

# Gutachten

zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des von **Swiss Prime Site AG, Olten** am 2. Juni 2009 unterbreiteten Umtauschgebots an die Aktionäre der **Jelmoli Holding AG, Zürich**



SARASIN

Bank Sarasin & Cie AG  
Corporate Finance  
Löwenstrasse 11  
8022 Zürich

Zürich, 7. Juli 2009

## Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung .....	4
1.1.	Ausgangslage .....	4
1.2.	Auftrag des Verwaltungsrates der Jelmoli Holding AG an die Bank Sarasin & Cie AG ..	6
2.	Beurteilungsgrundlagen .....	7
3.	Überblick Schweizer Immobilienmarkt.....	9
4.	SPS im Überblick .....	11
4.1.	SPS AG.....	11
4.2.	Finanzsituation .....	11
4.3.	Immobilienportfolio .....	11
4.4.	Wichtigste Liegenschaften.....	12
5.	Jelmoli im Überblick .....	14
5.1.	Jelmoli Holding AG.....	14
5.2.	Finanzsituation .....	15
5.3.	Immobilienportfolio .....	15
5.4.	Wichtigste Liegenschaften.....	16
6.	Bewertungsanalysen .....	17
6.1.	Einleitung .....	17
6.2.	Bewertungsgrundlage .....	17
6.3.	Ermittlung des Fair Values des Immobilienportfolios .....	17
6.4.	Datenbasis NAV .....	17
6.5.	Tivona Transaktion.....	18
6.6.	Neubewertung von Liegenschaften im Bau und Entwicklungsarealen .....	18
6.7.	Marktwert Detailhandelssparte .....	18
6.8.	Dividendenadjustierung .....	19
6.9.	Marktbewertung der Finanzverbindlichkeiten.....	19
6.10.	Berücksichtigung von Transaktionskosten.....	20
6.11.	Behandlung latenter Steuern.....	20
6.12.	Erwerb eines 30% Aktienpakets von Jelmoli durch SPS .....	21
6.13.	Datenbasis bezüglich Anzahl ausstehende Aktien und Adjustierung NAV .....	21
6.14.	Bewertungsschemata und Endergebnis .....	22



7.	Bewertung der Detailhandelssparte.....	24
8.	Entwicklung der Aktienkurse .....	26
9.	Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses .....	27
10.	Ergebnis des Gutachtens .....	28
11.	Anhang.....	29
11.1.	Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen .....	29
11.2.	Beilage 2: Abkürzungsverzeichnis / Glossar .....	30

# 1. Einleitung

## 1.1. Ausgangslage

Die Jelmoli Holding AG, Zürich („Jelmoli“), ist ein an der SIX Swiss Exchange kotiertes Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung per 29. Mai 2009<sup>1</sup> in Höhe von CHF 1.687 Mrd. Seit der am 30. März 2009 vollzogenen Aufteilung der Jelmoli in zwei an der SIX Swiss Exchange kotierte Gesellschaften, nämlich Jelmoli und Athris Holding AG, ist Jelmoli als auf die Schweiz fokussierte Immobiliengesellschaft tätig.

Am 2. Juni 2009 hat die Swiss Prime Site AG, Olten („SPS“), den Erwerb eines Aktienpakets von 29.89% des Jelmoli-Aktienkapitals sowie die Voranmeldung eines öffentlichen Umtauschangebotes („Umtauschangebot“) für alle sich im Publikum befindlichen Namenaktien der Jelmoli bekannt gegeben.

Gemäss der Voranmeldung offeriert SPS 7.7 Namenaktien der SPS mit einem Nennwert von CHF 22.20 für jede Namenaktie Jelmoli mit einem Nennwert von CHF 10.-, was aufgrund des von SPS per 31.3.2009 ausgewiesenen Net Asset Value („NAV“) einem Gegenwert von CHF 466.31 (vor Nennwertherabsetzung) entspricht.<sup>2</sup>

SPS plant bei Zustandekommen des Angebots, die Portfolios und die Kompetenzen beider Unternehmen zusammenzuführen und ihr Geschäftsmodell auf Jelmoli zu übertragen. SPS geht davon aus, dass sich innert ca. 2 Jahren nach Zusammenschluss ein zusätzliches Gewinnpotential von voraussichtlich CHF 35 – 50 Mio. realisieren lasse.<sup>3</sup>

Die Umtauschofferte erfolgt vorbehältlich der folgenden, wichtigsten Bedingungen<sup>4</sup>:

- Andienung von mindestens 66.67% der ausgegebenen Aktien der Jelmoli;
- Eintrag der SPS als Aktionärin mit Stimmrecht für alle bisher erworbenen Aktien bzw. für alle im Rahmen des Umtauschangebots erworbenen Aktien;
- Kein Eintritt von Ereignissen, welche einen wesentlichen negativen Einfluss auf die Ertragslage bzw. auf das Eigenkapital von Jelmoli haben;
- Keine durch die GV von Jelmoli beschlossenen Abwehrmassnahmen, welche einen wesentlichen negativen Einfluss auf den Aktienwert von Jelmoli haben;
- Genehmigung durch die zuständigen Behörden ohne wesentliche Auflagen;
- Genehmigung der notwendigen Kapitalerhöhung durch die Generalversammlung der Aktionäre der SPS AG und Bewilligung der Kotierung der neugeschaffenen Aktien durch die SIX Swiss Exchange.

---

<sup>1</sup> Letzter Handelstag vor Ankündigung Umtauschangebot durch SPS

<sup>2</sup> Gemäss Voranmeldung ist die voraussichtlich am 9.7.2009 erfolgende Nennwertherabsetzung um CHF 3.40 der Namenaktien von SPS im Umtauschverhältnis berücksichtigt

<sup>3</sup> CHF 25 – 35 Mio. Kosteneinsparungspotential und CHF 10 – 15 Mio. zusätzliches Ertragspotential (Quellen: Medienmitteilung vom 2.6.2009, Entwurf Angebotsprospekt vom 3.7.2009)

<sup>4</sup> Die vollständigen Bedingungen des Angebots können der von SPS am 2. Juni 2009 veröffentlichten Voranmeldung bzw. dem Angebotsprospekt, voraussichtlich vom 14.7.2009, entnommen werden

Bei Zustandekommen des Umtauschangebots beabsichtigt SPS, Jelmoli mit SPS zu fusionieren und somit den Zusammenschluss der beiden Gesellschaften auch rechtlich zu vollziehen.

In einer ersten Stellungnahme am 2. Juni 2009 nimmt der Verwaltungsrat von Jelmoli vom Umtauschangebot Kenntnis und empfiehlt den Aktionären von Jelmoli, bezüglich ihrer Jelmoli Aktien vorerst nichts zu unternehmen, da nach Auffassung des Verwaltungsrates das Umtauschangebot Jelmoli nicht angemessen bewertet und zu viele Unsicherheiten betreffend wichtiger Unternehmensinteressen von Jelmoli aufweist.

Am 11. Juni 2009 gibt SPS eine Erhöhung des Angebots durch eine Anpassung des Umtauschverhältnisses von ursprünglich 7.7 auf 8.1 SPS Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 22.20 für jede Jelmoli Namenaktie mit einem Nennwert von CHF 10 bekannt. Das verbesserte Angebot entspricht gemäss Pressemitteilung einem Gegenwert von CHF 490.54 je Jelmoli Aktie auf Basis des NAV von SPS per 31.3.2009 bzw. von CHF 463.00 nach Abzug der geplanten Nennwertherabsetzung durch SPS.<sup>5</sup>

Gleichentags gibt Jelmoli bekannt, dass der Verwaltungsrat von Jelmoli das verbesserte Umtauschangebot unterstützt und den Aktionären zur Annahme empfiehlt, sofern er bis zur Veröffentlichung des Angebotsprospektes genügend Komfort erhalten hat, dass die Refinanzierung der bestehenden Finanzverbindlichkeiten gewährleistet ist. Ferner gibt Jelmoli bekannt, dass mit SPS eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen wurde, welche den berechtigten Interessen der Jelmoli Unternehmung Rechnung trägt.

---

<sup>5</sup> Die Fairness Opinion geht davon aus, dass die Jelmoli Aktionäre, welche ihre Jelmoli Aktien andienen, SPS Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 18.80 erhalten werden, d.h. unter Berücksichtigung der am 21.4.2009 beschlossenen Nennwertherabsetzung auf Seiten der SPS (Quelle: Entwurf Angebotsprospekt vom 3. 7. 2009)

## **1.2. Auftrag des Verwaltungsrates der Jelmoli Holding AG an die Bank Sarasin & Cie AG**

Der Verwaltungsrat der Jelmoli hat die Bank Sarasin & Cie AG, Zürich („Sarasin“) am 9. Juni 2009 mit der Erstellung eines Gutachtens als Basis zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des von SPS CO vorangemeldeten Umtauschangebots beauftragt.

Sarasin erhält keine Entschädigung, die von Aussagen dieses Gutachtens oder vom Erfolg eines bestehenden oder zukünftigen Kaufangebotes bzw. des bezahlten Preises abhängt. Sie ist somit unabhängig in ihrem Urteil.

