérationnelle, nous nous appuyons sur le multiple EBITDA. Cette grandeur de bénéfice est libre de tout effet tel que les amortissements, les frais de financement ou les aspects fiscaux et reflète au mieux la capacité de rendement opérationnelle d'une entreprise.
- ▶ Le multiple EBIT n'a pas été pris en compte dans l'évaluation car il peut être déformé par des amortissements.

### Marche à suivre et résultat

- ▶ La valeur totale est calculée en multipliant le Trading Multiple par les résultats économiques temporellement coïncidents de HRH. Nous appliquons cette méthode à l'EBITDA de l'année 2008.
- ▶ Les multiplicateurs des entreprises de comparaison sont calculés à l'aune de la capitalisation boursière. Des informations plus détaillées sur le groupe de comparaison et la détermination des multiples sont disponibles en annexe. (page 30 „Dédution des multiples EBITDA pour la méthode de la valeur de marché à l'aide d'un groupe de comparaison“)
- ▶ Dans le présent exemple, la totalité des liquidités ont été ajoutées à la valeur totale car la même logique a été appliquée dans le cadre de la détermination des Trading Multiples. Les actifs non liés à l'exploitation ont par ailleurs été ajoutés à la valeur totale, par exemple les placements financiers.
- ▶ Pour l'obtention de la valeur des fonds propres, la valeur de marché des capitaux empruntés ainsi que les dettes fiscales latentes et les acomptes d'acheteurs PPE ont été retranchés. Pour obtenir la valeur

## Calcul de la valeur des fonds propres avec la méthode de la valeur de marché

des fonds propres par action, la valeur des fonds propres est ensuite divisée par le nombre d'actions en circulation. La déduction de la valeur des actions est exposée dans le tableau ci-après.

### Calcul de la valeur par action nominative au moyen de la méthode des Trading Multiples

Position	Unité	Valeur
Valeur des fonds propres de HRH établie au moyen de la méthode des Trading Multiples (multiple EBITDA moyen 2008 et 2009)	KCHF	128'186
Nombre d'actions en circulation de HRH émises	# des actions	1'260'655
<b>Valeur Trading Multiple d'une action nominative de HRH d'une valeur nominale de CHF 1</b>	<b>CHF</b>	<b>102</b>

Source: Ernst & Young

### Conclusion pour HRH

La valeur du Trading Multiple EBITDA par action est de CHF 102.



## Appréciation globale

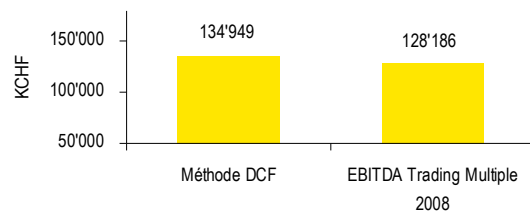
---

### 11. Vue d'ensemble des résultats

## Sur la base des réflexions menées en matière d'évaluation, la valeur par action HRH s'établit à CHF 103

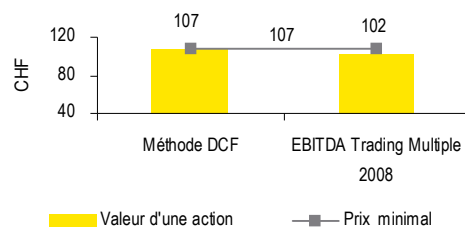
### Capitaux propres conformément aux méthodes appliquées

Source: informations Hammer Retex AG et calculs Ernst & Young



### Valeur par action nominative de HRH conformément aux méthodes appliquées et prix minimum par action après contrôle de plausibilité

Source: informations Hammer Retex AG et calculs Ernst & Young



### Résultat de l'expertise

- Les valeurs des fonds propres établies au moyen des différentes méthodes ainsi que les valeurs par action nominative de HRH sont représentées dans les graphiques ci-contre.
- Sur la base du business plan établi par le management de IC Cham et des informations sur lesquelles se fonde l'évaluation du portefeuille immobilier, la valeur des fonds propres qui résulte de la méthode DCF pour la détermination de la valeur opérationnelle et de la valeur immobilière est de KCHF 134'949. Compte tenu des 1'260'655 actions émises, la valeur par action nominative HRH s'établit à CHF 107.
- Le calcul de la valeur au moyen de la méthode du Trading Multiple EBITDA aboutit à une valeur de fonds propres de KCHF 128'186, soit une valeur par action de CHF 102.
- La détermination du prix minimum s'appuie sur la méthode DCF en tant que méthode principale. La méthode de la valeur de marché sert à plausibiliser la valeur selon la méthode DCF.
- La valeur d'une action selon les multiples EBITDA de CHF 102 est inférieure à la valeur DCF. Eu égard aux conditions économiques particulières qui prévalent actuellement, nous considérons que dans une perspective à long terme, la valeur de marché pourrait avoir tendance actuellement à conduire à un résultat trop bas.
- Sur la base des méthodes d'évaluation appliquées et des considérations exposées plus haut, nous considérons que la valeur découlant de la méthode DCF est appropriée. En tenant compte des 1'260'655 actions, il en résulte un prix minimum de CHF 107 par action nominative HRH.

