

Expertise

à l'attention du Conseil d'administration de l'Athris Holding SA,
Zoug

pour juger de l'équité financière de l'offre publique d'achat de
Pelham Investments SA, Baar

Banque Sarasin & Cie SA
Corporate Finance
Löwenstrasse 11
8022 Zurich



SARASIN

Zurich, le 2 octobre 2009

Table des matières

1.	Introduction	4
1.1.	Situation initiale	4
1.2.	Mandat du membre indépendant du Conseil d'administration d'Athris Holding SA à la Banque Sarasin & Cie SA	5
2.	Bases d'appréciation	6
2.1.	Documentation de la société.....	6
2.2.	Données du marché financier	6
3.	Athris Holding SA en bref	7
3.1.	Athris Holding SA.....	7
3.2.	Placements financiers fongibles.....	7
3.3.	Participations non cotées Suisse	8
3.4.	Participations non-cotées Etranger	9
3.5.	Autres aspects.....	10
3.6.	Evolution de la NAV et du cours des actions depuis le 30 mars 2009.....	10
4.	NAV ajustée	12
4.1.	Nombre d'actions en circulation.....	12
4.2.	Bases d'évaluation.....	12
4.3.	Evaluation de Molino SA.....	13
4.4.	Calcul NAV ou ANAV.....	16
4.5.	Structure du portefeuille.....	17
4.6.	Récapitulatif.....	18
5.	Comparaison avec la décote de sociétés ou de transactions cotées comparables	19
5.1.	Sociétés cotées comparables	19
5.2.	Transactions comparables.....	23
6.	Comparaison des alternatives du point de vue des actionnaires	25



6.1.	Vente des actions en bourse pendant le délai de l'offre	25
6.2.	Liquidation de la société et versement du produit de liquidation.....	26
6.3.	Refus de l'OPA dans l'attente d'une résorption complète de la décote	28
6.4.	Récapitulatif des alternatives du point de vue des actionnaires	29
7.	Résultat de l'expertise	30
8.	Annexe.....	31
8.1.	Multiplicateurs.....	31
8.2.	Aperçu sociétés comparables	32
8.3.	Aperçu transactions comparables.....	33
8.4.	Liste des abréviations / Glossaire	34



1. Introduction

1.1. Situation initiale

Athris Holding SA, Zoug («Athris» ou la «société») est une société d'investissement cotée au segment principal de la SIX Swiss Exchange qui vise l'obtention d'un rendement de ses placements à long terme supérieur à la moyenne et ce, principalement par l'acquisition, l'administration et la cession de participations directes à des sociétés suisses ou étrangères cotées ou non cotées ainsi que par des placements indirects (fonds d'investissement). Athris est issue de la restructuration du groupe Jelmoli laquelle avait pour objet la création de deux sociétés cotées indépendantes, à savoir une société immobilière (Jelmoli Holding SA) et une société d'investissement (Athris). Athris est cotée depuis le 30 mars 2009 à la SIX Swiss Exchange et dispose au 17 septembre 2009 d'une capitalisation boursière d'environ CHF 450,6 Mio.

Le 18 septembre 2009, Pelham Investments SA («Pelham») a communiqué à Athris Holding SA une annonce préalable d'offre publique d'achat sur toutes les actions au porteur se trouvant dans le domaine public au prix de CHF 1'050 par action et sur toutes les actions nominatives se trouvant dans le domaine public au prix de CHF 210 par action. Cela correspond à une décote par rapport à la valeur d'actif nette («NAV») de 29,6% (action au porteur et action nominative) au 17 septembre 2009 et à une prime par rapport au cours de bourse du 17 septembre 2009 de 3,4% (action au porteur) ou de 3.7% (action nominative). Le prix de l'offre se situe de plus à 16,2% (action au porteur) ou à 13,4% (action nominative) au dessus du cours moyen pondéré en volume au cours des 60 derniers jours de bourse antérieurs au 18 septembre 2009 («VWAP»). Le VWAP s'élève à CHF 903,4 (action au porteur) ou à CHF 185,1 (action nominative).

Conformément au projet du prospectus de l'offre, Athris détient au 17 septembre 2009 295'372 actions au porteur et 154'155 actions nominatives issues de rachats (voir à ce sujet le chapitre 3.5 Rachat de ses propres actions). Ces actions sont vouées à la destruction. Pelham, la société d'investissement de Georg von Opel, détient à la date de l'annonce préalable 90'502 actions au porteur et 1'111'698 actions nominatives, c'est-à-dire une part des voix de 87,7% respectivement une part de capital de 71,6% après déduction des actions vouées à la destruction mentionnées précédemment.

Comme Pelham l'a annoncé, il est prévu que le prospectus de l'offre soit publié le 14 octobre 2009. L'offre devrait débuter le 29 octobre 2009 et arriver à échéance le 11 novembre 2009. Pelham se réserve le droit de prolonger une ou plusieurs fois le délai de l'offre. Dans la mesure où l'offre publique d'achat (OPA) se réalise, un délai supplémentaire de dix jours de bourse est prévu, il s'étalera probablement du 18 novembre au 1^{er} décembre 2009. L'OPA est soumise aux conditions suivantes: la NAV, après estimation par un expert indépendant reconnu au niveau international, désigné par l'offrante ne doit pas, entre le 18 septembre 2009 (publication de l'annonce préalable) et la fin du délai de l'offre, perdre plus de 10% de sa valeur et aucun arrêt ou décision de justice ou décision d'une autorité ne doit être



promulgué(e) pour empêcher, interdire ou déclarer non autorisée l'exécution de l'OPA. Pelham se réserve toutefois le droit de renoncer entièrement ou partiellement aux conditions précitées.

La NAV se calcule après déduction des actions détenues par Athris et vouées à la destruction.

Selon le communiqué de presse du 18 septembre, le conseil d'administration d'Athris va examiner l'offre et prendra position au plus tard sur celle-ci dans son rapport.

1.2. Mandat du membre indépendant du Conseil d'administration d'Athris Holding SA à la Banque Sarasin & Cie SA

Le membre indépendant du Conseil d'administration d'Athris, M. Markus Dennler, a mandaté la banque Sarasin & Cie SA, Zurich («Sarasin») de l'établissement d'une expertise pour juger exclusivement de l'équité financière de l'OPA soumise par Pelham.

Sarasin ne reçoit aucune indemnité qui est dépendante de l'énoncé de cette expertise ou du succès de l'OPA ou encore du prix payé. Elle est donc tout aussi indépendante par rapport à Pelham qu'à Athris.

Cette expertise est destinée au Conseil d'administration indépendant d'Athris et ne constitue pas une recommandation faite aux actionnaires tiers d'Athris d'accepter l'OPA de Pelham. Par contre, le Conseil d'administration indépendant d'Athris, dans le cadre de son rapport aux actionnaires, prend position concernant l'OPA et se réfère à l'expertise. Le rapport du Conseil d'administration aux actionnaires est intégré au prospectus de l'offre.

La présente expertise s'appuie sur des informations dont Sarasin a supposé l'exactitude et l'intégralité et auxquelles Sarasin s'est fiée sans les faire confirmer ou contrôler par un tiers. Sarasin a admis que les indications, informations et données mises à notre disposition ont été établies correctement. En outre, Sarasin s'est appuyée sur les assurances de la Direction d'Athris, que celle-ci n'est pas consciente de faits ou de circonstances selon lesquels les informations utilisées seraient fausses, erronées ou incomplètes.



2. Bases d'appréciation

Sarasin a utilisé les données suivantes pour son appréciation:

2.1. Documentation de la société

- Prospectus de cotation Athris du 27 mars 2009
- Comptes sociaux et rapport semestriel consolidé 2009 d'Athris
- Déduction/Calcul détaillé(e) de la valeur d'actif nette de FINOPS SA
- Bilans au 30.06.2008 et au 30.6.2009 et chiffres du budget 2009 de Seiler Hôtels Zermatt SA et de Molino SA
- Evaluation de l'immobilier de Seiler Hôtels Zermatt SA par Wüest & Partner au 31.12.2008
- Chiffres financiers historiques 2003-2008 de Beach Mountain SA et budget 2009
- Contrat de prêt entre Athris et Jelmoli Holding, daté du 24.3.2009
- Investment et Advisory Agreements entre Athris et GVO Asset Management SA, valables à partir du 1.10.2009
- NAV historique quotidienne depuis la scission de Jelmoli le 30 mars 2009
- Annonce préalable de l'OPA de Pelham
- Projet du prospectus de l'offre pour l'OPA de Pelham
- Discussions avec Dr Markus Dennler, Conseiller d'administration indépendant d'Athris et avec des représentants du Management d'Athris
- Entretiens avec des représentants de FINOPS SA, responsables des calculs de la NAV
- Annonce d'offre et de cotation du 27 mars 2009: rachat de propres actions par émission d'options put négociables avec l'objectif de diminuer le capital

2.2. Données du marché financier

- Les données des marchés des capitaux et financières d'une sélection de sociétés d'investissement suisses cotées (sociétés comparables)
- Les données des marchés des capitaux et financières d'une sélection de sociétés cotées (sociétés comparables) dans le domaine de la gastronomie
- Les données des marchés des capitaux et financières (y compris les prospectus) d'une sélection de transactions avec des sociétés d'investissement suisses cotées (transactions comparables)



3. Athris Holding SA en bref

3.1. Athris Holding SA

Athris, dont le siège se situe à Zoug, est une société d'investissement suisse. Elle est issue de la scission du groupe Jelmoli opérée le 30 mars 2009 et est cotée au segment principal de la SIX Swiss Exchange. En tant que société de participation, Athris envisage l'obtention d'un rendement de ses placements à long terme supérieur à la moyenne – et ce principalement par l'acquisition, l'administration et la cession de participations directes à des sociétés suisses ou étrangères cotées ou non cotées ainsi que par des placements indirects (fonds d'investissement). A ce jour, Rubus Asset Management SA¹ a fait fonction d'Investment Manager.

