

**Offre publique d'achat
de Swiss Prime Site SA, Olten,
aux actionnaires de Maag Holding SA, Zurich**

Fairness Opinion

Appréciation de l'adéquation financière de l'offre à l'attention
du Conseil d'administration de la Maag Holding SA

***Ce texte est une traduction du texte original allemand.
Seul le texte allemand fait foi.***

Table des matières	page
1. Mandat	3
2. Bases	4
3. Préambule	6
4. Critères d'évaluation	9
5. Conclusion	16
6. Annexes	17

1. Mandat

La Swiss Prime Site SA, à Olten ("SPS") a annoncé le 6 décembre 2004 qu'elle avait conclu avec de gros actionnaires de la Maag Holding SA ("Maag" ou "la société") une convention portant sur l'achat de leurs actions. En vertu de cette convention, SPS a repris environ 45% du capital-actions de Maag. Le 16 décembre 2004, un gros actionnaire a rendu publique la vente à SPS de 20.25% supplémentaires du capital-action de Maag. SPS détenait ainsi au 16 décembre 2004 environ 66% des actions de Maag.

Le Conseil d'administration de SPS a décidé de présenter aux actionnaires restants de Maag une offre publique d'achat en espèces. Comme dans les statuts de Maag l'engagement d'achat est exclu selon la loi sur les bourses, l'offre d'achat de la SPS s'effectue sur une base volontaire. L'annonce préalable de l'offre publique d'achat – conformément à l'art. 7 de l'Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition (OPA-OOPA) - a été faite le 6 décembre 2004.

Le Conseil d'administration de Maag a chargé Bank Vontobel AG ("Bank Vontobel") de contrôler l'offre annoncée de SPS quant à son adéquation financière et de remettre pour le 20 décembre 2004 une "Fairness Opinion" y relative, à l'attention du Conseil d'administration de Maag.

Cette Fairness Opinion est destinée au Conseil d'administration de Maag et ne constitue pas à l'égard des actionnaires une recommandation d'accepter le prix offert. La Fairness Opinion ne se réfère en aucune manière aux avantages relatifs des transactions alternatives. Elle ne comporte également aucune appréciation sur les incidences de la transaction proposée et de l'offre sur les actionnaires qui n'acceptent pas l'offre ou sur la valeur future des actions non délivrées ou si et à quels prix ces actions seront traitées à l'expiration de l'offre.

2. Bases

Bank Vontobel se base dans son appréciation notamment sur les éléments suivants:

- l'annonce préalable de l'offre publique d'achat de Swiss Prime Site SA, à Olten de toutes les actions au porteur de Maag Holding SA, d'une valeur nominative de CHF 50, se trouvant dans le public
- le projet d'offre publique d'achat de toutes les actions au porteur de la Maag Holding SA d'une valeur nominative de CHF 50, se trouvant dans le public
- les informations accessibles officiellement concernant la société, qui sont importantes, à notre avis pour notre analyse, en particulier les rapports annuels de la société, le rapport du 1er semestre 2004 ainsi que divers communiqués de presse
- les informations financières et informations opérationnelles concernant l'activité commerciale et les perspectives commerciales de la société qui ont été mises à notre disposition par Maag, y compris le bouclement consolidé au 30 septembre 2004, le projet de bouclement consolidé au 31 décembre 2004 reposant sur les estimations de la direction de Maag au 30 septembre ainsi que le budget consolidé de 2005
- le rapport de l'expert indépendant en estimations Ernst & Young AG Real Estate sur les immeubles du groupe Maag au 31 décembre 2003 (contenu dans le rapport annuel 2003, page 65)
- le projet de rapport de l'expert indépendant en estimations Ernst & Young AG Real Estate sur les immeubles du groupe Maag au 31 décembre 2004
- l'appréciation sur la poursuite de la Maag-Areal par Ernst & Young AG Real Estate au 23 août 2004
- l'appréciation du développement du projet Maag-Areal par Ernst & Young AG Real Estate au 23 août 2004
- l'estimation des immeubles de Maag Property Company SA par Peregrin SA en juin 2004
- l'estimation de Serimo Holding SA par la direction de Maag au 1er janvier 2004
- le contrat de prêt du 21 juillet 1999 entre Maag Property Company SA et les banques prêteuses
- le mémorandum d'information et autre documentation de juillet 2004 ainsi que la présentation faite par la direction en septembre 2004 à l'occasion du processus de vente
- l'évolution historique des cours des actions au porteur Maag
- la comparaison historique des résultats financiers et de la situation financière actuelle de Maag avec d'autres sociétés immobilières que nous considérons comme importantes (cf. ch. 4.4., ci-après)
- la comparaison des conditions financières de l'offre avec les conditions financières d'autres transactions déterminées que nous considérons comme importantes (cf. ch. 4.5, ci-après)
- les entretiens avec la direction de Maag en ce qui concerne l'activité de la société, son marché et son environnement concurrentiel, ses activités opérationnelles, sa situation financière, sa rentabilité et ses perspectives commerciales

