

Fairness Opinion: Vindonissa

21 septembre 2010

Louis Siegrist
Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 2131
M +41 58 289 2131
F +41 58 286 3025
E louis.siegrist@ch.ey.com

Thomas Fugmann
Senior Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 4542
M +41 58 289 4542
F +41 58 286 3025
E thomas.fugmann@ch.ey.com

Abréviations

1S10A	Premier semestre 2010, actuel
AuM	Actifs sous gestion (Assets under Management)
CAPM	Modèle d'évaluation des actifs financiers (Capital Asset Pricing Model)
CHF	Franc suisse
CSG	Groupe Credit Suisse
DCF	Valeur actuelle du cash-flow (Discounted Cashflows)
DécxxA	Comptes annuels au 31 décembre 20xx, actuels
DécxxB	Comptes annuels au 31 décembre 20xx, budgétés
DécxxP	Comptes annuels au 31 décembre 20xx, planifiés
FP	Fonds propres
EXxxA	Exercice xx, actuel
EXxxB	Exercice xx, budgété
EXxxP	Exercice xx, planifié
Mio.	Millions
n.d.	non disponible (not available)
NAB	Nouvelle Banque d'Argovie SA (Neue Aargauer Bank AG)
P/VC	Multiple prix / valeur comptable (des fonds propres)
P/BN	Multiple prix / bénéfice net
SLI	Swiss Leadership Index
BNS	Banque nationale suisse
SPI	Swiss Performance Index
UT	Unité
VWAP	Cours moyen pondéré sur la base du volume (volume-weighted average price)

Sommaire

Résumé

1. Transaction prévue	2
2. Résultats des méthodes d'évaluation	3
3. Fairness Opinion.....	4

Contexte

4. La banque.....	6
5. Analyse de la branche et perspectives économiques.....	9
6. Méthodologie	11

Evaluation de la banque

7. Valeur selon le propre cours boursier	13
8. Valeur sur la base des dividendes escomptés à l'avenir	15
9. Valeur sur la base d'autres banques suisses cotées en Bourse	20
10. Valeur sur la base de transactions d'entreprises comparables.....	28

Appendices

A. Méthodes d'évaluation	
B. Calcul du coût des fonds propres	
C. Sources d'information	

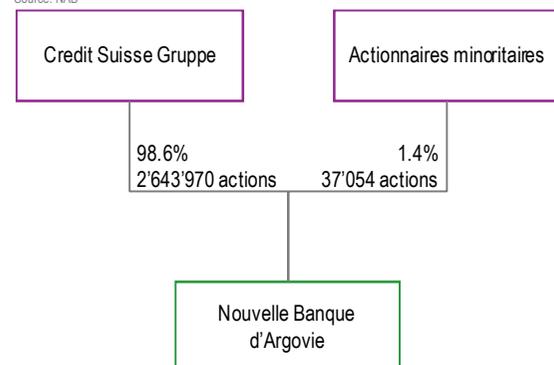
Résumé

1. Transaction prévue
2. Résultats des méthodes d'évaluation
3. Fairness Opinion

Credit Suisse soumet une offre publique d'acquisition aux actionnaires de la Nouvelle Banque d'Argovie

Actionnaires de la NAB

Source: NAB



Structure du capital et actionnaires

- ▶ Le capital en actions de la Nouvelle Banque d'Argovie (NAB), qui s'élève à CHF 134 051 200, est divisé en 2 681 024 actions d'une valeur nominale de CHF 50.
- ▶ Le Groupe Credit Suisse (CSG) est l'actionnaire principal de la NAB et détient 2 643 970 actions, soit 98,6% de la totalité du capital en actions.
- ▶ Les 37 054 actions restantes sont des actions en circulation.

Conditions de l'offre

- ▶ Le CSG soumet aux actionnaires minoritaires de la NAB une offre publique d'acquisition pour leurs actions.
- ▶ Le prix de l'offre sera de CHF 1 000. Il sera payé sous la forme d'un versement en espèces.

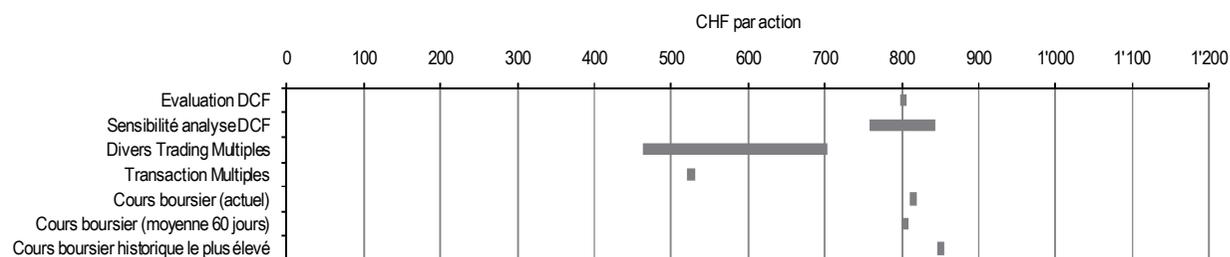
Le cours boursier actuel de l'action NAB est de 1,6% supérieur à la valeur par action de CHF 802 déterminée par nos soins

Aperçu des résultats de l'évaluation

- ▶ Dans le graphique ci-dessous, nous présentons les résultats des méthodes d'évaluation que nous avons utilisées, en comparaison avec le cours boursier actuel et le cours boursier moyen des 60 derniers jours de négoce.

Aperçu des résultats de l'évaluation et comparaison avec le cours boursier actuel

Source: Ernst & Young



- ▶ Notre méthode d'évaluation primaire repose sur le Business Plan de la NAB et s'aide d'un modèle d'actualisation des dividendes. La valeur actuelle des dividendes escomptés à l'avenir est de CHF 802. Grâce à une analyse de sensibilité nous avons établi une fourchette de cette valeur qui va de CHF 758 à CHF 844. Le cours boursier actuel de CHF 815 (cours de clôture à la date d'évaluation du 3 septembre 2010) ainsi que la moyenne des 60 derniers jours de négoce de CHF 804.30 se situent à 1,6% et 0,3%, respectivement, au-dessus du résultat de notre évaluation primaire.
- ▶ Pour la rationalisation, nous avons établi un rapport entre les cours boursiers actuels de banques comparables et la valeur comptable des fonds propres, le bénéfice net et le rendement sur dividende escompté. Ces multiples (Trading Multiples) ont donné des valeurs situées entre CHF 462 et CHF 703. Les six valeurs déterminées par les Trading Multiples sont inférieures au résultat de l'évaluation primaire.
- ▶ Nous avons par ailleurs analysé des transactions d'entreprises dans lesquelles des banques suisses ont été vendues. Il en résulte une valeur de CHF 525. Comme nous n'avons pu identifier que deux transactions appropriées et que celles-ci ont eu lieu en 2009, cette valeur reflète le niveau de prix de l'année dernière et n'a donc qu'une pertinence limitée en raison de sa base de comparaison insuffisante.

Point de vue

Toutes les méthodes d'évaluation utilisées par nos soins ont débouché sur une valeur de l'action NAB inférieure à l'offre d'achat publique de la CSG aux actionnaires de la NAB.

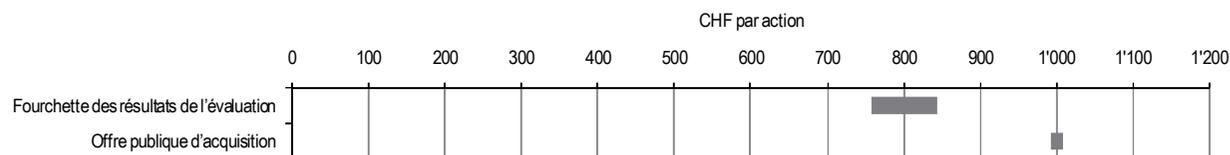
L'offre publique d'acquisition de CHF 1 000 par action en circulation de la Nouvelle Banque d'Argovie est équitable

Comparaison des résultats de l'évaluation à l'offre publique d'acquisition

- ▶ La fourchette établie grâce à l'analyse de sensibilité de notre évaluation primaire est entre CHF 758 et CHF 844.
- ▶ Etant donné que l'offre publique aux actionnaires de NAB est nettement supérieure au résultat de notre évaluation primaire, nous avons renoncé à visualiser les résultats de l'analyse DCF avec ceux des multiples ci-dessous.

Comparaison de la fourchette des résultats de l'évaluation à l'offre publique d'acquisition

Source: Ernst & Young



- ▶ Selon l'offre publique d'acquisition du CSG, les actionnaires minoritaires de la NAB reçoivent un paiement en espèces de CHF 1 000. Cette offre se situe à 22,7% au-dessus du cours boursier du 3 septembre 2010 et à 24,7% au-dessus du résultat de notre évaluation primaire.

Point de vue

Sous l'aspect financier, l'offre publique d'acquisition de CSG aux actionnaires de la NAB peut être considérée comme équitable.