### Conclusion pour HRH

Ernst & Young considère comme approprié un prix minimum de CHF 107 pour une action HRH.

Zurich, le 17 mars 2009

Ernst & Young SA

Louis Siegrist  
Partner

Jvo Grundler  
Partner

## Annexe

---

- 12. Déduction des multiples EBITDA pour la méthode de la valeur de marché à l'aide d'un groupe de comparaison
- 13. Description des entreprises du groupe de comparaison
- 14. Chiffres clés du portefeuille immobilier
- 15. Documents utilisés pour le portefeuille immobilier
- 16. Description des méthodes d'évaluation sélectionnées par Ernst & Young

## Déduction des multiples EBITDA pour la méthode de la valeur de marché à l'aide d'un groupe de comparaison

### Groupe de comparaison Bloomberg pour la déduction des multiples EBITDA

Société	Ticker	Pays	Monnaie	Derniers comptes annuels	Capitalisation boursière	Valeur des fonds propres	CE	Trésorerie	CE nets	Valeur d'entreprise (VE)	EBITDA LTM	VE / EBITDA LTM
Allreal Holding AG	ALLN SW	Suisse	CHF	31/12/2008	1'225	1'225	1'304	19	1'285	2'510	137	18.3
Mobimo Holding AG	MOBN SW	Suisse	CHF	31/12/2008	562	562	609	12	597	1'159	70	16.5
Intershop Holdings	IS SW	Suisse	CHF	30/06/2008	578	578	581	9	572	1'149	70	16.4
Pax-Anlage AG	PAXN SW	Suisse	CHF	30/06/2008	140	140	190	4	186	326	22	14.9
Min.												<b>14.9</b>
Max.												<b>18.3</b>
Moyenne												<b>16.6</b>
Valeur médiane												<b>16.5</b>

Source: Bloomberg, 17.03.09

## Description des entreprises du groupe de comparaison

### Descriptions d'entreprises

#### Allreal Holding AG

Allreal Holding AG développe et détient des biens immobiliers. La société intervient en tant qu'entreprise générale et propose la gestion des processus de planification, d'architecture et de construction. Allreal propose par ailleurs des services de rénovation et détient un portefeuille immobilier composé d'immeubles d'habitation ainsi que d'immeubles de bureaux et commerciaux.

#### Mobimo Holding AG

Mobimo Holding AG construit et rénove des immeubles d'habitation et investit dans les immeubles commerciaux.

#### Intershop Holdings

Intershop Holding AG développe, finance et gère des immeubles commerciaux par l'intermédiaire de ses filiales

#### Pax-Anlage AG

PAX-Anlage AG investit dans l'immobilier suisse. L'entreprise possède ses propres appartements, garages et parkings en Suisse orientale.

Source: Bloomberg

## Immeubles existants

### 1 – Hammertor, Sinslerstrasse 65 / 67, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### Immeubles existants

#### 1 – Hammertor, Sinslerstrasse 65 / 67, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 623'059	
Année de construction	2001	Taux d'inoccupation A 1	9 %	
Rénovation	2013			
Durée de vie globale	80	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.05 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	5.10 %	
Surface du terrain	3'144 m2	Rendement net A 1	4.68 %	
Surfaces loc.	2'771 m2			
Cubage ECAB	19'508 m3	Coûts de construction	n/a	
Valeur ECAB	CHF 12'219'000	Réfections A 1-10	CHF 75'000	
		Réfections A 11 -	CHF 1'793'813	