- le communiqué aux médias du Conseil d'administration de Maag du 17 décembre 2004 sur les corrections d'évaluation et provisions attendues et liées à la transaction

Pour l'élaboration de la Fairness Opinion, Bank Vontobel a admis l'exactitude et l'intégralité des renseignements financiers et des autres informations utilisées par elle et s'en est remise à ceux-ci sans assumer de responsabilité pour le contrôle indépendant des informations. En outre, Bank Vontobel s'est appuyée sur les assurances de la direction de la société selon lesquelles elle n'a pas connaissance de faits ou de circonstances rendant les informations à disposition inexactes ou trompeuses. Pour l'élaboration de cette Fairness Opinion, Bank Vontobel n'a procédé à aucune visite physique des bâtiments et installations de la société. De plus, elle n'a entrepris aucune analyse ou estimation de la valeur des actifs ou des passifs de la société. La Fairness Opinion se base nécessairement sur les conditions du marché, les conditions économiques et autres conditions, telle qu'elles existent au moment du présent rapport et peuvent être exploitées.

3. Préambule

3.1. Le groupe Maag¹

Maag est une société immobilière avec siège à Zurich. Maag possède et gère, selon le rapport semestriel 2004 au 30 juin 2004, un portefeuille d'immeubles d'une valeur de CHF 976 millions. Le portefeuille immobilier se compose d'immeubles commerciaux d'une valeur de CHF 871 millions et de terrains industriels d'une valeur de CHF 105 millions, dont la "Maag-Areal", à Zurich d'une valeur de CHF 90 millions qualifiée d'immeuble promis au développement. En outre, le groupe Maag offre des prestations de service en matière immobilière à des tiers.

En 2003, le groupe Maag a dégagé un produit sur immeubles de CHF 64.8 millions (1er semestre 2004: CHF 31.0 millions) et réalisé un EBIT (avant différences d'évaluation) de CHF 44.2 millions (1er semestre 2004: CHF 21.6 millions). Au 30 juin 2004, le groupe Maag a affiché un pourcentage de locaux vacants (en se basant sur les revenus locatifs théoriques) de 6.0% contre 6.1% l'année précédente. UBS SA est, avec une part au revenu locatif de 54.5% au 30 juin 2004, de loin, la locataire la plus importante du groupe Maag.

3.2. L'environnement du marché

3.2.1. Le marché suisse de l'immobilier pour les immeubles commerciaux

Le marché suisse de l'immobilier pour les immeubles commerciaux est marqué actuellement par une offre excédentaire. Le pourcentage moyen de locaux vacants pour des surfaces de bureau se situe à l'échelon national à 9.3%². Outre un recul – lié à la conjoncture – de la demande, l'achèvement de complexes de bureaux supplémentaires a contribué à l'augmentation des locaux vacants.

Selon les estimations des experts, uniquement pour combler le déficit existant de la demande, on a besoin de deux ans avec des taux de croissance entre 2 à 3%.³ Il faut donc compter également en 2005 avec un environnement du marché exigeant pour les immeubles commerciaux.

3.2.2. Sociétés immobilières suisses

Les sociétés immobilières suisses cotées possèdent et gèrent un patrimoine immobilier d'environ CHF 12 milliards. Cela correspond à environ 0.5% de la valeur vénale estimée de CHF 2 500 milliards au total de tous les bâtiments et bien-fonds sis en Suisse.⁴

¹ cf. rapport annuel 2003 et rapport 1^{er} semestre 2004 de Maag Holding SA

² Immo-Monitoring (2005 1) Wüest & Partner page 14

³ Der Schweizer Immobilienmarkt / Fakten und Trends / Février 2004/ Crédit Suisse Economic & Policy Consulting / page 21

⁴ Schweizer Immobiliengesellschaften (février 2004) Zürcher Kantonalbank (page 6)

3.3. L'offre publique d'achat de SPS

Le 6 décembre 2004, SPS a annoncé qu'elle avait conclu avec de gros actionnaires de Maag une convention portant sur l'achat de leurs actions. En vertu de cette convention, SPS a repris environ 45% du capital-actions de Maag. Le 16 décembre 2004, la vente par un gros actionnaire de 20.25% supplémentaires du capital-actions de Maag à SPS a été annoncée. SPS détient ainsi au 16 décembre 2004 environ 66% des actions de Maag.

Le Conseil d'administration de SPS a décidé de présenter aux actionnaires restants de Maag une offre publique d'achat en numéraire. L'annonce préalable de l'offre publique d'achat - conformément à l'art 7 OPA-OOPA - a été faite le 6 décembre 2004.

