

Banque Sarasin & Cie SA, Bâle

Fairness Opinion à l'intention du Conseil d'administration de Banque Sarasin & Cie SA

relative à l'

appréciation de l'équité financière de l'offre d'achat d'IPB Holding B.V. („IPB Holding“), Utrecht, une filiale de Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. („Rabobank“), portant sur toutes les actions nominatives de catégorie B de Banque Sarasin & Cie SA („Sarasin“), Bâle

Zurich, le 9 février 2007

Table des matières

1	Introduction	4
1.1	Situation initiale	4
1.2	Mandat confié à KPMG SA par le Conseil d'administration de Sarasin	4
1.3	Relations entre Banque Sarasin et Rabobank	5
1.4	Méthode d'évaluation	6
1.5	Bases d'évaluation	6
1.6	Limitation de la responsabilité	7
2	Aperçu de Banque Sarasin	8
2.1	Aperçu	8
2.2	Segments d'affaires	8
2.3	Marche des affaires en 2006	11
2.4	Stratégie et Business Plan 2008 à 2010	12
2.5	Budget 2007	12
2.6	Risques	12
3	Analyse et évaluation	14
3.1	Méthodes d'évaluation et analyses appliquées	14
3.2	Date d'évaluation et base d'information	14
3.3	Evaluation au moyen de l'actualisation du dividende	14
3.3.1	Méthodologie	14
3.3.2	Application de la méthode de l'actualisation du dividende	15
3.3.3	Résultat de la méthode de l'actualisation du dividende	16
3.4	Evaluation par le marché	17
3.4.1	Evaluation par le marché au moyen d'entreprises cotées comparables	17
3.4.2	Résultat de l'évaluation par le marché d'entreprises cotées comparables	17
3.4.3	Evaluation par le marché au moyen de transactions d'entreprises comparables	18
3.4.4	Résultat de l'évaluation par le marché de transactions comparables	19
3.5	Analyse des primes payées dans le cadre d'offres publiques d'acquisition	19
3.6	Analyse des prix d'actions historiques et des volumes de négoce	20
4	Conclusion	22

Liste des abréviations

AuM	Assets under Management
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
CHF	Franc suisse
COPA	Commission des offres publiques d'acquisition
CRM	Customer Relationship Manager
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Méthode d'actualisation des dividendes
EUR	Euro
I/B/E/S	Institutional Brokers' Estimates
IPB Holding	IPB Holding B.V.
KPMG	KPMG SA
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières („loi sur les bourses“)
mia	Milliards
mio	Millions
NAV	Net Asset Value
OBVM-CFB	Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
P	Price (capitalisation de marché)
p.a.	per annum (par an)
Sarasin	Banque Sarasin & Cie SA
USD	US Dollar

1 Introduction

1.1 Situation initiale

Banque Sarasin & Cie SA („Banque Sarasin“ ou „la société“), dont le siège est à Bâle (Suisse), est une société anonyme cotée de droit suisse. Le capital-actions de CHF 61'155'300 est divisé en actions nominatives de catégorie A (d'une valeur nominale de CHF 20, au nombre de 550'000, "actions nominatives A") et en actions nominatives de catégorie B (d'une valeur nominale de CHF 100, au nombre de 501'553, "actions nominatives B"). Les actions nominatives B sont cotées au SWX Swiss Exchange.

IPB Holding B.V. („IPB Holding“), dont le siège est à Utrecht (Pays-Bas), est une société de droit néerlandais et une filiale à 100% de Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. (Pays-Bas) (ensemble "Groupe Rabobank" ou "Rabobank").

IPB Holding détenait une option d'achat sur toutes les actions d'Eichbaum Holding SA et, avec cela, indirectement sur toutes les actions nominatives A de Banque Sarasin détenues par Eichbaum Holding SA. Rabobank a exercé cette option d'achat par l'intermédiaire d'IPB Holding le 29 décembre 2006.

Avant l'exercice de l'option d'achat, toutes les actions nominatives A et 150 actions nominatives B était en possession d'Eichbaum Holding SA, qui contrôlait ainsi 52,3% des droits de vote et 18,0% du capital. IPB Holding détenait 171'553 actions nominatives B et contrôlait ainsi 16,3% des droits de vote et 28,1% du capital.¹

De par l'exercice de l'option d'achat, Rabobank détiendra une part majoritaire dans Banque Sarasin (46,1% du capital et 68,6% des droits de vote)² ; partant, elle est obligée, selon la recommandation de la COPA du 26 mars 2002, de soumettre une offre obligatoire aux actionnaires restants ("la transaction").

Aussi bien le Groupe Rabobank que le Conseil d'administration de Banque Sarasin ont déclaré leur intention de laisser, si possible, toutes les actions nominatives B sur le marché.

1.2 Mandat confié à KPMG SA par le Conseil d'administration de Sarasin

Le Conseil d'administration de Banque Sarasin, représenté par ses membres indépendants, a mandaté KPMG SA (ci-après "KPMG") d'établir une Fairness Opinion qui apprécie l'équité financière du prix offert par action nominative B dans le cadre de l'offre obligatoire.

La présente Fairness Opinion résume les résultats de nos analyses.

KPMG ne commente pas les modalités de paiement, ni les conditions de l'offre obligatoire dans la présente Fairness Opinion. La Fairness Opinion ne contient ni une

¹ Source: Rapport annuel 2005 de Banque Sarasin ainsi que bourse Suisse SWX Exchange (www.swx.com)

² Source: Communication aux médias, Banque Sarasin et Rabobank, Bâle, 9 janvier 2007

recommandation relative à l'offre, ni des indications en relation avec les éventuelles conséquences d'une acceptation ou d'un refus de l'offre.

1.3 Relations entre Banque Sarasin et Rabobank

Relations commerciales

Des transactions aux volumes importants dans les secteurs des intérêts et des commissions sont exécutées avec IPB Holding ou des personnes qui lui sont proches, telles que les sociétés du Groupe Rabobank. Avec d'autres personnes proches, des transactions sont également exécutées dans les secteurs des papiers-valeurs, du trafic des paiements, de l'octroi de crédits et d'indemnités pour placements. Ces transactions sont exécutées aux conditions applicables aux transactions avec des tiers.

Interdépendances au niveau du capital

Depuis le 30 juin 2002, IPB Holding détenait 171'553 actions nominatives B, ce qui correspondait à 16.3% des droits de vote et 28.0% du capital-actions de Banque Sarasin. Eichbaum Holding SA détenait la totalité des 550'000 actions nominatives A et 150 actions nominatives B de Banque Sarasin, ce qui correspondait à 52.3% des droits de vote et 18.0% du capital. Les actions d'Eichbaum Holding SA étaient détenues, à 100%, par Messieurs Dr. Philip Baumann, Matthias Hassels, Hans Rudolf Hufschmid, Dr. Georg F. Kraye, Peter E. Merian, Franz K. von Meyenburg, J. Guy E. Monson, Andreas R. Sarasin, Dr. Beat A. Sarasin, Eric G. Sarasin, Conrad P. Schwyzer et Rolf M. Wittendorfer. Ainsi que déjà mentionné, ces derniers avaient accordé une option d'achat à Rabobank pour toutes les actions d'Eichbaum Holding SA. Cette option avait une durée d'environ 7 ans (jusqu'au 30 juin 2009) et a donné à Rabobank le droit d'acquérir, durant cette période, ces actions, et avec cela, indirectement, la majorité des droits de vote de Banque Sarasin.

Ainsi que déjà mentionné, Rabobank a exercé l'option d'achat le 29 décembre 2006.