### 3 – Lorzenweidstrasse 40 – 54, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



#### 3 – Lorzenweidstrasse 40 – 54, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 262'980	Situé en zone agricole
Année de construction	1873	Taux d'inoccupation A 1	2 %	Inscription à l'inventaire des objets dignes de protection
Rénovation	2010 / 2011 / 2014			Maintien avec légères rénovations en 2010
Durée de vie globale	80	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.20 %	2011
		Taux d'escompte A 11-, nominal	5.25 %	
Surface du terrain	14'775 m2	Rendement net A 1	5.88 %	
Surfaces loc.	1'642 m2			
Cubage ECAB	9'410 m3	Coûts de construction	n/a	
Valeur ECAB	CHF 6'348'000	Réfections A 1-10	CHF 750'000	
		Réfections A 11 -	CHF 522'541	

## Immeubles existants

### 4 – Obermühlestrasse 22, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### 4 – Obermühlestrasse 22, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 98'253	Immeuble uniquement adapté aux locataires célibataires
Année de construction	1750	Taux d'occupation A 1	10 %	
Rénovation	2018	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.70 %	
Durée de vie globale	80	Taux d'escompte A 11-, nominal	5.75 %	
Surface du terrain	650 m2	Rendement net A 1	5.41 %	
Surfaces loc.	487 m2			
Cubage ECAB	1'742 m3	Coûts de construction	n/a	
Valeur ECAB	CHF 1'984'000	Réfections A 1-10	CHF 220'000	
		Réfections A 11 -	CHF 272'778	

### 5 – Schnellenmattstrasse 2 / 4, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### 5 – Schnellenmattstrasse 2 / 4, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 337'476	
Année de construction	1988	Taux d'occupation A 1	2 %	
Rénovation	2017	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.00 %	
Durée de vie globale	90	Taux d'escompte A 11-, nominal	5.05 %	
Surface du terrain	2'616 m2	Rendement net A 1	5.09 %	
Surfaces loc.	1'562 m2			
Cubage ECAB	9'767 m3	Coûts de construction	n/a	
Valeur ECAB	CHF 5'634'000	Réfections A 1-10	CHF 60'000	
		Réfections A 11 -	CHF 885'585	

## Immeubles existants

### 6 - Sonnegg- / Johannisstrasse 29 / 31, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### Nr. 6 - Sonnegg- / Johannisstrasse 29 / 31, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 904'848	
Année de construction	1989	Taux d'inoccupation A 1	2 %	
Rénovation	2016			
Durée de vie globale	100	Taux d'escompte A 1-10, nominal	4.90 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	4.95 %	
Surface du terrain	3'372 m2	Rendement net A 1	4.85 %	
Surfaces loc.	3'408 m2			
Cubage ECAB	16'592 m3	Coûts de construction	n/a	
Valeur ECAB	CHF 11'886'000	Réfections A 1-10	CHF 1'420'000	
		Réfections A 11 -	CHF 1'185'404	

### 7 – Sonnegg- / Johannisstrasse 33 / 37, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### 7 – Sonnegg- / Johannisstrasse 33 / 37, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 738'396	
Année de construction	1992	Taux d'inoccupation A 1	4 %	
Rénovation	2017			
Durée de vie globale	100	Taux d'escompte A 1-10, nominal	4.90 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	4.95 %	
Surface du terrain	3'837 m2	Rendement net A 1	4.84 %	
Surfaces loc.	2'619 m2			
Cubage ECAB	14'882 m3	Coûts de construction	n/a	
Valeur ECAB	CHF 11'206'000	Réfections A 1-10	CHF 1'130'000	
		Réfections A 11 -	CHF 1'230'569	



## Immeubles existants

### 8 – Untermühle 1 / 4, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### 8 – Untermühle 1 / 4, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 114'420	Inscription à l'inventaire des objets dignes de protection
Année de construction	1903	Taux d'occupation A 1	2 %	Maintien avec légères rénovations en 2012
Rénovation	2012 / 2015			
Durée de vie globale	90	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.40 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	5.45 %	
Surface du terrain	4'914 m2	Rendement net A 1	7.01 %	
Surfaces loc.	1'316 m2			
Cubage ECAB	6'474 m3	Coûts de construction	n/a	
Valeur ECAB	CHF 3'856'000	Réfections A 1-10	CHF 290'000	
		Réfections A 11 -	CHF 392'773	