- **Prix offert**
Le prix offert est de CHF 190 net par action au porteur Maag, d'une valeur nominale de CHF 50. Le prix offert correspond au prix par action que SPS a payé lors de l'acquisition de sa participation antérieure d'environ 66% du capital-actions. Il comporte une prime de 15.1% sur le cours de clôture moyen des actions Maag durant les 30 derniers jours boursiers précédant la publication de l'annonce préalable.
- **Condition**
L'offre est liée à la condition suspensive suivante: à l'échéance du terme de l'offre (éventuellement prolongé), SPS détient au moins 75% de toutes les actions Maag émises.
Si cette condition n'est pas remplie à l'échéance du terme de l'offre (éventuellement prolongé), SPS est en droit de déclarer l'offre comme n'étant pas acceptée. SPS se réserve le droit de renoncer à la condition.

3.4. Mesures stratégiques prévues

La participation importante de SPS à Maag se répercutera de manière considérable sur la stratégie de Maag. En outre, dans le cadre de l'acquisition programmée de Maag par SPS, des frais extraordinaires seront générés. Dans un communiqué aux médias du 17 décembre 2004, le Conseil d'administration de Maag a annoncé qu'il s'attendait – en raison de correctifs d'évaluation et de provisions, en relation avec l'entrée de SPS en tant que nouvelle grosse actionnaire – à une perte nette au bilan 2004 de CHF 70 à 90 millions. Dans le détail, les corrections d'évaluation et les provisions mentionnées peuvent se récapituler comme suit:

- **liquidation d'immeubles à concurrence de CHF 250-300 millions**
Le portefeuille immobilier de Maag doit, conformément aux critères de placement de SPS, être restructuré. En tout, des immeubles, pour un montant total de CHF 250-300 millions doivent être liquidés. Il en découle un réajustement à la valeur de liquidation pour ces immeubles qui devrait entraîner une dépréciation de CHF 30-40 millions.

- **Refinancement de prêts à taux d'intérêts élevés**
Des engagements à long terme de CHF 580 millions qui affichent, en comparaison avec les conditions actuelles du marché, des taux d'intérêts nettement supérieurs à la moyenne, doivent être remboursés par anticipation. Les frais de rupture de contrat y relatifs peuvent atteindre, selon la variante de refinancement, CHF 45 millions.
- **Nouveau calcul de la provision pour impôts latents**
Compte tenu de la stratégie future du portefeuille, la provision pour les impôts latents doit – dans le cadre des normes de présentation des comptes Swiss GAAP RPC appliquées déjà jusqu'ici – être recalculée. Le calcul doit être effectué conformément aux directives appliquées par la SPS. Dans le détail, les modifications suivantes sont prévues:
 - adaptation à une observation d'un jour de référence par opposition à l'éternelle durée de détention des immeubles observée jusqu'ici
 - adaptation à un examen d'un seul objet immobilier par opposition à l'examen du portefeuille immobilier observé jusqu'ici
 - renonciation à porter à l'actif les avoir fiscaux latents (Deferred Tax Assets)

Maag évalue l'augmentation y relative de la provision pour impôts latents à environ CHF 15 millions.
- **Frais de transactions et de restructuration**
En relation avec la reprise programmée de Maag par SPS, Maag aura à supporter des frais de transaction et de restructuration, pour lesquelles des provisions doivent être constituées.

4. Critères d'évaluation

4.1. Aperçu

L'adéquation financière de l'offre de SPS a été contrôlée en ce qui concerne les aspects suivants:

- déroulement et résultat du processus de vente entamé par le Conseil d'administration de Maag au 2^{ème} trimestre 2004
- calcul de la Net Asset Value adaptée du groupe Maag
- comparaison de l'évaluation des actions avec d'autres sociétés immobilières suisses cotées en bourse
- comparaison avec les éléments d'évaluation d'autres transactions dans le secteur immobilier suisse

4.2. Déroulement et résultat du processus de vente entamé par le Conseil d'administration de Maag au 2^{ème} trimestre 2004

4.2.1. L'arrière-plan du processus de vente

Déjà en 2001, Maag en est venu à la conclusion qu'aucune possibilité de développement intéressante ne s'offrait au groupe Maag à court et moyen terme dans sa structure existante. Les raisons de cette appréciation étaient pour l'essentiel les suivantes:

- l'absence d'intérêt stratégique des deux principaux actionnaires étrangers a empêché Maag de reconstituer ses fonds propres dans le cadre d'une augmentation de capital.
- le financement tiers élevé avec une longue durée de fixation des intérêts et un taux d'intérêts supérieur à la moyenne - en comparaison avec les conditions actuelles du marché - ont empêché le groupe Maag de réaliser un Free Cashflow notable.
- la dotation limitée en fonds propres et le financement tiers défavorable ont empêché le groupe Maag de pratiquer une gestion active de son portefeuille immobilier et de réaliser des projets de développement plus importants.
- malgré de bons résultats opérationnels, en raison de frais élevés de financement et de dépréciations nécessaires du portefeuille immobilier, il en est découlé des résultats nets négatifs qui ont empêché un paiement de dividendes.
- en raison de l'absence d'une stratégie pour l'avenir convaincante, mais également par la capitalisation boursière particulièrement basse et en raison du volume - aux périodes normales - bas des affaires, Maag n'a pas disposé de la qualification nécessaire du marché des capitaux en tant que société cotée.