Das Gutachten ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat der Jelmoli im Rahmen der Erstellung des Berichtes des Verwaltungsrates gemäss Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote bestimmt und stellt keine Empfehlung gegenüber den Publikumsaktionären der Jelmoli dar, das Umtauschangebot anzunehmen oder abzulehnen. Hingegen nimmt der Verwaltungsrat der Jelmoli im Rahmen seines Berichtes an die Aktionäre Stellung zum Umtauschangebot und bezieht sich dabei auf dieses Gutachten.

Das Gutachten von Sarasin richtet sich zudem nicht an SPS bzw. an deren Aktionäre und ist nicht zur Beurteilung der Transaktion aus Sicht der SPS bzw. deren Aktionäre bestimmt.

Das Gutachten stützt sich auf die Beurteilung von Informationen, deren Genauigkeit und Vollständigkeit wir annehmen und auf die wir uns verlassen, ohne sie von einem Dritten bestätigen oder prüfen zu lassen. Bezüglich der gemachten Angaben, Informationen und Daten, die uns zur Verfügung gestellt wurden, nehmen wir an, dass diese ordnungsgemäss erstellt worden sind.

Das Gutachten darf mit Ausnahme der zu erfolgenden Veröffentlichung im Zusammenhang mit dem Bericht des Verwaltungsrates der Jelmoli ohne die Erlaubnis von Sarasin für keinen anderen Zweck verwendet werden.

## 2. Beurteilungsgrundlagen

Sarasin hat für ihre Beurteilung im Wesentlichen die folgenden Grundlagen verwendet<sup>6</sup>:

- Öffentlich zugängliche Informationen über SPS und Jelmoli, welche unseres Erachtens für die Bewertung bzw. für die Beurteilung der Angemessenheit des Umtauschangebotes relevant sind. Dazu gehören vor allem die Geschäftsberichte 2008; die Präsentation des Geschäftsergebnisses 2008 der Jelmoli, die Präsentation der SPS zum Umtauschangebot sowie der Quartalsbericht der SPS per 31. März 2009 (nicht revidiert);
- Fair Value Darstellung Jelmoli per 1.1.2009 (inkl. Tivona) von Wüest & Partner
- Die Voranmeldung des Umtauschgebots der SPS vom 2. Juni 2009, dessen Anpassung am 11. Juni 2009 und die dazugehörigen Medienmitteilungen;
- Der Entwurf des Angebotsprospektes vom 3. Juli 2009;
- Die zwischen Jelmoli und SPS geschlossene Transaktionsvereinbarung vom 11. Juni 2009;
- Businessplan 2009-2013 (Bilanz, Erfolgs- und Geldflussrechnung) des Detailhandelsgeschäfts der Jelmoli (House of Brands, Bonus Card, Hotel Ramada Encore);
- Besprechungen mit dem CFO der Jelmoli bezüglich Net Asset Value („NAV“), Finanzierungssituation, latenter Steuern sowie Finanz- und Ertragslage, Geschäftsaussichten, Werttreibern und Annahmen des Businessplans des Detailhandelsgeschäfts;
- Besprechung mit dem CFO der SPS bezüglich NAV, Finanzierungssituation und latenter Steuern;
- Verschiedene, weitere Unterlagen von Jelmoli bzw. SPS für die Bestimmung des NAV;
- Besprechung mit dem Immobilienbewerter der SPS, Wüest & Partner AG („W&P“), bezüglich Bewertungsmechanik und Vergleichbarkeit der Bewertungsmethoden;
- Kapitalmarkt und Finanzdaten ausgewählter kotierter Unternehmen im Retailbereich (Peer-Gruppe);
- Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung relevanter Parameter für die Bewertung.
- Aktienresearch Berichte verschiedener Banken bzw. Broker

Die Beurteilung von Sarasin basiert auf aktuellen markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Bedingungen und berücksichtigt die Kapitalmarktverhältnisse sowie weitere Fakten, welche zum Zeitpunkt der Beurteilung bestanden haben oder erwartet wurden und ausgewertet werden konnten.

---

<sup>6</sup> Der Einblick in die Transaktionsvereinbarung zwischen SPS und der Pelham Investments AG betreffend Erwerb eines 30% Aktienpakets an Jelmoli durch SPS wurde Sarasin von SPS nicht gewährt. Sarasin stellt diesbezüglich auf die im Entwurf des Angebotsprospektes vom 3.7.2009 gemachten Angaben ab.

Sarasin führte keine Besichtigung der Immobilienportfolios von Jelmoli und SPS durch. Sarasin hat auch keine Schätzungen oder Bewertungen der Aktiven und Passiven der Jelmoli und der SPS vorgenommen oder erstellen lassen. In diesem Zusammenhang hat sie sich auf die vorliegenden Informationen des Immobilienbewerter von Jelmoli und SPS, W&P, abgestützt.

Bei der Erstellung des Gutachtens hat Sarasin die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen zu Jelmoli und SPS vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.

Im Weiteren hat sich Sarasin auf Zusicherungen des Managements von Jelmoli gestützt, dass dieses sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst ist, wonach die verwendeten Informationen ungenau, irreführend oder unvollständig wären.

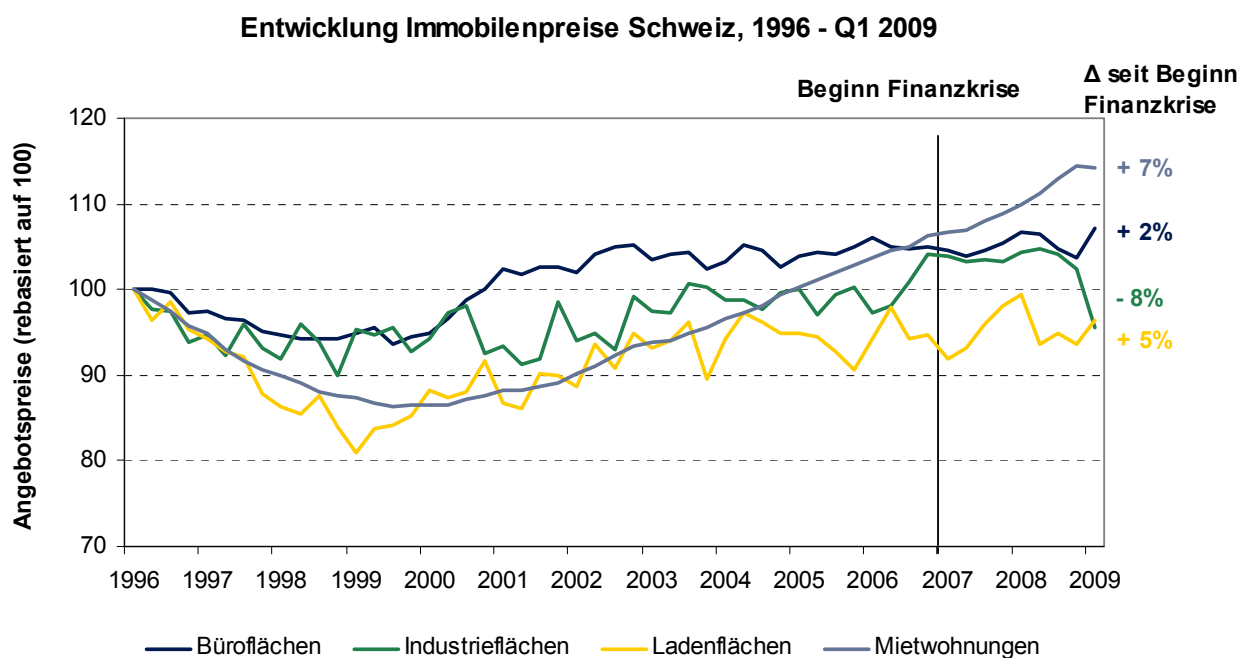




### 3. Überblick Schweizer Immobilienmarkt<sup>7</sup>

Seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 gerieten die Werte privater und gewerblicher Immobilien weltweit unter erheblichen Druck. Dies gilt insbesondere für die Immobilienmärkte in den USA, Europa (Grossbritannien, Irland, Spanien), Asien (Hongkong, Singapur) und im Mittleren Osten (Dubai). Besonders stark von dieser Entwicklung betroffen sind die Immobilienmärkte in den USA, wo Preiseinbrüche von bis zu 60% verzeichnet wurden. Ein Ende der Abwärtsspirale ist noch nicht in Sicht. Die Wertseinbrüche im Immobilienmarkt wirken sich auch schmerzlich auf die übrigen Wirtschaftsbereiche in diesen Ländern aus. Zu beachten ist allerdings, dass es sich dabei letztlich um längst fällige Korrekturen einer langjährigen Preisblase in den Immobilienmärkten handelt.

In der Schweiz verzeichneten dagegen alle Bereiche des Immobilienmarktes, mit Ausnahme von Industrieflächen seit 2007 eine solide Entwicklung mit insgesamt moderaten Preissteigerungen (siehe untenstehende Abbildung).