Selon une recommandation de la Commission des OPA (« COPA ») du 26 mars 2002, émise à la demande des parties, laquelle a été confirmée en date du 13 octobre 2003 en relation avec les participations de Messieurs Matthias Hassels et Rolf Wittendorfer à Eichbaum Holding SA, les anciens associés de Banque Sarasin, Eichbaum Holding SA et le Groupe Rabobank, constituaient un groupe organisé au sens de l'article 27 OBVM. Une exception à l'obligation de présenter une offre publique d'achat aux actionnaires de Banque Sarasin a été accordée à ce groupe jusqu'au 30 juin 2009, ceci sous réserve de l'exercice de l'option d'achat par IPB Holding.

Prix minimal

Dans sa recommandation du 13 juin 2002, la COPA a retenu que la prime de contrôle³ payée aux actionnaires d'Eichbaum Holding SA par Rabobank en contrepartie de l'octroi de l'option d'achat devait être prise en considération pour le calcul du prix minimal dans le cadre d'une offre publique d'acquisition présentée aux actionnaires du public de

³ La prime de contrôle en tant que part de la prime d'option payée a été fixée, dans une expertise indépendante acceptée par la COPA, à CHF 96 millions. Cela correspond à une prime de contrôle de CHF 871.54 par action nominative B.

Banque Sarasin. Pour la détermination du prix minimal lors d'une offre publique obligatoire de Rabobank, est dès lors déterminant le prix d'exercice payé dans le cadre de l'option d'achat par action nominative A de Banque Sarasin, y compris la prime de contrôle. Celui-ci s'élève à CHF 983.33 par action nominative A et à CHF 4'916.67 par action nominative B.

Le prix minimal par action nominative B est déterminé sur la base du prix le plus élevé des deux prix suivants : soit le cours moyen d'ouverture des 30 jours boursiers précédant la publication de l'offre ou, le cas échéant, de l'annonce préalable, soit au moins 75% du prix le plus élevé payé par l'offrant durant les six derniers mois ou du prix que les actionnaires d'Eichbaum Holding SA reçoivent selon le modèle de calcul appliqué pour la détermination du prix d'exercice de l'option d'achat.

Dans le cadre de l'exercice par Rabobank de l'option d'achat en date du 29 décembre 2006, il convient dès lors de retenir un montant de CHF 3'687.50 par action nominative B (75% de CHF 4'916.67) en tant que prix minimal déterminant, puisque le cours moyen d'ouverture des 30 jours boursiers précédant la publication de l'annonce préalable est plus bas.

1.4 Méthode d'évaluation

Afin d'apprécier l'offre, KPMG a procédé à une analyse de la situation patrimoniale et de la planification financière ainsi qu'à une évaluation de Banque Sarasin. L'évaluation repose sur la méthode de l'actualisation du dividende ainsi que sur la méthode de l'évaluation par le marché au moyen d'entreprises cotées et de transactions comparables. Une analyse du cours de l'action et des volumes a été exécutée à titre complémentaire.

De notre évaluation résulte une fourchette de valeur pour les actions nominatives B de Banque Sarasin, fourchette que nous avons, par la suite, comparée à l'offre, afin d'en apprécier l'équité financière.

Les présentes réflexions d'évaluation sont basées sur un scénario de "Going concern" et de la transposition de la stratégie existante de banque indépendante (cf. chapitre 2.4). Une évaluation des risques potentiels liés à la transaction ainsi qu'un éventuel changement de stratégie s'y rapportant ne font pas objet de la présente Fairness Opinion.

1.5 Bases d'évaluation

Les documents et bases suivants ont été utilisés par KPMG dans le cadre de l'évaluation:

- l'annonce préalable de l'offre d'IPB Holding portant sur toutes les actions nominatives B de Banque Sarasin se trouvant en mains du public;
- des informations accessibles au public sur Banque Sarasin qui ont été jugées pertinentes pour l'évaluation;
- le communiqué de presse du 9 janvier 2007 relatif à l'exercice de l'option par Rabobank, publié par Banque Sarasin et Groupe Rabobank ;
- « calcul du prix minimal pour les actionnaires du public », établi par Banque Sarasin en janvier 2007 ;

- les rapports annuels et semestriels 2003 à 2005, ainsi que le rapport semestriel 2006 de Banque Sarasin;
- des informations internes à l'entreprise relatives à la situation financière et à l'état du rendement de Banque Sarasin qui ont été jugées pertinentes pour l'appréciation, dont le budget 2007 approuvé par le Conseil d'administration, le forecast actuel 2006 approuvé par le Conseil d'administration, le Business Plan 2008 à 2010 ainsi que d'autres documents mis à disposition par le management de Banque Sarasin;
- des entretiens avec le management de Banque Sarasin, portant en particulier sur la situation financière et de rendement, les activités commerciales, l'environnement du marché, l'environnement de la concurrence, les perspectives commerciales, ainsi que des accélérateurs de valeur et les hypothèses figurant dans les documents de planification;
- analyses du marché des capitaux de Pictet & Cie (« La performance d'actions et d'obligations en Suisse 1926-2005 », mise à jour au mois de janvier 2006);
- des informations relevant du marché des capitaux et d'ordre financier sur un choix de sociétés comparables cotées en bourse, provenant principalement de Bloomberg et I/B/E/S;
- multiplicateurs de transactions d'entreprises considérées comme étant pertinentes, provenant principalement de Mergermarket et SDC Platinum.

L'appréciation de KPMG est basée sur les conditions actuelles du marché, de l'économie d'entreprise et de l'économie financière et prend en considération les conditions du marché des capitaux ainsi que d'autres faits qui existaient ou qui étaient attendus au moment de l'appréciation et qui pouvaient être appréciés. Ces faits peuvent être soumis à des changements.

1.6 Limitation de la responsabilité

Dans le cadre de la présente Fairness Opinion, KPMG n'a exécuté ni une révision selon le droit des sociétés ni une due diligence.

Lors de l'établissement de l'opinion, KPMG a considéré que les informations financières et d'une autre nature relatives à Banque Sarasin qui ont été utilisées étaient exactes et complètes; elle s'est fiée à ces informations sans assumer la responsabilité d'un contrôle indépendant de ces informations.

Par ailleurs, KPMG se base sur les assurances données par le Conseil d'administration et la direction de Banque Sarasin, confirmant qu'ils n'avaient connaissance d'aucun fait ou circonstance selon lesquels les informations mises à disposition seraient incomplètes, fausses ou trompeuses.

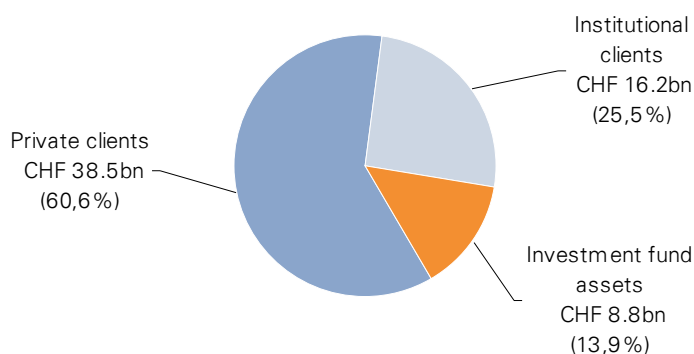
2 Aperçu de Banque Sarasin⁴

2.1 Aperçu

Banque Sarasin est une banque privée suisse, dont le siège principal est à Bâle. Le capital-actions est divisé en deux catégories d'actions, les actions nominatives B d'une valeur nominale de CHF 100 étant cotées au SWX Swiss Exchange. Les activités principales de Banque Sarasin englobent le conseil en investissement et la gestion de fortune pour des clients privés et institutionnels ainsi que les fonds de placement. Banque Sarasin offre par ailleurs des prestations de service dans les domaines des fondations de placement, du Corporate Finance, du Brokerage et de l'analyse financière.