Sur la base de cette appréciation, Maag a examiné durant une longue période diverses options stratégiques. En mai 2004, le Conseil d'administration de Maag a décidé d'entamer un processus de vente structuré. Dans le cadre de ce processus de vente, 35 sociétés immobilières choisies de manière ciblée, des Fonds et des

investisseurs privés immobiliers ont été approchés en tant qu'intéressés éventuels à une reprise.

4.2.2. Résultat du processus de vente

L'offre publique d'acquisition de SPS annoncée est – selon les indications de la direction de Maag – clairement la meilleure des offres indicatives et liant les parties reçues. L'offre de SPS comporte le prix d'acquisition le plus élevé et n'est liée en aucune façon à des conditions et des garanties en ce qui concerne Maag.

4.2.3. Appréciation

Le prix offert de CHF 190 par action Maag est le résultat d'un long examen d'options stratégiques et d'un processus de vente structuré y faisant suite. Dans ce contexte, le prix offert devrait correspondre largement à la valeur de transaction actuelle de Maag. C'est la raison pour laquelle nous considérons le prix offert comme raisonnable.

4.3. Net Asset Value adaptée du groupe Maag

La Net Asset Value adaptée ("ANAV") représente le ratio le plus courant pour l'évaluation de sociétés immobilières.

La Net Asset Value ("NAV") correspond aux fonds propres de la société immobilière (valeur comptable) figurant au bilan. Pour calculer la Net Asset Value, nous nous basons sur le projet de bilan consolidé au 31 décembre 2004 ("projet de bilan 2004") reposant sur les estimations du Management de Maag du 30 septembre 2004. Ce projet de bilan 2004 est redressé pour tenir compte des corrections d'évaluation et des provisions annoncées le 17 décembre 2004 par le Conseil d'administration de Maag.

En outre, pour déterminer l'ANAV, tous les actifs et les fonds de tiers sont évalués à la valeur vénale.

4.3.1. Immeubles

La valeur des immeubles figurant au bilan consolidé du groupe Maag repose sur le rapport de l'expert en estimations indépendant Ernst & Young AG Real Estate (qui se base sur la méthode du Discounted-Cash-Flow). L'évaluation de l'expert en estimations indépendant Ernst & Young AG Real Estate est dictée par le principe selon lequel est considérée comme valeur vénale le montant estimé pour lequel un actif immobilier devrait être échangé le jour de l'évaluation entre un aliénateur prêt à vendre et un acquéreur prêt à acheter, après une période raisonnable de commercialisation, dans une transaction dans des relations d'affaires usuelles, chaque partie agissant en connaissance de cause, avec réflexion et sans contrainte.⁵ Le projet du

⁵ Rapport annuel 2003 Maag /page 65

rapport au 31 décembre 2004 fait ressortir pour les immeubles une valeur totale de CHF 886 millions.

Le Conseil d'administration de Maag a annoncé le 17 décembre 2004 que des immeubles devaient être liquidés à concurrence de CHF 250-300 millions. Cette annonce entraîne un passage à une évaluation à la valeur de liquidation. La correction d'évaluation en résultant de CHF 30-40 millions nous paraît, en raison de la situation tendue dans le secteur des immeubles commerciaux, comme objectivement fondée et plausible quant à son montant.

4.3.2. Engagements résultant de financement à long terme

Dans le projet de bilan 2004, le groupe Maag affiche des engagements résultant de financement à long terme d'environ CHF 620 millions.

Environ CHF 580 millions de ces engagements à long terme remontent à un contrat de prêt de 1999 qui avait été conclu pour financer la reprise d'un portefeuille immobilier capital. Sur ce prêt, CHF 500 millions au total présentent encore un taux fixe pour plusieurs années (CHF 200 millions à 4.97% jusqu'en octobre 2006 / CHF 300 millions à 5.20% jusqu'en octobre 2009). Ces prêts restants à long terme présentent - en comparaison avec les conditions du marché actuelles - une rémunération en intérêts nettement supérieure à la moyenne. De plus, le contrat de prêt prévoit qu'en cas de remboursement non programmé du prêt, Maag est tenue de dédommager les banques prêteuses et de leur verser en outre une indemnité de 0.5% du montant remboursé à titre exceptionnel. Le Conseil d'administration de Maag a communiqué le 17 décembre 2004 que ces prêts doivent être remboursés par anticipation et qu'il faut s'attendre, selon la variante de refinancement, à des frais de rupture de contrat pouvant atteindre CHF 45 millions. Cette dépense supplémentaire nous paraît objectivement fondée et plausible quant à son montant.