3.2. Placements financiers fongibles

Conformément à la stratégie de placement, l'investissement est réalisé au niveau global dans un portefeuille concentré. Il est appliqué une approche fondamentale de l'investissement. En l'occurrence, Athris poursuit une approche d'investissement Value et Growth. L'approche Value consiste à investir dans des entreprises sous-évaluées qui présentent déjà une bonne position sur le marché et une évolution stable. L'approche Growth se concentre sur les entreprises de croissance. Il n'est procédé à aucune vente à découvert. En principe, les investissements se répartissent dans les catégories «Core» et «Tactical». Les investissements Core dans des entreprises fondamentalement stables et défensives sont détenus pour une durée prévisionnelle de placement de 3 à 5 ans ou pour une durée indéterminée. Dans cette catégorie, on prévoit de 5 à 15 investissements pour le portefeuille.

Le portefeuille tactique se compose de positions cycliques et tactiques pour lesquelles on prévoit une durée de possession d'environ un an et de 5 à 15 investissements. Tous les investissements effectués jusqu'alors par Athris ont été classifiés comme des Core-Investments.

Au 30 juin 2009, Athris possède en tout CHF 30 Mio. en actions cotées, CHF 16 Mio. en placements indirects ainsi que CHF 4 Mio. en obligations. Cela correspond à environ 20% des fonds initialement disponibles. Athris prévoit de procéder consécutivement à d'autres investissements.

¹ Le contrat d'Investment Management avec Rubus Asset Management SA a été résilié fin septembre 2009. A partir du 1^{er} octobre 2009, GVO Asset Management SA a été mandatée pour s'occuper de l'Asset Management ou plus précisément de l'Advisory.



3.3. Participations non cotées Suisse

Seiler Hôtels Zermatt SA

Athris détient une participation de 86,4% dans Seiler Hôtels Zermatt SA («Seiler» ou «groupe Seiler»). Les activités du groupe Seiler englobent la propriété et la gestion de deux hôtels cinq étoiles à Zermatt (Mont Cervin Palace et Le Petit Cervin), un hôtel traditionnel quatre étoiles (Monte Rosa) ainsi qu'un hôtel Garni/foyer du personnel à Täsch (Welcome Hotel Täsch). En outre, l'hôtel quatre étoiles Schweizerhof est sous contrat de gestion avec le groupe Seiler. Le nombre de chambres est au total de 173 en hôtels cinq étoiles et de 161 en hôtels quatre étoiles.

En plus des hôtels, le groupe possède plusieurs immeubles au centre de Zermatt, ils sont principalement utilisés comme immeubles résidentiels et commerciaux. D'après une évaluation de Wüest & Partner de 2008, ces immeubles représentent environ 20% de la valeur immobilière globale du groupe Seiler.

Le chiffre d'affaires et l'occupation au premier semestre 2009 se situaient en-dessous des attentes et des chiffres de l'exercice précédent. La demande de la part des hôtes étrangers a notamment enregistré un net recul. Malgré des chiffres d'affaires en légère baisse, le segment immobilier a apporté une contribution stable à la profitabilité du groupe Seiler. En 2009, un montant total de CHF 12 Mio. sera investi dans la modernisation des immeubles et dans des projets de construction prometteurs de résultats. Au deuxième semestre 2009, le groupe Seiler table sur un recul de l'occupation de 5% à 10%. En revanche, en raison des contrats de bail à long terme, il ne devrait pas y avoir de recul significatif du chiffre d'affaires dans le segment immobilier au second semestre.

Au 30 juin 2009, le groupe Seiler sera repris par Athris pour un montant de CHF 116 Mio. (les actionnaires minoritaires représentant CHF 15 Mio.).

Molino SA

Molino SA exploite actuellement en Suisse 16 restaurants de cuisine et d'atmosphère typiquement italienne, dans des lieux privilégiés. Au premier semestre 2009, son chiffre d'affaires a augmenté d'environ 4% par rapport à l'exercice précédent et ce notamment grâce à une nouvelle ouverture à Thônex. Au 30 juin 2009, Molino SA sera incorporée dans les fonds propres d'Athris à hauteur de CHF 25 Mio.

De l'avis du Management, le marché auquel s'adresse le concept Molino n'est pas encore épuisé. Il examine différents projets avec terrasses dans de nouveaux lieux fréquentés à Bâle, Genève, Lausanne, Lucerne, Thône, Vevey, Zurich, Zoug et St. Moritz.



Beach Mountain SA

Beach Mountain est une activité de commerce de détail spécialisée dans le skateboard et le snowboard, c'est surtout en Suisse alémanique qu'elle dispose d'un important degré de notoriété. L'assortiment englobe des marques de produit prestigieuses en articles de sport et en vêtements dans les secteurs du snowboarding, du skateboarding, du surfing, du beachwear et du streetwear.

Avec un chiffre d'affaires de 3,5% inférieur à celui de l'exercice précédent au premier semestre 2009, les huit filiales de Beach Mountain ont su se maintenir dans le difficile environnement économique. La chaussure et les articles de sport ont été plus fortement touchés par le recul de chiffre d'affaires tandis que les vêtements et les accessoires ont réalisé des produits supérieurs à ceux de l'exercice précédent. La frilosité des consommateurs a été particulièrement sensible dans le secteur des marques. La plupart des coûts ont pu être ajustés sur l'évolution du chiffre d'affaires. L'achat des prestations de service de Jelmoli a entraîné toutefois des coûts supplémentaires.

Fundgrube Bonne Occase SA

Fundgrube Bonne Occase SA avait une offre principalement orientée sur les textiles à bas prix. En raison de faibles chiffres d'affaires et d'une rentabilité insuffisante, le dernier magasin a été fermé en mai 2009. Les conséquences financières de la fermeture des commerces sont toutefois limitées étant donné leur petite taille.

3.4. Participations non-cotées Etranger

Hypercenter Investment S.A.

Athris détient une participation de 49% dans l'Hypercenter Investment S.A. Cet investissement provient d'une Joint Venture de Jelmoli regroupant deux partenaires. L'objectif de cette Joint Venture est la création et l'exploitation de centres commerciaux en Russie au profit de la chaîne de commerce de détail russe Mosmart. Mosmart, le locataire principal, a été fortement touché par les conséquences de la grave crise économique en Russie et a dû se restructurer; l'ouverture du premier centre opérationnel, dont la construction s'est achevée en 2008, a donc été retardée. Après une dépréciation en 2008 de CHF 48 Mio., le prêt détenu en placements financiers a, d'après une expertise de la société d'évaluation indépendante Knight Frank, perdu au premier semestre 2009 CHF 7 Mio. pour descendre à CHF 15 Mio.

Société du Centre Commercial et de Loisirs de Bab Ezzouar Spa

Athris détenait une participation dans la Société des Centres Commerciaux d'Algérie de 45%. En juin 2009, un changement de nom a été effectué entraînant une réduction des activités: initialement, il avait été prévu le développement de plusieurs centres commerciaux, finalement, seul un centre sera achevé et mis en exploitation (Bab Ezzouar). Pour des



raisons de risques et de rendement, Athris a préféré de ne pas apporter de fonds supplémentaires au projet. Après concertation avec l'actionnaire majoritaire, Athris a réussi à réduire sa participation de 45% à 26%.

3.5. Autres aspects

Prêt à Jelmoli Holding SA

Avant le détachement, Athris a accordé à Jelmoli un prêt interne. Après la restructuration, la relation de prêt a été à nouveau règlementée par un contrat en date du 24 mars 2009. Le prêt de CHF 266 Mio. sera en vigueur jusqu'au 31 janvier 2012 et est rémunéré à un taux à court terme usuel sur le marché (LIBOR) plus majoration. Au deuxième semestre 2009, la majoration augmente. Jelmoli a la possibilité de résilier le prêt par anticipation. Pour sa part, Athris est en droit de résilier le prêt en cas de changement de mains au sein de Jelmoli ou en cas de non respect des chiffres d'endettement habituels à la branche.

Rachat d'actions propres

En février 2009, l'assemblée générale ordinaire d'Athris a décidé un programme de rachat d'actions d'un montant maximal de 45% du capital-actions. En application de cette décision, des options put négociables ont été distribuées aux actionnaires et ont pu être exercées entre le 30 mars 2009 et le 24 avril 2009.

Les conditions rattachées aux options put distribuées aux actionnaires étaient les suivantes: chacune des 498'808 actions au porteur donnait droit à l'obtention de 15 options put et chacune des 1'321'354 actions nominatives donnait droit à l'obtention de 3 options put. Le prix d'exercice se situait à CHF 1'121,69 par action au porteur et à CHF 224,34 par action nominative, déduction faite de l'impôt fédéral anticipé de 35% sur la différence entre le prix de rachat et la valeur nominale des actions Athris, c.-à-d. CHF 729,45 net par action au porteur et CHF 145,89 net par action nominative. Le rapport d'exercice a été fixé de telle sorte que 35 options put donnent le droit au détenteur, pendant la durée spécifiée, de vendre à l'émetteuse 1 action au porteur au prix d'exercice. 7 options put donnent le droit au détenteur, pendant la durée spécifiée, de vendre à l'émetteuse 1 action nominative au prix d'exercice.

Jusqu'à la fin du programme de rachat d'actions, 295'372 actions au porteur ont été présentées à Athris au prix de CHF 1'121,69 et 154'155 actions nominatives à CHF 224,34. La diminution du capital par destruction de ses propres actions sera soumise à l'approbation de l'assemblée générale ordinaire 2010.