Louis Siegrist

Partner

Thomas Fugmann

Senior Manager

Contexte

4. La banque
5. Analyse de la branche et perspectives économiques
6. Méthodologie

La NAB est une banque universelle spécialisée dans les affaires hypothécaires et avec la clientèle privée

Logo de la Nouvelle Banque d'Argovie

Source: site Internet de la banque



Bref historique de la banque

- ▶ La NAB est née d'une multitude de fusions et de reprises de petites et moyennes banques, dont les plus importantes ont été
 - la fusion de «Aargauische Hypotheken- und Handelsbank» avec «Allgemeine Aargauischen Ersparniskasse» à la fin des années 80 et
 - la reprise de «Gewerbebank Baden» et l'intégration consécutive de la Banque populaire suisse dans le canton d'Argovie et de trois succursales de «Schweizerischer Kreditanstalt».
- ▶ Aujourd'hui, la NAB est une banque universelle dominée par le CSG, spécialisée dans les opérations d'intérêts. Sa base de clientèle est constituée essentiellement de clients privés et commerciaux venant du canton d'Argovie et des régions avoisinantes.
- ▶ La NAB entretient 33 offices ainsi qu'un bureau de conseil. Elle est considérée dans la région comme le numéro 1 des affaires hypothécaires. Son siège principal est à Aarau.
- ▶ Mesurée à la somme au bilan de CHF 19.3 mrd. au 31 décembre 2009, la NAB se situe au 18e rang des plus grandes banques de Suisse.
- ▶ Les actions de la NAB sont cotées à la SIX Swiss Exchange depuis le 2 août 1996.

La principale source de revenus de la banque sont les affaires hypothécaires qui, au 1S10, ont représenté quelque 73% des recettes des opérations bancaires ordinaires

Compte de résultat – CH GAAP

Monnaie: CHF mio.	EX08A	EX09A	1S10A
Produit des intérêts et des escomptes	591.6	434.2	196.3
Produit des intérêts et des dividendes de portefeuilles destinés au négoce	0.1	0.1	0.1
Produit des intérêts et des dividendes des immobilisations financières	36.4	32.5	13.5
Charges d'intérêt	(342.9)	(194.6)	(73.5)
Résultat des opérations d'intérêts	285.2	272.2	136.4
Produit des commissions sur les opérations de crédit	3.8	3.9	1.7
Produit des commissions sur les opérations de négoce de titres et les placements	62.1	47.7	25.3
Produit des commissions sur les autres prestations de service	11.9	12.7	7.7
Charges de commissions	(4.3)	(4.1)	(2.7)
Résultat des opérations de commissions et des prestations de service	73.5	60.2	32.0
Résultat des opérations de négoce	18.9	21.9	13.0
Résultat des aliénations d'immobilisations financières	2.1	2.5	2.6
Produit des participations	2.8	0.9	1.3
Résultat des immeubles	3.8	3.7	1.5
Autres produits ordinaires	1.4	3.0	1.5
Autres charges ordinaires	(1.2)	(0.2)	(0.4)
Autres produits et charges ordinaires	8.9	9.9	6.5
Charges de personnel	(118.1)	(114.7)	(54.8)
Charges d'exploitation	(99.0)	(96.6)	(49.7)
Charges commerciales	(217.1)	(211.3)	(104.5)
Bénéfice brut	169.4	152.9	83.4
Amortissements sur l'actif immobilisé	(7.7)	(8.3)	(3.5)
Correctifs de valeur, provisions et pertes	(17.5)	(12.2)	(1.4)
Bénéfice annuel avant produits et charges exceptionnels et impôts	144.2	132.4	78.5
Produits exceptionnels	1.5	1.0	1.5
Charges exceptionnelles	-	(0.3)	-
Impôts	(30.3)	(25.6)	(15.2)
Bénéfice annuel	115.4	107.5	64.8
KPIs			
Cost/income ratio I (avant amortissements) en %	56	58	56
Rendement sur fonds propres (ROE) en %	12.1	10.8	12.5
Revenu des intérêts net/actifs porteurs d'intérêts en pb	160	148	143
Marge d'intérêts en pb	155	144	139
Produit des commissions net/AuM moyen en pb	n.a.	38	40
AuM en CHF mio.	15'207	16'174	n.a.
Afflux d'argent frais net	525	363	279
Moyenne EPT	779	783	771
Charges de personnel/EPT en milliers de CHF	152	146	142

Source: Rapport de gestion NAB, comptes semestriels 2010 non vérifiés NAB
Ref: comptes de résultats - Section PL - Profit and Loss Analysis

- ▶ La NAB s'est révélée rentable pendant les exercices EX08A et EX09A ainsi qu'au 1S10A. Au premier semestre 2010, elle a réalisé un bénéfice net de CHF 64.8 mio. Le ratio coûts/revenus s'est situé entre 58% pour EX09A et 56% pour EX08A et 1S10A.
- ▶ La chute de 41,5% du volume de transactions à la SIX durant EX09A s'est reflétée dans le recul des revenus des opérations sur titres et de placement. La NAB a néanmoins réalisé le résultat des opérations de commissions et des prestations de service de CHF 32 mio., au 1S10A également, en premier lieu à partir des opérations sur titres et de placement (CHF 25.3 mio.). La part des commissions de portefeuille a augmenté par rapport au EX08A (58%) tant dans EX09A (62%) qu'au 1S10A (65%). En 2009, la NAB a enregistré un afflux d'argent frais net de CHF 363 mio. et gèrait au 31 décembre 2009 des actifs de CHF 16.2 mrd.
- ▶ Le reste des prestations de service a pu s'accroître au 1S10A, par rapport aux années précédentes, essentiellement grâce à l'augmentation des taux de frais et à la répercussion des frais que la banque prenait jusque là en charge.
- ▶ Les opérations de négoce ont pu également être augmentées au 1S10A (CHF 13 mio.) par rapport à la période précédente de EX09A (CHF 22 mio.), ce qui est dû en particulier aux résultats positifs du négoce de devises et de notes de CHF 10.8 mio.
- ▶ Les charges de personnel par équivalent plein temps ont baissé de CHF 152 000 durant EX08A à CHF 146 000 au cours de EX09A et à CHF 142 000 au 1S10A. La banque s'attend toutefois pour le deuxième semestre 2010 à des charges supplémentaires dues à un paiement unique devant être versé à la caisse de pension pour compenser l'augmentation des prétentions résultant de la hausse des salaires fixes. Dans EX08A, un paiement de CHF 6.8 mio. à la caisse de pension est compris dans les charges de personnel.
- ▶ Les autres charges d'exploitation ont évolué à un niveau comparable entre EX08A (CHF 99.0 mio.) et 1S10A (CHF 49.7 mio.). Comme dans les années précédentes, des facturations de prestations de la société mère CSG de CHF 32.1 mio. (65%) représentaient la majeure partie des autres charges d'exploitation du 1S10A. De telles facturations de prestations reposent, selon les déclarations du management, sur des négociations entre les deux parties et sont réglées contractuellement par des Service Level Agreements.
- ▶ Les correctifs de valeur et les pertes ont pu être réduits à CHF 1.5 mio. au 1S10A par rapport au EX08A et au EX09A.

Contexte : La banque

Les actifs de la NAB sont constitués au 30 juin 2008, avec CHF 17.7 mrd. à 89% de prêts aux clients pour un taux de refinancement de 69%

Bilan – CH GAAP

Monnaie: CHF mio.	Déc08A	Déc09A	Juin10A
Liquidités	178.5	139.1	153.6
Créances résultant de papiers monétaires	22.5	2.2	3.5
Créances sur les banques	237.8	202.5	302.5
Créances sur la clientèle	1'172.5	1'091.1	1'031.4
Créances hypothécaires	15'309.5	16'127.4	16'661.1
Portefeuilles de négoce en titres et métaux précieux	1.8	8.6	4.8
Immobilisations financières	1'353.6	1'323.0	1'335.8
Participations	11.1	19.7	19.7
Immobilisations corporelles	176.6	170.2	149.8
Comptes de régularisation	59.8	59.2	67.5
Autres actifs	101.8	121.3	188.3
Total actifs	18'625.5	19'264.3	19'918.0
Engagements envers des banques	1'869.0	1'797.0	2'685.6
Engagements envers la clientèle sous forme d'épargne et de placement	6'249.6	6'947.2	6'982.1
Autres engagements envers la clientèle	4'900.2	4'799.7	4'819.7
Obligations de caisse	595.4	397.9	333.5
Prêts des centrales d'émission de lettres de gage et emprunts	3'721.9	4'023.7	3'682.7
Comptes de régularisation	101.3	77.0	83.4
Autres passifs	158.1	155.6	253.6
Correctifs de valeur et provisions	11.0	7.4	7.2
Capital social	134.1	134.1	134.1
Réserve légale générale	167.8	173.9	178.6
Autres réserves	600.7	642.9	691.9
Report de bénéfice	1.5	0.7	0.9
Bénéfice net	115.4	107.5	64.8
Propres titres de participation	(0.5)	(0.3)	(0.1)
Total fonds propres	1'019.0	1'058.8	1'070.2
Total passifs	18'625.5	19'264.3	19'918.0