En 2005, la société a généré un résultat d'exploitation net de CHF 503,3 mio (CHF 456,6 mio en 2004) et a atteint un bénéfice brut de CHF 167,7 mio (CHF 135,4 mio en 2004). Le résultat du groupe avant participations minoritaires s'est élevé à CHF 115,8 mio (CHF 83,2 mio en 2004). A fin 2005, le Groupe Banque Sarasin employait 1'135 collaborateurs, dont deux tiers en Suisse. La fortune sous gestion a augmenté en 2005 de 18% pour atteindre CHF 63,5 mia (CHF 53,8 mia. en 2004).

La répartition de la fortune sous gestion en 2005 (CHF 63,5 mia) se présente comme suit :



Source: Rapport de gestion 2005 de Banque Sarasin

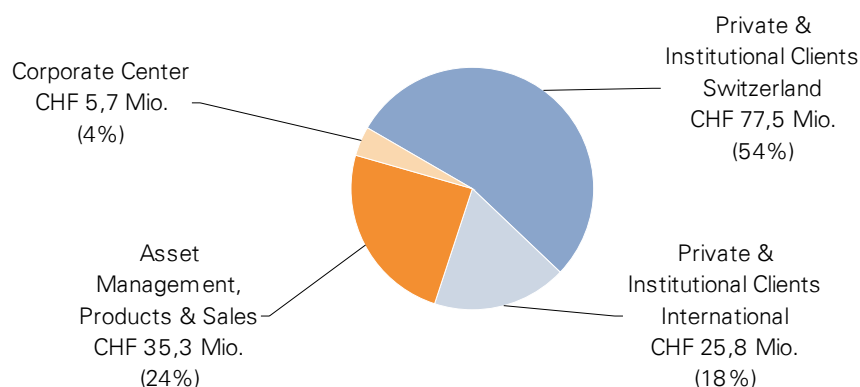
2.2 Segments d'affaires

Banque Sarasin distingue quatre segments :

- Private & Institutional Clients Switzerland
- Private & Institutional Clients International
- Asset Management, Products & Sales
- Corporate Center

⁴ Basé sur le rapport de gestion 2005 et le rapport semestriel 2006 de Banque Sarasin

La contribution au résultat 2005 (résultat du groupe avant impôts 2005, CHF 144.3 mio) des différents segments est représentée dans le graphique suivant :



Source: Rapport de gestion 2005 de Banque Sarasin

- Private & Institutional Clients Switzerland

Le segment d'affaires "Private & Institutional Clients Switzerland" comprend les unités d'affaires internes du Private Banking des localités de Bâle, Genève, Lugano et Zurich, ainsi que la division „COO Private & Institutional Clients“. La totalité de la base de clients suisses – c'est-à-dire les Institutional Clients, Private Banking et Personal Banking – est réunie dans ce segment. A fin 2005, 181 collaborateurs y étaient employés.

En 2005, le résultat d'exploitation a augmenté de 16% pour atteindre CHF 204,8 mio dans ce segment ; le résultat du segment (bénéfice avant impôts) a augmenté de 56% pour atteindre CHF 77,5 mio. Les charges d'exploitation, presque inchangées, de CHF 122,4 mio ont entraîné, avec les charges d'amortissement réduites de 11%, cette amélioration du résultat dans le segment le plus important de Banque Sarasin compte tenu de sa contribution au résultat du groupe. Les deux unités d'affaires ont contribué de façon analogue à l'amélioration du résultat ; tandis que le résultat de segment de l'unité d'affaires Private Clients Switzerland a augmenté de 50% pour atteindre CHF 67,8 mio, le résultat de l'unité d'affaires Institutional Clients Switzerland a doublé, en passant de CHF 4,2 mio à CHF 9,7 mio. Le Cost Income Ratio II (rapport entre les charges d'exploitation, y compris les amortissements, et le résultat d'exploitation) du segment Private & Institutional Clients Switzerland a diminué de 72% à 62%. La marge brut du segment s'est améliorée de deux points de base à 71. Grâce à l'arrivée d'argent net nouveau, provenant de clients existants et nouveaux, d'un montant de CHF 846 mio (+3,2%), ainsi qu'une contribution de performance de CHF 3,6 mia, la fortune sous gestion a augmentée, à fin 2005, à CHF 31,1 mia (+17%).

- Private & Institutional Clients International

L'unité d'affaires "Private & Institutional Clients International" comprend toutes les activités commerciales des sociétés filles domiciliées à l'étranger, à l'exception du négoce de devises de Guernsey (Corporate Center). Ces sociétés filles sont domiciliées à Dubai, Luxembourg, Munich, Hongkong, Londres, Paris et Singapour.

Au sein du segment d'affaires, l'on distingue, pour des raisons de transparence, les clients privés des clients institutionnels. Tandis que les affaires avec les clients institutionnels se limitent exclusivement aux lieux de Londres, Munich et Paris, des clients privés fortunés sont conseillés à Dubai, Hongkong, Luxembourg, Munich et Singapour. A fin 2005, 371 collaborateurs y étaient employés.

Le résultat d'exploitation a augmenté en 2005 de 23% pour atteindre CHF 131,8 mio. Le résultat (bénéfice avant impôts) du segment "Private & Institutional Clients International" s'est élevé à CHF 25,8 mio. En comparaison des fortunes sous gestion, les deux domaines d'affaires ont contribué, malgré leur taille absolue différente, presque de façon identique au résultat total du segment. Les affaires avec les clients institutionnels ont procuré CHF 12,2 mio, celles avec les clients privés en des emplacements internationaux un résultat de segment de CHF 13,6 mio. Le Cost Income Ratio II du segment Private & Institutional Clients International se situait, en 2005, à 80%. En raison de l'arrivée d'argent nouveau net de clients existants et nouveaux de CHF 583 mio (+3,9%), et d'une contribution de performance de CHF 2,6 mia, la fortune sous gestion a augmentée, à fin 2005, à CHF 18,0 mia (+21%). En 2005, l'arrivée d'argent nouveau dans le domaine des clients privés s'est élevée à CHF 230 mio, celle dans le segment des clients institutionnels à CHF 353 mio.

- Asset Management, Products & Sales

Le segment "Asset Management, Products & Sales" comprend les domaines d'affaires Asset Management & Research, Sustainable Investment, produits, canaux de distribution tiers ainsi que les Fund Services. A fin 2005, 191 collaborateurs y étaient employés.

Grâce à des initiatives liées aux produits et à la commercialisation, le résultat d'exploitation 2005 du segment Asset Management, Products & Sales a augmenté de 14% par rapport à l'année précédente, pour atteindre CHF 102,7 mio. Les charges d'exploitation ont augmentées de 12% pour atteindre CHF 63,5 mio. En tenant compte des amortissements d'un montant de CHF 3,9 mio, le résultat du segment (bénéfice avec impôts) s'est élevé à CHF 35,3 mio (+20%). Le Cost Income Ratio II s'est amélioré de 67% à 66%. La marge brute a montré une augmentation réjouissante de 4 points de base pour atteindre 79%. Le départ d'un grand client label privé dans le domaine des fonds d'investissement a entraîné un départ d'argent nouveau net de CHF 269 mio. La contribution de performance s'élevait, en 2005, à CHF 2.3 mia, de sorte que les fortunes sous gestion à fin 2005 ont augmenté pour atteindre un total de CHF 14.1 mia.

