

An den Verwaltungsrat der
Pelham Investments AG
Route de Frontenex 62
1207 Genf

Zürich, 30. September 2004

Fairness Opinion

Sehr geehrte Herren

Pelham Investments AG („Pelham“) ist eine kotierte Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Genf. Die einzige Beteiligung ist die Jelmoli-Holding AG („Jelmoli“). Pelham besitzt am 14. September 2004 rund 52.8% der Stimmrechte und 27.3% des Aktienkapitals von Jelmoli. Die Inhaberaktien von Pelham sind an der SWX Swiss Exchange kotiert, wobei mehr als 88.1% der Inhaberaktien im Besitz der Hansa AG („Hansa“) mit Sitz in Basel sind. Weitere 10% besitzt MCG Holding SA („MCG“), eine 39%-Beteiligung der Hansa, mit Sitz in Basel. Die 10% wurden von der MC Trustco erworben. Die MC Trustco wurde im Dezember 2003 in die neugegründete MCG eingebracht. Die Aktionärsstruktur blieb unverändert.

Hansa ist der Überzeugung, dass eine weitere Kotierung der Pelham-Aktie an der SWX Swiss Exchange weder für Pelham noch für die Minderheitsaktionäre den gewünschten Nutzen bringt, da der „Free-Float“ und das Handelsvolumen der Pelham-Aktie in den letzten Jahren kontinuierlich abgenommen hat und kein liquider Handel mehr stattfindet. Vor diesem Hintergrund hat Hansa beschlossen, den Aktionären von Pelham ein öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten.

Hansa hat den Verwaltungsrat von Pelham über die Absicht informiert, alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien zu erwerben („Kaufangebot“). Die Höhe des Angebots entspricht CHF 507.20 pro Aktie. Die Inhaberaktien von Pelham sollen anschliessend dekotiert werden.

Das Kaufangebot steht unter keiner Bedingung. Hansa und MCG behalten sich das Recht vor, eine Kraftloserklärung („Squeeze out“) der restlichen Beteiligungspapiere durchzuführen, wenn es Hansa durch das Kaufangebot nicht gelingt, 100% der Aktien zu erwerben.

Der Verwaltungsrat von Pelham hat Ernst & Young AG („EY“) beauftragt, die Angemessenheit des Angebotspreises aus Sicht der Minderheitsaktionäre zu beurteilen. EY ist Revisionsstelle der

MCG, der MC Trustco und der Tivona AG, einer Minderheitsbeteiligung von Jelmoli, ist aber weder Revisionsstelle von Pelham noch von Jelmoli.

Wir haben die von Hansa angestellte Preisberechnung für Pelham nachvollzogen sowie eigene Bewertungsüberlegungen durchgeführt. Unsere Arbeiten haben wir im Wesentlichen am 14. September 2004 abgeschlossen.

Hansa hat den Angebotspreis auf 88.1% des Net Asset values („NAV-Public“), berechnet durch Rhône-Audit Société Fiduciaire SA („Rhône-Audit“), festgelegt. Dieser NAV-Public wird unter anderem von Bloomberg publiziert. Die 88.1% entsprechen dem ersten öffentlichen Kaufangebot (88.1% auf dem damaligen publizierten NAV) vom 14. Januar 2002 von Hansa für Pelham. Die Beteiligung von Pelham an Jelmoli wird seit dem 1. Januar 2004 im NAV-Public zum anteiligen ausgewiesenen Eigenkapital gemäss publiziertem konsolidiertem Jahres- respektive Halbjahresabschluss von Jelmoli berücksichtigt. Zuvor wurde die Beteiligung von Pelham an Jelmoli zum Anschaffungswert berücksichtigt. Weiter hat Pelham in der Periode vom 14. Januar 2002 bis zum 14. September 2004 ihr Investment-Portfolio umgeschichtet, sodass heute Jelmoli das einzige Investment darstellt. Die NAV-Berechnung und das zugrunde liegende Investmentportefeuille sind demzufolge bei den zwei Angeboten nicht vergleichbar. Im heutigen Kaufangebot entspricht 88.1% vom durchschnittlichen NAV-Public für die Periode von 30 Tagen vom 13. August bis zum 14. September 2004 einem Preis von CHF 507.20 pro Pelham-Aktie. Dies entspricht bei einem durchschnittlich an der Börse bezahlten Preis für die Pelham-Aktie während der letzten zwölf Monate von CHF 374 einer Prämie von etwa 35.6% .