3.6. Evolution de la NAV et du cours des actions depuis le 30 mars 2009

Du 30 mars 2009 au 17 septembre 2009, la NAV publiée chaque semaine a augmenté de CHF 1'326 à CHF 1'492 pour une action au porteur et de 265 CHF à CHF 298 pour une



action nominative. La dernière NAV du 24 septembre 2009 était de CHF 1'487 par action au porteur et de CHF 297 par action nominative. Le jour avant la publication de l'annonce préalable, c.-à-d. le 17 septembre 2009, la NAV présentée par Athris s'élevait à CHF 1'492 par action au porteur et à CHF 298 par action nominative. Dans le même intervalle (du 30.3.09 au 17.9.09), le cours des actions au porteur a augmenté de CHF 810 à CHF 1'015, celui des actions nominatives de CHF 161 à CHF 202.5. Du fait de l'émission des options put par Athris et vu le fait que le prix d'exercice (c.-à-d. le prix de rachat) était au-dessus du cours des actions mais en-dessous de la NAV présentée à l'époque, le rachat des actions entre le 30 mars 2009 et le 24 avril 2009 (période pendant laquelle les options put ont pu être exercées) a entraîné une compression de la NAV par action.



4. NAV ajustée

Pour pouvoir apprécier l'équité de l'offre, Sarasin, lors de son évaluation, a examiné le besoin éventuel d'ajustement de la NAV présentée. Dans le cadre de l'analyse, les différentes positions ont été examinées et classifiées liquides ou non liquides.

4.1. Nombre d'actions en circulation

Athris a émis au total 498'808 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 1,00 et 1'321'354 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0,20. Le nombre d'actions au porteur en circulation au 17 septembre 2009 s'élevait à 203'436, celui des actions nominatives à 1'167'362 – après déduction des 295'372 actions au porteur et des 154'155 actions nominatives détenues dans son propre portefeuille par Athris et vouées à la destruction.

4.2. Bases d'évaluation

L'évaluation d'Athris s'effectue sur la base de la valeur ajustée d'actif nette («ANAV»). L'ANAV se calcule dans le cas présent en effectuant la différence entre le capital d'investissement et les engagements, les différentes composantes du capital d'investissement et les engagements étant inclus dans le calcul à leurs valeurs de marché actuelles.

Après analyse de la NAV présentée par Athris pour ses participations, Sarasin en a déduit que seule la participation entièrement consolidée à Molino SA ne correspondait pas à la valeur de marché et devait être revalorisée.

Pour déterminer la valeur de la participation Seiler Hôtels Zermatt SA, intégrée dans la NAV d'Athris à une valeur de CHF 116,3 Mio., on s'est basé sur le rapport d'évaluation Wüest & Partner au 31.12.2008. D'après Wüest & Partner, les immeubles du groupe Seiler ont une valeur de circulation (Fair Value) d'environ CHF 204,6 Mio. Cette valeur s'apparente à la valeur comptable des immeubles dans le bilan d'Athris, environ CHF 192,3 Mio., soit environ CHF 12,3 Mio. inférieur par rapport à la Fair Value de Wüest & Partner. Dans le contexte d'aggravation de la situation économique générale dans la branche du tourisme et de l'immobilier et de la différence assez faible (6,4%), Sarasin considère comme équitable la valeur comptable présentée dans le bilan d'Athris et suffisamment rendue plausible par l'évaluation de Wüest und Partner. Pour le reste, pour ce qui concerne le groupe Seiler, Sarasin se fonde sur les positions de bilan présentées. Par conséquent, Sarasin renonce à un ajustement de la NAV présentée pour le groupe Seiler.

Le prêt en cours à Jelmoli d'un montant de CHF 266 Mio. a un spread supérieur à un prêt comparable aux conditions du marché. Par conséquent, la valeur de marché de ce prêt est supérieure à CHF 266 Mio. et aurait entraîné une valorisation de la NAV d'Athris si Jelmoli n'avait pas la possibilité de résilier le prêt par anticipation. En raison de cette clause de



résiliation et de l'offre d'échange² – entretemps réussie – de Swiss Prime Site SA à l'intention de Jelmoli, on peut en déduire que Jelmoli remboursera le prêt dans un délai prévisible car SPS peut le refinancer moins cher sur le marché. Puisqu'on s'attend à une prochaine résiliation et à un remplacement du prêt, un ajustement de la NAV n'est, de l'avis de Sarasin, pas justifié.

4.3. Evaluation de Molino SA

Molino SA («Molino») a été évaluée à l'aide de la méthode Sociétés cotées comparables (Comparable Company Analysis). Cette méthode est notamment favorisée par l'analyse financière car les acteurs du marché des capitaux ne disposent pas la plupart du temps des plans financiers détaillés des entreprises. Pour Molino, aucun plan financier détaillé (p. ex. la planification à moyen terme pour les 3 années suivantes) n'était disponible, on a donc renoncé à effectuer une évaluation DCF et l'évaluation a été réalisée uniquement à l'aide de la Comparable Company Analysis.

Méthodologie de base

Au travers de la division de la valeur d'entreprise (valeur boursière actuelle plus dettes nettes et intérêts minoritaires) de sociétés cotées comparables par les excédents financiers actuels ou attendus (notamment Sales, EBITDA et EBIT) pour les douze derniers mois («LTM») et l'exercice en cours, on obtient des multiplicateur s et on forme une moyenne (Cf. Chapitre 8.1). L'application de ces multiplicateur s moyens sur les chiffres clés financiers (Sales, EBITDA, EBIT) de Molino donne un résultat d'évaluation pour chaque multiplicateur moyen calculé.

Les deux facteurs suivants ont une influence considérable sur le résultat d'évaluation:

- Le *multiplicateur moyen* obtenu et
- la *sélection et le calcul des chiffres clés financiers* de Molino, sur lesquels le multiplicateur est appliqué.

Le multiplicateur moyen dépend principalement du choix des sociétés comparables retenues. Le multiplicateur n'est pertinent que si l'on a à disposition des sociétés qui sont comparables à la société à évaluer au point de vue des caractéristiques essentielles. Comme la méthode se base sur des résultats actuels ou attendus pour l'année en cours (LTM, 2009E), le calcul reflète la tendance de la valeur de l'entreprise dans une optique à

² Le 2 juin 2009, la Swiss Prime Site AG, Olten («SPS»), a notifié l'acquisition d'un paquet d'actions de 29,89% du capital d'actions de Jelmoli ainsi que l'annonce préalable d'une offre d'échange publique pour toutes les actions nominales de Jelmoli qui se trouvaient dans le domaine public. A l'issue du délai d'offre prolongée arrivé à échéance le 25 septembre 2009, SPS (avec une certaine réserve) a déclaré l'offre réalisée.



court terme. Les potentiels de croissance et d'amélioration des marges réalisables à moyen terme ainsi qu'un stade spécifique dans le cadre d'un cycle des affaires ne sont contenus que si les sociétés comparables ont des potentiels de croissance et de marge comparables et se trouvent dans la même phase du cycle des affaires.

Choix des sociétés comparables pour Molino

Lors du choix des sociétés comparables pour Molino, on a retenu comme principaux critères un modèle d'affaires, une profitabilité et une croissance comparables.

Molino exploite actuellement en Suisse 16 restaurants de cuisine typiquement italienne pour un rapport prestations-prix attractif. La chaîne de restaurants s'adresse à une large clientèle cible de toutes les classes d'âge et de toutes les couches sociales. Elle sert principalement des pâtes fraîches et de la pizza fait maison, mais aussi, au choix, des plats de qualité typiquement italiens à base de viande et de poisson ainsi qu'une bonne sélection de vins italiens.

La branche de la gastronomie au niveau international est hétéroclite et fortement segmentée à divers points de vue. Le marché regroupe des types de prestataires très divers, des petites entreprises gastronomiques individuelles familiales aux conglomérats multinationaux qui opèrent sur différents segments du marché sous une seule enseigne mais avec plusieurs marques. D'un pays à l'autre, d'une culture à l'autre, non seulement les habitudes culinaires sont différentes mais les modèles d'affaires des entreprises gastronomiques aussi. On soulignera notamment des différences entre le modèle de franchise et l'entreprise sous gestion autonome et gérée à ses propres risques et périls, des différences liées au segment de prix (fast-food, casual dining, fine dining), à la stratégie marketing et au type de service dans le restaurant (self service ou full service).

A notre avis, il existe sur le marché des entreprises comparables à disposition qui ont un modèle d'affaires comparable, qui s'adressent à un même public cible et opèrent dans un segment de prix comparable.

Des entreprises témoins répondant idéalement aux critères suivants ont donc été identifiées:

- Sociétés qui exploitent des restaurants et offrent un service complet (full service),
- qui offrent des prestations situées dans le segment de prix moyen (casual dining) et
- qui présentent des évolutions et perspectives de croissance et de profitabilité comparables.

A partir d'une première sélection d'un total de 98 entreprises témoins potentielles, plusieurs étapes et l'utilisation de l'évaluation Scorecard ont permis d'identifier des entreprises témoins très faciles à comparer sur la base de ces trois critères de choix. Le tableau suivant montre les entreprises qui, en vue de l'analyse des multiplicateurs, ont été retenues pour la comparaison.



Illustration 1: Aperçu Sociétés comparables

Nom de l'entreprise	Adresse web
- Prezzo PLC	www.loveprezzo.co.uk
- Carluccios PLC	www.carluccios.com
- Clapham House Group PLC	www.claphamhouse.com
- The Cheesecake Factory Inc	www.thecheesecakefactory.com
- Texas Roadhouse Inc	www.texasroadhouse.com
- Carrols Restaurant Group Inc	www.carrols.com
- O'Charleys Inc	www.ocharleys.com

Résultat de l'évaluation à l'aide de sociétés cotées comparables

A l'aide des sept sociétés comparables identifiées, des multiplicateurs ont été calculés (cf. annexe 8.1) qui ont ensuite été appliqués aux chiffres clés de Molino. Il en a résulté une fourchette de valeurs de CHF 46,6 à CHF 63,5 Mio. Pour également prendre en compte la taille plus petite par rapport aux sociétés comparables (en matière de chiffre d'affaires), Sarasin considère une valeur d'entreprise aux alentours de CHF 50 Mio. comme équitable. En cas de fonds liquides d'env. CHF 250'000 au 30.6.2009 et de dettes financières absentes, la valeur d'entreprise de CHF 50 Mio. correspond aux fonds propres.