- Corporate Center

Le segment "Corporate Center" regroupe les services d'appui internes des domaines du commerce et de la logistique (IT, Operations et Services), d'une part, et les fonctions d'état-major au niveau du conseil d'administration ainsi que de la direction opérationnelle (Group Internal Audit, Corporate Communications, Legal & Compliance, Human Resources, finances du groupe, Controlling, Risk Office, crédits, impôts et Corporate Finance), d'autre part. A fin 2005, 392 collaborateurs y étaient employés.

Le résultat d'exploitation de 2005 de CHF 64,0 mio est principalement dû aux dispositions favorables des immobilisations financières durant le premier semestre.

Le résultat du segment de 2005 du Corporate Center a diminué, par rapport à l'année précédente, de 68% pour atteindre CHF 5,7 mio. Ceci est entièrement dû à la perte de

revenu provenant de ventes de participations d'un montant de CHF 35 mio. Sans cette circonstance particulière, le résultat du Corporate Center aurait augmenté de CHF 23 mio.

2.3 Marche des affaires en 2006

Banque Sarasin fait état, au premier semestre 2006, d'un résultat de groupe amélioré de façon significative de CHF 65,3 mio. Ceci correspond à une augmentation de 50% environ par rapport au premier semestre de l'année précédente. Ce succès est d'une part la conséquence du projet „SaraChange“, introduit en 2005, qui a contribué à augmenter la profitabilité et l'efficacité opérationnelle de Banque Sarasin et à réduire le Cost Income Ratio I (rapport entre les charges d'exploitation et le résultat d'exploitation) de 71% au premier semestre 2005 à 64% au premier semestre 2006. D'autre part, ont contribué au résultat, le résultat accru des intérêts (+10%), les commissions et les prestations de service (+18%), ainsi que le succès du négoce (+63%). Les fortunes sous gestion ont augmenté, de par une arrivée d'argent nouveau, de CHF 2,0 mia, pour atteindre CHF 65,4 mia.

Malgré une dynamique réduite dans la poursuite des affaires, la direction entend atteindre en 2006 les objectifs financiers visés et dépasser, grâce aux succès d'acquisition du premier semestre 2006, l'objectif annuel d'arrivée d'argent nouveau de CHF 3 mia.

Au 1er septembre 2006, Monsieur Joachim H. Strähle a repris de Monsieur Peter E. Merian la fonction de CEO, et, partant, la direction opérationnelle de la banque. En tant que personnalité dirigeante reconnue, disposant d'une longue expérience dans le Private Banking international, il incombe à Monsieur Joachim H. Strähle de faire progresser le développement de la banque tant au niveau national qu'international.

De par l'engagement de deux autres cadres de renom, Banque Sarasin a encore renforcé son management durant le deuxième semestre 2006. Entre autres recrutements, un nouveau responsable du segment „Private & Institutional Clients International“ et un nouveau responsable de la division Private Banking de Zurich ont été engagés.

En raison des nouveaux engagements précités ainsi que de l'acquisition de teams CRM supplémentaires, il convient de s'attendre à des coûts augmentés pour le deuxième semestre.

2.4 Stratégie et Business Plan 2008 à 2010

Banque Sarasin poursuit une stratégie de croissance claire, ainsi que cela a d'ailleurs aussi été commenté en détail dans le rapport de gestion 2005. Les éléments clés sont principalement basés sur un maintien de l'activité principale de banque suisse indépendante s'adressant à une clientèle privée et institutionnelle aux endroits existants ainsi qu'une augmentation des fortunes sous gestion de par l'expansion de l'activité off-shore internationale. L'engagement d'équipes CRM très qualifiées ainsi que l'extension et l'approfondissement de la palette des produits font partie des démarches centrales.

Les données budgétaires pour 2007 ainsi que le Business Plan pour les années 2008 à 2010 sont basés sur cette stratégie. Le budget et le Business Plan, tout comme les hypothèses retenues, ont été discutés avec les représentants de la direction de Banque Sarasin et soumises à un examen de plausibilité.

Les premiers pas dans la transposition de la stratégie se concrétisent par l'engagement de personnes clés durant le deuxième semestre 2006. Selon les attentes du management, les conséquences de ces engagements ne seront toutefois visibles que dans les résultats des années à venir.

La vente, qui a été annoncée le 22 janvier 2007, d'une partie de l'activité de Broker en Suisse à NZB Neue Zürcher Bank, assortie de l'acquisition simultanée d'une participation de 20% au capital-actions de NZB Holding et d'une option portant sur 20% supplémentaires du capital-actions de NZB Holding, ne figure pas dans le Business Plan. Le management attend de cette transaction, en faveur de Banque Sarasin, un accroissement de l'efficacité par l'exploitation de synergies dans le domaine du Research et Trading, ainsi que dans les domaines des affaires de crédit et du Corporate Finance. A la perte des produits provenant de l'activité de Broker correspondent des économies de charges ainsi que les produits à venir de la participation à NZB Holding. Le management de Banque Sarasin attend un effet positif en comparaison de l'évolution du résultat prévu dans le Business Plan.

2.5 Budget 2007

Le budget 2007 est déduit, d'une part, des objectifs attribués (Top-down) par le Conseil d'administration et la direction, énoncés dans le chapitre précédent, ainsi que des propositions de budget des différents centres de planification (Bottom-up). Pour 2007, le budget prévoit une augmentation significative des fortunes sous gestion et du résultat de groupe après impôts.

2.6 Risques

Mise à part les risques généraux spécifiques aux transactions et les risques généraux d'entreprise et opérationnels usuels dans la branche du Private Banking, Banque Sarasin est exposée, dans le contexte de la transaction, aux risques supplémentaires et potentiels qui suivent.

Perte de fortunes sous gestion et départ de collaborateurs

La prise de contrôle de Rabobank pourrait conduire, en raison d'une perception modifiée de la part des clients de Banque Sarasin en tant que banque privée suisse indépendante, à une perte d'argent sous gestion. Une telle perte a déjà pu être observée en 2002 lors de l'acquisition d'une participation minoritaire par Rabobank.

La modification des relations de propriété pourrait aussi amener au départ de certains collaborateurs, pouvant induire une perte de savoir-faire, ainsi que, dans le cas de membres du CRM, une perte d'argent sous gestion.

Changement dans la stratégie de l'entreprise

Le Business Plan de Banque Sarasin est basé sur l'hypothèse que la banque peut transposer la stratégie de croissance posée. Si des changements dans la stratégie de l'entreprise devaient résulter de la prise de contrôle de Rabobank, des objectifs s'y rapportant pourraient diverger des objectifs qui sont aujourd'hui fixés. En particulier, un affaiblissement de l'image d'une banque privée suisse chargée de tradition, un écart dans la stratégie off-shore empruntée jusqu'ici, ainsi qu'un affaiblissement de l'activité on-shore suisse pourraient avoir un effet aujourd'hui difficilement évaluable et non reflété dans les pronostics financiers actuels.

Les risques et opportunités potentiels supplémentaires découlant de la transaction ne font pas l'objet de la présente Opinion. D'éventuelles synergies résultant de la transaction n'ont pas été prises en compte. Les présentes réflexions d'évaluation sont basées sur un cas de "Going concern". Ce dernier découle explicitement de la transposition de la stratégie énoncée.

3 Analyse et évaluation

3.1 Méthodes d'évaluation et analyses appliquées

Dans le cadre de l'appréciation de l'équité financière du prix offert, KPMG a pris en compte et a appliqué les méthodes d'évaluation et les analyses suivantes :

- méthode de l'actualisation du dividende
- évaluation par le marché au moyen d'entreprises cotées comparables
- évaluation par le marché au moyen de transactions d'entreprises comparables
- analyse de primes payées lors d'acquisitions publiques
- analyse des prix d'actions historiques et des volumes du négoce

En considérant l'arrière-plan d'une hypothèse de „Going concern“, une appréciation par rapport à la valeur substantielle ne paraît pas judicieuse et n'a ainsi pas été appliquée. De façon implicite, la substance de la banque évaluée est tout de même prise en compte dans le cadre de l'évaluation par le marché au moyen d'entreprises cotées comparables (P/NAV et AuM-Goodwill Multiple).