Unsere Arbeiten beinhalteten die eigene Berechnung eines Net Asset Values anhand der folgenden Darstellung („NAV-EY“), unter dem Grundsatz der Fortführung der Geschäftstätigkeit von Pelham und unter der Annahme, dass Pelham ihre Beteiligung an Jelmoli behält:

		CHF pro Aktie, gerundet	
		<u>von</u>	<u>bis</u>
A	Marktwert der Beteiligung an Jelmoli basierend auf dem Schlusskurs per 14. September 2004: MCHF 293	666	666
B	+ Kontrollprämie: 20-25%	133	166
C	+ Nettowert von sonstigen Aktiven und Passiven von Pelham: MCHF - 1.7	-4	-4
D	- Abschlag für Illiquiditätsrisiko und Discount für Beteiligungsgesellschaften: 35-40%	-318	-290
	= NAV-EY von Pelham: MCHF 210-237	477	539

Bei unserer Beurteilung haben wir eigene Analysen vorgenommen. Unsere Arbeiten umfassten Marktwertüberlegungen zu Jelmoli und Pelham, jedoch keine Bewertungsüberlegungen anhand von Discounted Cashflow-Methoden oder von Sum-of-the-parts-Methoden. Für unsere Beurteilung haben wir insbesondere folgende Tätigkeiten ausgeführt:

- Festsetzung des Marktwertes von Jelmoli. Wir haben den Schlusskurs per 14. September 2004 verwendet, da dieser die am 14. September 2004 publizierten Informationen zum Halbjahresabschluss 2004 reflektiert (A);
- Durchsicht und Analyse öffentlich zugänglicher Geschäfts- und Finanzinformationen über Jelmoli, z.B. Internet, Jahresberichte 2002-2003, Halbjahresabschluss 2004, Bloomberg und Onesource (A);
- Durchsicht der Jelmoli Verwaltungsratsprotokolle ohne Beilagen vom 24. Juli, 23. Oktober, 18. Dezember 2003 und 5. März 2004. Dies entspricht allen Verwaltungsratssitzungen bis zum 14. September 2004. Unsere Durchsicht zeigte, dass die anlässlich der Bilanzpressekonferenz vom 6. April 2004 vom Management von Jelmoli öffentlich kommunizierten Informationen (Finanzielle Lage und Mittelfristplanung) betreffend der aktuellen Lage und der geplanten Entwicklung für 2004-2006 von Jelmoli der Einschätzung des Verwaltungsrates gemäss den oben erwähnten Verwaltungsratsprotokollen entsprechen (A);
- Analyse der Entwicklung des Börsenwertes der Inhaber- und Namenaktien von Jelmoli unter Berücksichtigung der Liquidität des Marktes und der Beherrschungsverhältnisse. Wir sind der Meinung, dass Pelhams Beteiligung an Jelmoli mit einer Prämie („Kontrollprämie“) bewertet werden soll, da Pelham eine Stimmenmehrheit besitzt und im Verwaltungsrat von Jelmoli vertreten ist. Wir setzen für unsere Bewertungsüberlegungen eine Kontrollprämie von 20-25% ein. Dies entspricht der von Pelham 2003 bezahlten Prämie für Jelmoli-Aktien von 20-25%. Gemäss Mergerstat Review ist diese Grösse plausibel (B);
- Analyse der NAV-Berechnung von Pelham durch Rhône-Audit. Die sonstigen Aktiven von MCHF 3.5 und Passiven von MCHF 5.2 (ausser den Jelmoli-Aktien) in der NAV-Berechnung bestehen vor allem aus flüssigen Mitteln, Umlaufvermögen, kurzfristigen Schulden und Darlehen. Wenn vorhanden, wurden die Beträge zum Marktwert aufgenommen, sonst zum Buchwert. (C);
- Analyse der Entwicklung des Börsenwertes der Inhaberaktie von Pelham unter Berücksichtigung der Liquidität der Pelham-Aktie und der Beherrschungsverhältnisse.