Quelle: Wüest & Partner, 2009

Selbstverständlich kann die inzwischen eingetretene Rezession auch in der Schweiz die Nachfrage nach Immobilien beeinträchtigen. Bislang sind in der Schweiz aber weiterhin sinkende Leerstandsquoten zu beobachten. Auch die überwiegend gesunden Finanzierungsstrukturen haben dazu beigetragen, dass es hierzulande bis anhin zu keinen starken Preiseinbrüchen gekommen ist. Die Schweizer Immobilienkrise<sup>8</sup> in den neunziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts dürfte dazu beigetragen haben, dass es zu keinen starken Übertrei-

<sup>7</sup> Quelle: Sarasin Research

<sup>8</sup> Im Zuge der Immobilienkrise mussten über CHF 40 Mrd. abgeschrieben werden

bungen kam und sich der Immobilienmarkt in einer ausgeglichenen Verfassung befindet. Zurzeit weist also wenig auf eine markante Korrektur des Schweizer Immobilienmarkt hin.

Nichtsdestotrotz wird bei Büro- und Einzelhandelsliegenschaften eine gewisse, vorübergehende Eintrübung erwartet. Festzustellen ist, dass seit Mitte 2007 vor allem die risikofreudigen und stark fremdfinanzierten ausländischen Investoren dem Schweizer Immobilienmarkt fernbleiben. Weiterhin tiefe Zinsen und eine moderate Rezession im 2009 verbunden mit einer deutlichen Erholung des Wirtschaftswachstums im Jahr 2010 sollten dazu führen, dass der Preisdruck auf Büro- und Einzelhandelsliegenschaften moderat bleibt und sich primär auf Liegenschaften an zweitklassigen Standorten beschränkt.



## 4. SPS im Überblick

### 4.1. SPS AG

Die SPS mit Sitz in Olten (SO) wurde am 11. Mai 1999 gegründet. Sie ist seit April 2000 an der SIX Swiss Exchange kotiert und weist eine Börsenkapitalisierung von ca. CHF 1.3 Mrd. auf. Die SPS ist eine Immobilien-Investmentgesellschaft und ist in den Bereichen Entwicklung, Erwerb, Halten, Bewirtschaftung und Weiterverkauf von Geschäftsliegenschaften tätig. Im Frühling 2008 hat die SPS ihr Anlagenreglement dahingehend geändert, dass auch in reine Wohnhäuser investiert werden kann und dass neue Gesellschaften, welche in immobiliennahen Bereichen tätig sind, erworben werden können. SPS hat das Management und die Administration des Immobilienportfolios der Credit Suisse Asset Management übertragen.

### 4.2. Finanzsituation

Im Geschäftsjahr 2008 betrug der Ertrag aus Vermietung von Renditeliegenschaften CHF 207.1 Mio. Der Reingewinn 2008 inklusive Neubewertungseffekte betrug CHF 116.4 Mio. Im ersten Quartal 2009 konnte der Ertrag aus Vermietung um 3.3% gegenüber der Vorjahresperiode auf CHF 53.3 Mio. gesteigert werden und der Reingewinn in demselben Quartal belief sich auf CHF 31.3 Mio. Das entspricht einer Zunahme von 48.3% gegenüber dem 1. Quartal 2008. Ohne Neubewertungseffekte erhöhte sich der Reingewinn des 1. Quartals 2009 gegenüber der Vorjahresperiode um 9.6% auf CHF 26.2 Mio.

Seit Jahresende 2008 stiegen die Eigenmittel wie auch das Fremdkapital der SPS leicht an und betrugen per 31. März 2009 CHF 1'450 Mio. respektive CHF 2'431 Mio. Daraus resultieren eine Eigenkapitalquote von 37.4% und eine Fremdkapitalquote von 62.6%. Die gewichtete Eigenkapitalrendite in der Höhe von 8.7% konnte seit Ende 2008 ebenfalls leicht gesteigert werden. Der durchschnittliche gewichtete Zinssatz sämtlicher verzinslichen Finanzverbindlichkeiten betrug unverändert 3.0% und die durchschnittliche gewichtete Restlaufzeit wurde leicht erhöht und beträgt per Jahresende 2008 4.4 Jahre.

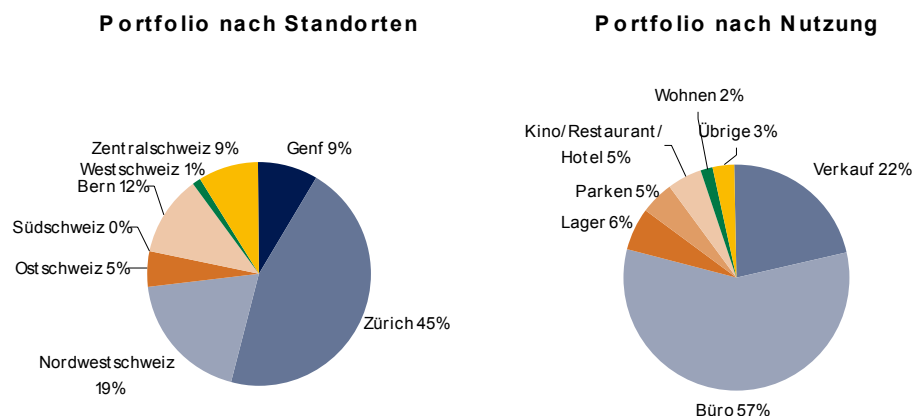
Der im Quartalsbericht per 31.3.2009 ausgewiesene NAV nach latenten Steuern betrug CHF 60.56 und übertraf damit die CHF 58.43 des Vorjahresquartals um 3.6%. Der NAV vor latenten Steuern konnte um 4.1 % von CHF 64.85 auf CHF 67.54 erhöht werden. Am 31.3.2009 wurde die Aktie der SPS mit einem Abschlag von 15.8% gehandelt (d.h. Differenz zwischen dem Börsenkurs von CHF 51.00 und dem NAV nach latenten Steuern von CHF 60.56).

### 4.3. Immobilienportfolio

SPS investiert in Qualitätsimmobilien an bevorzugten Lagen in Schweizer Wirtschaftszentren mit einer minimalen Investitionsgrösse von CHF 10.0 Mio. pro Liegenschaft. Das Gesamtportfolio per 31.12.2008 mit einem Wert von CHF 3.8 Mrd. setzt sich zusammen aus 105 bestehenden Renditeliegenschaften, einer Baulandparzelle, dem neu aus zwei Objekten bestehenden Maag-Entwicklungsareal in Zürich (Prime Tower und Platform), dem Projekt

PostFinance-Arena in Bern sowie einer Industrieliegenschaft in Jona. Das Portfolio umfasst primär Geschäftsliegenschaften mit guten Entwicklungsaussichten, sekundär gemischt genutzte Objekte und Wohnliegenschaften. Wachstum wird nicht nur durch Akquisitionen einzelner Liegenschaften oder strategisch kompatibler Portfolios sondern auch durch Realisierung neuer Projekte erzielt.

Die untenstehenden Graphiken zeigen eine Übersicht des Immobilienportfolios von SPS nach Nutzung und regionaler Verteilung:



Die zehn grössten Mieter machen rund 54% des gesamten Mietertrages aus. Rund 44% aller Mietverträge weisen eine Restlaufzeit von vier oder mehr Jahren auf. Die Ertragsausfallrate in der Höhe von 4.5% liegt deutlich unter dem geschätzten schweizerischen Durchschnitt der Leerstandsquoten, der bei 10% liegt<sup>9</sup>. Die Nettorendite der Liegenschaften liegt per Ende 2008 bei 5.1%.

#### 4.4. Wichtigste Liegenschaften

Unter Betrachtung des Sollmietertrags sind in der nachfolgend genannten Tabelle die wichtigsten Liegenschaften der SPS abgebildet.

<sup>9</sup> Quelle: Geschäftsbericht 2008 der SPS

<b>Immobilie</b>	<b>Standort</b>	<b>Nutzung</b>	<b>Mietertrag</b>
Flurstrasse Zürich	Flurstrasse 55, Zürich	Büro	CHF 10.21 Mio.
Messeturm Basel	Messeplatz 12, Basel	Büro	CHF 9.97 Mio.
Sihlcity	Kalanderplatz 1, Zürich	Verkauf/Büro	CHF 9.93 Mio.
Einkaufszentrum Volkiland	Industriestrasse 1, Volketswil	Verkauf/Lager	CHF 9.41 Mio.
Cityport	Affolternstrasse 54/56, Zürich	Büro	CHF 8.47 Mio.
Zug	Zählerweg 8/10, Dammstr. 21, Zug	Büro	CHF 6.73 Mio.
Pizol-Center	Grossfeldstrasse, Mels	Verkauf	CHF 6.71 Mio.
<b>Total Mietertrag wichtigste Liegenschaften</b>			<b>CHF 61.43 Mio.</b>

Die Liegenschaften im Bau und die Entwicklungsareale bestehen aus dem Maag-Entwicklungsareal in Zürich (Prime Tower und Plattform), dem Projekt PostFinance-Arena in Bern sowie einer Industrieliegenschaft in Jona.