Afin de calculer la valeur par action nominative B de Banque Sarasin, la valeur des fonds propres déduite des méthodes susmentionnées a été corrigée par la valeur comptable des minorités et a été attribuée aux deux catégories d'actions, en prenant en considération les valeurs nominales et le nombre d'actions émises par catégorie.

De plus, a été réalisée une analyse des primes payées lors d'acquisitions publiques en Suisse et des prix d'actions historiques ainsi que des volumes du négoce des actions nominatives B de Banque Sarasin négociées à la bourse suisse (cf. chapitre 3.5 et 3.6).

3.2 Date d'évaluation et base d'information

Le 31 décembre 2006 a été fixé comme date d'évaluation pour tous les procédés appliqués. La base d'information ou d'appréciation est décrite au chapitre 1.5.

En raison d'un manque actuel de visibilité du développement futur de Banque Sarasin après 2008, notamment en ce qui concerne la croissance des AuM en dessus du marché avec élargissement des marges simultanés, ainsi que la forte dépendance des chiffres financiers planifiés de l'évolution des marchés financiers, nous basons principalement ci-après nos réflexions d'évaluation sur les résultats attendus pour 2006 à 2008. Si la stratégie pouvait être transposée comme prévue et si les objectifs financiers pouvaient par ailleurs être atteints, il en résulterait une plus-value significative de Banque Sarasin en comparaison de l'évaluation actuelle.

3.3 Evaluation au moyen de l'actualisation du dividende

3.3.1 Méthodologie

La valeur d'une entreprise dans son ensemble peut être évaluée de différents points de vue. Les méthodes de la valeur de rendement ainsi que le procédé du „Discounted Cash

Flow“(„DCF“) qui en est déduit sont aujourd’hui considérées, en théorie et dans la pratique, comme étant les méthodes les plus judicieuses. L’approche théoriquement juste pour déterminer la valeur correspond à la valeur en espèces de tous les flux financiers nets futurs destinés à l’investisseur. Dans la pratique, les méthodes DCF s’approchent le plus de l’approche théoriquement juste. L’existence d’un business plan pour plusieurs années est une condition de l’application d’une évaluation DCF.

Afin de déterminer la valeur en espèces des flux de paiement nets attendu pour l’avenir, il convient de les actualiser, en fonction de la méthode, avec le coût total pondéré moyen du capital („WACC“ en cas d’„Entity Approach“) ou avec le taux du coût des fonds propres (en cas d’„Equity Approach“) de la société à évaluer. Dans ce cadre, le pronostic des flux de paiement nets futurs ainsi que la détermination du taux du coût total du capital, respectivement du taux du coût des fonds propres, constituent la problématique centrale dont la résolution est partiellement une question d’appréciation.

Puisqu’il s’agit, dans le cas présent, de l’évaluation d’une banque, la méthode de l’actualisation du dividende („DDM“) est appliquée. Celle-ci s’appuie en principe sur le concept de la méthode DCF. La DDM doit être attribuée aux méthodes d’approche „Equity“. La raison se trouve dans la nature de l’activité bancaire et d’assurance, activité dans laquelle les fonds étrangers ont un caractère opérationnel et ne sont pas utilisés pour le financement de l’entreprise proprement dite ; une distinction entre la prestation de service de l’exploitation et le financement ne peut être faite.

Lors de l’application de la DDM, la valeur des fonds propres est déterminée par l’actualisation des paiements de dividendes futurs attendus.

Si une société présente des positions patrimoniales qui ne sont pas nécessaires à la prestation de service de l’exploitation, ces positions doivent être prises en considération dans les réflexions relatives à la valeur afin de saisir correctement la prétention totale des actionnaires. Ce procédé peut être justifié par le fait que ces positions patrimoniales (par exemple des actifs circulants excédentaires, des immeubles non nécessaires à l’exploitation, etc.) pourraient être versées aux actionnaires sans que l’exploitation de la société en soit atteinte.

3.3.2 Application de la méthode de l’actualisation du dividende

Les résultats historiques ont été analysés pour servir de base à l’évaluation de Banque Sarasin selon la méthode DDM. L’appréciation de l’évolution future attendue est basée sur le business plan exposé au chapitre 2 et sur le budget pour l’année 2007. La réalisation du business plan qui sert de base ne nécessite pas d’investissements d’élargissement dans les immobilisations. Les investissements d’élargissement futurs correspondent, selon les déclarations du management, aux amortissements annuels. La quote-part de distribution supposée tient compte d’un renforcement des fonds propres nécessaires en raison de la croissance planifiée ; il a été repris du business plan et a été maximisé, en tenant compte d’une croissance plus faible durant cette période, pour déterminer la valeur finale.

Les flux de dividendes sont basés sur les résultats explicitement planifiés jusqu’en 2008 (cf. chapitre 3.2), étant précisé que les versements de dividendes interviennent chaque fois durant l’année suivante. Les versements de dividendes énumérés ci-après sont recensés avec une valeur finale selon le modèle „Gordon-Growth“ avec un ratio perpétuel

de croissance de 1.5% p.a., ceci avec l'application du même taux d'actualisation que celui utilisé durant la période explicite de planification. Le ratio de croissance en valeur finale s'oriente vers le taux d'inflation attendu, à moyen et long termes, pour la Suisse.

Pour le calcul de la valeur en espèces des versements de dividendes futurs, le taux du coût des fonds propres de Banque Sarasin a été appliqué comme taux d'actualisation déterminant.

Le taux du coût des fonds propres se compose de différents éléments qui sont donnés, dans le présent cas, par le „Capital Asset Pricing Model“. Les composants sont brièvement expliqués ci-après et les hypothèses y relatives énumérées :

- Taux d'intérêt sans risque

Le taux d'intérêt sans risque correspond à une obligation étatique suisse, en francs suisses, avec une échéance résiduelle de 10 ans. Ce procédé conduit à un taux d'intérêt sans risque de 2.6 %.

- Prime de risque du marché

Le calcul du coût des fonds propres est basé sur une prime de risque du marché de 5.0%. Cette prime est basée sur la différence entre le rendement moyen du marché suisse des actions et celui des obligations suisses depuis 1926⁵. Dans ce cadre, un supplément de 0.50% a été ajouté à la différence retenue. Avec cela, il a été tenu compte du fait qu'un portefeuille d'obligations contentant, aux côtés d'obligations étatiques, également des obligations d'entreprises suisses, a aussi été utilisé dans la source d'informations utilisée.

- Facteur Beta

Le facteur Beta exprime la covariance d'une action par rapport au marché des actions. Il est ainsi une mesure du risque qui ne peut être systématiquement diversifié de l'action. Un facteur Beta plus élevé que la valeur un signifie que la valeur des fonds propres de l'entreprise examinée réagit, en moyenne, de façon plus que proportionnelle aux fluctuations du marché, tandis qu'un facteur Beta moins élevé que la valeur un correspond à une fluctuation moyenne moins que proportionnelle.

Lors de l'établissement du facteur Beta de Banque Sarasin, il a été recouru aux facteurs Beta d'entreprises cotées comparables (cf. annexe 1). Le facteur Beta moyen de ces entreprises comparables s'élève à 0.89. Le facteur Beta actuel de Banque Sarasin se situe à 0.86.

Selon le management, Banque Sarasin ne présente pas, à la date de référence de l'évaluation, de positions patrimoniales non nécessaires à l'exploitation qu'il conviendrait d'ajouter à la valeur des fonds propres d'exploitation.