Zwischen dem 15. September 2003 und dem 14. September 2004 wurden insgesamt 2'624 Pelham-Aktien (Quelle: Bloomberg) umgesetzt. Dies entspricht 0.6% der Anzahl kotierter Aktien von Pelham und rund 30% der per 15. September 2003 sich im Publikum befindenden Pelham-Aktien. Hansa und ihre Beteiligung MC Trustco sind seit dem

Januar 2003 die hauptsächlichen Käufer von Pelham-Aktien. Sie haben im Zeitraum vom 15. September 2003 bis 14. September 2004 an der Börse oder ausserbörslich bis 445 CHF für Pelham-Aktien bezahlt. Da das gehandelte Volumen bezogen auf die gesamte Anzahl Aktien sehr gering ist und als Käufer praktisch nur Hansa und ihre Beteiligung MC Trustco auftreten, betrachten wir die Pelham-Aktie als illiquid. Gemäss Bewertungsliteratur und verschiedener Studien (Quellen z.B. European Private Equity and Venture Capital Association / Shannon P. Pratt, Robert F. Reilly, Robert P. Schweihs (2000), Valuing a Business / Claudio Loderer (2002), Handbuch der Bewertung) beträgt der Abschlag für illiquide Aktien zwischen 23–50%, wobei die meisten Studien einen Abschlag um die 35% belegen.

Beteiligungsgesellschaften werden an der SWX gegenwärtig in der Regel mit einem Abschlag vom NAV gehandelt. Per 14. September 2004 sind die im gleichen Segment wie Pelham gehandelten Aktien mit einem durchschnittlichen Discount von 9% zwischen NAV und Börsenwert bewertet (Bloomberg). Studien (z. B. Kam, Schroeder, Smith, 1994) bestätigen die Höhe des Discounts. Er wird durch Investorenverhalten, Verwaltungskosten wie z.B. zusätzliche Management- und Beratungskosten (hochgerechnet auf TCHF 300 für das Jahr 2004) und Steuereffekte, insbesondere mögliche Liquidationssteuern, erklärt. Diesen Liquidationssteuern unterliegen grundsätzlich sämtliche Reserven der Gesellschaft. Pelham weist im Halbjahresabschluss per 30. Juni 2004 Reserven einschliesslich Gewinnvortrag von MCHF 219 aus. Die Differenz zwischen dem Buchwert der Jelmoli-Aktien und dem Marktwert der Jelmoli-Aktien per 14. September 2004 von MCHF 293 erhöht die Reserven entsprechend. Bei einer möglichen späteren Liquidation von Pelham unterliegt die Liquidationsdividende bei den Aktionären, abhängig von deren individuellem Steuerstatus, der Ertrags- respektive Einkommenssteuer. Beteiligungsgesellschaften zeichnen sich in der Regel durch ein Portfolio von Beteiligungen aus. Da Pelham per 14. September 2004 einzig das Investment in Jelmoli hält, stellt sich die Frage, ob ein Discount für Beteiligungsgesellschaften anwendbar ist. Da die erwähnten Kosten anfallen und die Aktionäre auch bei der vom Verwaltungsrat geplanten Weiterführung von Pelham als Gesellschaft der potenziellen Ertrags- respektive Einkommenssteuer unterliegen, haben wir einen Discount angewendet.

Wir haben, basierend auf den aufgeführten Überlegungen, den NAV-EY mit einem kombinierten Abschlag für das Illiquiditätsrisiko und einem Discount für Beteiligungsgesellschaften von insgesamt 35-40% adjustiert. Dabei haben wir das Illiquiditätsrisiko stärker gewichtet.

Bei unserer Beurteilung verlassen wir uns darauf, dass die uns zur Verfügung gestellten Informationen in allen wesentlichen Punkten vollständig und richtig sind. Eine entsprechende Vollständigkeitserklärung des Managements von Pelham liegt uns vor. Das Management hat uns weiter bestätigt, dass keine zusätzlichen Informationen vorliegen, die einen wesentlichen Einfluss auf die Bewertungsüberlegungen haben könnten. Unsere Fairness Opinion bezieht sich ausschliesslich auf das Kaufangebot. Sie basiert auf finanziellen, marktbezogenen und anderen

Rahmenbedingungen, wie sie sich aus heutiger Sicht beurteilen lassen. Unsere Verantwortung beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen. Die im vorliegenden Fall verwendeten Bewertungsüberlegungen erachten wir als angemessen.

Diese Fairness Opinion ist ausschliesslich an den Verwaltungsrat von Pelham gerichtet. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Ernst & Young AG, mit Ausnahme der Publikation als Anhang zum Angebotsprospekt und im Zeitungsinserat mit der Zusammenfassung des Angebotsprospektes sowie als Beilage zur Pressemappe von Pelham für keine anderen Zwecke verwendet werden.

Basierend auf unseren Bewertungsüberlegungen und vorbehältlich der vorstehenden Angaben beurteilen wir aus heutiger Sicht das Kaufangebot von 507.20 CHF pro Inhaberaktie von Pelham aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Freundliche Grüsse
Ernst & Young AG



Louis Siegrist
Partner



Martin Olsson
Senior Manager