# Projets en réalisation

## 9 – Herrenmattstrasse, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



## 12.2 – Steinhäuserstrasse , 6300 Zug (1<sup>re</sup> étape)

Source: Ernst & Young



## Projets en cours de réalisation

### 9 – Herrenmattstrasse, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 2'096'880	L'occupation échelonnée de l'immeuble entièrement loué a commencé (immeuble construit en plusieurs étapes)
Début de la construction	-	Taux d'inoccupation A 1	51 %	
Occupation	A partir de 2009			
Durée de vie globale	100	Taux d'escompte A 1-10, nominal	4.90 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	4.95 %	
Surface du terrain	9'862 m2			
Surfaces loc.	7'611 m2	Coûts de construction 1)	CHF 9'260'687	
Cubage	50'390 m3	Réfections A 1-10	-	
		Réfections A 11 -	CHF 3'162'102	

1) Coûts de construction à compter du jour de référence de l'évaluation

### 12.2 – Steinhäuserstrasse , 6300 Zoug (1<sup>re</sup> étape)

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 1'012'855	
Début de la construction	2009	Taux d'inoccupation A 1	6 %	
Occupation	2011			
Durée de vie globale	100	Taux d'escompte A 1-10, nominal	4.80 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	4.85 %	
Surface du terrain	4'214 m2			
Surfaces loc.	3'347 m2	Coûts de construction 1)	CHF 14'752'225	
Cubage	22'000 m3	Réfections A 1-10	-	
		Réfections A 11 -	CHF 1'605'924	

1) Coûts de construction à compter du jour de référence de l'évaluation

# Projets en réalisation

## 12.3 – Steinhäuserstrasse, 6300 Zug (2<sup>e</sup> étape)

Source: Ernst & Young



## 12.4 – Steinhäuserstrasse, 6300 Zug (3<sup>e</sup> étape)

Source: Ernst & Young



## 12.3 – Steinhäuserstrasse , 6300 Zoug (2<sup>e</sup> étape)

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 3'426'735	
Début de la construction	2010	Taux d'inoccupation A 1	6 %	
Occupation	2013			
Durée de vie globale	100	Taux d'escompte A 1-10, nominal	4.80 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	4.85 %	
Surface du terrain	12'106 m2			
Surfaces loc.	11'304 m2	Coûts de construction	CHF 46'750'000	
Cubage	70'900 m3	Réfections A 1-10	-	
		Réfections A 11 -	CHF 5'531'611	

## 12.4 – Steinhäuserstrasse , 6300 Zoug (3<sup>e</sup> étape)

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 2'014'325	
Début de la construction	2012	Taux d'inoccupation A 1	6 %	
Occupation	2015			
Durée de vie globale	100	Taux d'escompte A 1-10, nominal	4.80 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	4.95 %	
Surface du terrain	7'007 m2			
Surfaces loc.	6'649 m2	Coûts de construction	CHF 26'700'000	
Cubage	41'280 m3	Réfections A 1-10	-	
		Réfections A 11 -	CHF 3'120'036	

## Projets en réalisation

### 14 – Hünenbergstrasse 29 / 31, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### 14 – Hünenbergstrasse 29 / 31, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 432'000	
Début de la construction	2010	Taux d'inoccupation A 1	6 %	
Occupation	2011			
Durée de vie globale	100	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.00 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	5.05 %	
Surface du terrain	2'495 m2			
Surfaces loc.	1'490 m2	Coûts de construction	CHF 6'200'000	
Cubage	6'900 m3	Réfections A 1-10	-	
		Réfections A 11 -	CHF 609'337	

### 15 – Rütliweidstrasse, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### 15 – Rütliweidstrasse, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 1'051'720	Construction de l'immeuble commercial reportée à 2012
Début de la construction	2012	Taux d'inoccupation A 1	35 %	
Occupation	2013			
Durée de vie globale	90	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.80 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	5.85 %	
Surface du terrain	8'362 m2			
Surfaces loc.	6'095 m2	Coûts de construction	CHF 14'355'000	
Cubage	38'800 m3	Réfections A 1-10	-	
		Réfections A 11 -	CHF 1'403'852	

## Projets en réalisation

### 17 – Hammertor III, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### 17 – Hammertor III, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 1'148'010	
Début de la construction	2010	Taux d'inoccupation A 1	7 %	
Occupation	2012			
Durée de vie globale	100	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.10 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	5.15 %	
Surface du terrain	6'137 m2			
Surfaces loc.	4'142 m2	Coûts de construction	CHF 16'300'000	
Cubage	27'820 m3	Réfections A 1-10	-	
		Réfections A 11 -	CHF 1'710'497	