Ainsi la valeur comptable présentée dans la NAV d'Athris de CHF 24,6 Mio. doit être ajustée. En l'occurrence, il faut prendre en considération les impôts latents qui découleraient de la réalisation de la valeur de participation. Dans le tableau suivant est présenté l'ajustement de la NAV de Molino:

Evaluation Molino (en CHF m)	
Valeur de l'entreprise Molino	50.0
(endettement net)/Liquidité nette	0.0
Valeur des fonds propres Molino	50.0
Valeur comptable Molino	24.6
Evaluation Molino (avant impôts latents)	25.4
Impôts latents	20%
Evaluation Molino (après impôt latents)	20.3
NAV Molino (présentée par Athris)	24.6
Ajustement NAV	20.3
NAV ajustée Molino SA	44.9

Pour Molino, il en résulte ainsi une NAV de CHF 44,9 Mio. A la suite de cet ajustement de l'évaluation, la NAV présentée par Athris pour Molino au 17 septembre 2009 est augmentée de CHF 20,3 Mio. et passe donc de CHF 651,8 Mio. à CHF 672,2 Mio.



4.4. Calcul NAV ou ANAV

L'illustration 2 montre le cheminement permettant d'obtenir la NAV ainsi que l'ajustement de ce dernier par Sarasin. Tel que mentionné précédemment, seule Molino présentait un besoin d'ajustement. A l'aide des prix courants actuels, des multiplicateurs, des évaluations existantes de tiers et/ou d'autres documentations, les valeurs comptables des autres composantes de la NAV ont également été examinées. L'analyse a cependant démontré qu'aucune valorisation ou dévalorisation n'était nécessaire pour les autres positions.



Illustration 2: Aperçu NAV / ANAV

(toutes les données sont en Mio. CHF)

I Listed Investments (jour de référence: 17 septembre 2009)		NAV	Ajustements	ANAV
Actions d'entreprises cotées	Participations minoritaires aux sociétés cotées	99.4		99.4
Investissements en obligations	Obligations d'entreprises négociées, Gaz Capital (CHF 4.1 m) et Petroleos Mexicanos (CHF 5 m)	9.1		9.1
Fonds de placement	Principalement des fonds en actions, liquidité hebdomadaire	37.4		37.4
		145.8		145.8
II Non-listed Investments (jour de référence: 30. Juni 2009)				
Seiler Hôtels	Valeur des fonds propres entièrement consolidé au niveau d'Athris	116.3		116.3
Actionnaires minoritaires	Parts minoritaires dans Seiler	-15.6		-15.6
Molino SA	Participation d'Athris Intl Holding maintenue et entièrement consolidée	24.6	20.3	44.9
Beach Mountain SA	Participation d'Athris Intl Holding maintenue et entièrement consolidée	1.8		1.8
Fundgrube Bonne Occase SA	Participation d'Athris Intl Holding maintenue et entièrement consolidée	-0.02		-0.02
Hypercenter Investments AG	Participation minoritaire à une société qui construit notamment un centre commercial en Russie; participation annulée dès fin 2008	0.0		0.0
Correction pour Athris Intl Holding	Correction comptable pour participations d'Athris Intl Holding	-5.10		-5.10
SCCA SPA & Finance	Participation minoritaire à une société algérienne dans le secteur du développement immobilier, représente une valeur des fonds propres au niveau d'Athris	0.7		0.7
Prêts non liquides	Prêt de WTI à Hypercenter (CHF 15.1 m) + prêt d'Athris à SCCA Finance (10.5 m) + prêt d'Athris à WTI (CHF 0.6 m); dernier prêt mentionné en monnaie étrangère, pour le calcul, on a utilisé le Spot Rate au 17 sept. 2009	26.2		26.2
Fonds de placement	Partie non liquide des portefeuilles de fonds de placement	5.1		5.1
		154.0	20.3	174.3
III Moyens liquides (jour de référence: 17 septembre 2009)				
Moyens liquides	Principalement cash d'Athris ainsi que cash proportionnel de Hypercenter Investments (CHF 0.3 m)	81.9		81.9
Paiements en cours de achat/vente Investments	Correction comptable, action/Bond/Fonds déjà contenus dans les Investments, mais paiement correspondent non effectué à ce jour	-11.5		-11.5
Prêts liquides	Prêt à Jelvoli	266.0		266.0
Autres positions	Comptes Intercompany avec Jelvoli et filiales	13.8		13.8
Autres positions	Intérêts accumulés	1.3		1.3
Autres positions	Autres créances	0.4		0.4
Autres positions	Management Fee d'Athris à l'Asset Manager	0.2		0.2
Autres positions	Autres obligations	-0.2		-0.2
		352.0		352.0
	Liquide	497.8		497.8
	Non liquide	154.0		174.3
Total NAV		651.8		
Total ANAV				672.2
VII NAV par action au porteur (en CHF)		1'491.9		
NAV par action nominative (en CHF)		298.4		
VIII ANAV par action au porteur (en CHF)				1'538.5
ANAV par action nominative (en CHF)				307.7

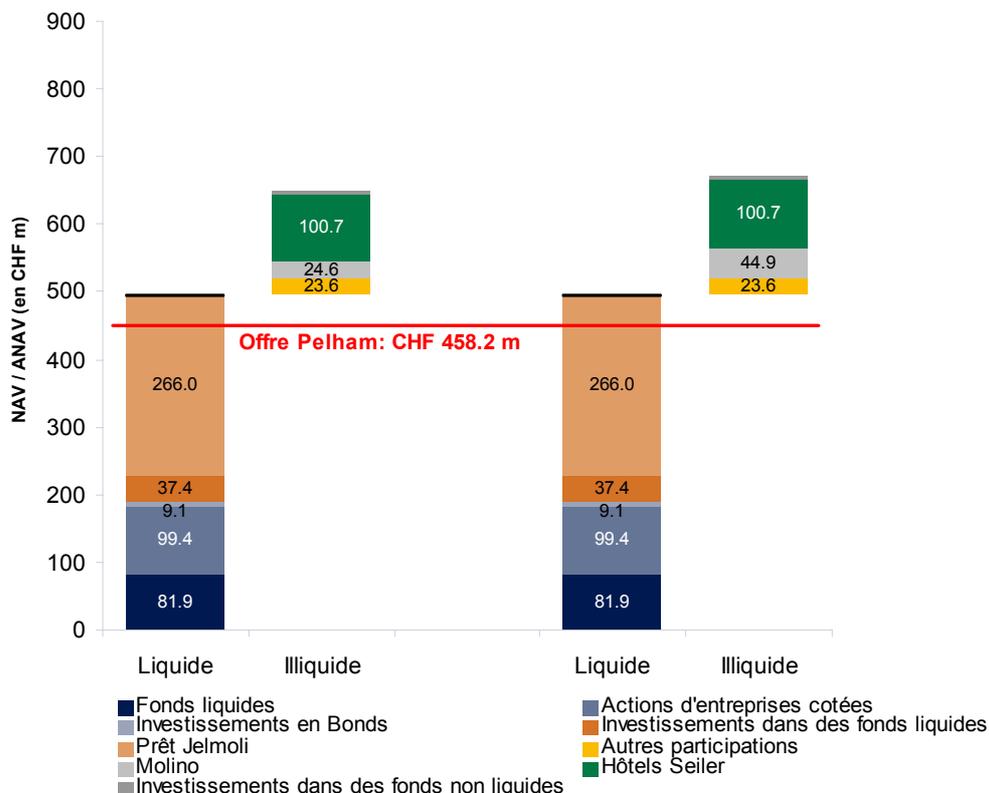
Comme base des décotes calculées ci-après, on se fonde sur la NAV ajustée (ANAV) de CHF 672,2 Mio. calculée ci-dessus.

4.5. Structure du portefeuille

Le graphique suivant montre la répartition du portefeuille de placement d'Athris en fonds liquides et non liquides:



Illustration 3: Aperçu du portefeuille Athris



Il faut noter que l’ajustement de la valeur des fonds propres de Molino influence uniquement la partie non liquide de l’ANAV.

Le prêt d’Athris à Jelmoli (pour plus de détails, voir chapitre 3.5) a été classifié par Sarasin de liquide. Cela s’explique par le fait que Jelmoli (SPS depuis qu’elle a été reprise) dispose d’une possibilité de résiliation avant fin 2009. L’intérêt de prêt convenu étant supérieur à l’intérêt actuel du marché, Sarasin table sur une résiliation. De plus, le contrat de prêt comprend une clause Change-of-Control pouvant permettre à Athris de réclamer le remboursement du prêt.

Le graphique fait apparaître clairement que l’OPA de Pelham est environ 8% inférieure à la somme des placements liquides.

4.6. Récapitulatif

En bref, on peut constater que l’ANAV s’élève à CHF **672,2 Mio.**, soit CHF 20,3 Mio. de plus que présentée par Athris. Ci-après, on se fondera sur l’ANAV.



5. Comparaison avec la décote de sociétés ou de transactions cotées comparables

5.1. Sociétés cotées comparables

Pour juger de l'équité financière de l'offre d'achat de Pelham, il est utile dans le cas présent de confronter les décotes³ de sociétés de participation comparables. Pour ce faire, différents critères de sélection ont été pris en considération. Dans une première étape, nous avons limité le spectre aux sociétés d'investissement cotées en Suisse. Pour calculer la décote moyenne pour un groupe témoin de sociétés les plus représentatives possibles, en prenant suffisamment en compte le portefeuille de participations ou le modèle d'affaires poursuivi par Athris, deux méthodes différentes ont été appliquées:

- Comparaison directe avec des sociétés comparables
- Simulation synthétique de la structure du portefeuille d'investissement

L'application de deux méthodes se justifie par la composition du portefeuille de participations d'Athris lequel regroupe environ 74% de participations et d'investissements liquides d'une part et 26% de placements directs ou de participations dans des entreprises entièrement consolidées, c.-à-d. de fonds non liquides, d'autre part.