<b>Projekt</b>	<b>Standort</b>	<b>Fertigstellung</b>	<b>Vermietungsstandard</b>
Plattform	Hardstasse 219, Zürich	März 2011	52%
Prime Tower	Hardstrasse 211, Zürich	Mai 2011	52%
PostFinance-Arena	Mingerstrasse 12-18, Bern	Sommer 2009	100%

## 5. Jelmoli im Überblick

### 5.1. Jelmoli Holding AG

Die Jelmoli mit Sitz in Zürich ist eine Schweizer Immobiliengesellschaft. Seit dem Ausstieg aus dem klassischen Warenhausgeschäft anfangs der 90er-Jahre konzentriert sich Jelmoli auf die Entwicklung und Verwaltung von attraktiven Detailhandelsimmobilien sowie auf den Ausbau des Jelmoli Warenhauses „The House of Brands“. Seit 2001 hielt Jelmoli eine Beteiligung von 45.5% an der Immobilienentwicklungsgesellschaft Tivona AG („Tivona“). Im 1. Quartal 2009 erwarb Jelmoli die restlichen 55.5%.

#### Immobilien

Das Unternehmen hat sich im Jahr 2008 von einem diversifizierten Konzern in eine Immobiliengesellschaft gewandelt. Die Restrukturierung („Restrukturierung“) von Jelmoli wurde am 30. März 2009 mittels Bildung von zwei separat kotierten Gesellschaften, Jelmoli und Athris Holding AG („Athris“), und der anschliessenden Ausschüttung der Aktien der Athris an die Aktionäre der Jelmoli vollzogen. Am 30. März 2009 wurde Jelmoli im Immobiliensegment der Schweizer Börse SIX kotiert.

#### Warenhaus „House of Brands“

Das eigentliche Kerngeschäft dieses „Premium Department Store“<sup>10</sup> umfasst die von Jelmoli selbst bewirtschafteten Bereiche Parfümerie, Accessoires, Damen-, Herren und Kindermode, Haushalt und Interieur sowie Sport. Dieses Geschäft wird durch das Shop-in-Shop-Partner Konzept mit insgesamt über 40 Mietern ergänzt. Wichtige Partner sind dabei Firmen wie Zara, NEW YORKER, Fust, teo jakob oder Gourmet Factory. Jelmoli beabsichtigt, in den Jahren 2009/2010 den Ausbau zu einem „Premium Departement Store“ fortzusetzen und die Verkaufsfläche weiter auszubauen, um insbesondere das Angebot im Mode-, Wäsche-, und Accessoirebereich markant auszubauen. Es ist vorgesehen, in den Jahren 2009 und 2010 rund CHF 35 – 40 Mio. in die Erneuerung und den Ausbau des „House of Brands“ zu investieren.

#### Bonus Card

Die Jelmoli gründete im Jahr 2006 die Gesellschaft Jelmoli Bonus Card AG mit Sitz in Zürich. Diese erbringt Dienstleistungen im Kreditkartengeschäft und in der Kundenbindung. Als Meilenstein in der Entwicklung der Gesellschaft gilt die Partnerschaft mit der SBB. Daraus entstand im Oktober 2008 ein Halbtax-Abonnement mit integrierter Visa (Gratis-) Karte. Die Valartis Group AG, Baar, ist mit einem Anteil von 27.5% an der Jelmoli Bonus Card AG beteiligt und agiert als Principal Agent bei Visa, der weltweit grössten Kreditkartenorganisation. Die Jelmoli Bonus Card AG ist Associate Member bei Visa.

#### Hotel Ramada Encore

15 Minuten vom Flughafen Genf liegt das Hotel Ramada Encore, welches sich im 100%-igen Besitz von Jelmoli befindet. Das Hotel befindet sich im Quartier „La Praille“ und verfügt, nach

---

<sup>10</sup> Warenhaus (teils mit Shop-in-Shop Konzept) im mittleren bis oberen Preissegment

dem kürzlich getätigten Ausbau, nun über 175 Zimmer. Der erzielte Gesamtumsatz des Drei-Sterne-Hotels lag im Jahr 2008 bei CHF 9.5 Mio.

### 5.2. Finanzsituation<sup>11</sup>

Im Geschäftsjahr 2008 betrug der Mietertrag CHF 172.3 Mio. und konnte gegenüber dem Vorjahr um 13.1% gesteigert werden. Die höheren Erträge aus Vermietung erklären sich hauptsächlich mit der Eröffnung der Shopping Arena in St. Gallen, des Einkaufszentrums in Thônex und der neu ganzjährigen Bewirtschaftung von zwei Liegenschaften in Zürich. Der Umsatz aus dem Segment Detailhandel betrug CHF 180.3 Mio. (Vorjahr: CHF 177.7 Mio.).

Das Betriebsergebnis von Jelmoli auf Stufe EBITDA in der Höhe von CHF 177.6 Mio. wurde im Jahr 2008 durch Sondereffekte belastet, insbesondere durch die Akquisition der verbleibenden Anteile an Tivona. Nach Vollzug dieser Transaktion im ersten Halbjahr 2009 ist mit einem entsprechenden positiven Sondereffekt zu rechnen. Jelmoli weist per Ende 2008 eine sehr tiefe Leerstandsquote in der Höhe von 2.6% aus. Die Nettorendite der Liegenschaften auf Basis des gebundenen Kapitals liegt per Ende 2008 bei 4.6%.

Die Eigenmittel beliefen sich per Ende 2008 auf CHF 1'614.9 Mio., das Fremdkapital auf CHF 1'272.7 Mio. Daraus resultiert eine Eigenkapitalquote von 55.9%. Trotz negativem Marktumfeld erhöhte sich der Umsatz des House of Brands im Jahr 2008 um 3.6 % auf CHF 324.8 Mio.

### 5.3. Immobilienportfolio

Der Portfoliowert von Jelmoli<sup>12</sup> per 31.12.2008 betrug CHF 3.2 Mrd. (ohne Tivona)<sup>13</sup> und umfasste 99 Liegenschaften. Der Wert des Portfolios konnte gegenüber dem Vorjahr in erster Linie durch die Neueröffnungen der Shopping Arena in St. Gallen und des Einkaufszentrums in Thônex markant gesteigert werden. Durch die vollständige Übernahme von Tivona im ersten Halbjahr 2009 wurden weitere 32 Immobilien mit einem Marktwert von CHF 860 Mio. in das Portfolio von Jelmoli integriert. Darunter auch das Entwicklungsprojekt „Shopping Center Stüchi“ in Basel mit einem Investitionsvolumen von CHF 280 Mio., welches bereits zu einem grossen Teil vermietet ist.

Die Liegenschaften mit Fokus auf den Detailhandelssektor befinden sich hauptsächlich in Zentrumsanlagen in den wirtschaftlich attraktiven Regionen wie Zürich, Basel und Genfersee. Die Mietverträge sind mehrheitlich langjährig fest abgeschlossen und garantieren einen Mindestmietzins. Der umsatzabhängige Mietzins trägt rund 5% zum gesamten Mietertrag bei. Die nachfolgenden Graphiken zeigen eine Übersicht des Immobilienportfolios von Jelmoli nach Nutzung und regionaler Verteilung (ohne Tivona):

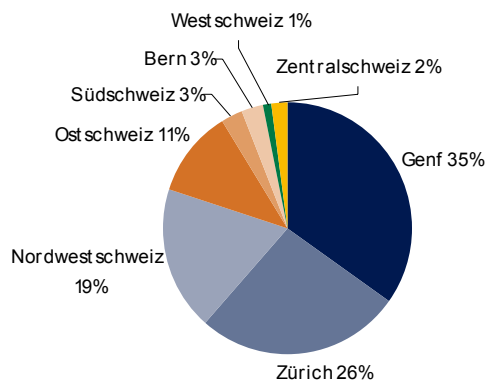
---

<sup>11</sup> Finanzsituation der Immobiliengesellschaft Jelmoli Holding AG, d.h. ohne Athris Holding AG

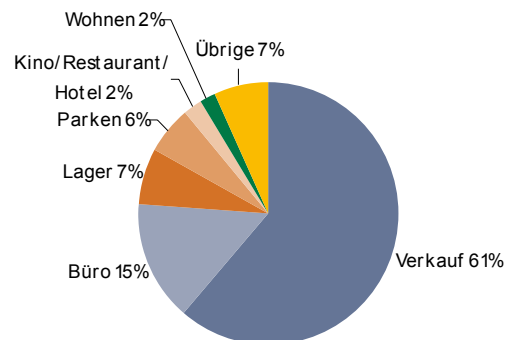
<sup>12</sup> Pro Forma unter Berücksichtigung der geplanten Restrukturierung

<sup>13</sup> Pro Forma auf den 1.1.2009 beträgt der Portfoliowert CHF 4.06 Mrd unter Einbezug der Tivona Immobilien

Portfolio nach Standorten



Portfolio nach Nutzung



#### 5.4. Wichtigste Liegenschaften

Das Portfolio von Jelmoli wird von den acht grössten Objekten dominiert. Diese Immobilien machen rund 63% des Gesamtportfoliowertes aus.