### Leumatt, 6033 Buchrain

Source: Ernst & Young



### 18 – Leumatt, 6033 Buchrain

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 858'250	
Début de la construction	2011	Taux d'inoccupation A 1	28 %	
Occupation	2012			
Durée de vie globale	100	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.50 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	5.55 %	
Surface du terrain	5'639 m2			
Surfaces loc.	3'773 m2	Coûts de construction	CHF 12'500'000	
Cubage	20'420 m3	Réfections A 1-10	-	
		Réfections A 11 -	CHF 999'222	



## Projets en réalisation

### 22 – Obermühleweid, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### 22 – Obermühleweid, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 5'461'460	
Début de la construction	2010	Taux d'inoccupation A 1	86 %	
Occupation	2012			
Durée de vie globale	100	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.30 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	5.35 %	
Surface du terrain	25'022 m2			
Surfaces loc.	23'500 m2	Coûts de construction	CHF 70'100'000	
Cubage	126'730 m3	Réfections A 1-10	-	
		Réfections A 11 -	CHF 6'821'231	

### 23 – Hammergut (Hofensemble), 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### 23 – Hammergut (Hofensemble), 6330 Cham (CIAG)

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 1'706'849	
Début de la construction	2010	Taux d'inoccupation A 1	28 %	
Occupation	2012			
Durée de vie globale	100	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.35 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	5.40 %	
Surface du terrain	16'666 m2			
Surfaces loc.	6'209 m2	Coûts de construction	CHF 26'250'000	
Cubage	43'000 m3	Réfections A 1-10	-	
		Réfections A 11 -	CHF 2'045'449	

## Projets en réalisation

### 24 – Cham Nord, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



### 24 – Cham Nord, 6330 Cham (CINAG)

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Papierfabrik Cham AG	Rend. locatif THEOR. p.a.	CHF 8'566'480	
Début de la construction	2012	Taux d'inoccupation A 1	47 %	
Occupation	2016			
Durée de vie globale	90	Taux d'escompte A 1-10, nominal	5.55 %	
		Taux d'escompte A 11-, nominal	5.60 %	
Surface du terrain	26'282 m2			
Surfaces loc.	40'800 m2	Coûts de construction	CHF 111'350'000	
Cubage	212'420 m3	Réfections A 1-10	-	
		Réfections A 11 -	CHF 13'363'410	

## Objets de promotion

### Baarerstrasse 113 (Induktalofte), 6300 Zug

Source: Ernst & Young



### Projets de promotion

#### 10 – Baarerstrasse 113 (Induktalofte), 6300 Zoug

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Produit de la vente	CHF 32'210'000	Taux actuel de réservation/vente: 68% environ
Début de la construction	n/a	Coûts de construction 1)	CHF 19'700'101	
Occupation	Dès déc. 2009	Frais annexes de vente	CHF 1'814'197	
Surface du terrain	4'323 m2			
Surface utilisable	4'220 m2			
Cubage	n/a			

1) Coûts de construction à compter du jour de référence de l'évaluation

### 11 - Lorzenhof 11/ 13/ 19/ 21/ 23, 6330 Cham

Source: Ernst & Young



#### 11 - Lorzenhof 11/ 13/ 19/ 21/ 23, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex/ Alfred Müller AG (50% + 50%)	Produit de la vente (part Hammer Retex)	CHF 37'706'500	
Début de la construction	n/a	Coûts de construction 1)	CHF 17'197'462	
Occupation	Dès oct. 09	Frais annexes de vente	CHF 1'816'798	
Surface du terrain	17'834 m2			
Surface utilisable	11'024 m2			
Cubage	34'900 m3			

1) Coûts de construction à compter du jour de référence de l'évaluation



## Objets de promotion

### 12.1 – Steinhauserstrasse, 6300 Zug

Source: Ernst & Young



### 12.1 – Steinhauserstrasse, 6300 Zoug

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Hammer Retex AG	Produit de la vente	CHF 29'930'000	Taux actuel de réservation/vente: 32% environ
Début de la construction	Nov. 2008	Coûts de construction 1)	CHF 16'840'171	
Occupation	Janv. 2011	Frais annexes de vente	CHF 1'537'790	
Surface du terrain	4'330 m2			
Surface utilisable	3'399 m2			
Cubage	23'520 m3			

1) Coûts de construction à compter du jour de référence de l'évaluation

### 13 - Bergstrasse 189, 8707 Uetikon a.S.

Source: Ernst & Young



### 13 - Bergstrasse 189, 8707 Uetikon a.S.

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Wohnbau Zürich AG	Produit de la vente	CHF 5'722'000	
Début de la construction	Déc. 2009	Coûts de construction	CHF 3'830'000	
Occupation	Mi-2010	Frais annexes de vente	CHF 312'309	
Surface du terrain	1'120 m2			
Surface utilisable	872 m2			
Cubage	2'970 m3			