4.3.3. Impôts latent

Dans le projet de bilan 2004, le groupe Maag fait figurer des provisions pour impôts latents pour un montant d'environ CHF 6 millions. Le Conseil d'administration de Maag a annoncé que les provisions pour impôts doivent être recalculées à l'avenir dans le cadre des normes de présentation des comptes Swiss GAAP RPC appliquées déjà jusqu'ici. L'augmentation escomptée des provisions pour impôts s'élève à environ CHF 15 millions.

L'augmentation de la provision pour impôts latents s'effectue dans le cadre des normes de présentation des comptes s'appliquant à Maag et nous paraît objectivement fondée et plausible quant à son montant.

4.3.4. Provisions (frais de transaction / restructuration)

Le Conseil d'administration de Maag a annoncé que la reprise de Maag par SPS générerait pour Maag des dépenses de transaction et de restructuration pour les frais de personnel, les indemnités de départ, les frais de reconversion et d'intégration, pour lesquelles des provisions doivent être constituées. La direction de Maag évalue uniquement les dépenses de transaction à environ CHF 5 millions. Ce montant nous paraît objectivement fondé et plausible quant à son importance.

4.3.5. Immeubles promis à développement

Le groupe Maag fait figurer dans son projet de bilan 2004 une valeur des immeubles promis à développement (ceux-ci correspondent à la "Maag-Areal") de CHF 90 millions. Ceci correspond à la valeur comptable historique (évaluation "At-Cost").

Une évaluation sur la poursuite faite par Ernst & Young AG Real Estate à fin août 2004 estime la valeur des immeubles promis à développement à CHF 71.55 millions.

La valeur vénale actuelle de la Maag-Areal devrait à notre avis correspondre largement à l'évaluation basée sur la poursuite. Au potentiel de rendement supplémentaire existant en cas de développement du projet s'opposent les risques inhérents au projet, dont l'indemnisation conforme au marché, dans l'optique actuelle, ne justifie aucune augmentation de la valeur vénale de la Maag-Areal. Nous considérons par conséquent un réajustement de la valeur vénale de CHF 18 millions, à CHF 72 millions comme raisonnable.

4.3.6. Participations

Maag détient une participation de 40% de la Serimo Holding SA qui a été prise dans le projet de bilan 2004 pour une valeur de CHF 2 millions.

La direction de Maag évalue la valeur vénale de la Serimo Holding SA, sur la base de calculs internes, de CHF 17 à 20 millions. La valeur vénale de la part de 40% détenue par Maag se situe par conséquent entre CHF 6.8 et 8.0 millions. Nous considérons une adaptation de la valeur vénale à CHF 8 millions comme fondée.

4.3.7. Récapitulation des adaptations de la NAV

Tableau récapitulatif du calcul de l'ANAV		en CHF millions)
NAV selon projet de bilan 2004		301
Adaptations selon communiqué aux médias du 17 décembre 2004		
- Liquidation d'immeubles à raison de CHF 250-300 millions	-30	-40
- Frais de rupture de contrat nouvelle structure financement tiers		-45
- Adaptation provision pour impôts latents		-15
- Provision pour frais de transaction		-5
Adaptations de l'évaluation aux valeurs vénables		
- Evaluation de l'immeuble promis au développement Maag-Areal à CHF 72 millions		-18
- Evaluation participation Serimo		+8
ANAV (NAV adaptée)	196	186
NAV adaptée (ANAV) par action en CHF	192	182

4.3.8. Appréciation

En tenant compte des adaptations de valeur décrites ci-dessus, il en résulte une ANAV par action se situant entre CHF 182 et 192. Le prix offert de CHF 190 par action Maag nous paraît par conséquent dans les différentes hypothèses comme raisonnable par rapport à l'ANAV.

4.4. Comparaison de l'évaluation des actions avec d'autres sociétés immobilières suisses cotées en bourse

Les annexes 1 et 2 montrent une comparaison des ratios d'évaluation des actions les plus courants – Prime, respectivement Discount sur NAV / dividendes / P/E / EV / EBITDA – des sociétés immobilières suisses cotées en bourse avec une capitalisation boursière supérieure à CHF 100 millions ("sociétés immobilières suisses").

Dans le comparatif d'évaluation, seules les sociétés immobilières suisses ont été prises en compte, des différences notables existant entre les divers marchés immobiliers nationaux ainsi qu'entre la base des investisseurs des sociétés immobilières suisses et étrangères.

Le comparatif repose sur bilan 2003 et les estimations de Vontobel Equity Research pour 2004 (qui se basent sur le bilan du 1er semestre 2004). Les estimations de Vontobel Equity Research datent du 27 octobre 2004 et ne tiennent pas compte des mesures annoncées par le Conseil d'administration de Maag le 17 décembre 2004. Pour les différentes sociétés, le cours de clôture du 16 décembre 2004 a été chaque fois choisi comme valeur de référence; pour Maag, le prix offert de CHF 190 a été employé.