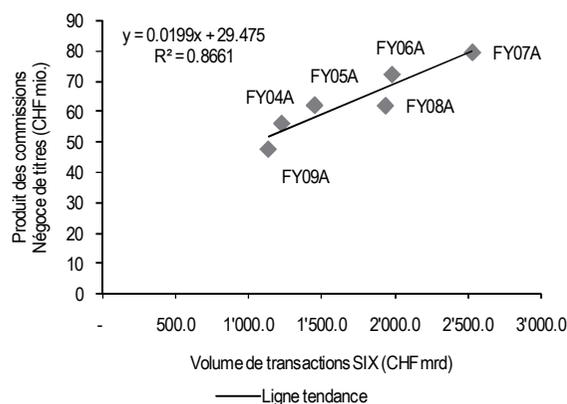
Source: rapport de gestion 2009 et comptes semestriels 2010 de la NAB
Ref: bilan - Section BS - Balance Sheet Analysis

- ▶ Au 30 juin 2010, les actifs de la NAB sont constitués en majeure partie, avec près de 84% (CHF 16.7 mrd) de la somme au bilan, de créances hypothécaires. Les crédits hypothécaires représentent l'activité principale de la NAB qui, selon le rapport de gestion 2009, finance une hypothèque sur quatre dans le canton d'Argovie.
- ▶ Tandis que le portefeuille d'hypothèques à taux variable était en recul durant le EX09A et au 1S10A, le volume d'hypothèques à taux fixe, en particulier, mais aussi d'hypothèques roll-over, a pu grimper durant cette période. Au 30 juin 2010, les hypothèques à taux fixes sur deux à dix ans représentaient, avec CHF 13.3 mrd, quelque 80% des créances hypothécaires. Au total, le volume d'hypothèques est passé de CHF 15.3 mrd au 31 décembre 2008 à CHF 16.7 mrd au 30 juin 2010.
- ▶ Les immobilisations financières de CHF 1.3 mrd au 30 juin 2010 ont servi à la NAB essentiellement de réserve de liquidité et lui ont permis de répondre aux dispositions légales en matière de liquidité.
- ▶ Au 30 juin 2010, les dettes envers des banques se chiffraient à CHF 2.7 mrd (31 décembre 2009 CHF 1.8 mrd). D'après les déclarations du management, la NAB se finance non seulement par les avoirs de clients, mais aussi en grande partie par le biais de la société mère CSG. Le management confirme que le refinancement au CSG a lieu aux conditions du marché. Mais la NAB a aussi quelques engagements envers des banques tierces.
- ▶ Au 31 décembre 2009, la NAB a pu accroître le volume d'avoirs de clients à CHF 12.1 mrd par une augmentation des dépôts d'épargne et des capitaux de placement. En raison des turbulences que connaissait le marché financier, les clients recherchaient de plus en plus, malgré les faibles taux d'intérêt, des formes de placement sûres. Le portefeuille d'obligations de caisse et d'autres engagements, en revanche, était en recul. Au 1S10A, les actifs des clients se sont révélés stables. Au 30 juin 2010, ils se montaient à CHF 12.1 mrd, ce qui correspond à 69% des créances sur la clientèle.
- ▶ Au 30 juin 2010, les fonds propres de la NAB s'élevaient à CHF 1.1 mrd (31 décembre 2009 CHF 1.1 mrd), soit 5,4% de la somme au bilan. Le rendement des fonds propres (ROE) pour 1S10A se situe, avec 12,5%, légèrement au-dessus des valeurs des années précédentes, soit 10,8% durant EX09A et 12,1 % au EX08A.

Evolution économique attendue, intérêts et inflation

Corrélation du produit des commissions résultant du négoce de titres au volume des transactions à la SIX

Source: rapports de gestion SIX Group et NAB



Evolution économique

Marché hypothécaire

- ▶ A l'heure actuelle, les attentes concernant l'évolution du marché hypothécaire suisse sont empreintes d'incertitudes. Le bas niveau actuel des intérêts ainsi que la hausse continue des prix de l'immobilier pourraient mener à une surchauffe et, partant, à une correction du marché hypothécaire.
- ▶ Selon le Financial Stability Report (FSR) de la Banque nationale suisse (BNS), le taux d'intérêt moyen appliqué aux crédits hypothécaires conclus en 2009 se situait, avec 2,75% p.a. nettement en dessous de la moyenne de près de 5% recensée pendant de nombreuses années (1960-2008). D'une part, le bas niveau des intérêts stimule les investissements dans la propriété du logement. D'autre part, on court le risque que les débiteurs et aussi les banques deviennent trop optimistes quant à la capacité à supporter la dette hypothécaire. Selon le FSR, une hausse des taux de 200 points de base pourrait déjà quintupler les taux de défaillance chez certaines banques.
- ▶ Le niveau particulièrement bas des intérêts a par ailleurs exercé une pression sur les marges des banques en matière d'intérêts et renforcé la concurrence entre ces dernières dans le domaine des placements hypothécaires. Selon le FSR, certaines banques suisses sont tentées, dans la lutte pour les marges, de contracter des risques de crédit plus élevés en dépit du raidissement de la courbe d'intérêts enregistré au cours de ces deux dernières années.
- ▶ Les prix toujours élevés de l'immobilier, cumulés aux faibles taux d'intérêt, pourraient générer une bulle des prix prête à éclater, en particulier dans le segment des appartements en propriété, si une correction des intérêts fait chuter la demande. Dans le domaine des maisons individuelles, le risque d'une bulle des prix est plus faible d'une manière générale, car les prix ont connu une hausse historique modérée.
- ▶ En raison de l'abolition annoncée de l'impôt sur la valeur locative et de la suppression consécutive des déductions correspondantes des coûts d'entretien et des intérêts débiteurs, certaines banques craignent en outre, selon schweizerbank.ch, un amortissement renforcé d'hypothèques et, de ce fait, une chute de 5-15% du volume d'hypothèques. Outre la perte de volume, cela signifierait que les crédits de débiteurs fortunés, en particulier, seraient remboursés et que les risques de défaillance moyens pourraient augmenter en conséquence.

Produit des commissions du négoce de titres

- ▶ Le produit des commissions du négoce de titres dépend fortement du climat qui règne aux Bourses. L'effondrement de 41,5% du volume des transactions à la SIX durant EX09A s'est aussi traduit à la NAB par un recul de 23% des produits du négoce de titres. Le graphique de gauche illustre la corrélation historique entre le volume de transactions et le produit du négoce de titres de la NAB.

Evolution économique attendue, intérêts et inflation

Intérêts et inflation

- ▶ IHS Global Insight s'attend à ce que la BNS conserve sa politique monétaire actuelle et maintienne le taux directeur au niveau historique très bas de 0,25% jusqu'à mi 2011. A partir de 2011, on table pour la Suisse sur une remontée des taux, tant à court terme qu'à long terme. Les taux à long terme doivent atteindre le niveau de 2007 dès 2012.
- ▶ Tandis que la Suisse connaissait encore une déflation de 0,5% en 2009, les attentes inflationnistes sont en hausse pour les prochaines années. Partant de 0,8% pour 2010, l'inflation attendue augmente, après un léger recul de 0,6% en 2011, continuellement jusqu'à 1,4% en 2014. A long terme, IHS Global Insight table pour la Suisse sur un taux d'inflation de 1,4%.

Notre procédure repose sur trois méthodes d'évaluation indépendantes les unes des autres, dont nous comparons les résultats au cours boursier des actions NAB

Méthodologie

- ▶ D'une manière générale, le cours boursier d'une société cotée est le meilleur indicateur de la valeur d'une entreprise. Cela suppose toutefois que le commerce soit suffisamment liquide et que le cours boursier soit le résultat de l'offre et de la demande d'une multitude d'acteurs de marché.
- ▶ Cependant, comme nous le démontrons au chapitre suivant, ce n'est pas le cas pour la NAB. Le négoce d'actions NAB est illiquide. La NAB agit dans pratiquement toutes les transactions en tant que Market Maker de ses propres actions. Elle a ainsi la possibilité d'influencer l'évolution des prix.
- ▶ Pour les raisons mentionnées, le cours boursier de l'action NAB ne se prête pas comme base d'évaluation du caractère équitable de l'offre publique d'acquisition.
- ▶ Nous avons donc assis nos réflexions sur trois autres méthodes d'évaluation.
- ▶ Tout d'abord, nous évaluons la NAB au moyen d'un modèle d'actualisation des dividendes. Sur la base du Business Plan que la banque nous a fourni et d'autres documents tels que présentés à l'annexe C, nous avons pronostiqué les dividendes devant être distribués à l'avenir. Ceux-ci résultent du bénéfice annuel planifié après impôts ainsi que de la thésaurisation de fonds propres nécessaire à la croissance future. La valeur actuelle des futurs dividendes, calculée avec un taux d'actualisation adéquat, correspond à la valeur des actions NAB.
- ▶ Pour rationaliser ces résultats, nous avons déduit des valeurs de marché d'autres banques suisses cotées en Bourse des multiples qui opposent ces valeurs à certaines grandeurs de référence (par ex. à la valeur comptable des fonds propres). Nous avons ensuite appliqué ces multiples à différentes grandeurs de référence de la NAB afin de déterminer sa valeur.
- ▶ Enfin, nous avons vérifié s'il y avait eu sur le marché suisse, depuis 2009, des transactions d'entreprises comparables permettant de tirer des conclusions sur la valeur d'une action NAB.

Point de vue

Sur la base des résultats des différentes méthodes d'évaluation, nous avons déterminé une fourchette pour la juste valeur de marché d'une action NAB.