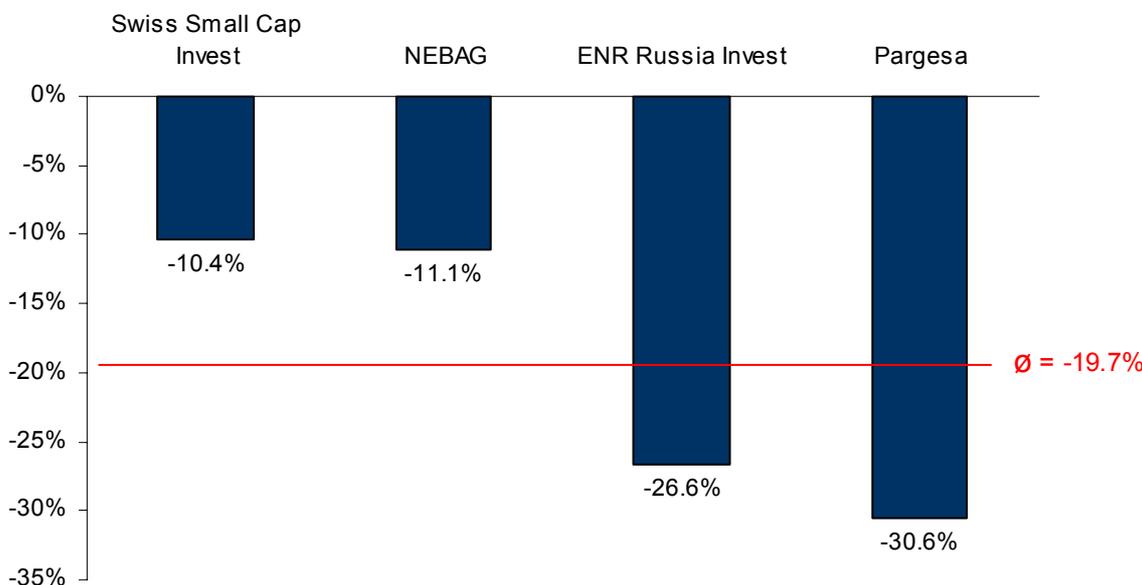
Comparaison directe

Les principaux critères de sélection utilisés étaient ici (1) la solvabilité du portefeuille de participations présenté et (2) la qualité de sa composition (principalement des participations à des entreprises cotées et/ou des instruments financiers). Cette analyse a permis de faire ressortir quatre entreprises qui, conformément aux critères mentionnés ci-dessus, présentent la meilleure comparabilité. Swiss Small Cap Invest, NEBAG, ENR Russia Invest et Pargesa. La capitalisation boursière inférieure par rapport à Athris des trois premières sociétés comparables mentionnées (en particulier Swiss Small Cap Invest) limite certes quelque peu la pertinence, d'autre part, les modèles d'affaires de ces sociétés sont très similaires à celui d'Athris même si Athris dispose actuellement (dans le segment des placements liquides) de la liquidité la plus élevée. Les quatre sociétés poursuivent une démarche fondamentale de valorisation avec une durée prévisionnelle de placement à long terme. L'illustration 4 montre les décotes actuelles des cours des actions par rapport aux NAVs présentées correspondantes. Pour le calcul des décotes, les cours de clôture au 17 septembre 2009 (veille de l'annonce préalable) ont été mis en confrontation. Il en résulte une décote moyenne par rapport à la NAV de **19,7%**.

³ Décote en % = ((cours des actions / NAV) - 1) x 100



Illustration 4: Comparaison de la décote de sociétés cotées comparables à la SIX Swiss Exchange



Source: Bloomberg, rapports semestriels et trimestriels des sociétés mentionnées

Globalement c'est Pargesa qui a présenté la meilleure comparabilité et ce, en raison de sa cotation dans le segment principal, de la liquidité de son portefeuille de participations, de la consolidation de certaines participations ainsi que de la structure des actionnaires. Cependant, la comparaison d'Athris avec Pargesa a également révélé des différences majeures telles que la concentration de Pargesa sur un petit nombre de fortes participations visant à un rôle actif des participations dans le conseil d'administration, la liquidité effective des placements inférieure ainsi que la «success-story» de longue date en tant que société de participation.

Illustration synthétique du portefeuille de placement

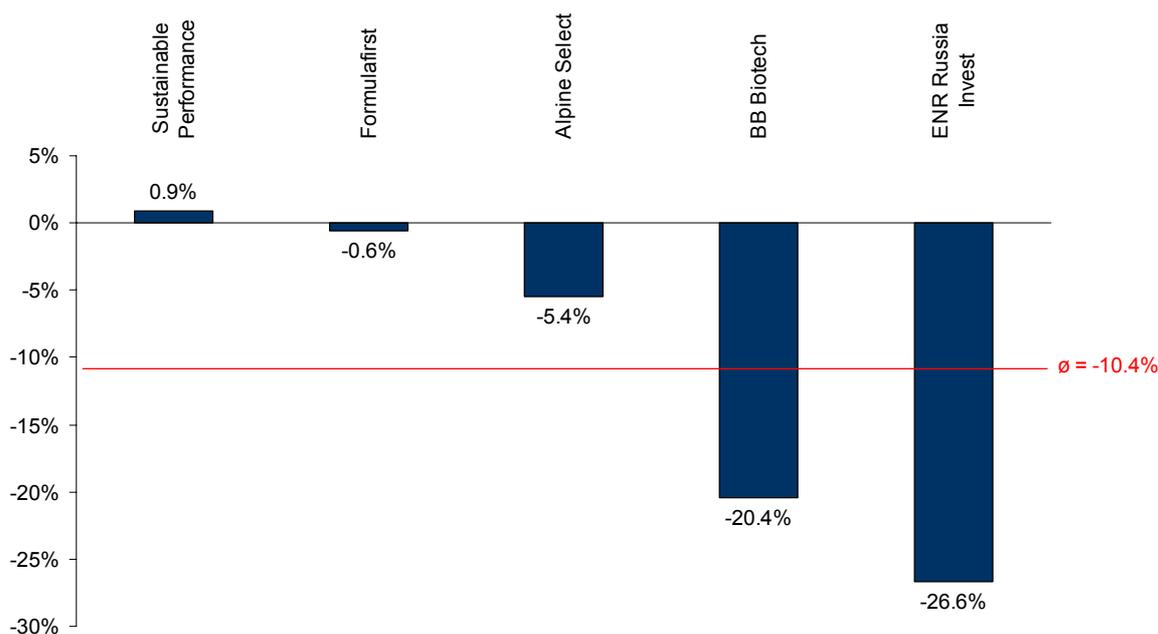
Tel que mentionné précédemment, le portefeuille de placement se compose d'une partie liquide (fonds liquides, actions et obligations d'entreprises cotées ainsi qu'un prêt à Jelmoli) et d'une partie non liquide (hôtels Seiler, Molino, autres participations). Pour tenir compte de cette situation, deux groupes de comparaison ont été formés.

Le premier groupe se compose d'entreprises de participation disposant d'une part importante dans des actifs hautement liquides⁴. Le deuxième groupe a été constitué à partir de sociétés possédant des actifs non liquides ce qui est par nature le cas pour les sociétés Private Equity.

⁴ Part de fonds liquides / Total des actifs = min. 70%

En raison des difficultés financières actuelles⁵ de la société, APEN AG, Zoug, n'a pas été prise en considération dans l'analyse. Sur l'illustration 5 et l'illustration 6 sont représentées les décotes des deux groupes de comparaison. Pour les sociétés des deux groupes, une capitalisation boursière minimale de CHF 50 Mio. a par ailleurs été fixée. Les décotes ont aussi été calculées sur la base des cours de clôture au 17 septembre 2009⁶.

Illustration 5: Comparaison de la décote du groupe aux actifs liquides

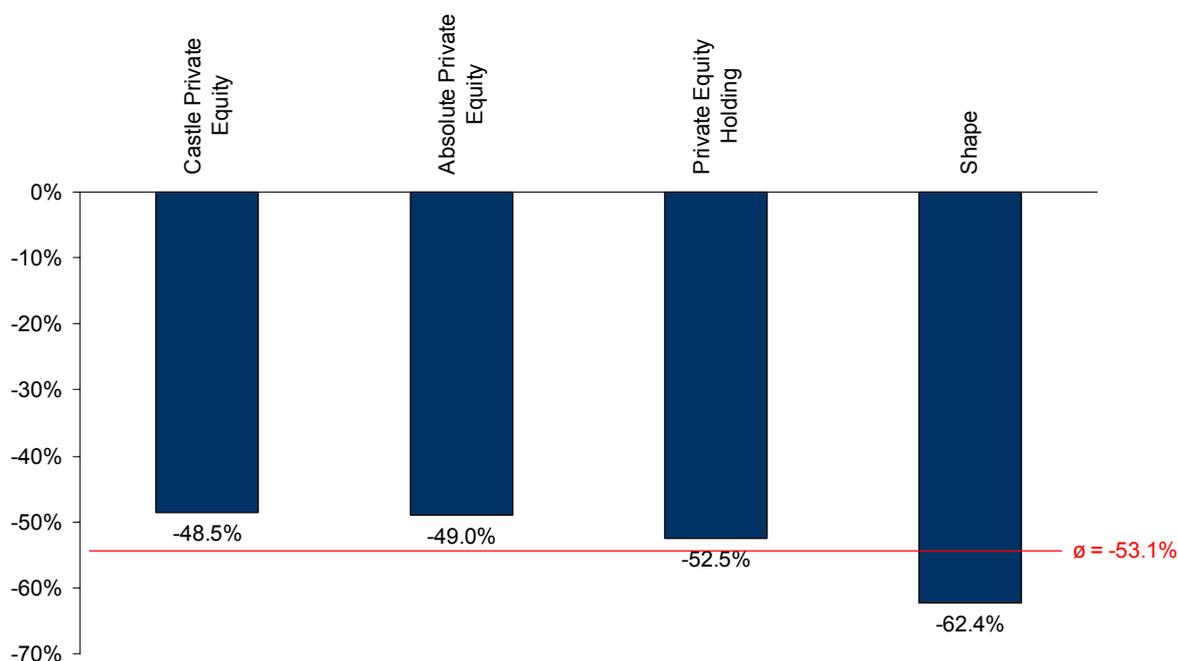


Source: Bloomberg, rapports semestriels et trimestriels des sociétés mentionnées

⁵ En raison de ses obligations de paiement en attente, d'amortissements élevés et de pertes réalisées sur le capital d'investissement ainsi que d'un «Standstill Agreement» avec les banques créditrices, les circonstances imposent à APEN de vendre certaines parties de son portefeuille pour diminuer ses dettes non recouvrées.