3.3.3 Résultat de la méthode de l'actualisation du dividende

Sur la base de la méthode de l'actualisation du dividende et des sensibilités de la valeur calculées, il en résulte une fourchette de valeur de CHF 4'574 à CHF 5'021 par action nominale de la catégorie B de Banque Sarasin, en présence d'une valeur moyenne de

⁵Source: Pictet & Cie: La performance d'actions et d'obligations en Suisse 1926-2005, janvier 2006

CHF 4'787. La valeur finale calculée par la méthode de l'actualisation du dividende contribue environ à 91% de la valeur totale des fonds propres. Les sensibilités des valeurs calculées relatives aux trois principaux stimulants de valeur sont résumées ci-après :

Variation taux du coût des fonds propres	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
Variation valeur par action	10.2%	4.9%	0.0%	-4.5%	-8.5%
Variation croissance des valeur fin.	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
Variation valeur par action	-8.0%	-4.2%	0.0%	4.6%	9.6%
Variation taux de distribution	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%
Variation valeur par action	-11.6%	-5.8%	0.0%	5.8%	11.6%

3.4 Evaluation par le marché

3.4.1 Evaluation par le marché au moyen d'entreprises cotées comparables

L'approche des multiplicateurs déduit la valeur des fonds propres d'une comparaison avec des entreprises cotées similaires. A cet effet, des données de l'entreprise telles que les Assets under Management („AuM“), le bénéfice net, ainsi que la valeur comptable des fonds propres sont mis en relation avec la capitalisation du marché. Lors de nos réflexions, nous avons appliqué les multiplicateurs suivants :

- P/AuM multiple : la capitalisation du marché en pourcent des Assets under Management selon le dernier boucllement annuel ou semestriel ;
- (P-NAV)/AuM multiple : la différence entre la capitalisation du marché et la valeur comptable des fonds propres selon le dernier boucllement semestriel en pourcent des Assets under Management selon le dernier boucllement annuel ou semestriel ;
- P/E multiple : le bénéfice net attendu pour les années 2006E à 2008E en relation avec la capitalisation du marché ;
- P/NAV multiple : le Net Asset Value („NAV“) selon le dernier boucllement semestriel ou le NAV attendu pour les années 2006E à 2008E en relation avec la capitalisation du marché.

Les multiplicateurs calculés ont été calculés sur la base des rapports annuels 2005, des chiffres semestriels ou trimestriels les plus actuels, ainsi que des estimations moyennes des analystes selon I/B/E/S pour les années 2006 à 2008. Des multiplicateurs en résultant pour les différentes entreprises de comparaison, les multiplicateurs applicables à Sarasin ont été déterminés et multipliés avec les chiffres clés de Sarasin. Les multiplicateurs des entreprises de comparaison cotées sont exposés dans l'annexe 2.

Ont été utilisées comme entreprises de comparaison des banques cotées actives principalement dans le private banking. Les divergences de taille, d'activité et de présence géographique limitent toutefois les possibilités de comparaison.

3.4.2 Résultat de l'évaluation par le marché d'entreprises cotées comparables

Les multiplicateurs des entreprises de comparaison cotées sont exposés dans l'annexe 2.

Les multiplicateurs P/AuM calculés des entreprises comparables (à l'exclusion d'EFG International) se situent dans une fourchette de 4.2% à 8.0%, la médiane étant à 6.1% et la moyenne à 6.0%.

Les multiplicateurs (P-NAV)/AuM calculés (à l'exclusion d'EFG International) se situent dans une fourchette de 2.7% à 5.2%, la médiane étant à 3.2% et la moyenne à 3.8%.

Les multiplicateurs P/E calculés (à l'exclusion d'EFG International) se situent dans une fourchette de 13.9x à 26.9x pour 2006E, de 12.8x à 21.0x pour 2007E et de 11.7x à 18.2x pour 2008E. La médiane et la moyenne se situent respectivement à 18.3x et 19.4x pour 2006E, 17.3x et 17.0x pour 2007E, ainsi que 16.1x et 15.4x pour 2008E.

Les multiplicateurs P/NAV calculés (à l'exclusion d'EFG International) se situent dans une fourchette de 2.1x à 3.5x pour le premier semestre 2006, de 2.0x à 3.3x pour 2006E, de 1.8x à 3.0x pour 2007E, ainsi que de 1.7x à 2.7x pour 2008E. La médiane et la moyenne se situent respectivement à 2.8x et 2.8x pour le premier semestre 2006, 2.6x et 2.6x pour 2006E, 2.5x et 2.4x pour 2007E, et 2.3x et 2.3x pour 2008E.

Les résultats de l'évaluation par le marché au moyen d'entreprises cotées comparables donnent une image non uniforme. Des divergences significatives existent dans l'évaluation des banques retenues pour la comparaison (notamment EFG International, qui a été exclu de la comparaison en raison du fait que le business model n'est pas comparable) ainsi que dans les multiplicateurs qui en sont tirés.

L'utilisation d'un multiple AuM amène à une valeur plus élevée que les valeurs déterminées avec les multiplicateurs P/E et P/NAV. Cela peut être expliqué par la performance historiquement différente et l'appréciation du marché de Banque Sarasin par rapport aux entreprises de comparaison en relation avec le rendement des fortunes sous gestion et le Income Ratio. Cela étant, nous estimons qu'une valorisation au moyen de multiplicateurs basés sur le AuM des entreprises comparables est déterminante de façon limitée seulement.

Pour cette raison, nous basons nos réflexions d'évaluation principalement sur les multiplicateurs P/E et P/NAV. Il résulte de cette comparaison une fourchette de CHF 4'686 à CHF 5'257 pour la valeur par action nominative B de Banque Sarasin.

3.4.3 Evaluation par le marché au moyen de transactions d'entreprises comparables

En complément à l'évaluation du marché au moyen d'entreprises cotées comparables, une analyse de transactions d'entreprises comparables a été réalisée.

Il convient de retenir qu'il est difficile, dans le cas d'espèce, de trouver des transactions comparables qui sont en même temps actuelles. Ces transactions ne doivent pas trop dater en raison du fait que les multiplicateurs payés – tout comme la valorisation des marchés des actions – changent sensiblement dans le temps. Les critères de sélection les plus importants que nous appliquons pour déterminer les transactions comparables sont les suivants :

- banques privées et gérants de fortune suisses
- acquisition d'une majorité

- date de transaction inférieure à trois ans
- le prix de la transaction ainsi que les données de l'entreprise pertinentes au moment de la transaction sont connus

De l'univers des transactions comparables, un sous-groupe de cinq transactions, jugées les plus comparables, a été créé. Il en a été tenu compte en conséquence lors de l'établissement du résultat.

Puisque les données publiées d'une transaction sont parfois incomplètes, il est possible que les multiplicateurs qui en sont déduits divergent des faits économiques réels. Cela peut altérer les résultats correspondants.

Les multiplicateurs de transactions comparables sont exposés dans l'annexe 3.

3.4.4 Résultat de l'évaluation par le marché de transactions comparables

Les multiplicateurs P/AuM de toutes les transactions se situent dans une fourchette de 2.0% à 4.7%, la médiane étant à 3.1% et la moyenne à 3.2%.

Les multiplicateurs P/AuM de la majorité des transactions comparables se situent dans une fourchette de 2.8% à 4.7%, la médiane et la moyenne étant à 3.7%.

Les multiplicateurs P/E de toutes les transactions se situent dans une fourchette de 2.6x à 19.0x, la médiane étant à 13.0x et la moyenne à 12.6x.