Pour être considérée comme équitable, l'offre publique d'acquisition du CSG doit se situer dans cette fourchette ou au-dessus.

Evaluation de la banque

7. Valeur selon le propre cours boursier
8. Valeur sur la base des dividendes escomptés à l'avenir
9. Valeur sur la base d'autres banques suisses cotées en Bourse
10. Valeur sur la base de transactions d'entreprises comparables

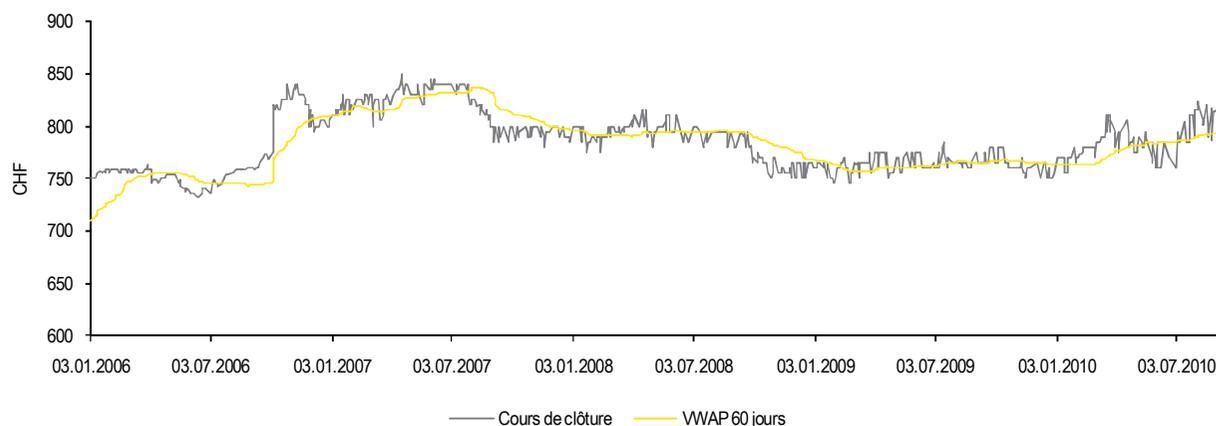
Le négoce d'actions de la NAB est illiquide

Evolution des cours

- ▶ Le capital en actions de la NAB est constitué de 2 681 024 actions qui sont cotées à la SIX Swiss Exchange. Cependant, comme 98,6% de ces actions appartiennent au CSG, 1,4% seulement du capital en actions, ou env. 37 000 actions, sont négociés en Bourse. Si l'on tient compte des propres actions détenues actuellement par la NAB, le nombre d'actions en circulation est légèrement plus bas.
- ▶ Le graphique ci-dessous indique l'évolution des cours de l'action NAB depuis début 2006 ainsi que le cours moyen pondéré sur la base du volume de négoce durant les 60 derniers jours.

Evolution des cours de la NAB depuis 2006

Source: SIX Swiss Exchange



- ▶ Au 3 septembre 2010, le cours de clôture de l'action NAB était de CHF 815, et le cours moyen pondéré sur la base du volume s'élevait à CHF 804.30. Le cours le plus élevé atteint durant cette période était de CHF 850, le plus bas de CHF 732.

Liquidité

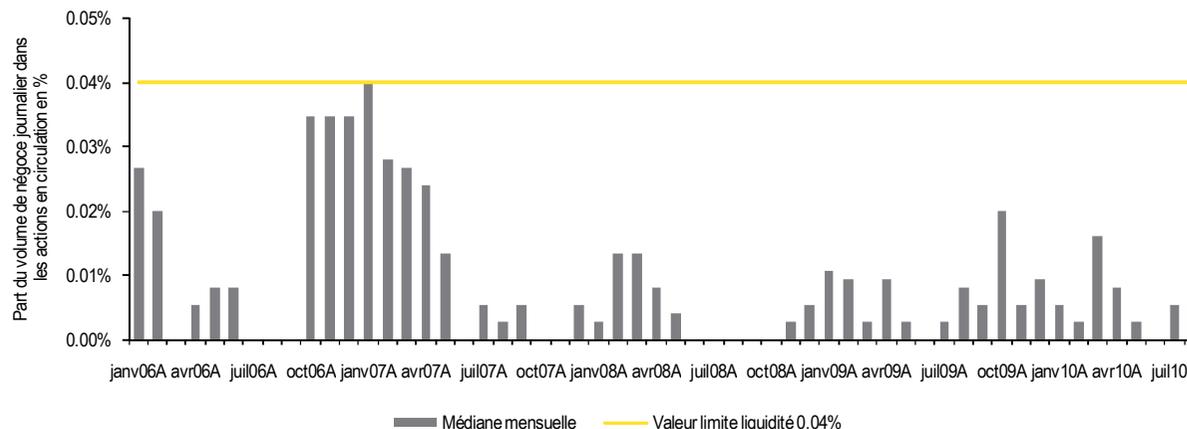
- ▶ Le négoce d'actions NAB est illiquide, entre autres parce que 1,4% seulement du capital en actions est en circulation.
- ▶ Le critère de la Commission des OPA, selon lequel un titre doit être considéré comme liquide, si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant l'offre, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en Bourse est égale ou supérieure à 0,04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float), n'est pas atteint par l'action NAB.

Le négoce d'actions de la NAB est illiquide

- ▶ La figure ci-dessous montre que ce critère de la Commission des OPA n'a jamais été atteint par l'action NAB depuis janvier 2006.

Liquidité des actions NAB

Source: SIX Swiss Exchange



- ▶ La NAB pratique un Market Making actif pour ses propres actions, tant à la SIX Swiss Exchange que dans le commerce hors Bourse. Elle intervient elle-même en tant que partie dans toutes les transactions en actions NAB. Selon ses comptes annuels publiés, la NAB a racheté en 2009 843 actions propres et en a vendu 1275. Sur la totalité de l'année 2009, le volume de négoce en actions NAB à la SIX Swiss Exchange était de 1889 actions. Une année avant, la situation était similaire (1215 achats et 1524 ventes, alors que 1766 actions étaient négociées à la SIX Swiss Exchange).
- ▶ Le cours des actions ne peut donc pas être pris comme grandeur de référence pour évaluer l'équité de l'offre publique d'acquisition.

Point de vue

Nous n'avons pas accordé d'importance au cours boursier actuel des actions NAB pour évaluer l'équité de l'offre publique d'acquisition.

Le calcul de la valeur actuelle des futurs dividendes escomptés est notre méthode d'évaluation primaire

Méthodologie

- ▶ Notre méthode d'évaluation primaire repose sur un modèle d'actualisation de dividende, le modèle standard pour l'évaluation de banque sur la base du cash-flow. Cette méthode permet de calculer la valeur d'une action NAB en actualisant les dividendes escomptés à l'avenir à l'aide d'un taux d'intérêt adapté au risque. Elle permet ainsi de déterminer la valeur actuelle de tous les cash-flows au niveau des bailleurs de fonds propres (c'est-à-dire les actionnaires) de la banque.
- ▶ Le point de départ de nos réflexions est constitué par le Business Plan que nous a fourni la NAB pour la période 2010 à 2013. Ce Business Plan a été développé par la NAB en tenant compte des indications de l'actionnaire principal, le CSG. A la date de ce rapport, le Business Plan de la NAB n'avait pas encore été approuvé par le CSG.
- ▶ Nous avons rationalisé le Business Plan dans le cadre d'entretiens avec le management de la NAB ainsi que sur la base de comparaisons avec des banques suisses similaires.
- ▶ A partir du Business Plan et des dispositions actuelles auxquelles sont soumises les banques en matière de fonds propres, nous avons calculé le montant des dividendes devant être distribués à l'avenir pour les périodes comprises explicitement dans le Business Plan. Pour la période postérieure à la période de planification explicite, nous avons supposé que les exigences en matière de fonds propres augmenteraient constamment en raison de la croissance du volume d'opérations. Pour les fonds propres thésaurisés, nous tablons sur un rendement à hauteur du rendement attendu sur fonds propres.
- ▶ Les dividendes distribuables ont été actualisés sur la base d'un taux d'intérêt adapté au risque. Nous avons déterminé ce taux en nous appuyant sur un groupe comparable de banques suisses appropriées. Les critères étaient un modèle commercial comparable à la NAB ainsi qu'une liquidité de négoce suffisante dans les titres du groupe comparatif.
- ▶ Nous sommes partis du principe que les paiements de dividendes avaient toujours lieu à la mi-avril, le moment typique de distribution de dividendes par la NAB.
- ▶ La somme des valeurs actuelles des dividendes annuels correspond à la valeur opérationnelle de la NAB. Nous avons par ailleurs vérifié si la banque possédait des valeurs patrimoniales non nécessaires à l'exploitation, dont les revenus ne figureraient pas encore dans le Business Plan. De telles valeurs patrimoniales doivent être ajoutées en tant que valeurs particulières à la valeur actuelle de tous les paiements de dividendes.