⁶ Dérogation dans le cas shaPE Capital AG: dans un communiqué de presse du 16 septembre 2009, la société d'investissement a laissé entendre qu'une restitution progressive de la valeur globale du portefeuille aux actionnaires était prévue. Le cours des actions a réagi positivement à cette annonce ce qui a entraîné une nette diminution de la décote. Pour éluder cet effet, le calcul de la décote s'est donc fait à partir du cours de clôture du 15 septembre 2009.



Illustration 6: Comparaison de la décote du groupe aux actifs non liquides

Source: Bloomberg, rapports semestriels et trimestriels des sociétés mentionnées

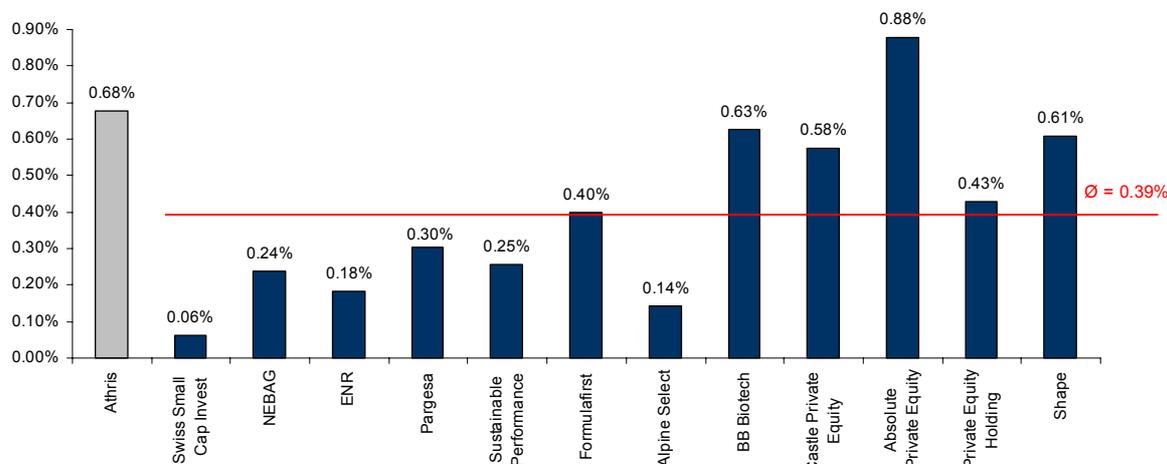
Les décotes moyennes obtenues de 10,4% (portefeuille liquide) et de 53,1% (portefeuille non liquide) ont ensuite été pondérées de façon analogue aux relations établies entre les participations liquides et non liquides dans le portefeuille Athris actuel. La pondération en résultant s'élève à 74% pour la partie liquide et à 26% pour les actifs non liquides. Il en découle une décote pondérée de **21,5%**. Ce résultat confirme le résultat de la «comparaison directe» qui donnait une décote de **19,7%**.

La liquidité d'une entreprise sert d'indicateur à une fixation efficace des prix sur le marché des capitaux. Pour pouvoir apprécier la liquidité d'Athris, une comparaison a été effectuée avec les entreprises qui ont été retenues pour la comparaison de sociétés comparables.

L'illustration 7 montre la liquidité moyenne de toutes les sociétés comparables utilisées. Le graphique présente le volume hebdomadaire négocié en pourcentage du total des actions en circulation (c.-à-d. déduction faite des actions propres) au 30 juin 2009, dans la période du 27 avril 2009 au 17 septembre 2009⁷.

⁷ Source: Bloomberg (volume), rapports de gestion (nombre d'actions en circulation, nombre d'actions propres); limitation au commerce on-exchange sur la place boursière de la principale cotation sur la ligne de négoce ordinaire



Illustration 7: Analyse de liquidité de sociétés comparables cotées à la SIX Swiss Exchange

Pour ce qui est de la liquidité du marché des actions, Athris est nettement au dessus de la moyenne par rapport aux sociétés comparables examinées. D'après notre appréciation, la liquidité d'Athris est liée d'une part à une pression d'émission des actionnaires voulant se désengager, qui, lors de la formation de Jelmoli et d'Athris en mars 2009 sont devenus, pour ainsi dire à leur insu, actionnaires d'une société de participation et d'autre part, cette liquidité est liée aux rachats de l'actionnaire principal.

Les entreprises avec une comparabilité élevée (Swiss Small Cap Invest, NEBAG, ENR Russia Invest et Pargesa) de même que les entreprises avec une part élevée en actifs liquides (Sustainable Performance, Formulafirst, Alpine Select et BB Biotech) présentent en moyenne une liquidité inférieure. En revanche, la liquidité du groupe aux actifs non liquides (Castle Private Equity, Absolute Private Equity, Private Equity Holding et Shape) est nettement supérieure à la moyenne.

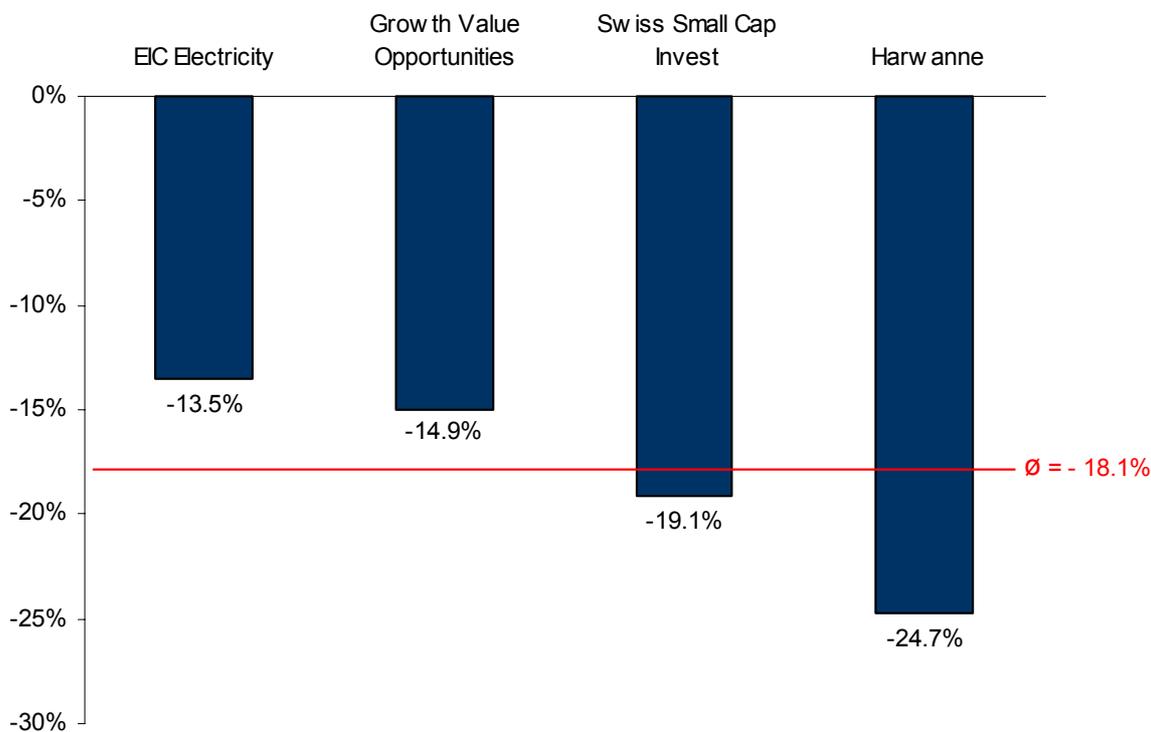
Cependant, les sociétés d'investissement avec des éléments d'actifs non liquides sont en moyenne négociées avec une décote par rapport à la NAV beaucoup plus élevée que les sociétés avec une part plus importante d'actifs liquides. On en conclut que la décote des sociétés examinées ne dépend pas en premier lieu de la liquidité mais d'autres facteurs d'influence tels que par exemple les investissements sous-jacents, ou la structure de l'actionnariat.

5.2. Transactions comparables

La comparaison avec les transactions antérieures doit servir d'approche supplémentaire pour évaluer l'équité de l'OPA. L'illustration 8 montre les décotes payées dans le cadre de transactions comparables. Pour ce faire, le prix de l'offre a été mis en parallèle avec la dernière NAV publiée à l'époque. Les principaux critères de sélection ont été la comparabilité du portefeuille d'investissement sous-jacent et sa liquidité. En outre, seules les offres d'achat ont été prises en considération.



Illustration 8: Décotes dans le cadre de transactions comparables à la SWX



Source: Bloomberg, Sarasin

Des décotes de 13,5% à 24,7% ont été constatées. La valeur moyenne de **18,1%** se situe dans le même ordre de grandeur que les résultats de l'analyse des sociétés cotées comparables. Les Fairness Opinions ou expertises établies dans le cadre de ces transactions ont toutes conclu à l'équité financière des offres d'achat et, dans le cas de l'OPA aux actionnaires Harwanne, que le prix minimal a été respecté. Dans le cadre de la transaction de Swiss Small Cap Invest, aucune Fairness Opinion n'a été publiée.



6. Comparaison des alternatives du point de vue des actionnaires

Dans le chapitre suivant seront présentées les alternatives à l'acceptation de l'OPA du point de vue des actionnaires d'Athris. Les conséquences fiscales et le statut fiscal de chaque actionnaire jouent à ce sujet un rôle important. Pour une analyse détaillée de la situation individuelle de l'actionnaire, nous vous recommandons la consultation d'un conseiller fiscal.