## Objets de promotion

### 16 – Oetlistalstrasse 8 / 10, 8910 Affoltern a.A.

Source: Ernst & Young



### 16 – Oetlistalstrasse 8 / 10, 8910 Affoltern a.A.

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Wohnbau Zürich AG	Produit de la vente	CHF 12'756'750	Vente de la ferme existante prévue dans l'état actuel
Début de la construction	Mars 2009	Coûts de construction	CHF 9'185'000	
Occupation	Mai 2010	Frais annexes de vente	CHF 715'658	
Surface du terrain	3'171 m2			
Surface utilisable	2'098 m2			
Cubage	n/a			

### 19 - Garten- /Rigistrasse, 6300 Zug

Source: Ernst & Young



### 19 - Garten- /Rigistrasse, 6300 Zug

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Imbach Fritz Erben	Produit de la vente	CHF 21'155'000	
Début de la construction	01.11.2010	Coûts de construction	CHF 11'680'000	
Occupation	01.07.2012	Frais annexes de vente	CHF 1'080'248	
Surface du terrain	681 m2			
Surface utilisable	2'660 m2			
Cubage	10'500 m3			

# Objets de promotion

## 21 – Zelglistrasse, 8122 Binz

Source: Ernst & Young



## 21 – Zelglistrasse, 8122 Binz

Données de l'objet		Chiffres clés		Commentaire
Propriétaire	Wohnbau Zürich AG	Produit de la vente	CHF 10'366'400	
Début de la construction	Printemps 2009	Coûts de construction	CHF 7'319'100	
Occupation	Fin 2010	Frais annexes de vente	CHF 577'214	
Surface du terrain	2'397 m2			
Surface utilisable	1'448 m2			
Cubage	9'750 m3			

## Objets divers

### 2 – Kirchbreiteweg, 6033 Buchrain

Source: Ernst & Young



### 2 – Kirchbreiteweg, 6033 Buchrain

Données de l'objet		Chiffres clés		Description
Propriétaire	Hammer Retex AG	Valeur comparative	CHF 4'400 / m2	2 appartements de 107.5 m2 + 3 salles de loisirs et 6 emplacements de parking
Utilisation	Habitation			

### 20 – Terrain à bâtir, 8907 Wettswil

Données de l'objet		Chiffres clés		Description
Propriétaire	Wohnbau Zürich AG	Valeur comparative	CHF 400 / m2	Terrain en friche Vente envisagée sans projet
Utilisation	Zone commerciale			

### 20 – Bauland, 8907 Wettswil

Source: Ernst & Young



### Streckiweid, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Description
Propriétaire	Hammer Retex AG			Aucune évaluation Reprise de la valeur comptable (sur la base de la valeur de rendement selon LDFR)
Utilisation	Jardins ouvriers (zone agricole)			

### Terrain agricole CIAG, 6330 Cham

Données de l'objet		Chiffres clés		Description
Propriétaire	Hammer Retex AG			Aucune évaluation Reprise de la valeur comptable (sur la base de la valeur de rendement selon LDFR)
Utilisation	Terrain agricole			