Notre pronostic des futurs dividendes repose sur le Business Plan de la banque pour la période 2011 à 2013

Business Plan pris pour base

- ▶ La NAB établit un pronostic des résultats pour l'exercice 2010 en cours ainsi qu'un Business Plan pour la période 2011 à 2013. Le pronostic a été réalisé en extrapolant le résultat semestriel 2010 à un exercice complet.
- ▶ Le Business Plan repose sur certaines indications du CSG ainsi que sur l'évaluation des affaires actuelles et futures par la Direction générale de la NAB. Le Business Plan mis à notre disposition, qui n'a pas encore été approuvé par le CSG, comprend les hypothèses suivantes pour la période 2011 à 2013:

Produits

- ▶ Résultat des opérations d'intérêts: pour la période planifiée, on a tablé sur un volume de prêts aux clients en hausse constante. Malgré la croissance du volume, la NAB s'attend pour 2011 à un résultat plus bas que le résultat semestriel annualisé de 2010. Cette hypothèse part d'une nouvelle pression sur la marge d'intérêts en raison des taux bas ainsi que d'une concurrence accrue sur le marché hypothécaire local. Pour les années 2012 et 2013, on s'attend à des revenus d'intérêts en hausse, ceci principalement en raison de l'augmentation du volume.
- ▶ Résultat des opérations de commissions et des prestations de service: la NAB s'attend à ce que le produit net des commissions grimpe en 2011 au niveau antérieur à la crise financière, ceci, d'une part, en raison de la croissance sur le marché des actifs gérés et d'un afflux d'argent frais et, d'autre part, en raison d'une recrudescence des activités de négoce sur les marchés financiers, avec pour résultat des revenus plus élevés en lien avec les transactions. Pour les années 2012 et 2013, on table sur une croissance d'environ 4%.
- ▶ Produits des opérations de négoce: comme la NAB ne réalise que dans certaines limites des opérations pour compte propre sur les titres, les produits résultant des opérations de négoce sont constitués pour l'essentiel du résultat des opérations sur devises. Ce dernier, à son tour, est constitué du négoce nostro, du revenu primaire avec devises et notes et du revenu secondaire. Tablant sur une poursuite du redressement conjoncturel en 2011, la NAB s'attend à de nouvelles hausses des opérations sur titres, ce qui fera également grimper le revenu secondaire tout comme, pendant la période planifiée, le produit des opérations de négoce.
- ▶ Autres produits ordinaires: les autres produits ordinaires ont été maintenus constants dans la période planifiée. On s'attend à un résultat légèrement inférieur à celui de 2009.

Notre pronostic des futurs dividendes repose sur le Business Plan de la banque pour la période 2011 à 2013

Charges

- ▶ Charges de personnel: l'effectif de personnel a pu être réduit au quatrième trimestre 2009 suite à l'introduction de programmes d'accroissement de l'efficacité. D'autres programmes devraient prendre effet dans le courant de 2010. Cela a déjà fait baisser les coûts de personnel au premier trimestre 2010. Sur la base des effectifs de personnel réduits, les coûts de personnel ont été modélisés pour 2011. Pour les années suivantes, on s'attend à une légère hausse pour couvrir les augmentations de salaires dues à l'inflation.
- ▶ Charges d'exploitation: les charges d'exploitation se composent des coûts d'exploitation directs et des compensations du groupe. La NAB s'attend à ce que les charges d'exploitation augmentent en 2011 dans le sillage de la reprise économique et de la recrudescence d'activités (charges de communication, publicité, frais de voyage et de représentation, etc.), pour rester ensuite constantes sur le reste de la période planifiée.
- ▶ Amortissements sur l'actif immobilisé: la NAB prévoit des amortissements légèrement plus élevés que la valeur effectivement réalisée en 2009. La valeur planifiée est maintenue constante sur la période planifiée.
- ▶ Correctifs de valeur, provisions et pertes: les charges pour correctifs de valeur et provisions augmentent pendant la période planifiée. Les valeurs reposent sur des estimations du management qui tiennent également compte de la croissance des prêts aux clients et de l'augmentation correspondante des commissions de crédit basées sur le modèle.
- ▶ Impôts: on table pour la période planifiée sur un taux d'impôt constant de 19,1%.

Plausibilisation et modifications

- ▶ Nous avons discuté du Business Plan et de ses hypothèses dans le cadre d'une interview avec le management de la banque. Les objectifs concernant la croissance du volume dans les opérations d'intérêts et dans les opérations hors bilan du Business Plan sont considérés par la banque comme ambitieux.
- ▶ Nous partageons l'avis du management de la banque, en particulier si les produits planifiés doivent être atteints sans une augmentation systématique des risques encourus (p. ex. par une transformation active des délais) et sans une augmentation significative des charges commerciales.
- ▶ Un Business Plan ambitieux confère à la banque une plus haute valeur. Comme nous sommes parvenus à la conclusion, malgré l'utilisation de ce Business Plan ambitieux, que l'offre publique d'acquisition du CSG est équitable, nous avons renoncé à rectifier le Business Plan car des modifications n'auraient eu aucune influence sur notre conclusion.

La valeur actuelle des futurs dividendes escomptés est de CHF 802

Rendement attendu sur fonds propres

- ▶ Nous avons actualisé les dividendes pronostiqués à l'aide du rendement attendu sur fonds propres de la NAB adapté au risque, de 5,8%. La déduction de ce taux d'intérêt est décrite en détail à l'annexe B.
- ▶ Pour le calcul de la valeur résiduelle, nous avons supposé que la part de bénéfice annuel distribuée est de 50%. Cette valeur correspond à celle des années comptables de 2006 à 2008 ainsi que les valeurs prévues pour le futur (pour l'année comptable 2009, seule 40% du bénéfice annuel ont été distribués)
- ▶ Les 50% restants, non distribués, sont thésaurisés pour remplir les exigences en matière de régulation des fonds propres. Pour cette part du bénéfice thésaurisée nous avons assumé un rendement équivalent au coût des fonds propres. Il en résulte une croissance implicite du dividende de 2,9% (50% du coût des fonds propres).

Valeurs patrimoniales non nécessaires à l'exploitation

- ▶ La NAB ne possède pas de valeurs patrimoniales essentielles non nécessaires à l'exploitation, dont la valeur devrait être ajoutée à la valeur actuelle des dividendes futurs.

Résultat de l'évaluation

- ▶ A partir de la valeur actuelle des dividendes pour les exercices 2010 à 2013, de CHF 84, et de la valeur actuelle de tous les dividendes versés postérieurement de CHF 718, on obtient une valeur totale par action de CHF 802.

La valeur actuelle des futurs dividendes escomptés est de CHF 802

Corrélation de la valeur actuelle des dividendes à la quote-part de thésaurisation et au rendement attendu sur fonds propres

		Rendement attendu sur fonds propres		
		5.6%	5.8%	6.1%
Thésaurisation	45.0%	844	808	771
	50.0%	837	802	765
	55.0%	831	795	758

Source: Ernst & Young

Ref: valeur actuelle des dividendes escomptés - Section DC - DCF

Sensitivité du résultat de l'évaluation

- ▶ Le tableau de gauche montre l'influence d'un changement d'hypothèses d'évaluation sur la valeur actuelle des futurs dividendes escomptés.
- ▶ Une réduction de la thésaurisation (c'est-à-dire augmentation de la quote-part de thésaurisation) mène à (ceteris paribus, en particulier avec un coût des fonds propres constant) une augmentation de la valeur, et vice-versa.
- ▶ Cependant, il faut prendre en considération que l'hypothèse d'un coût de fonds propres constant n'est plus valable pour une petite plage de variation car avec un taux d'endettement croissant et donc un bêta plus élevé, le risque pour l'investisseur augmente.
- ▶ Les exigences en matière de fonds propres applicables aux banques limitent toutefois étroitement toute réduction de la thésaurisation, sauf si l'on réduit les objectifs de croissance de l'entreprise et donc sa valeur.
- ▶ Un coût des fonds propres plus bas se traduit également par une valeur des fonds propres plus élevée, et vice-versa. Une augmentation du taux d'intérêt sans risque (actuellement de 1,28%) conduirait en revanche à une augmentation du coût des fonds propres et donc à un résultat plus faible de l'évaluation.