4.4.1. Aperçu

Le comparatif fait apparaître en substance les résultats suivants:

- Maag affiche un discount sensible de 35.7% de la NAV 2004 escomptée. Les sociétés immobilières suisses affichent par contre en moyenne une prime de 6.0% de la NAV 2004 escomptée.
- Maag est la seule société immobilière suisse à ne verser aucun dividende. Les Sociétés immobilières suisses affichent sur le marché suisse des actions des dividendes supérieurs à la moyenne.
- Maag affiche – en ce qui concerne les ratios P/E et EV/EBITDA ("Earnings-Multiples") – une prime allant de 5.7% à 227.0% par rapport à la moyenne des sociétés immobilières suisses.

4.4.2. Appréciation

Diminution de la NAV

La diminution de Maag par rapport à la NAV figurant au bilan paraît justifiée par le fait que la ANAV reposant sur des valeurs vénales est conformément plus basse (cf. ch. 4.3).

Earnings-Multiples

Pour un prix offert de CHF 190, Maag affiche, en ce qui concerne les ratios 2003 et 2004E EV / EBITDA – en comparaison avec la moyenne des sociétés immobilières suisses – une prime entre 5.7% et 12.1%. Le prix offert reflète ainsi de manière convenable le rendement opérationnel favorable de Maag. Si l'on tient compte du financement défavorable de Maag, l'évaluation – pour un prix offert de 190 – paraît

élevée par comparaison (prime élevée en ce qui concerne les ratios P / E 2003 et 2004E / aucun dividende).

Sur la base de ces considérations, le prix offert de CHF 190 par action Maag paraît – sur la base d'une comparaison d'évaluation d'actions avec d'autres sociétés immobilières suisses cotées en bourse – raisonnable.

4.5. Comparaison avec les bases d'évaluation d'autres transactions dans le secteur suisse de l'immobilier

Comme mentionné auparavant, il existe des différences notables entre les différents marchés immobiliers nationaux et entre la base des investisseurs des sociétés immobilières suisses et étrangères. Pour cette raison, une comparaison des conditions de l'offre publique d'achat annoncée de SPS avec les conditions d'acquisition étrangères de sociétés immobilières paraît peu judicieuse.

En Suisse, aucune offre publique d'acquisition d'une société immobilière n'a eu lieu à ce jour.

Le 10 mai 2004, les assemblées générales ordinaires de la PSP Swiss Property SA (PSP) et de la REG Real Estate Group (REG), deux sociétés immobilières suisses cotées à la SWX Swiss Exchange, ont approuvé une fusion des deux sociétés. Cette transaction ne doit être comparée que de manière restrictive avec l'offre d'achat annoncée de SPS aux actionnaires de Maag, la fusion de PSP et de REG s'étant effectuée sous forme d'une fusion au moyen d'échange d'actions et non contre règlement en espèces. Aucune offre d'achat n'a été soumise en conséquence aux actionnaires de REG.

Selon un communiqué aux médias de PSP du 5 avril 2004, le rapport d'échange s'est basé sur les Net Asset Values adaptées par action. Il faut remarquer que, lors de l'appréciation de l'offre d'achat prévue de SPS, la ANAV revêt une importance particulière.

5. Conclusion

L'offre de SPS aux actionnaires de Maag paraît financièrement équitable en ce qui concerne tous les aspects importants.

A notre avis, le déroulement et le résultat du processus de vente entamé milieu 2004 par le Conseil d'administration de Maag revêtent une importance particulière. L'offre de SPS était – en ce qui concerne le prix offert et les conditions liées à l'offre – de loin la plus avantageuse de toutes les offres - indicatives et liant les parties - rentrées. En outre, tous les actionnaires de Maag sont traités sur un pied d'égalité dans le cadre de l'offre de SPS.

L'offre apparaît également, en tenant compte de la ANAV du groupe Maag et d'une comparaison d'évaluation d'actions avec d'autres sociétés immobilières suisses cotées en bourse, comme équitable.