Immobilie	Standort	Nutzung	Mietertrag
Jelmoli Zürich	Seidengasse 1, Zürich	Verkauf	CHF 29.38 Mio.
Grand Passage Genf	Rue du Rhône 48-50, Genf	Verkauf / Büro	CHF 17.58 Mio.
Shopping Arena	Zürcherstrasse 462, St. Gallen	Verkauf	CHF 17.21 Mio.
La Praille Genf	Route des Jeunes 10, Carouge	Verkauf	CHF 14.31 Mio.
Carouge Genf	35, av. Cardinal-Memillod, Carouge	Verkauf/Büro	CHF 8.48 Mio.
Molard Genf	Place du Molard 2-4, Genf	Verkauf/Büro	CHF 8.43 Mio.
Otelfingen	Industriestrasse 10, Otelfingen	Büro/Lager	CHF 8.26 Mio.
Innovation Lausanne	Rue du Pont 5, Lausanne	Verkauf/Büro	CHF 6.41 Mio.
Total Mietertrag wichtigste Liegenschaften			<b>CHF 110.06 Mio.</b>



## 6. Bewertungsanalysen

### 6.1. Einleitung

Die finanzielle Angemessenheit des Umtauschgebots von SPS wurde auf Basis der folgenden Ansätze überprüft:

- Ermittlung des adjustierten Nettoinventarwerts beider Gesellschaften (vgl. hierzu Kap. 6) inkl. separater Bewertung der Detailhandelssparte von Jelmoli (vgl. hierzu Kap. 7);
- Analyse der Entwicklung der Aktienkurse beider Gesellschaften (vgl. hierzu Kap. 8).

### 6.2. Bewertungsgrundlage

Die Bewertung von Jelmoli und SPS erfolgt auf Basis des adjustierten Nettoinventarwerts („ANAV“). Der ANAV berechnet sich hierbei aus dem bilanziell ausgewiesenen Eigenkapital der beiden Immobiliengesellschaften (Nettoinventarwert bzw. „NAV“), bereinigt um etwaige Differenzen der Marktwerte von Aktiven und Passiven im Vergleich zu den ausgewiesenen Bilanzwerten.

### 6.3. Ermittlung des Fair Values des Immobilienportfolios

Für den Zweck dieses Gutachtens stellt Sarasin auf den von W&P ermittelten Fair Value beider Gesellschaften ab. W&P hat gegenüber Sarasin bestätigt, dass der Fair Value für beide Gesellschaften nach der gleichen Methode und auf der gleichen Datenbasis erfolgt ist. Zusätzlich hat W&P bestätigt, dass das subjektive Ermessen der personell unterschiedlich zusammengesetzten Bewertungsteams im Resultat, dem Fair Value, vernachlässigt werden kann.

### 6.4. Datenbasis NAV

Ausgangsbasis der Berechnungen bildet der NAV („ausgewiesener NAV“) beider Gesellschaften per Ende Geschäftsjahr 2008.

Der ausgewiesene NAV von SPS per 31. Dezember 2008 betrug CHF 1'418.8 Mio.<sup>14</sup> Der ausgewiesene NAV des Immobiliensegments von Jelmoli per Stichtatum 31. Dezember 2008 belief sich auf CHF 1'614.9 Mio.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Vgl. Geschäftsbericht SPS 2008, S. 2

<sup>15</sup> Vgl. Geschäftsbericht Jelmoli 2008, S. III

## 6.5. Tivona Transaktion

Jelmoli hielt seit 2001 eine Beteiligung von 45.5% an der Immobilienentwicklungsgesellschaft Tivona. Im ersten Quartal 2009 erwarb Jelmoli den ausstehenden Anteil von 55.5% gegen Bezahlung von insgesamt 80'000 Inhaberaktien-Äquivalenten sowie CHF 60 Mio. in bar. 55'000 der vereinbarten 80'000 Aktien wurden im Februar 2009 geliefert. Nach der erwähnten Restrukturierung von Jelmoli Ende März 2009 sind per 1. Juli 2009 anstelle der vereinbarten 25'000 Inhaberaktien der „alten“ Jelmoli 222'500 Jelmoli Namenaktien<sup>16</sup> mit einem Nennwert von CHF 10 (nach Umstrukturierung) sowie CHF 60 Mio. in bar an die Tivona Altaktionäre zu zahlen.

Der NAV von Tivona vor Übernahme der restlichen Beteiligung von 55.5% durch Jelmoli belief sich auf CHF 291 Mio.<sup>17</sup> Dieser ist zum ausgewiesenen NAV von Jelmoli hinzuzurechnen, während die zu entrichtende Barzahlung vom ausgewiesenen NAV abzuziehen ist. Ebenso ist die Erhöhung der Anzahl ausstehender Aktien um die oben erwähnten 222'500 Namenaktien zu berücksichtigen.

## 6.6. Neubewertung von Liegenschaften im Bau und Entwicklungsarealen

Ab 1. Januar 2009 sind Liegenschaften im Bau und Entwicklungsareale mit vorgesehener Nutzung als Renditeliegenschaft gemäss IAS 40 bereits während der Bau- bzw. Entwicklungsphase zum „fair value“ zu bilanzieren, sofern dieser zuverlässig ermittelt werden kann. Infolge dieser neuen Bilanzierung hat SPS im 1. Quartal 2009 einen positiven Neubewertungseffekt in Höhe von CHF 9.7 Mio. erzielt<sup>18</sup>, welcher zum NAV addiert wurde.

Seitens Jelmoli ist primär das Einkaufszentrum Stücki von der neuen Bilanzierung von Liegenschaften im Bau und Entwicklungsareal betroffen. Der Effekt durch die „fair value“ Bilanzierung von Stücki ist bereits im oben ausgewiesenen NAV von Tivona in Höhe von CHF 291 Mio. enthalten.

## 6.7. Marktwert Detailhandelssparte

Gemäss der in Kapitel 7 erläuterten, separaten Bewertung der Detailhandelssparte beläuft sich der Marktwert des Retailbereichs von Jelmoli auf CHF 172.1 Mio. Die Differenz von Markt- und Buchwert, d.h. CHF 172.1 Mio. abzüglich CHF 62.2 Mio., ist dem ausgewiesenen NAV von Jelmoli hinzuzurechnen.

---

<sup>16</sup> Diese Kapitalerhöhung wurde mit Beschluss der GV vom 16. Juni 2009 genehmigt. Die Liberierung ist für den 25. Juni 2009 und die Kotierung für den 1. Juli 2009 vorgesehen.

<sup>17</sup> Vgl. Jelmoli Präsentation „Annual Results 2008“, S. 20

<sup>18</sup> Vgl. SPS Quartalsbericht per 31. März 2009



## 6.8. Dividendenadjustierung

SPS hat an der Generalversammlung vom 21. April 2009 eine Dividendenausschüttung mittels Nennwertreduktion von CHF 3.40 pro Namenaktie beschlossen. In Präzisierung des Wortlautes der Voranmeldung wird angenommen, dass die andienenden Aktionäre der Jelmoli SPS Namenaktien nach Nennwertherabsetzung erhalten, d.h. Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 18.80. Somit ergibt sich bei 23.9 Mio. ausstehenden SPS Namenaktien ein Ausschüttungsbetrag in Höhe von CHF 81 Mio., welcher vom ausgewiesenen NAV der SPS in Abzug zu bringen ist.

Am 16. Juni 2009 hat die Generalversammlung von Jelmoli einer Dividendenausschüttung in Höhe von CHF 10.- pro Namenaktie zugestimmt. Da die noch auszugebenden 222'500 Namenaktien zu Händen der Tivona Altaktionäre für das Geschäftsjahr 2008 nicht dividendenberechtigt sind, ist ein Betrag in Höhe von CHF 41 Mio. vom ausgewiesenen NAV von Jelmoli abzuziehen.

## 6.9. Marktbewertung der Finanzverbindlichkeiten

Die durchschnittlichen Finanzierungskosten von Jelmoli und SPS auf den ausstehenden Schulden übersteigen die heutigen Kosten einer fristenkongruenten Refinanzierung. Folglich liegen die Marktwerte der Schulden über den ausgewiesenen Buchwerten.<sup>19</sup> Der ausgewiesene NAV beider Gesellschaften ist um die Differenz von Markt- und Buchwert der Finanzverbindlichkeiten zu bereinigen.

Der fristenkongruente Refinanzierungssatz wurde auf Basis der CHF SWAP-Rate<sup>20</sup> plus einem fixen Zinsspread von 60 Basispunkten festgelegt, welcher die heute auf dem Markt bezahlten Zinsen für eine Immobiliengesellschaft mit dem Risikoprofil von Jelmoli reflektiert.

Es erfolgte keine Anpassungen von Schulden mit variablem Zinssatz, da deren Finanzierungskosten im Wesentlichen mit den aktuellen Marktkosten von Jelmoli korrespondierten. Für die ausstehenden Zinssatz-SWAPs wurde die Differenz gegenüber dem in der Bilanz per Jahresende 2008 erfassten Werten und dem aktuellen Marktwert zum ausgewiesenen NAV hinzugezählt.

Auf Basis dieser Berechnung beläuft sich die Differenz vom Buchwert der Finanzverbindlichkeiten von Jelmoli gegenüber dem Marktwert auf CHF 37 Mio., die entsprechend zum ausgewiesenen NAV hinzugezählt wurden.

---

<sup>19</sup> Jelmoli erfasst die Finanzverbindlichkeiten grundsätzlich zu fortgeführten Anschaffungskosten, SPS zu Nominalwerten (ausser Wandelanleihe).