L'évaluation à l'aide de Trading Multiples nous permet de plausibiliser l'évaluation primaire

Aperçu des multiples utilisés

Grandeurs de référence	2009	1S2010	2010 Pronostic
Valeur de marché / valeur comptable des fonds propres	X	X	
Valeur de marché / bénéfice net	X	X	X
Dividende / prix			X

Source: Ernst & Young

Méthodologie

- ▶ La valeur de marché observée à la Bourse pour une banque cotée en Bourse peut être mise en relation avec certaines grandeurs de référence comme le bénéfice net ou la valeur comptable des fonds propres. Si le multiple ainsi déterminé est appliqué à la grandeur de référence correspondante de la NAB, il est possible d'évaluer sa valeur d'entreprise actuelle.
- ▶ Le tableau ci-contre indique quels multiples nous avons calculés et pour quelles périodes. Sur les multiples basés sur la valeur comptable des fonds propres, les calculs ne se font que pour le passé, alors que le rendement sur dividende (c'est-à-dire dividende / prix) est généralement déterminé sur la base du prochain dividende attendu. Seul le rapport entre la valeur de marché et le bénéfice net est en principe calculé pour les grandeurs historiques et futures. Nous avons donc calculé ce multiple pour les trois périodes.
- ▶ Nous avons calculé chaque fois la médiane des multiples, car celle-ci est robuste vis-à-vis des valeurs extrêmes.
- ▶ Nous avons utilisé pour notre calcul de la valeur de marché des entreprises comparables les cours de clôture au 3 septembre 2010.
- ▶ Comme étalon de liquidité, nous avons appliqué les critères de la Commission des OPA, en vertu desquels une action qui ne fait pas partie du Swiss Leadership Index (SLI) peut être considérée comme liquide si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant l'offre, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en Bourse est égale ou supérieure à 0,04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float).
- ▶ Nous avons appliqué une réduction d'illiquidité de 25,2%, que nous avons déterminée à l'aide de la base de données «Valuation Advisors' Lack of Marketability Discount Study™» de Business Valuation Resources (BVR). La base méthodique de calcul de cette réduction sont des introductions en Bourse d'entreprises (Initial Public Offerings, IPO) dans lesquelles des entreprises privées (c'est-à-dire illiquides) sont converties en entreprises cotées (c'est-à-dire liquides). Une réduction peut alors être déduite de la différence entre la valeur des fonds propres avant et après l'entrée en Bourse. Pour déterminer la réduction d'illiquidité, nous avons utilisé la médiane de toutes les introductions en Bourse de banques contenues dans la base de données.

L'évaluation à l'aide de Trading Multiples nous permet de plausibiliser l'évaluation primaire

Critères de sélection pour les entreprises de référence

Entreprises de référence	Uniquement capital-action coté en Bourse	Liquide selon la Commission des OPA
Banque Cantonale Vaudoise	Oui	Oui
Credit Suisse Group	Oui	Oui
Julius Baer	Oui	Oui
Banque cantonale de St-Gall	Oui	Oui
UBS	Oui	Oui
Valiant	Oui	Oui
Banque CA St. Gallen	Oui	Non
Banque Coop	Oui	Non
Banque Linth	Oui	Non
Banque Cantonale du Jura	Oui	Non
Banque cantonale bernoise	Oui	Non
Hypo Lenzburg	Oui	Non
Banque cantonale de Lucerne	Oui	Non
Banque cantonale de Zoug	Oui	Non
Banque Sarasin	Non	
Banque cantonale bâloise	Non	
EFG International	Non	
Bâle-Campagne	Non	
BC Geneve	Non	
Banque cantonale des Grisons	Non	
Banque cantonale du Valais	Non	

Source: Bloomberg, comptes annuels des banques
Ref: liquidité - Section MA - Multiples Analysis

Groupe de référence

- ▶ Notre groupe de référence est constitué de toutes les banques comprises dans le Swiss Performance Index (SPI), à l'exception de la Banque nationale suisse (BNS) et des banques liechtensteinoises.
- ▶ Pour en déduire des multiples judicieux, il est indispensable que les fonds propres négociés en Bourse correspondent dans leur substance à la valeur comptable des fonds propres. Si une banque a émis par exemple à la fois des actions nominatives et des bons de participation et que seules les actions nominatives sont cotées en Bourse, il ne sera pas possible d'établir une relation judicieuse entre la valeur de marché (des actions nominatives) et la valeur comptable (des actions nominatives et des bons de participation). Nous avons pour cette raison, pour le calcul de multiples, considéré uniquement les banques qui répondent à ce critère. Celles-ci sont visibles dans le tableau ci-contre.
- ▶ Quelques banques du groupe de référence se caractérisent par une très faible liquidité de leurs actions. Comme nous l'avons déjà montré, le négoce d'actions NAB est également illiquide. C'est pourquoi nous avons appliqué sur les multiples de toutes les banques liquides de notre groupe de référence une réduction qui reflète l'illiquidité des actions NAB devant être évaluées. Le tableau ci-contre montre également à quelles banques nous avons appliqué une réduction.

Trading Multiples utilisés

- ▶ Nous avons utilisé comme grandeurs de référence le bénéfice net, la valeur comptable des fonds propres et les dividendes escomptés. Le montant des actifs sous gestion (Assets under Management, AuM) n'a toutefois pas été utilisé comme grandeur de référence car la NAB réalise une partie significative de ses revenus à partir d'hypothèques. Ces revenus ne seraient pas recensés dans une évaluation au moyen de multiples AuM.
- ▶ Aussi bien les indicateurs historiques que les estimations de la rentabilité future peuvent être utilisés comme grandeurs de référence. Comme la valeur de la NAB résulte des futurs dividendes, les grandeurs de référence axées sur l'avenir sont plus importantes que les valeurs historiques. Nous avons utilisé des données financières issues des rapports financiers établis pour 2009 et pour le premier semestre 2010. Nous nous sommes en outre appuyés sur des estimations d'analystes pour 2010. Mais toutes nos grandeurs de référence n'étaient pas disponibles pour toutes les périodes.
- ▶ Certaines banques établissent leurs informations financières selon les normes de présentation des comptes suisses et disposent d'une réserve pour les risques bancaires généraux. L'affectation et la dissolution de cette réserve permettent souvent de contrôler le bénéfice annuel publié. La réserve a ainsi le caractère de fonds propres. C'est pourquoi nous l'avons prise en compte dans la valeur comptable des fonds propres. Nous avons par ailleurs éliminé l'influence de variations de cette position du bilan sur le compte de pertes et profits.

Valeur de marché / valeur comptable des fonds propres au 31 décembre 2009

Calcul du multiple valeur de marché / valeur comptable

	Valeur de marché des fonds propres 03.09.2010	Valeur comptable des fonds propres 31.12.2009	Valeur de marché / valeur comptable	Valeur de marché / valeur comptable après correction pour illiquidité
<i>Monnaie: CHF mio.</i>				
Entreprises de référence liquides				
UBS	69'840	41'013	1.7	1.3
Credit Suisse Group	55'850	37'517	1.5	1.1
Julius Baer	7'910	4'190	1.9	1.4
Valiant	3'140	1'670	1.9	1.4
Banque Cantonale Vaudoise	4'260	3'207	1.3	1.0
Banque cantonale de St-Gall	2'560	1'796	1.4	1.1
Entreprises de référence illiquides				
Banque cantonale bernoise	2'230	1'885	1.2	1.2
Banque cantonale de Lucerne	2'660	1'803	1.5	1.5
Banque cantonale de Zoug	1'450	1'039	1.4	1.4
Banque Coop	1'160	883	1.3	1.3
Hypo Lenzburg	318	336	0.9	0.9
Banque CA St-Gall	246	190	1.3	1.3
Banque Linth	395	356	1.1	1.1
Banque Cantonale du Jura	178	180	1.0	1.0
Moyenne				1.2
Médiane				1.2

Source: rapports de gestion, SIX Homepage

Ref: Trading multiples - Valeur de marché / valeur comptable EX09A - Section MA - Multiples Analysis

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen du multiple valeur de marché / valeur comptable

<i>Monnaie: CHF</i>	Valeur
Valeur comptable des FP au 31.12.2009 (CHF mio.)	1'059
Nombre d'actions en circulation	2'681'024
Valeur comptable des FP par action	395
Médiane du multiple valeur de marché / valeur comptable	1.2
Valeur par action NAB	485

Source: Ernst & Young

Ref: Trading multiples - Valeur de marché / valeur comptable EX09A - Section MA - Multiples Analysis

Déduction du multiple

- ▶ Le multiple valeur de marché / valeur comptable met en relation la valeur de marché actuelle des fonds propres et leur valeur comptable. En appliquant ce multiple sur la valeur comptable des fonds propres de la NAB, il est possible d'évaluer sa valeur actuelle par action.
- ▶ Le tableau ci-contre présente le calcul des multiples du groupe de référence, que nous avons divisé en entreprises liquides et illiquides. Comme la NAB est illiquide, nous corrigeons les multiples des entreprises de référence liquides d'une réduction de 25,2%.
- ▶ Au sein des entreprises liquides, les multiples se situent entre 1.3 et 1.9 (avant correction pour illiquidité) et entre 1.0 et 1.4 (après correction).
- ▶ Les multiples des entreprises de référence illiquides se situent entre 0.9 et 1.5.
- ▶ Aussi bien la moyenne que la médiane de tous les multiples valeur de marché / valeur comptable sont de 1.2.

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen d'un multiple

- ▶ Au 31.12.2009, la valeur comptable des fonds propres de la NAB était de CHF 1 059 mio. Il en résulte une valeur comptable par action de CHF 395.
- ▶ Si l'on applique le multiple valeur de marché / valeur comptable à la valeur comptable par action, on obtient une valeur de marché par action de CHF 485.

Evaluation

- ▶ Pour un cours boursier de CHF 815 au 3 septembre 2010 et une valeur comptable des fonds propres de CHF 395 par action, on obtient un multiple valeur de marché / valeur comptable de la NAB d'environ 2.1. Cependant, comme les entreprises de référence ont un multiple valeur de marché / valeur comptable de 1.2, c'est-à-dire beaucoup plus bas, cette méthode d'évaluation résulte en une valeur de marché de l'action NAB nettement inférieure au cours boursier actuel.

Point de vue

Le faible résultat de l'évaluation pourrait s'expliquer par le fait que les banques de notre groupe de référence ont une dotation en fonds propres plus élevée que la NAB.