## Documents utilisés pour l'évaluation des biens immobiliers

### Documents utilisés / Immobilier – Partie 1

	Objet	Evaluations imm. W&P	Coûts de construction/ investissement	Demande d'invest.	Tableau des loyers	Divers
<i>Immeubles existants</i>						
1	Immeuble commercial, Sinslerstrasse 65 / 67, Cham	17.02.2008				
3	Immeuble résidentiel, Lorzenweidstrasse 40-54, Cham	22.12.2008				
4	Immeuble commercial, Obermühlestrasse 22, Cham	22.12.2008				
5	Immeuble résidentiel, Schellenmattstrasse 2/4, Cham	22.12.2008				
6	Immeuble résidentiel, Sonneggstrasse 29/31, Cham	22.12.2008				
7	Immeuble résidentiel, Sonneggstrasse 33-37, Cham	22.12.2008				
8	Immeuble d'habitation, Untermühlestrasse 34 a-c, Cham	22.12.2008				
<i>Projets en cours de réalisation</i>						
9	Immeuble résidentiel, Herrenmattstrasse, Cham		05.01.2009	12.06.2006/ rév. 09.11.2006/ rév. 05.12.2007	05.01.2009/ 31.12.2009 (emp. park.)	22.07.2008 (calcul cubique)
12.2	Immeuble résidentiel (étape I, bail), Steinhauserstrasse, Zoug	28.08.2008	26.12.2008 (étape I)	08.05.2008		
12.3	Immeuble résidentiel (étape II, bail), Steinhauserstrasse, Zoug	28.08.2008	05.05.2008 (étape II)	08.05.2008		
12.4	Immeuble résidentiel (étape III, bail), Steinhauserstrasse, Zoug	28.08.2008	05.05.2008 (étape III)	08.05.2008		
14	Immeuble résidentiel Wohnen, Hünenbergstrasse 29/31, Cham	06.01.2009				
15	Imm. de bureaux / commercial, Rütiweidstrasse, Cham	22.12.2008				
17	Immeuble résidentiel, Hammertor III, Cham	06.01.2009				
18	Imm. d'habitation / commercial, Leumatt, Buchrain	22.12.2008				
22	Imm. d'habitation / commercial, Obermühleweid, Cham	06.01.2009				
23	Imm. d'habitation / commercial, Hammergut Hofensemble, Cham	06.01.2009				
24	Imm. d'habitation / commercial, Cham Nord, Cham	06.01.2009				

Source: Ernst & Young

## Documents utilisés pour l'évaluation des biens immobiliers

### Documents utilisés / Immobilier – Partie 2

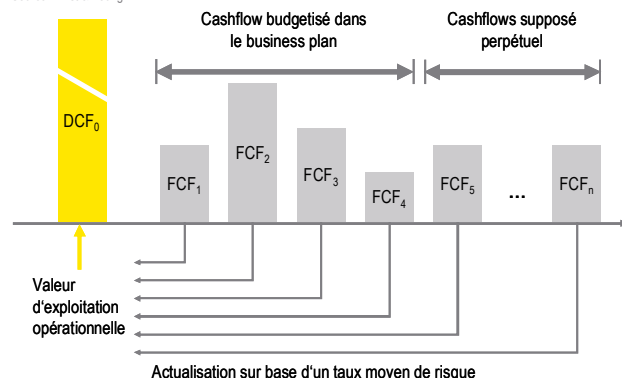
	Objet	Evaluations imm. W&P	Coûts de construction/ investissement	Demande d'invest.	Prix de vente / location
<i>Projets de promotion</i>					
10	Imm. d'habitation / Lofts, Baarerstrasse 113, Zoug		05.01.2009	13.09.2007 / rev. 20.11.2007	07.10.2008 / non daté (doc.)
11	Imm. d'habitation , Lorzenhof 11/ 13/ 19/ 21/ 23, Cham		15.05.2007 / 05.01.2009 (étape I)	22.05.2007	25.05.2007 / non daté (doc.) / 31.12.2008 (taux de vente)
12.1	Imm. d'habitation (PPE, maison semi-collectives), Steinhauserstrasse, Zoug	28.08.2008	26.12.2008 (étape I)	08.05.2008	Non daté (doc.)
13	Imm. d'habitation , Bergstrasse 189, Uetikon	17.07.2008	16.05.2008		06.06.2008 (doc.) / 29.10.2008
16	Imm. d'habitation , Oetlistalstrasse 8 / 10, Affoltern a.A.	17.07.2008	23.01.2009		17.11.2008 (doc.) / 28.01.2009
19	Imm. d'habitation / commercial, Garten- /Rigistrasse, Zoug	22.12.2008	25.06.07 / rév. 12.09.07		25.06.07 / rév. 12.09.07
21	Imm. d'habitation, Zelglistrasse, Binz		08.09.2008		
<i>Divers projets</i>					
2	Appartements, Kirchbreiteweg, Buchrain				
20	Immeuble de promotion, Leihmatte, Wettswil Streckiweid, Cham	17.07.2008			Valeur comptable
	Terrain agricole CIAG, Cham				Valeur comptable