Les multiplicateurs P/E de la majorité des transactions comparables se situent dans une fourchette de 18.0x à 19.0x, la médiane et la moyenne étant à 18.5x.

Sur la base de l'évaluation par le marché au moyen de transactions comparables, il en résulte une valeur par action nominative B de Banque Sarasin située dans une fourchette de CHF 4'040 à CHF 4'387.

3.5 Analyse des primes payées dans le cadre d'offres publiques d'acquisition

Le prix offert de CHF 3'687.50 par action nominative B de Banque Sarasin contient une prime de 0.8% en comparaison du cours d'ouverture moyen des 30 jours boursiers précédant la publication de l'annonce préalable de l'offre publique obligatoire d'IPB Holding pour toutes les actions nominatives B en mains du public.

Une analyse de primes payées dans le cadre d'offres publiques d'acquisition en Suisse durant les deux dernières années montre que des primes situées entre 0.5% et 51.7% ont été versées par le passé. La médiane se situe à 28.5%.

Ont été prises en compte en qualité qu'acquisitions pertinentes les transactions qui remplissaient les critères suivants :

- la société cible était cotée au SWX Swiss Exchange
- la transaction ne date pas de plus de deux ans
- le volume de la transaction dépasse CHF 100 mio

L'annexe 4 contient un aperçu des transactions prises en compte.

Il convient de retenir que les circonstances d'une offre publique d'acquisition ont une influence considérable sur la prime payée. Mise à part la forme du paiement – en espèces ou au moyen de droits de participation de l'offrante – la nature de l'offre publique d'acquisition a également une influence sur la prime payée. Des offres qualifiées d'amicales sont en règle générale présentées avec des primes plus basses qu'en cas d'offres hostiles, lors desquelles plusieurs offres sont souvent proposées.

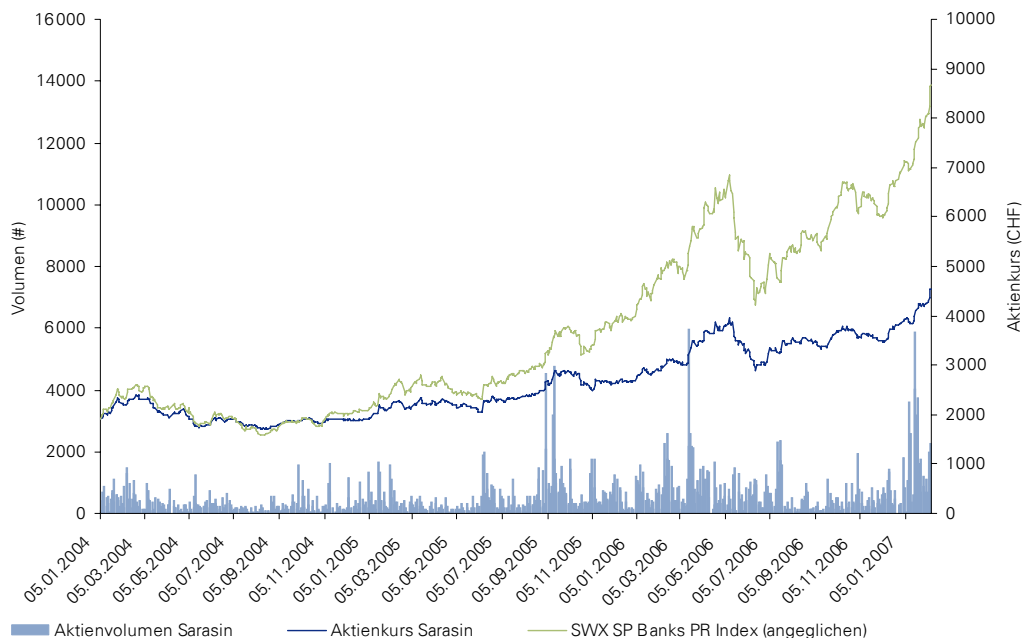
En appliquant la médiane des primes calculées de 28.5% sur le cours d'ouverture moyen des derniers 30 jours de bourse des actions nominatives B de Banque Sarasin avant la publication de l'annonce préalable de l'offre publique obligatoire, l'on retient une valeur de CHF 4'700.

3.6 Analyse des prix d'actions historiques et des volumes de négoce

Depuis le début 2006 et jusqu'au moment de l'annonce préalable, le prix des actions Sarasin négociées a connu une augmentation de 45.4%. En comparaison du sub-indice „Banques“ du SPI, le prix de l'action de Banque Sarasin s'est développé en dessous de la moyenne.

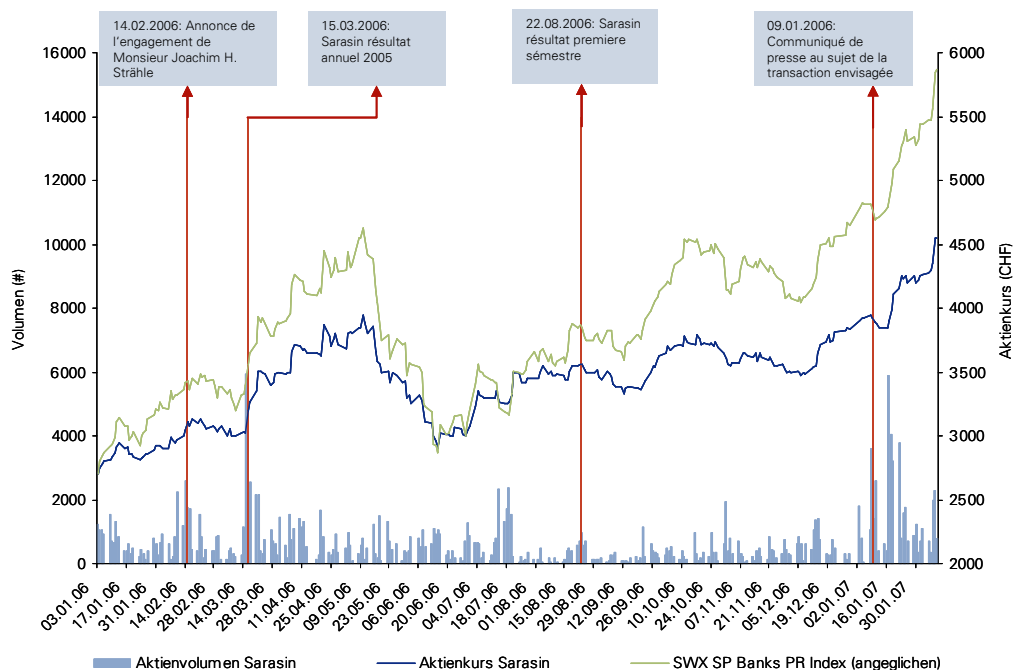
Durant l'année passée (03.01.2006 au 08.01.2007), 607 actions nominatives B de Banque Sarasin ont été négociées en moyenne par jour.

Le graphique suivant montre l'évolution du cours et des volumes de l'action nominative B de Banque Sarasin ainsi que du sub-indice „Banques“ du SPI (ajusté à Sarasin au 05.01.2004) depuis le début 2004 jusqu'au 9 février 2007:



Source: Bloomberg, analyse KPMG

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de l'action depuis l'année 2006 avec des nouvelles pertinentes ;



Source: Bloomberg, analyse KPMG

4 Conclusion

En résumé, nous avons déterminé, sur la base des méthodes d'évaluation appliquées, les fourchettes de valeur suivantes :

- méthode de l'actualisation du dividende : CHF 4'574 à CHF 5'021
- évaluation par le marché au moyen d'entreprises comparables : CHF 4'686 à CHF 5'257
- évaluation par le marché au moyen de transactions comparables : CHF 4'040 à CHF 4'387

Sur la base de nos réflexions d'évaluation et de nos analyses, il résulte une fourchette de valeur par action nominative B de Banque Sarasin de CHF 4'433 à CHF 4'888. Cette fourchette de valeur est déduite des valeurs moyennes, calculées sur la base des limites supérieures et des limites inférieures des trois fourchettes de valeur présentées ci-dessus.