Valeur de marché / valeur comptable des fonds propres au 30 juin 2010

Calcul du multiple valeur de marché / valeur comptable

	Valeur de marché des fonds propres 03.09.2010	Valeur comptable des fonds propres 30.06.2010	Valeur de marché / valeur comptable	Valeur de marché / valeur comptable après correction pour illiquidité
<i>Monnaie: CHF mio.</i>				
Entreprises de référence liquides				
UBS	69'840	46'017	1.5	1.1
Credit Suisse Group	55'850	35'633	1.6	1.2
Julius Baer	7'910	4'307	1.8	1.4
Valiant	3'140	1'621	1.9	1.4
Banque Cantonale Vaudoise	4'260	3'191	1.3	1.0
Banque cantonale de St-Gall	2'560	1'756	1.5	1.1
Entreprises de référence illiquides				
Banque cantonale bernoise	2'230	1'949	1.1	1.1
Banque cantonale de Lucerne	2'660	1'809	1.5	1.5
Banque cantonale de Zoug	1'450	1'031	1.4	1.4
Banque Coop	1'160	874	1.3	1.3
Hypo Lenzburg	318	343	0.9	0.9
Banque CA St-Gall	246	185	1.3	1.3
Banque Linth	395	358	1.1	1.1
Banque Cantonale du Jura	178	182	1.0	1.0
Moyenne				1.2
Médiane				1.2

Source: rapports de gestion, SIX Homepage

Ref: Trading multiples - Valeur de marché / valeur comptable 1S2010 - Section MA - Multiples Analysis

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen du multiple valeur de marché / valeur comptable

<i>Monnaie: CHF</i>	Valeur
Valeur comptable des FP au 30.06.2010 (CHF mio.)	1'070
Nombre d'actions en circulation	2'681'024
Valeur comptable des FP par action	399
Médiane du multiple valeur de marché / valeur comptable	1.2
Valeur par action NAB	462

Source: Ernst & Young

Ref: Trading multiples - Valeur de marché / valeur comptable 1S2010 - Section MA - Multiples Analysis

Déduction du multiple

- ▶ Le multiple valeur de marché / valeur comptable met en relation la valeur de marché actuelle des fonds propres et leur valeur comptable. En appliquant ce multiple sur la valeur comptable des fonds propres de la NAB, il est possible d'évaluer sa valeur actuelle par action.
- ▶ Le tableau ci-contre présente le calcul des multiples du groupe de référence, que nous avons divisé en entreprises liquides et illiquides. Comme la NAB est illiquide, nous corrigeons les multiples des entreprises de référence liquides d'une réduction de 25,2%.
- ▶ Au sein des entreprises liquides, les multiples se situent entre 1.3 et 1.9 (avant correction pour illiquidité) et entre 1.0 et 1.4 (après correction).
- ▶ Les multiples des entreprises de référence illiquides se situent entre 0.9 et 1.5.
- ▶ Aussi bien la moyenne que la médiane de tous les multiples valeur de marché / valeur comptable sont de 1.2.

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen d'un multiple

- ▶ Au 30.06.2010, la valeur comptable des fonds propres de la NAB était de CHF 1 070 mio. Il en résulte une valeur comptable par action de CHF 399.
- ▶ Si l'on applique le multiple valeur de marché / valeur comptable à la valeur comptable par action, on obtient une valeur de marché par action de CHF 462.

Evaluation

- ▶ Pour un cours boursier de CHF 815 au 3 septembre 2010 et une valeur comptable des fonds propres de CHF 399 par action, on obtient un multiple valeur de marché / valeur comptable de la NAB d'environ 2.0. Cependant, comme les entreprises de référence ont une médiane du multiple valeur de marché / valeur comptable de 1.2, c'est-à-dire beaucoup plus basse, cette méthode d'évaluation résulte en une valeur de marché de l'action NAB nettement inférieure au cours boursier actuel.

Point de vue

Le faible résultat de l'évaluation pourrait s'expliquer par le fait que les banques de notre groupe de référence ont une dotation en fonds propres plus élevée que la NAB.

Valeur de marché / bénéfice net au 2009

Calcul du multiple valeur de marché / bénéfice net

	Valeur de marché des fonds propres 03.09.2010	Bénéfice net 2009	Valeur de marché / bénéfice net	Valeur de marché / bénéfice net après correction pour illiquidité
<i>Monnaie: CHF Mio.</i>				
Entreprises de référence liquides				
UBS	69'840	(2'736)	(25.5)	(19.1)
Credit Suisse Group	55'850	6'724	8.3	6.2
Julius Baer	7'910	389	20.3	15.2
Valiant	3'140	149	21.1	15.8
Banque Cantonale Vaudoise	4'260	301	14.2	10.6
Banque cantonale de St-Gall	2'560	165	15.5	11.6
Entreprises de référence illiquides				
Banque cantonale bernoise	2'230	179	12.4	12.4
Banque cantonale de Lucerne	2'660	165	16.1	16.1
Banque cantonale de Zoug	1'450	87	16.6	16.6
Banque Coop	1'160	38	30.6	30.6
Hypo Lenzburg	318	27	11.6	11.6
Banque CA St-Gall	246	12	20.3	20.3
Banque Linth	395	29	13.4	13.4
Banque Cantonale du Jura	178	10	17.2	17.2
Moyenne				12.8
Médiane				14.3

Source: rapport de gestion, SIX Homepage

Ref: Trading multiples - Bénéfice net EX09A - Section MA - Multiples Analysis

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen du multiple valeur de marché / bénéfice net

	Valeur
Bénéfice net 2009 (CHF mio.)	107.5
Nombre d'actions en circulation	2'681'024
Bénéfice net par action	40.1
Médiane du multiple valeur de marché / bénéfice net	14.3
Valeur par action NAB	575

Source: Ernst & Young

Ref: Trading multiples - Bénéfice net EX09A - Section MA - Multiples Analysis

Déduction du multiple

- ▶ Le multiple valeur de marché / bénéfice net met en relation la valeur de marché actuelle des fonds propres et le bénéfice net réalisé. En appliquant ce multiple sur le bénéfice net de la NAB, il est possible d'évaluer sa valeur actuelle par action.
- ▶ Le tableau ci-contre présente le calcul des multiples du groupe de référence, que nous avons divisé en entreprises liquides et illiquides. Comme la NAB est illiquide, nous corrigeons les multiples des entreprises de référence liquides d'une réduction de 25,2%.
- ▶ Le bénéfice net indiqué dans le tableau correspond à celui qui est publié dans les comptes annuels, mais il a été corrigé des affectations aux réserves et des dissolutions de réserves pour les risques bancaires généraux.
- ▶ Au sein des entreprises liquides, les multiples se situent entre -25.5 et 21.1 (avant correction pour illiquidité) et entre -19.1 et 15.8 (après correction).
- ▶ Les multiples des entreprises de référence illiquides se situent entre 11.6 et 30.6.
- ▶ La moyenne de tous les multiples valeur de marché / bénéfice net est de 12.8, la médiane de 14.3.

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen d'un multiple

- ▶ Les multiples du groupe de référence comprennent deux valeurs extrêmes. En 2009, UBS a été la seule entreprise du groupe de référence à réaliser un bénéfice net négatif. Il en résulte un multiple négatif. La seconde valeur extrême concerne la Banque Coop qui, en 2009, a affiché un bénéfice net très bas, ce qui a résulté en un multiple élevé. L'utilisation de la médiane a rendu le multiple robuste contre ces valeurs extrêmes.
- ▶ En 2009, le bénéfice net de la NAB était de CHF 107.5 mio. soit de CHF 40.10 par action.
- ▶ Si l'on applique le multiple valeur de marché / bénéfice net sur le bénéfice net par action NAB, il en résulte une valeur de marché par action de CHF 575.

Evaluation

- ▶ Pour un cours boursier de CHF 815 au 3 septembre 2010 et un bénéfice net de CHF 40.10 par action, on obtient un multiple valeur de marché / bénéfice net de la NAB d'environ 20.3. Cependant, comme les entreprises de référence ont un multiple valeur de marché / bénéfice net de 14.3 (médiane), c'est-à-dire beaucoup plus bas, cette méthode d'évaluation résulte en une valeur de marché de l'action NAB nettement inférieure au cours boursier actuel.