6.1. Vente des actions en bourse pendant le délai de l'offre

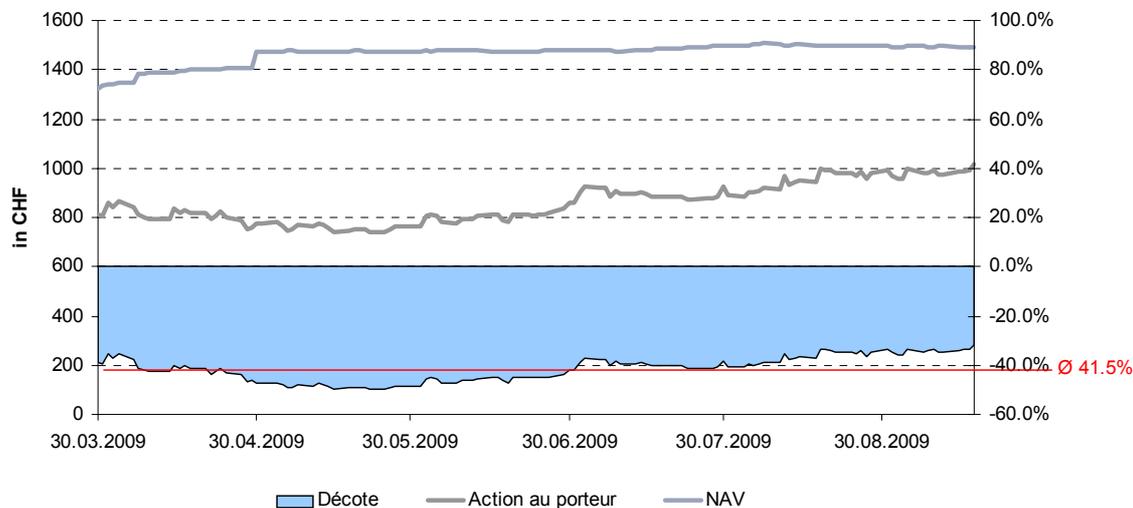
Pour un actionnaire, la vente de ses actions en bourse pendant le délai de l'offre représente une alternative à l'acceptation de l'OPA. Le prix réalisable dans le cadre d'une vente en bourse ne peut pas être établi à ce jour, l'actionnaire en aura cependant connaissance lors de sa décision éventuelle de vente. Si par une vente en bourse, un actionnaire peut obtenir un produit net supérieur que par l'acceptation de l'offre, cette alternative est donc plus attrayante. L'illustration 9 montre que la décote moyenne du cours des actions par rapport à la NAV était depuis le 30 mars 2009⁸ constamment supérieure à la décote résultant de l'acceptation de la présente OPA.

La détermination du prix depuis l'indépendance d'Athris a été profondément influencée par deux facteurs: d'une part, l'actionnaire principal a effectué depuis juin 2009 des rachats, d'autre part, il a régné une certaine pression à vendre, déclenchée avant tout par des actionnaires privés dont l'intérêt principal était la société immobilière Jelmoli et pour lesquels la sortie par le biais des options put émises par Athris n'était pas attractive.

⁸ Date de l'exécution de la scission du groupe Jelmoli et cotation d'Athris à la SIX Swiss Exchange



Illustration 9: Evolution de la décote depuis la cotation



Source: Bloomberg

Il convient de penser que l’OPA, contrairement à une vente en bourse, permet à tous les actionnaires une cession totale de leurs portefeuilles à un prix unitaire et en un temps restreint. En raison de la liquidité limitée sur la bourse, il est difficile de céder des positions assez importantes sans effectuer de concession sur le prix. Par ailleurs, il faut penser que Pelham, après la conclusion de l’offre, a l’intention de demander la décotation des actions.

6.2. Liquidation de la société et versement du produit de liquidation

Si Athris décidait sa liquidation, tous les actifs devraient ensuite être vendus et, après règlements de toutes les dettes, le produit de liquidation serait distribué aux actionnaires, il convient de tenir compte des impôts qui en découleraient pour les actionnaires. En raison de la part des voix élevée, une telle solution ne serait de plus possible qu’en cas de décision correspondante de Pelham ce qui, selon les précédentes déclarations de l’actionnaire principal apparaît comme très invraisemblable. Un autre point concerne la réglementation fiscale demandée dans le cadre de la scission de Jelmoli. Le critère de continuation qu’il contient stipule l’obligation de continuer à détenir pendant au moins deux ans deux des participations détenues à la date de la scission⁹.

⁹ Par participation au sens du droit fiscal, on entend généralement les participations de plus de 20%)



Appréciation fiscale¹⁰

Pour les actionnaires suisses qui détiennent les actions dans des actifs commerciaux ou sont considérés comme des négociants en titres («actionnaires institutionnels»), le principe de la valeur comptable s'applique. A savoir, la différence entre le produit de liquidation et la valeur comptable fiscalement déterminante est soumise à l'impôt sur le revenu et les bénéfices. Ainsi les conséquences fiscales dans le cadre d'une liquidation sont comparables à celles d'une cession dans le cadre d'une OPA.¹¹

Pour les actionnaires suisses qui détiennent les actions dans leurs actifs privés («actionnaires privés»), la différence entre le produit de liquidation et la valeur nominale est imposable. Comme dans le cas présent d'Athris, la valeur nominale par action au porteur ne s'élève qu'à CHF 1,00 et celle des actions nominatives à CHF 0,20, la quasi-totalité du produit de liquidation est soumis à l'impôt sur le revenu. Par comparaison avec une vente non imposable dans le cadre d'une OPA, on constate que pour des actionnaires privés, la liquidation présente une alternative fiscalement pénalisante.

La différence entre le produit de liquidation et la valeur nominale est également soumise à l'impôt anticipé suisse de 35%. La possibilité d'en demander la restitution dépend du domicile; la restitution est soit intégrale, soit partielle.

Les conséquences fiscales d'une liquidation sont différentes d'un actionnaire à l'autre. Dans le cas d'actionnaires privés suisses, elles sont pénalisantes par rapport à une OPA ou à une vente en bourse car elles entraînent un produit net après impôts nettement inférieur.

Changement de la valeur et risques dans le cadre d'un scénario de liquidation

Dans un scénario de liquidation, en plus de la NAV, il convient de prendre en considération les plus-values et les moins-values. En raison des clauses de résiliation, la dissolution des contrats d'administration, de management et de conseil peut dans certaines circonstances entraîner des frais supplémentaires. Les frais supplémentaires correspondent aux frais d'exploitation (personnel, prestations externes, etc.) qui courent jusqu'à la fin de la procédure de liquidation. D'autres frais supplémentaires résultent des frais d'avocat, de révision et de transaction découlant de la liquidation.

Un scénario de liquidation présente aussi des risques pour les actionnaires. Une liquidation de la partie non liquide (à des prix attractifs) du présent portefeuille pourrait nécessiter beaucoup de temps. L'actionnaire recevrait donc le produit de liquidation ou des portions de ce dernier de façon retardée. De plus, en raison du rapport de voix prédominant, la décision de liquidation (besoin d'une majorité qualifiée de l'assemblée générale) dépend de

¹⁰ Dans la présente expertise, les explications relatives au traitement de droit fiscal ne sont que de nature générale et ne se réfèrent qu'aux actionnaires au domicile fiscal exclusivement situé en Suisse.

¹¹ Une différence subsiste: elle concerne le délai plus long de remboursement de l'impôt anticipé en cas de liquidation.



l'actionnaire principal. Une différence subsiste: elle concerne le délai plus long de remboursement de l'impôt anticipé en cas de liquidation.

En outre, un risque existe: à la suite d'une décision de liquidation, la vente des actions par des actionnaires privés à des investisseurs institutionnels pourrait être taxée par les autorités fiscales d'opération de soustraction. Cela pourrait avoir des répercussions négatives sur le cours de l'action.

Par le passé, pratiquement aucune société d'investissement cotée avec investissements partiellement liquides n'a été liquidée.¹² La société Private Equity, shaPE AG donne un exemple, dans le passé récent, d'une annonce de liquidation qui a été très positivement accueillie par le marché. Le jour de l'annonce de la restitution de la valeur du portefeuille, le cours a bondi de CHF 64 (cours de clôture au 15 septembre 2009) à CHF 88.90 (cours de clôture au 16 septembre 2009). La nouvelle a entraîné une réduction immédiate de la décote de 62,4% à 47,7%. Mais les fusions avec des tiers ou les reprises / transfert de fonds, intégralement ou partiellement retirés de la bourse, sont plus fréquentes.¹³

6.3. Refus de l'OPA dans l'attente d'une résorption complète de la décote

Dans l'attente d'une résorption future éventuelle de la décote d'Athris, un actionnaire pourrait refuser l'offre et conserver les actions Athris. En tenant compte du Free Float¹⁴ extrêmement minime des actions Athris et de la faible liquidité induite – qui se réduirait encore par la présentation des actions – à court ou moyen terme, nous envisageons ce scénario comme invraisemblable.

Par ailleurs l'actionnaire principal, après la conclusion de l'OPA – en plus d'une décote – prévoit soit d'annuler les actions restantes (Squeeze-out conformément à l'art. 33 LBVM, si part des droits de vote >98%) soit d'intégrer Athris à Pelham par fusion (Squeeze-out Merger conformément à l'art. 18 al. 5 LFus, si part des voix >90%). En cas de squeeze-out conformément à l'art. 33 LBVM, l'actionnaire reçoit en dédommagement le prix d'offre de l'offre antérieure. Un Squeeze-out conformément à l'art. 33 LBVM n'est possible que dans les 3 mois après expiration du délai d'offre.

¹² Prime New Energy AG (2005) était une exception. Le dernier cours du 30 janvier 2006 se situait à CHF 37.50. La valeur nominale était encore à CHF 30, une grande partie du produit de liquidation potentiel a donc pu être consigné comme remboursement de la valeur nominale ce qui est fiscalement avantageux. D'après le rapport annuel du 31 mars 2005, la majorité des actionnaires était des actionnaires institutionnels.