Zurich, le 20 décembre 2004

Bank Vontobel AG

Dr. Thomas von Planta

Sergio Terribilini

Brian Fischer

6. Annexes

Annexe 1: Analyse Net Asset Value | Rendement d'entreprises cotées comparables

(en CHF)	Cours de clôture 16.12.2004	Capitalisation boursière (en millions)	NAV		Dividende			
			2004E		2003		2004E	
			NAV par action	Prime (+) Discount (-)	Div. par action	Rendement	Div. par action	Rendement
Note de base de page		1)	2)		3)	4)	3)	4)
PSP	48.10	2'121	52.15	-7.8%	1.65	3.4%	1.80	3.7%
SPS	280.50	1'125	262.26	+7.0%	12.00	4.3%	12.00	4.3%
Allreal	110.00	892	98.23	+12.0%	4.50	4.1%	4.50	4.1%
Intershop	215.00	452	204.75	+5.0%	7.50	3.5%	8.00	3.7%
Züblin	9.38	277	12.40	-24.4%	0.40	4.3%	0.40	4.3%
Warteck	1580.00	234	1319.73	+19.7%	60.00	3.8%	60.00	3.8%
Average				+1.9%		3.9%		4.0%
Median				+6.0%		3.9%		3.9%
Offre SPS	190.00	194	295.32	-35.7%	0.00	n/m	0.00	n/m

Prime (+) | Discount (-)

vers Average	-37.59 bp	n/m	n/m
vers Median	-41.64 bp	n/m	n/m

- 1) Capitalisation boursière, y compris PS
 2) Net Asset Value par action
 3) Dividende par action
 4) Rendement (= dividende par action / cours de clôture)

Source: Bank Vontobel AG | Equity Research

Annexe 2: Analyse Earnings Multiples d'entreprises cotées comparables

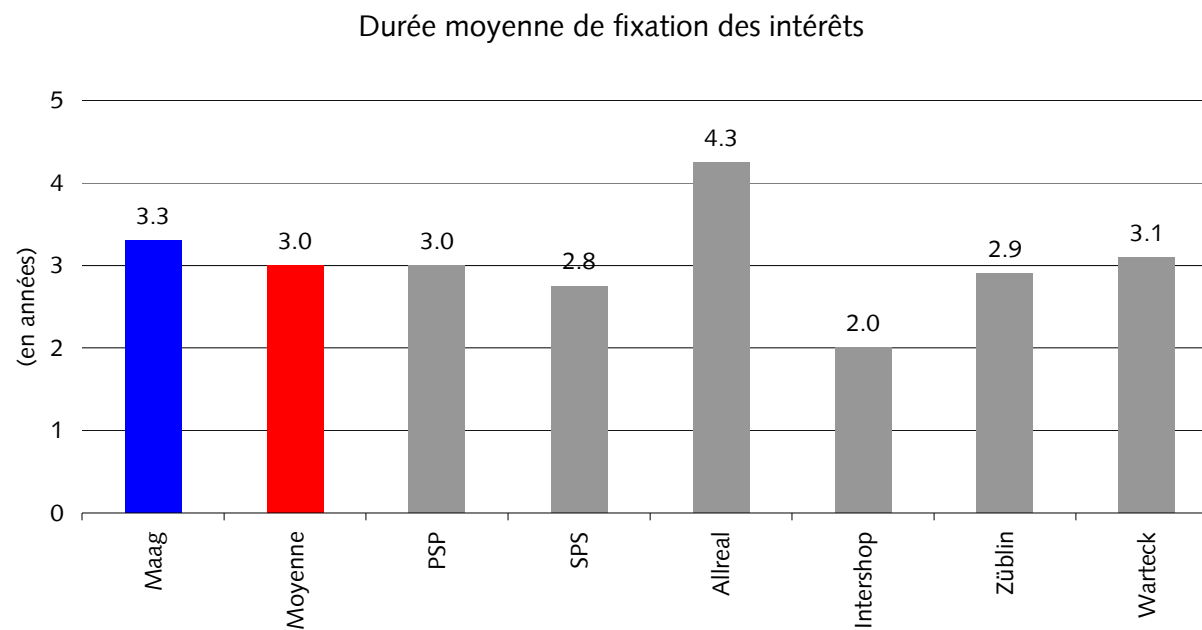
(in CHF) Cours de clôture 16.12.2004 Capitalisation boursière (en millions)			Price/Earnings Multiples				Enterprise Value/EBITDA Multiples								
			2003		2004E		2003				2004E				
			EPS av. Réév.	P/E	EPS av. Réév.	P/E	Net Debt	EV	EBITDA av. Réév.	EV/EBITDA	Net Debt	EV	EBITDA av. Réév.	EV/EBITDA	
Note de base de page			1)	2)	3)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	4)	5)	6)	7)
PSP	48.10	2'121	2.90	16.6x	4.00	12.0x	1'243	3'364	139.0	24.2x	1'410	3'531	177.0	19.9x	
SPS	280.50	1'125	10.40	27.0x	13.40	20.9x	1'129	2'254	81.9	27.5x	1'215	2'340	98.0	23.9x	
Allreal	110.00	892	8.00	13.8x	7.10	15.5x	693	1'585	95.1	16.7x	807	1'699	91.0	18.7x	
Intershop	215.00	452	12.50	17.2x	17.70	12.1x	729	1'181	65.8	17.9x	686	1'138	70.0	16.3x	
Züblin	9.38	277	0.23	40.8x	0.73	12.8x	921	1'198	71.2	16.8x	1'201	1'478	87.0	17.0x	
Warteck	1580.00	234	72.30	21.9x	90.20	17.5x	110	344	18.1	19.0x	120	354	19.5	18.2x	
Average				22.9x		15.2x				20.4x				19.0x	
Median				19.5x		14.2x				18.5x				18.4x	
Offre SPS	190.00	194	3.30	57.6x	4.10	46.3x	660	854	43.8	19.5x	641	835	40.5	20.6x	