<sup>20</sup> Die verwendete SWAP-Rate wurde für jede Finanzverbindlichkeit individuell auf Basis der Restlaufzeit der Schuld festgesetzt. Datenquelle: Bloomberg

Für SPS wurde zu Ermittlung der Marktwerte der Finanzverbindlichkeiten auf den Geschäftsbericht per Ende 2008 abgestellt, da Sarasin keine aktuelleren und detaillierten Informationen vorlagen. Gemäss Aussagen des Managements von SPS haben sich indessen mit Bezug auf die Höhe und Fristenstruktur der Finanzverbindlichkeiten zwischen Stichtag Jahresabschluss und heute keine wesentlichen Veränderungen ergeben.

Es wurde ebenfalls von einem Refinanzierungssatz in Höhe von CHF SWAP-Rate plus 60 Basispunkte ausgegangen, da sich die Risikoprofile beider Gesellschaften nicht wesentlich voneinander unterscheiden. Die Marktbewertung der Finanzverbindlichkeiten von SPS ergab eine Differenz in Höhe von CHF 39 Mio. zwischen Markt- und Buchwert der Schulden.

### 6.10. Berücksichtigung von Transaktionskosten

Die von SPS geschätzten Transaktionskosten<sup>21</sup> bis Closing liegen nach Steuern rund CHF 16.0 Mio. höher als die Kosten, welche Jelmoli für die Transaktion veranschlagt. Auf beiden Seiten wurden die entsprechenden Transaktionskosten vom ausgewiesenen NAV in Abzug gebracht.

### 6.11. Behandlung latenter Steuern

SPS und Jelmoli verbuchen latente Steuern unterschiedlich. Jelmoli geht bei der Berechnung latenter Steuern bestehender Immobilien von einer minimalen Haltedauer von 20 Jahren aus. Die latenten Steuern von neuen Projekten werden unter der Prämisse festgesetzt, dass diese so lange gehalten werden, bis keine über dem Minimalsatz liegenden Grundstückgewinnsteuern aus dem Verkauf resultieren.<sup>22</sup>

SPS stellt bei der Berechnung latenter Steuern auf eine minimale Haltedauer der Immobilien von 2 Jahren ab.<sup>23</sup> Überschreitet die effektive Haltedauer einer Liegenschaft diese Minimalperiode, so werden die latenten Ertragssteuerverpflichtungen jährlich angepasst.

Eine Anwendung der von Jelmoli praktizierten Methode der Berechnung latenter Steuern bei SPS würde nach Aussagen des Managements von SPS zu einer Verringerung der Rückstellungen für latente Ertragssteuern in der Höhe von CHF 30 Mio. führen. Demgegenüber macht Jelmoli geltend, dass die Handänderung einzelner Liegenschaften ihres Immobilienportfolios sehr lange zurückliegt, weshalb bei diesen Liegenschaften anstelle des effektiven Erwerbspreis der höhere historische Verkehrswert für die Steuerberechnung relevant ist. Wird diesem Effekt Rechnung getragen, verringern sich die Rückstellungen für latente Steuerverpflichtungen um rund CHF 30 Mio.

---

<sup>21</sup> Ohne Kosten der operativen Integration

<sup>22</sup> Vgl. hierzu Jelmoli Geschäftsbericht 2008, S. 90

<sup>23</sup> Vgl. hierzu Jahresbericht SPS 2008, S. 61

Für beide Gesellschaften wurden somit CHF 30 Mio. zum ausgewiesenen NAV hinzuaddiert.

### 6.12. Erwerb eines 30% Aktienpakets von Jelmoli durch SPS

Am 29. Mai 2009 hat SPS mit einem Grossaktionär<sup>24</sup> bei Jelmoli einen Aktienkaufvertrag abgeschlossen. Gemäss diesem Vertrag erwirbt SPS 1'214'981 Jelmoli Aktien gegen Bezahlung von 4'480'000 SPS Namenaktien sowie CHF 250.0 Mio. in bar.<sup>25</sup> Der Vollzug des Aktienkaufvertrages ist in keiner Weise vom Vollzug des Umtauschangebots abhängig.

Unter Berufung auf Aussagen des Managements von SPS geht Sarasin davon aus, dass die Übertragung der Aktien erst nach Nennwertherabsetzung erfolgt. Sarasin hat in diesem Zusammenhang keinen Einblick in den Aktienkaufvertrag zwischen SPS und dem Grossaktionär erhalten.<sup>26</sup>

Die Barzahlung an den Grossaktionär in Höhe von CHF 250.0 Mio. ist folglich vom NAV von SPS in Abzug zu bringen. Zudem ist die Anzahl ausstehender Namenaktien bei SPS um 4'480'000 zu erhöhen.

### 6.13. Datenbasis bezüglich Anzahl ausstehende Aktien und Adjustierung NAV

Die Ende 2008 ausstehende Anzahl Namenaktien SPS mit Nennwert von CHF 22.20 abzüglich der von der Gesellschaft selbst gehaltenen Aktien belief sich auf 23'945'069 Stück<sup>27</sup> und blieb bis zum Stichtag der Fairness Opinion unverändert. Betreffend der ausstehenden CHF Wandelanleihe<sup>28</sup> von SPS nimmt Sarasin an, dass sich aufgrund des im Vergleich zum aktuellen Aktienkurs hohen Wandelpreises und der kurzen Restlaufzeit kein Verwässerungseffekt ergibt. Damit erübrigt sich bei SPS diesbezüglich eine Anpassung des NAV.

Betreffend Jelmoli bestand die Aktienstruktur per 31.12.2008 aus 498'808 Inhaberaktien mit einem Nominalwert von CHF 50 (davon 56'403 im eigenen Bestand) sowie aus 1'321'354 Namenaktien mit einem Nominalwert von CHF 10. Durch die Entrichtung der ersten Zahlungstranche an Tivona (siehe Ausführungen im Kapitel 6.3) reduzierte sich die Anzahl Inhaberaktien im eigenen Bestand um 55'000 Stück. Im März 2009 wurden im Zusammenhang mit der Restrukturierung die Inhaberaktien im Verhältnis 1:5 in Namenaktien mit einem Nennwert von Fr. 10 umgewandelt. Im gleichen Zusammenhang wurden 250'000 zusätzliche Namenaktien geschaffen und an Pelham Investments AG („Pelham“) ausgegeben. Somit

<sup>24</sup> Pelham Investments AG, Zug

<sup>25</sup> vgl. hierzu Voranmeldung, S. 3

<sup>26</sup> gemäss Entwurf Angebotsprospekts vom 3.7.2008 ist der Vollzug des Kaufvertrages am 10. Juli 2009 vorgesehen, d.h. nach erfolgter Ausschüttung der Nennwertherabsetzung um CHF 3.40 pro Aktie, welche für den 9. Juli 2009 vorgesehen ist.

<sup>27</sup> vgl. Geschäftsbericht SPS 2008, S. 81

<sup>28</sup> per 31.12.2008 noch CHF 130.9 Mio. ausstehend

bestand das Aktienkapital der Jelmoli per 31.3.2009 aus 4'065'394 Namenaktien, wovon sich 8'190 in eigenem Besitz befanden. Unter Berücksichtigung der im Rahmen der zweiten Zahlungstranche an Tivona zu liefernden 222'500 Jelmoli Namenaktien beträgt die Anzahl ausgegebener Aktien folglich 4'287'894.

Gemäss der Sarasin vorliegenden Transaktionsvereinbarung zwischen SPS und Jelmoli hielt Jelmoli per 5. Juni 2009 10'335 eigene Aktien, d.h. in der Periode vom 31.3.2009 bis zum 5. Juni 2009 wurden netto 2'145 Aktien zurückgekauft. Zu den Nettokosten dieses Rückkaufes erhielt Sarasin keine Angaben, weshalb dieser geringfügige Effekt im ANAV von Jelmoli nicht abgebildet werden konnte.

Die bei Jelmoli ausstehenden 70'800 Mitarbeiteroptionen führen zu keiner Erhöhung der Anzahl ausstehender Aktien, da der Ausübungspreis der Optionen signifikant über dem aktuellen Kurs der Jelmoli Aktie liegt.<sup>29</sup>

#### 6.14. Bewertungsschemata und Endergebnis

Unter Berücksichtigung obgenannter Ausführungen berechnet sich der ANAV von Jelmoli pro Aktie wie folgt:

<b>I ANAV Jelmoli (in CHF Mio.)</b>	
NAV Jelmoli per Ende 2008	1'615
+ Adjustierung Transaktion Tivona	231
+ Adjustierung Retail (Marktwert abzgl. Buchwert)	110
- Dividendenadjustierung	41
- Adjustierung Marktbewertung Finanzverbindlichkeiten	37
- Transaktionskosten (nach Steuereffekt)	8
+ Adjustierung latente Steuern	30
<b>= ANAV Jelmoli</b>	<b>1'900</b>

<b>II Anzahl Aktien Jelmoli (in Mio.)</b>	
Anzahl ausstehende Aktien exkl. zweite Zahlungstranche Tivona	4.1
+ Anzahl Aktien aus zweiter Zahlungstranche Tivona	0.2
<b>= Anzahl zu berücksichtigender Aktien</b>	<b>4.3</b>

<b>III ANAV pro Aktie</b>	
ANAV Jelmoli (in CHF Mio.)	1'900
/ Anzahl zu berücksichtigender Aktien (in Mio.)	4.3
<b>= ANAV Jelmoli pro Aktie (in CHF)</b>	<b>444.2</b>

<sup>29</sup> vgl. dazu Geschäftsbericht 2008 der Jelmoli, Seite 94 (Die Anzahl ausstehende Optionen ist aufgrund der im Rahmen der Restrukturierung erfolgten Änderung der Kapitalstruktur mit dem Faktor 5 zu multiplizieren).