Source: Ernst & Young

# Description des méthodes d'évaluation sélectionnées par Ernst & Young

## Représentation graphique de la méthode DCF

Source: Ernst & Young



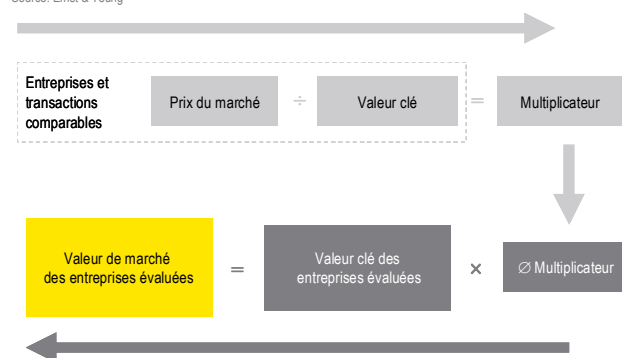
## Secteurs opérationnels

### Méthode du discounted cash-flow

- La méthode DCF détermine la valeur opérationnelle d'une entreprise grâce à l'escompte des futurs cash-flows disponibles planifiés avec le coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital ou WACC).
- Les cash-flows disponibles qui en sont déduits décrivent les flux financiers avant les activités de financement et donc les cash-flows mis à la disposition des bailleurs de fonds propres et empruntés. C'est la raison pour laquelle la valeur de marché du capital emprunté doit être déduite de la valeur opérationnelle de l'entreprise pour l'évaluation des fonds propres.
- L'application de la méthode DCF débouche après la période du business plan sur une hypothèse concernant un cash-flow disponible durable utilisé pour déterminer la valeur résiduelle. Cette valeur résiduelle inclut la valeur de tous les futurs cash-flows qui suivent la période du business plan.

## Représentation graphique de la méthode de la valeur de marché

Source: Ernst & Young



### Méthode de la valeur de marché

- La méthode Trading Multiple s'attache aux ratios financiers d'entreprises cotées comparables dont les ratios sont comparés à ceux de l'entreprise cible. Le choix des entreprises appropriées s'effectue sur la base de différents critères, p. ex. le secteur, le marché, la taille de l'entreprise, la structure du capital et les propriétaires. Les données obtenues sont corrigées des écarts statistiques flagrants.
- Les ratios de chiffre d'affaires (rapport entre la valeur de l'entreprise et le chiffre d'affaires) et les ratios orientés rendement (rapport entre la valeur de l'entreprise et le bénéfice ou le cash-flow) sont des multiples fréquemment utilisés. Les Trading Multiples n'ont qu'un intérêt limité pour la détermination concrète de la valeur des entreprises non cotées. Il existe un différentiel de valeur entre entreprises cotées et non cotées en raison de la moindre liquidité des entreprises non cotées. Par ailleurs, des parts minoritaires sont en principe négociées pour les entreprises cotées, ce qui implique une déduction de minorité.
- L'essentiel dans les méthodes basées sur les valeurs de marché tient au fait que la détermination du multiplicateur et le calcul inverse de la valeur de l'entreprise à évaluer respectent une logique cohérente. Cet impératif est notamment d'une importance majeure pour les actifs non liés à l'exploitation et les positions du bilan telles que les liquidités ou les provisions.
- Les valeurs d'entreprise résultant des approches basées sur les valeurs de marché sont corrigées des décotes ou primes implicitement incluses afin d'assurer une base de comparaison appropriée avec l'entreprise à évaluer.

## Description des méthodes d'évaluation sélectionnées par Ernst & Young

### Portefeuille immobilier

#### Méthode DCF

- ▶ Le modèle utilisé pour l'évaluation selon la méthode DCF correspond à un modèle en deux phases. Dans le cadre d'une première phase avec un horizon temporel de dix ans, les cash-flows sont évalués chaque année et actualisés à la date d'évaluation. Sur la base d'un cash-flow normalisé, la valeur résiduelle est ensuite déterminée dans une deuxième phase avec un horizon temporel de 90 ans max. (la durée de vie résiduelle est fonction de chaque type d'objet) et est également actualisée à la date d'évaluation.
- ▶ Lors de l'évaluation des projets en réalisation, les coûts de construction actualisés à la date de référence avec un taux d'intérêt ajusté du risque sont retranchés de la valeur actuelle des cash-flows issus de la phase de rendement (conformément à la description ci-avant) en conformité avec les normes comptables IAS 40.
- ▶ Les taux d'escompte nominaux sont déterminés sur la base des rendements des emprunts sans risque (obligations fédérales suisses sur 10 ans en moyenne) et compte tenu d'un risque immobiliser général dû à l'illiquidité du capital ainsi que de risques spécifiques inhérents à la situation géographique, à l'utilisation, à la fonctionnalité du bien foncier, au risque de réalisation, etc.

#### Méthode des valeurs comparatives

- ▶ La méthode des valeurs comparatives repose sur les valeurs de transactions comparables ainsi que sur un ajustement complémentaire compte tenu de propriétés spécifiques aux différents objets.