Prime (+) | Discount (-)

vers Average	+151.9%	+205.7%	-4.2%	+8.6%
vers Median	+194.9%	+227.0%	+5.7%	+12.1%

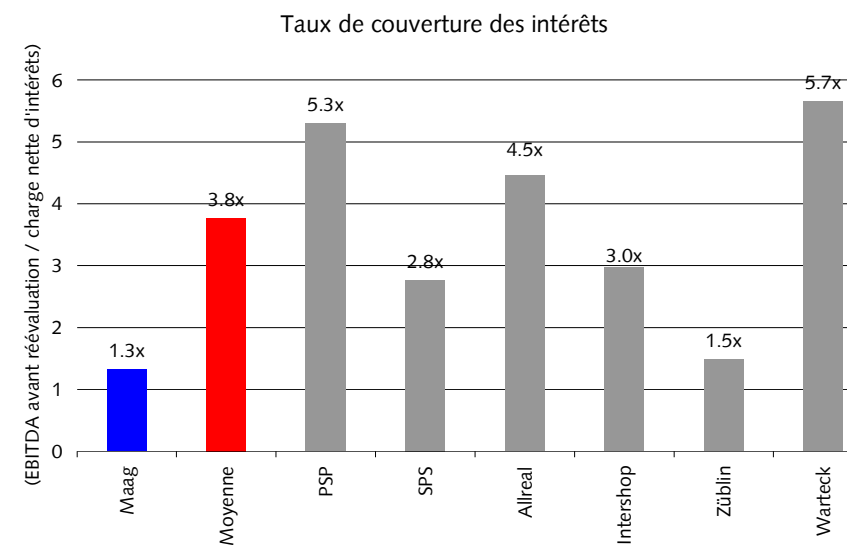
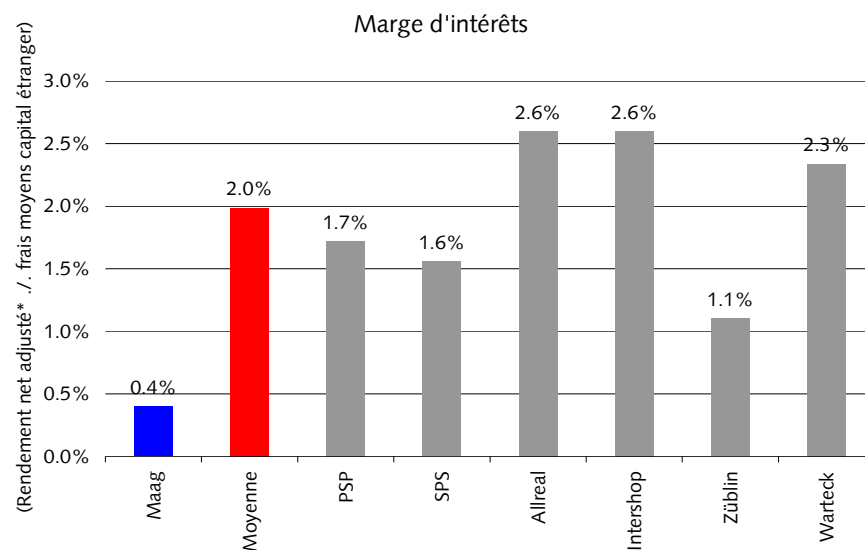
- 1) Capitalisation boursière, y compris PS
- 2) Earnings per Share (bénéfice par action) avant réévaluation
- 3) Price/Earnings-Ratio (cours/bénéfice par action)
- 4) Capital étranger porteur d'intérêts ./ liquidités et titres
- 5) Enterprise Value (capitalisation boursière plus Net Debt)
- 6) Bénéfice avant intérêts | impôts | amortissements | amortissements du Goodwill avant réévaluation
- 7) Enterprise Value / EBITDA

Source: Bank Vontobel AG | Equity Research

Annexe 3: Aperçu de la durée de fixation des intérêts d'entreprises cotées comparables (au 30.6.2004)

Source: Bank Vontobel AG | Equity Research

Annexe 4: Marge d'intérêts | Taux de couverture des intérêts d'entreprises cotées comparables (au 30.6.2004)



* Rendements nets basés sur les revenus locatifs effectifs annualisés par rapport aux valeurs vénale des immeubles de placement au 30.6.2004

Quelle: Bank Vontobel AG | Equity Research