¹³ P. ex. Sopafin, Société de participations financières (2002), Absolute Invest AG (2003), Pelham Investments SA (2004), Optical Investments AG (2004), ZKB Visionen (2004), EIC Electricity SA (2003/2005), Mach Hitech AG (2005), Swiss Small Cap Invest AG (2005), Absolute Managers AG (2005), Acorn Alternative Investments AG (2006), Absolute Europe (2006), Micro Value (2008I), BB Medtech (2009)

¹⁴ A la date de l'annonce préalable, Pelham possède déjà des actions Athris à hauteur de 71.6% du capital-actions respectivement 87,7% des droits de vote



A l'inverse, la loi stipule, conformément à l'art. 18 al. 5 LFus à l'art. 8 al. 2 LFus, qu'en cas de Squeeze-out Merger, un dédommagement doit être versé mais n'en indique pas le montant. Faute de prescriptions légales, le dédommagement doit donc être fixé conformément à la doctrine par analogie avec l'art. 7 al. 1 LFus, à savoir compte tenu du patrimoine des sociétés concernées respectivement des valeurs des entreprises. On ne peut donc exclure, en raison de la NAV / de l'ANAV supérieure à l'OPA, que le dédommagement, dans le cadre d'un Squeeze-out Merger, soit dans certaines circonstances et avant prise en compte de la situation fiscale individuelle de l'actionnaire, substantiellement plus élevé que la présente OPA. Sarasin ne connaît toutefois pas de précédents.

De plus, l'actionnaire a le droit, au frais de la société, de déposer un recours en vérification pour autant que ce dernier ne soit pas taxé d'abusif.

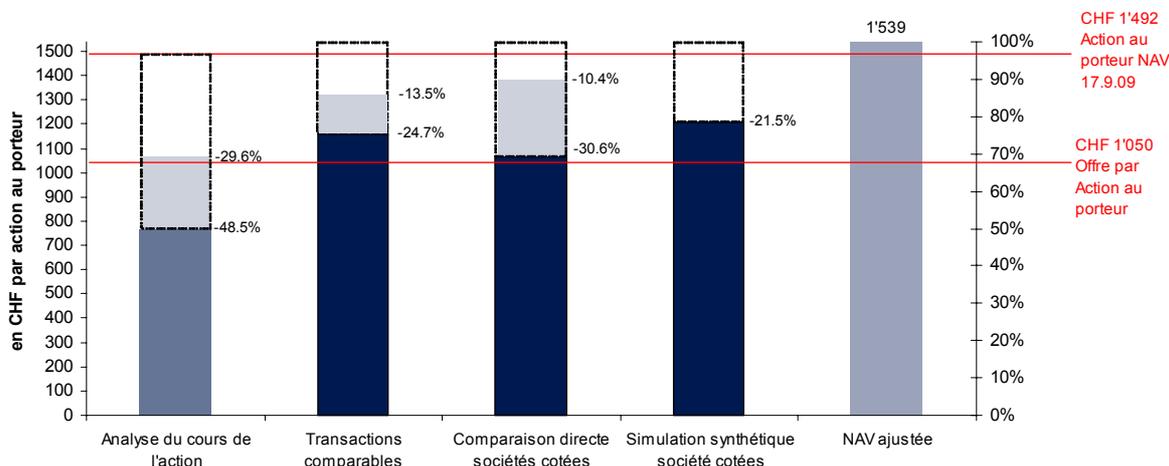
6.4. Récapitulatif des alternatives du point de vue des actionnaires

Pour les actionnaires Athris qui détiennent les actions dans leurs actifs commerciaux, il est possible qu'un futur produit de liquidation net (après frais et impôts) soit supérieur au prix offert. Les bénéfices potentiels dans le cadre d'un scénario de liquidation se heurtent à des risques importants. Etant donné la part de voix élevée de l'actionnaire principal, la décision de liquidation est entièrement laissée à son appréciation. La présente offre ne laisse conclure à aucune intention de la sorte et une liquidation prochaine apparaît à ce jour très invraisemblable. Selon notre appréciation, les autres alternatives – vente en bourse et le refus de l'offre dans l'attente d'une résorption – sont entachées d'incertitudes. Il en vaut de même pour l'option Squeeze-out Merger selon la LFus car, abstraction faite des risques juridiques, cela dépend uniquement de l'actionnaire principal, s'il décide une Squeeze-out Merger ou pas.



7. Résultat de l'expertise

Illustration 10: Aperçu résultats



En se basant sur les analyses et les réflexions de cette expertise, Sarasin juge l'OPA non équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires tiers d'Athris. Cette déclaration s'appuie en particulier sur l'analyse de la NAV ajustée ainsi que sur les analyses des sociétés comparables et des transactions comparables. D'une part, l'analyse NAV nous a permis de délivrer des messages sur la valeur absolue, d'autre part, à l'aide des méthodes Sociétés et transactions comparables, nous avons pu également procéder à une appréciation relative de l'offre d'achat. Conformément à ces méthodes d'évaluation, Sarasin considère une décote de 15% à 25% de l'ANAV, de même avec une offre d'achat pour les actions au porteur de CHF 1'154 et CHF 1'308, pour les actions nominatives entre CHF 231 et CHF 262, comme financièrement équitable.

En tenant compte des intérêts et intentions spécifiques des investisseurs, de la structure de propriétaires d'Athris, de la possibilité sans doute de plus en plus limitée à l'avenir de négocier l'action, des alternatives de négociation limitées, des prix actuels du marché, des opportunités et risques juridiques ainsi que de la situation fiscale individuelle, l'acceptation de l'offre d'achat pourrait toutefois se justifier du point de vue des actionnaires tiers.

Zurich, le 2 octobre 2009

Banque Sarasin & Cie SA

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess



SARASIN

8. Annexe

8.1. Multiplicateurs

Company	Country	Sales 2009E LC	Turnover Multiples		EBITDA Multiples		EBIT Multiples		P/E Multiples		
			LTM	2009E	LTM	2009E	LTM	2009E	LTM	2009E	
Prezzo PLC	BRITAIN	GBp	87	0.6x	0.7x	3.7x	4.2x	5.0x	6.1x	23.6x	11.4x
Carluccios PLC	BRITAIN	GBp	70	0.8x	0.7x	13.3x	7.7x	18.3x	12.0x	16.5x	17.0x
Clapham House Group PLC	BRITAIN	GBp	65	0.6x	0.6x	5.1x	4.6x	10.0x	9.6x	NM	11.3x
Cheesecake Factory Inc/The	UNITED STATES	USD	1'593	0.8x	0.8x	8.0x	7.6x	15.2x	13.9x	25.5x	21.4x
Texas Roadhouse Inc	UNITED STATES	USD	939	0.9x	0.9x	7.7x	7.5x	12.3x	12.0x	17.5x	17.2x
Carrols Restaurant Group Inc	UNITED STATES	USD	822	0.6x	0.6x	5.2x	5.3x	8.2x	NA	8.4x	7.9x
O'Charleys Inc	UNITED STATES	USD	885	0.4x	0.4x	6.4x	4.6x	20.7x	NA	NM	25.3x
AVERAGE (All Comparables)				0.7x	0.7x	7.1x	5.9x	12.8x	10.7x	18.3x	15.9x
AVERAGE (w/o Min & Max)				0.7x	0.7x	6.5x	5.9x	12.8x	11.2x	19.2x	15.7x

LC: local currency; LTM: Last twelve months

Source: Bloomberg, Sarasin

8.2. Aperçu sociétés comparables

Company	Currency	Market Cap as per 17.9.2009 (in LC)	Share price as per 17.9.2009	NAV	Discount as per 17.9.2009
Swiss Small Cap Invest	CHF	34	72.5	81.0	-10.4%
NEBAG	CHF	57	10.2	11.5	-11.1%
ENR Russia Invest	CHF	74	28	38.2	-26.6%
Pargesa	CHF	7'559	89	128.2	-30.6%
Sustainable Performance	CHF	131	212	210.1	0.9%
Formulafirst	CHF	47	14.8	14.9	-0.6%
Alpine Select	CHF	162	12.2	12.9	-5.4%
BB Biotech	CHF	1'394	76.4	96.0	-20.4%
ENR Russia Invest	CHF	74	28	38.2	-26.6%
Castle Private Equity	CHF	257	5.95	11.6	-48.5%
Absolute Private Equity	USD	407	9.02	17.7	-49.0%
Private Equity Holding	CHF	130	32.5	68.5	-52.5%
Shape	CHF	58	64	170.0	-62.4%

LC: local currency

Source: Bloomberg, FuW, Sarasin

8.3. Aperçu transactions comparables

Target Company	Offeror	Year	Currency	Offer Price	NAV	Closing Price	Discount to NAV
EIC Electricity	Alpine Select	2003	CHF	14.0	16.2	14.0	-13.5%
Growth Value Opportunities	Paramount	2008	CHF	206.0	242.2	204.0	-14.9%
Swiss Small Cap Invest	Corisol	2005	CHF	69.1	85.4	71.0	-19.1%
Harwanne	MMA Vie	2009	CHF	3.5	4.6	2.5	-24.7%
Average							-18.1%

Source: Offer Prospectus, Bloomberg, Swiss Takeover Board (Homepage)

8.4. Liste des abréviations / Glossaire

ANAV	Net Asset Value (ajustée)
Athris	Athris Holding SA, Zoug
Prix d'offre	CHF 1'050 par action au porteur et CHF 210 par action nominative, le prix offert dans le cadre de l'OPA de Pelham
LIBOR	London Inter Bank Offer Rate; taux d'intérêt que les banques se facturent pour des crédits à court terme
LTM	Last twelve months; les douze derniers mois
NAV	Net Asset Value
Net Asset Value	Valeur d'actif nette
Actionnaire privé	Actionnaires suisses qui, au regard du droit fiscal, détiennent les actions dans leurs actifs privés