Nous estimons que l'offre obligatoire de Rabobank de payer un montant de CHF 3'687.50 en espèces par action aux détenteurs d'actions nominatives B d'une valeur nominale de CHF 100 chacune de Banque Sarasin n'est pas appropriée d'un point de vue financier.

La Fairness Opinion a été établie le 9 février 2007.

KPMG SA



Bettina Bornmann

Head Corporate Finance



Roman Hermann

Head Valuations

Annexes :

- Annexe 1 : analyse des Betas de banques cotées comparables
- Annexe 2 : multiplicateurs d'entreprises cotées comparables
- Annexe 3 : multiplicateurs de transactions comparables
- Annexe 4 : primes payées dans le cadre d'offres publiques d'acquisition en Suisse

Annexe 1 : analyse des Betas de banques cotées comparables

Peer Group	Adjusted Beta
Julius Bär	1.52
EFG International	0.91
Vontobel	1.13
Sarasin	0.86
VP Bank	0.60
Liechtensteiner Landesbank	0.67
All peers median	0.89
All peers average	0.95
All peers min	0.60
All peers max	1.52

Source: Bloomberg, le 9 février 2007

Remarque: calcul basé sur des cours d'actions hebdomadaires historiques des deux dernières années

Annexe 2 : multiplicateurs d'entreprises cotées comparables

Entreprises comparables ¹⁾	Capitalisation du marché ²⁾	NAV ³⁾	P/E ²⁾			P/NAV ²⁾		P/NAV ²⁾			P/AuM ⁴⁾		(P-NAV)/AuM ⁴⁾	
			06e	07e	08e	1H 06a		06e	07e	08e	1H 06a		1H 06a	
Julius Bär	18,084	6,864	26.9 x	21.0 x	18.2 x	2.6 x		2.8 x	2.6 x	2.4 x	5.0%		3.1%	
EFG International	7,600	2,143	36.4 x	24.5 x	18.5 x	3.5 x		3.3 x	2.9 x	2.6 x	14.1%		10.1%	
Vontobel	4,024	1,159	18.3 x	17.3 x	16.1 x	3.5 x		3.3 x	3.0 x	2.7 x	6.5%		4.6%	
Sarasin	2,755	987	20.7 x	18.1 x	16.4 x	2.8 x		2.6 x	2.5 x	2.3 x	4.2%		2.7%	
VP Bank	1,950	925	13.9 x	12.8 x	11.7 x	2.1 x		2.0 x	1.8 x	1.7 x	6.1%		3.2%	
LLB	3,752	1,314	17.1 x	15.9 x	14.6 x	2.9 x		2.6 x	2.3 x	2.2 x	8.0%		5.2%	
Toutes les entreprises comparables														
Médiane			19.5 x	17.7 x	16.3 x	2.8 x		2.7 x	2.5 x	2.3 x	6.3%		3.9%	
Moyenne			22.2 x	18.3 x	15.9 x	2.9 x		2.8 x	2.5 x	2.3 x	7.3%		4.8%	
Minimum			13.9 x	12.8 x	11.7 x	2.1 x		2.0 x	1.8 x	1.7 x	4.2%		2.7%	
Maximum			36.4 x	24.5 x	18.5 x	3.5 x		3.3 x	3.0 x	2.7 x	14.1%		10.1%	
Entreprises comparables sans EFG International														
Médiane			18.3 x	17.3 x	16.1 x	2.8 x		2.6 x	2.5 x	2.3 x	6.1%		3.2%	
Moyenne			19.4 x	17.0 x	15.4 x	2.8 x		2.6 x	2.4 x	2.3 x	6.0%		3.8%	
Minimum			13.9 x	12.8 x	11.7 x	2.1 x		2.0 x	1.8 x	1.7 x	4.2%		2.7%	
Maximum			26.9 x	21.0 x	18.2 x	3.5 x		3.3 x	3.0 x	2.7 x	8.0%		5.2%	

¹⁾ Entreprises cotées comparables suisses et du Liechtenstein

²⁾ Source: Bloomberg, le 9 février 2007; I/B/E/S; analyse KPMG

³⁾ Source: Rapports de gestion et rapports semestriels

⁴⁾ Source: Bloomberg, le 9 février 2007; rapports semestriels 2006; Julius Bär Business Review 2006

Annexe 3 : multiplicateurs de transactions comparables

Année	Société cible	Acquéreur	P/AuM	P/E
Sep 2006	Banca Gesfid (60% stake)	Fondiaria - SAI SpA	2.8%	10.5
Aug 2006	Pro Trust Private Clients S.A.	Tally-Ho Ventures, Inc.	n/a	2.6
Dec 2005	Harcourt Investment Consulting	Vontobel	3.5%	n/a
Sep 2005	Bank am Bellevue	Swissfirst AG	n/a	13.0
Sep 2005	UBS Private Banks & GAM	Julius Baer	4.7%	n/a
Dec 2004	Caixa Banque Privée Suisse	BNP Paribas	2.6%	n/a
Dec 2004	Citigold International Wealth Management	BNP Paribas	2.6%	n/a
Nov 2004	Inter Maritime Bank (Bank of New York)	Bank Hapoalim BM	3.7%	n/a
Jun 2004	Vontobel (12.5% stake)	Raiffeisenbanken Group	3.7%	18.0
No 2003	Banque Notz Stucki	Ferrier Lullin (UBS)	2.0%	n/a
Oct 2003	Bank von Ernst	Coutts (Royal Bank of Scotland)	3.8%	19.0
May 2003	Schweizerische Treuhandgesellschaft (STG)	LGT Group	2.8%	n/a
Médiane			3.1%	13.0
Moyenne			3.2%	12.6
Médiane des transactions les plus comparables			3.7%	18.5
Moyenne des transactions les plus comparables			3.7%	18.5

Source: SDC, Mergermarket, Broker Notes, communiqués de presse, analyse KPMG

Annexe 4 : primes payées dans le cadre d'offres publiques d'acquisition en Suisse

Date de l'annonce préalable ¹⁾	Société cible	Segment industriel	Acquéreur ²⁾	Offre CHFm	Prime payée ³⁾
13.06.2005	Leica Geosystems	Electronic Measur. Instr.	Hexagon	1,463	51.7%
26.08.2005	Saia-Burgess	Electronic Products - Misc.	Johnson Electric	696	41.3%
12.09.2005	Sarna Polymer	Building & Construction	Sika	399	14.4%
01.12.2005	Berna Biotech	Health Care	Crucell	590	18.9%
31.01.2006	Amazys	Electronic Measur. Instr.	X-Rite	365	39.6%
06.03.2006	Generali (Schweiz)	Multi-line Insurance	Assicurazioni Generali (Italy)	359	21.9%
28.03.2006	Aare-Tessin	Electric-Integrated	Motor Columbus	600	0.5%
06.09.2006	Saurer	Machinery - General Industry	Oerlikon (formerly Unaxis)	1,491	44.5%
21.09.2006	Serono	Medical - Biomedical / Gene.	Merck	16,111	28.5%
Médiane					28.5%
Moyenne					29.0%

Source: Bloomberg; Mergermarket; informations sur les entreprise

1) Date de l'annonce préalable de la première offre, dans le cas où plusieurs offres ont été présentées

2) Offrant vainqueur, dans les offres multiples

3) Moyenne prix d'ouverture des 30 premiers jours boursiers avant la date de l'annonce préalable