Der ANAV von SPS berechnet sich wie folgt:

<b>I ANAV SPS (in CHF Mio.)</b>	
NAV SPS per Ende 2008	1'419
+ Effekt aus Neubewertungen (IAS 40)	10
- Adjustierung Nennwertherabsetzung	81
- Adjustierung Marktbewertung Finanzverbindlichkeiten	39
- Transaktionskosten (nach Steuereffekt)	24
+ Adjustierung latente Steuern	30
<b>= ANAV SPS</b>	<b>1'314</b>

<b>II Anzahl Aktien SPS (in Mio.)</b>	
Anzahl ausstehender Aktien exkl. Erwerb Aktienpaket	23.9

<b>III ANAV pro Aktie</b>	
ANAV SPS (in CHF Mio.)	1'314
/ Anzahl zu berücksichtigender Aktien (in Mio.)	23.9
<b>= ANAV SPS pro Aktie (in CHF)</b>	<b>54.9</b>

Um das Umtauschverhältnis zwischen den Gesellschaften beurteilen zu können, ist auf Basis des ermittelten ANAV von Jelmoli bzw. SPS der NAV der kombinierten Gesellschaft („New SPS“) wie folgt zu bestimmen:

<b>IV New SPS</b>	
ANAV SPS (in CHF Mio.)	1'314
+ ANAV Jelmoli (in CHF Mio.)	1'900
- Barkomponente Aktionär Pelham (in CHF Mio.)	250
<b>= ANAV SPS nach Transaktion (in CHF Mio.)</b>	<b>2'964</b>
Anzahl SPS Aktien vor Transaktion Pelham (in Mio.)	23.9
+ Anzahl an Pelham auszugebende Aktien (in Mio.)	4.5
+ Anzahl Aktien für andienende Jelmoli Aktionäre (in Mio.)	24.8
<b>Total Anzahl Aktien (in Mio.)</b>	<b>53.2</b>
<b>ANAV pro Aktie New SPS (in CHF)</b>	<b>55.7</b>

<b>V Transaktionsbeurteilung</b>	
<b>NAV pro Jelmoli Aktie vor Transaktion (in CHF)</b>	444.2
NAV SPS Aktie nach Vollzug Transaktion (in CHF)	55.7
Austauschverhältnis	8.1 x
<b>NAV pro frühere Jelmoli Aktie (in CHF)</b>	<b>451.0</b>
<b>Implizierte Prämie (+) bzw. Abschlag (-)</b>	<b>1.5%</b>

Auf ANAV-Basis impliziert das Umtauschangebot von SPS in Höhe von 8.1 SPS Aktien pro Jelmoli Aktie für die Jelmoli Aktionäre eine Prämie von 1.5%.



## 7. Bewertung der Detailhandelssparte

Der Geschäftsbereich Detailhandel („Detailhandel“), bestehend aus dem Warenhaus an der Zürcher Bahnhofstrasse (Jelmoli AG, „The House of Brands“) sowie der 2006 gegründeten Gesellschaft Jelmoli Bonus Card<sup>30</sup> und dem Hotel Ramada Encore in Genf, trug im Jahr 2008 rund 13.5% zum Betriebsergebnis (EBITDA) der Jelmoli bei. Das Warenhaus erzielt dabei den mit Abstand grössten Beitrag, wobei der Anteil des Detailhandels am Umsatz 2008 bei rund 78% lag.<sup>31</sup> Der Detailhandel ist zum Buchwert im ausgewiesenen NAV von Jelmoli enthalten. Zur Bestimmung des Marktwertes wurde eine Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften (Compco) vorgenommen.

Die Compco-Methode wird insbesondere in der Finanzanalyse bevorzugt, da die Kapitalmarktteilnehmer meist nicht über detaillierte Planrechnungen der Firmen verfügen. Im Rahmen der Erstellung dieser Fairness Opinion wurden Sarasin die Planrechnungen von Jelmoli zum Detailhandel zur Verfügung gestellt.

### Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes (aktueller Börsenwert plus Nettoschulden, Minoritäten) von vergleichbaren, kotierten Gesellschaften mit den aktuellen bzw. erwarteten finanziellen Kennzahlen (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT und Reingewinn) für die folgenden zwei Geschäftsjahre werden Multiplikatoren errechnet und ein Durchschnitt gebildet (siehe Beilage 11.1). Die Anwendung dieser Durchschnittsmultiplikatoren auf die finanziellen Kennzahlen (Umsatz, EBITDA, EBIT und Reingewinn) der Detailhandelssparte ergibt ein Bewertungsergebnis für jeden berechneten Durchschnittsmultiplikator.

Die folgenden zwei Faktoren haben einen wesentlichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis:

- der ermittelte Durchschnittsmultiplikator, und
- die Auswahl und Ermittlung der finanziellen Kennzahlen des Detailhandelsbereichs, auf die der Multiplikator angewendet wird.

Der Durchschnittsmultiplikator ist primär abhängig von der Auswahl der Vergleichsgesellschaften. Nur wenn Gesellschaften zur Verfügung stehen, die in Bezug auf die wesentlichen Charakteristiken der zu bewertenden Gesellschaft vergleichbar sind, ergibt sich ein aussagekräftiger Multiplikator. Da die Bewertung mittels Vergleichsgesellschaften auf dem aktuellen, bzw. den erwarteten Ergebnissen der nächsten 1 bis 2 Jahre basiert (2009E, 2010E), widerspiegeln diese Ergebnisse den Unternehmenswert aus einer eher kurz- bis mittelfristigen Optik. Längerfristig realisierbares Wachstums- und Margensteigerungspotenzial sowie ein spezifisches Stadium im Rahmen eines Geschäftszyklus werden in der Regel nur erfasst, wenn die Vergleichsgesellschaften ähnliche Wachstums- und Margenpotenziale aufweisen bzw. sich im selben Stadium des Geschäftszyklus befinden.

<sup>30</sup> Die Valartis Bank AG ist mit 27.5% an der Jelmoli Bonus Card beteiligt

<sup>31</sup> Sarasin wendet vorliegend den ermittelten Multiplikator auf die gesamten Detailhandelsaktivitäten von Jelmoli an, d.h. inkl. Bonus Card Geschäft und Hotel Ramada.



## Auswahl der Vergleichsgesellschaften

Die Auswahl von Vergleichsgesellschaften für den Detailhandel gestaltet sich anspruchsvoll, da sich die Detailhandelsgesellschaften u.a. in der Breite & Tiefe des Sortiments, dem Spezialisierungsgrad, der Kaufkraft- und Kundenpositionierung, dem geographischen Absatzgebiet, dem Ladenformat, etc. oft stark unterscheiden. Nichtsdestotrotz stehen für die Bewertung der Detailhandelsaktivitäten von Jelmoli verschiedene, u.E. geeignete Gesellschaften zur Verfügung, die ein ähnliches Geschäftsmodell wie der Detailhandel von Jelmoli verfolgen. Auf Basis der genannten Kriterien wurde die folgende Gruppe vergleichbarer Gesellschaften ermittelt:

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

Zusätzlich wurde geprüft, inwieweit sich die oben aufgeführten Vergleichsunternehmen hinsichtlich Profitabilität und Wachstum vom Detailhandelsgeschäft von Jelmoli unterscheiden. Das Management von Jelmoli erachtet eine EBITDA Marge im Jahr 2010 von etwas über 12% als realistisch. In den Folgejahren (nach Erneuerung und Ausbau des „House of Brands“) soll dieser Wert auf rund 13.5% steigen. Diese Entwicklung erscheint angesichts der in den vergangenen zwei Finanzjahren erreichten EBITDA Margen von 9.4% (2007) und 12.2% (2008) und unter Berücksichtigung der geplanten Investitionen (ca. CHF 35 – 40 Mio.) realistisch. Die Analystenschätzungen zu den Unternehmen der Vergleichsgruppe liegen nahe bei diesen Werten und machen diese somit nachvollziehbar.

Mit zwei Ausnahmen (PPR SA & Gruppo Coin SPA) wird bei alle Vergleichsunternehmen mit einem Rückgang auf Umsatz-, EBITDA-, EBIT- und Gewinn-Ebene in den Jahren 2009 und 2010 gerechnet.<sup>32</sup> Für das Jelmoli Warenhaus verstärkt sich dieser Effekt sogar noch etwas – ein Grund hierfür sind die in den kommenden 2 Jahren geplanten Um- und Ausbauten. In Bezug auf die aktuelle bzw. kurzfristig erwartete Profitabilität und das Wachstum erachten wir deshalb die oben genannten Gesellschaften als grundsätzlich geeignet für die Bestimmung der Durchschnittsmultiplikatoren.

## Resultat der Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften

Mittels der Compco-Analyse resp. unter Anwendung aller im Anhang 11.1 dargestellten Multiplikatoren (Sales, EBITDA, EBIT, Gewinn) ergibt sich ein durchschnittlicher Eigenkapitalwert des Detailhandels von **CHF 171.2 Mio.**

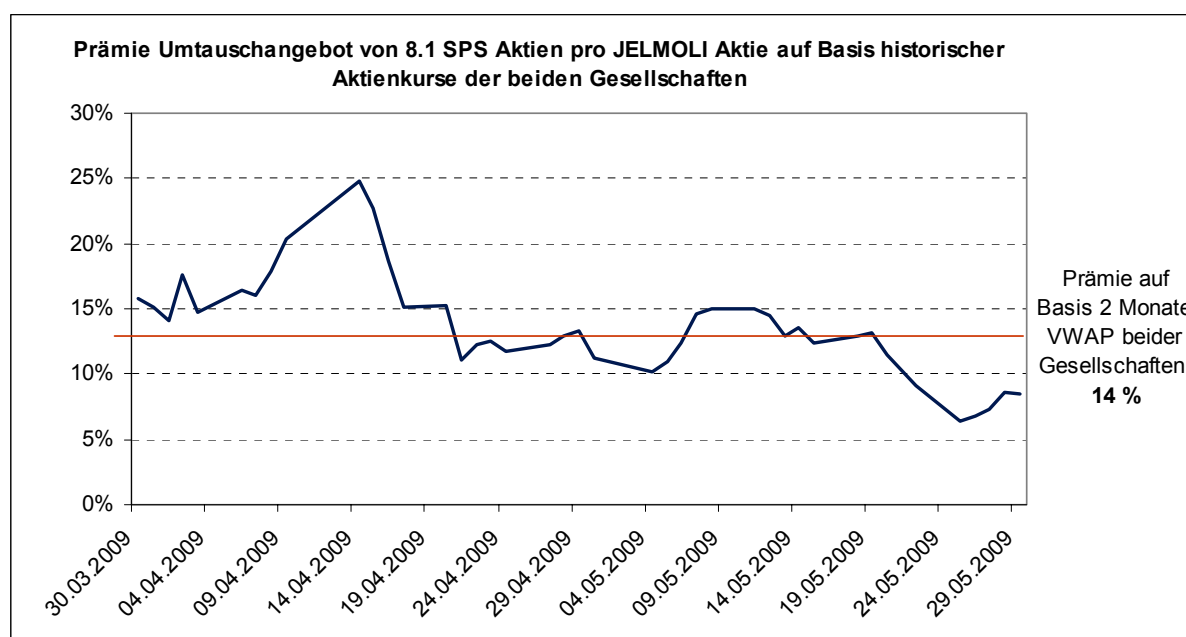
---

<sup>32</sup> Quelle: IBES Analystenerwartungen

## 8. Entwicklung der Aktienkurse

Aufgrund der am 30. März 2009 vorgenommenen Restrukturierung von Jelmoli kann eine aussagekräftige Prämie, basierend auf den Aktienkursen von Jelmoli und SPS, nur in der Periode vom 30. März 2009 (Kotierung Jelmoli) und 29.5.2009 (letzter Handelstag vor An-kündigung Umtauschangebot) ermittelt werden.

Die nachstehende Abbildung zeigt die Prämie des von SPS unterbreiteten Umtauschangebots basierend auf den historischen Aktienkursen beider Gesellschaften. Zu diesem Zweck wurden die historischen Aktienkurse von Jelmoli um die Dividendenzahlung von CHF 10.00 pro Aktie bereinigt. Analog wurde bei den historischen Aktienkursen von SPS die Nennwertherabsetzung in Höhe von CHF 3.40 pro Aktie in Abzug gebracht.



Wie in der Abbildung ersichtlich, impliziert das Angebot von SPS über den relevanten Zeitraum hinweg eine Prämie relativ zum Austauschverhältnis der beiden Aktienkurse. Aufgrund des in der Referenzperiode stärkeren relativen Kursanstiegs von Jelmoli im Vergleich zu SPS hat sich die Prämie im Zeitverlauf verringert.

Die nachstehende Abbildung zeigt die impliziten Prämien des Umtauschangebots auf Basis der Aktienkursentwicklung für ausgewählte Zeitperioden:

Bewertungsbasis	Preis pro Jelmoli Aktie in CHF <sup>1</sup>	Preis pro SPS Aktie in CHF <sup>2</sup>	Prämie Angebot
VWAP <sup>3</sup> letzte 2 Monate (seit 30.03.09)	358.0	50.4	14.1%
VWAP <sup>3</sup> letzter Monat	372.9	51.0	10.8%
Schlusskurs 29. Mai 2009	383.5	50.6	6.9%

1 Nach Dividende von CHF 10 pro Aktie

2 Nach Nennwertherabsetzung von CHF 3.40 pro Aktie

3 Volumengewichteter Durchschnittskurs

## 9. Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses

Das Umtauschverhältnis berechnet auf Basis des adjustierten Net Asset Values beider Gesellschaften ergibt, dass die Aktionäre der Jelmoli eine Prämie von 1.5% auf Basis eines Umtauschverhältnisses von 8.1 erhalten.

Auf Basis des volumengewichteten Durchschnittskurses beider Unternehmen vom Datum der Kotierung von Jelmoli bis Unterbreitung des Umtauschangebotes (letzte 2 Monate) durch SPS ergibt sich eine Prämie von 14.1%.

Da die Analyse der Aktienkurse verschiedenste, in der Ermittlung des adjustierten Net Asset Values einbezogene Sonderfaktoren<sup>33</sup> nicht berücksichtigt, ist für die Beurteilung der Angemessenheit primär auf das Ergebnis auf Basis des ANAV abzustellen.

---

<sup>33</sup> z.B. Transaktionskosten, Erwerb eines 30% Aktienpaket an Jelmoli durch SPS, etc.

## 10. Ergebnis des Gutachtens

Grundsätzlich betrachtet Sarasin ein Umtauschverhältnis, das aus Sicht der Aktionäre von Jelmoli auf Basis der ANAV der beiden Gesellschaften zu einer Prämie von 0% oder höher führt, als fair. Diese Beurteilung basiert auf den folgenden Überlegungen:

- Wirtschaftlich betrachtet, handelt es sich um eine Kombination zweier fast gleich-grosser Gesellschaften („merger of equals“);
- Durch die wirtschaftliche Kombination der beiden Gesellschaften Jelmoli und SPS bleiben die Aktionäre von Jelmoli im Rahmen der eingebrachten Werte, d.h. mit 46.6% <sup>34</sup>, am wirtschaftlichen Substrat von Jelmoli beteiligt und partizipieren im gleichen Umfang am Erfolg der kombinierten Gesellschaft;
- Die Aktionäre von Jelmoli und SPS werden gemeinsam auf Basis der ins kombinierte Unternehmen<sup>35</sup> eingebrachten Werte an den durch die Kombination realisierbaren, zukünftigen Synergien partizipieren.

Basierend auf den diesem Gutachten zugrunde liegenden Bewertungsanalysen und Überlegungen erachten wir das von SPS angebotene Umtauschverhältnis von 8.1 Namenaktien SPS für jede Namenaktie Jelmoli aus Sicht der Aktionäre von Jelmoli als angemessen.

### Wichtig für Aktionäre

Das Ergebnis dieses Gutachtens berücksichtigt allfällige Steuerfolgen einzelner Aktionäre nicht. Betreffend Steuerfolgen für die Aktionäre von Jelmoli wird auf die diesbezüglichen Angaben im Angebotsprospekt, welcher voraussichtlich am 14. Juli 2009 publiziert wird, verwiesen.

Zürich, 7. Juli 2009

**Bank Sarasin & Cie AG**

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

---

<sup>34</sup> Ohne Berücksichtigung der vormaligen Beteiligung von Pelham an Jelmoli

<sup>35</sup> Wirtschaftliche Betrachtungsweise

## 11. Anhang

### 11.1.Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen

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
<b>AVERAGE</b>			<b>0.7x</b>	<b>0.7x</b>	<b>6.0x</b>	<b>6.7x</b>	<b>9.4x</b>	<b>11.3x</b>	<b>10.0x</b>	<b>12.0x</b>

LC: local currency; LTM: Last twelve months

Source: Bloomberg, Sarasin

## 11.2.Beilage 2: Abkürzungsverzeichnis / Glossar

ANAV	Adjustierter (angepasster) Net Asset Value
Compco Analyse	Bewertungsmethode, die einen Vergleich mit ähnlichen kotierten Gesellschaften vornimmt
EBIT	Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
Fair Value	Der theoretisch richtige/angemessene Preis eines Finanzvehikels bzw. im Falle der Bewertung von Liegenschaften der sich aus der Bewertung ergebende Marktpreis, d.h. der Preis, zu dem eine Liegenschaft innert nützlicher Frist tatsächlich veräussert werden könnte
Jelmoli	Jelmoli Holding AG, Zürich
NAV	Net Asset Value
Net Asset Value	Nettoinventarwert
Nettoinventarwert	Die Summe aller Vermögenswerte abzüglich aller Verbindlichkeiten
SPS	Swiss Prime Site AG, Olten
VWAP	Volume Weighted Average Price (volumengewichteter Durchschnittspreis)
W&P	Wüst & Partner AG, Zürich