Valeur de marché / bénéfice net au 1S2010

Calcul du multiple valeur de marché / bénéfice net

	Valeur de marché des fonds propres 03.09.2010	Bénéfice net 1H2010	Valeur de marché / bénéfice net	Valeur de marché / bénéfice net après correction pour illiquidité
<i>Monnaie: CHF mio.</i>				
Entreprises de référence liquides				
UBS	69'840	2'005	34.8	26.1
Credit Suisse Group	55'850	3'648	15.3	11.5
Julius Baer	7'910	185	42.8	32.0
Valiant	3'140	70	44.8	33.5
Banque Cantonale Vaudoise	4'260	145	29.3	21.9
Banque cantonale de St-Gall	2'560	70	36.4	27.3
Entreprises de référence illiquides				
Banque cantonale bernoise	2'230	85	26.2	26.2
Banque cantonale de Lucerne	2'660	86	30.9	30.9
Banque cantonale de Zoug	1'450	42	34.7	34.7
Banque Coop	1'160	26	44.8	44.8
Hypo Lenzburg	318	14	22.2	22.2
Banque CA St-Gall	246	5	53.8	53.8
Banque Linth	395	12	33.2	33.2
Banque Cantonale du Jura	178	7	27.3	27.3
Moyenne				30.4
Médiane				29.1

Source: rapports de gestion, SIX Homepage

Ref: Trading multiples - Bénéfice net 1S2010 - Section MA - Multiples Analysis

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen du multiple valeur de marché / bénéfice net

	Valeur
<i>Monnaie: CHF</i>	
Bénéfice net 1S2010 (CHF mio.)	64.8
Nombre d'actions en circulation	2'681'024
Bénéfice net par action	24.2
Médiane du multiple valeur de marché / bénéfice net	29.1
Valeur par action NAB	703

Source: Ernst & Young

Ref: Trading multiples - Bénéfice net 1S2010 - Section MA - Multiples Analysis

Déduction du multiple

- ▶ Le multiple valeur de marché / bénéfice net met en relation la valeur de marché actuelle des fonds propres et le bénéfice net réalisé. En appliquant ce multiple sur le bénéfice net de la NAB, il est possible d'évaluer sa valeur actuelle par action.
- ▶ Le tableau ci-contre présente le calcul des multiples du groupe de référence, que nous avons divisé en entreprises liquides et illiquides. Comme la NAB est illiquide, nous corrigeons les multiples des entreprises de référence liquides d'une réduction de 25,2%.
- ▶ Le bénéfice net indiqué dans le tableau correspond à celui qui est publié dans les comptes semestriels, mais il a été corrigé des affectations aux réserves et des dissolutions de réserves pour les risques bancaires généraux.
- ▶ Au sein des entreprises liquides, les multiples se situent entre 15.3 et 44.8 (avant correction pour illiquidité) et entre 11.5 et 33.5 (après correction).
- ▶ Les multiples des entreprises de référence illiquides se situent entre 22.2 et 53.8.
- ▶ La moyenne de tous les multiples valeur de marché / bénéfice net est de 30.4, la médiane de 29.1.
- ▶ Le multiple de la Banque Coop se situe, comme c'était déjà le cas en 2009, bien au-dessus de celui des autres banques. Cela est dû à un projet IT dont le coût a été imputé au résultat semestriel. Credit Suisse a en revanche un multiple comparativement très bas, car il a pu afficher un bénéfice très élevé.

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen d'un multiple

- ▶ Au premier semestre 2009, le bénéfice net de la NAB s'élevait à CHF 64.8 mio., soit CHF 24.20 par action.
- ▶ Si l'on applique le multiple valeur de marché / bénéfice net sur le bénéfice net par action NAB, il en résulte une valeur de marché par action de CHF 703.

Evaluation

- ▶ Pour un cours boursier de CHF 815 au 3 septembre 2010 et un bénéfice net de CHF 24.20 par action, on obtient un multiple valeur de marché / bénéfice net de la NAB d'environ 33.7. Cependant, comme les entreprises de référence ont un multiple valeur de marché / bénéfice net de 29.1 (médiane), c'est-à-dire légèrement plus bas seulement, cette méthode d'évaluation résulte en une valeur de marché de l'action NAB inférieure au cours boursier actuel.

Valeur de marché / bénéfice net escompté en 2010

Calcul du multiple valeur de marché / bénéfice net

	Valeur de marché des fonds propres 03.09.2010	Bénéfice net 1S2010	Valeur de marché / bénéfice net	Valeur de marché / bénéfice net après correction pour illiquidité
<i>Monnaie: CHF mio.</i>				
Entreprises de référence liquides				
UBS	69'840	2'005	34.8	26.1
Credit Suisse Group	55'850	3'648	15.3	11.5
Julius Baer	7'910	185	42.8	32.0
Valiant	3'140	70	44.8	33.5
Banque Cantonale Vaudoise	4'260	145	29.3	21.9
Banque cantonale de St-Gall	2'560	70	36.4	27.3
Entreprises de référence illiquides				
Banque cantonale bernoise	2'230	85	26.2	26.2
Banque cantonale de Lucerne	2'660	86	30.9	30.9
Banque cantonale de Zoug	1'450	42	34.7	34.7
Banque Coop	1'160	26	44.8	44.8
Hypo Lenzburg	318	14	22.2	22.2
Banque CA St-Gall	246	5	53.8	53.8
Banque Linth	395	12	33.2	33.2
Banque Cantonale du Jura	178	7	27.3	27.3
Moyenne				30.4
Médiane				29.1

Source: rapports de gestion, SIX Homepage

Ref: Trading multiples - Bénéfice net 1S2010 - Section MA - Multiples Analysis

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen du multiple valeur de marché / bénéfice net

	Valeur
<i>Monnaie: CHF</i>	
Bénéfice net 1S2010 (CHF mio.)	64.8
Nombre d'actions en circulation	2'681'024
Bénéfice net par action	24.2
Médiane du multiple valeur de marché / bénéfice net	29.1
Valeur par action NAB	703

Source: Ernst & Young

Ref: Trading multiples - Bénéfice net 1S2010 - Section MA - Multiples Analysis

Déduction du multiple

- ▶ Le multiple valeur de marché / bénéfice net met en relation la valeur de marché actuelle des fonds propres et le bénéfice net attendu par les analystes pour l'exercice 2010. En appliquant ce multiple au bénéfice net attendu de la NAB, il est possible d'évaluer sa valeur actuelle par action.
- ▶ Le tableau ci-contre présente le calcul des multiples du groupe de référence, que nous avons divisé en entreprises liquides et illiquides. Comme la NAB est illiquide, nous corrigeons les multiples des entreprises de référence liquides d'une réduction de 25,2%.
- ▶ Nous avons tiré les estimations d'analystes du système d'information Bloomberg. Comme une partie seulement des entreprises de référence est couverte par les analystes, notre groupe de référence est relativement petit.
- ▶ Au sein des entreprises de référence liquides, les multiples se situent entre 9.1 et 22.4 (avant correction pour illiquidité) et entre 6.8 et 16.8 (après correction).
- ▶ Les multiples des entreprises de référence illiquides se situent entre 16.4 et 24.0.
- ▶ La moyenne de tous les multiples valeur de marché / bénéfice net est de 13.2, la médiane de 11.8.

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen d'un multiple

- ▶ Le management de la NAB s'attend à ce que le bénéfice net de la NAB atteigne env. 122.4 mio., soit CHF 45.70 par action en 2010.
- ▶ Si l'on applique le multiple valeur de marché / bénéfice net sur le bénéfice net attendu par action NAB, il en résulte une valeur de marché par action de CHF 538.

Evaluation

- ▶ Pour un cours boursier de CHF 815 au 3 septembre 2010 et un bénéfice net attendu de CHF 45.70 par action, on obtient un multiple valeur de marché / bénéfice net de la NAB d'environ 17.8. Cependant, comme les entreprises de référence ont un multiple valeur de marché / bénéfice net de 11.8 (médiane), c'est-à-dire beaucoup plus bas, cette méthode d'évaluation résulte en une valeur de marché de l'action NAB nettement inférieure au cours boursier actuel.

Valeur de marché / rendement sur dividende attendu en 2010

Calcul du rendement sur dividende escompté du groupe de référence

	Prix par action 03.09.2010	Dividende escompté par action 2010	Rendement sur dividende	Rendement sur dividende après correction pour illiquidité
<i>Monnaie: CHF</i>				
Entreprises de référence liquides				
UBS	18.23	0.06	0.3%	0.4%
Credit Suisse Group	47.09	2.04	4.3%	5.8%
Julius Baer	38.26	0.43	1.1%	1.5%
Valiant	199.00	3.25	1.6%	2.2%
Banque Cantonale Vaudoise	494.75	27.50	5.6%	7.4%
Banque cantonale de St-Gall	460.00	20.00	4.3%	5.8%
Entreprises de référence illiquides				
Banque cantonale de Lucerne	313.00	11.00	3.5%	3.5%
Banque cantonale de Zoug	5'030.00	175.00	3.5%	3.5%
Moyenne				3.8%
Médiane				3.5%

Source: rapports de gestion, SIX Homepage

Ref: Trading multiples - Dividende 2010 - Section MA - Multiples Analysis

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen du rendement sur dividende escompté

<i>Monnaie: CHF</i>	Valeur
Dividende escompté pour 2010	23
Médiane du rendement sur dividende	3.5%
Valeur par action NAB	653

Source: Ernst & Young

Ref: Trading multiples - Dividende 2010 - Section MA - Multiples Analysis

Déduction du rendement sur dividende

- ▶ Le rendement sur dividende escompté met en relation le dividende attendu pour l'année en cours et le cours actuel des actions. En appliquant cette valeur sur le dividende de la NAB attendu pour 2010, il est possible d'évaluer sa valeur actuelle par action.
- ▶ Le tableau ci-contre présente le calcul du rendement sur dividende du groupe de référence, que nous avons divisé en entreprises liquides et illiquides. Comme la NAB est illiquide, nous corrigeons les multiples des entreprises de référence liquides d'une réduction de 25,2%.
- ▶ Nous avons tiré les estimations d'analystes du système d'information Bloomberg. Comme une partie seulement des entreprises de référence est couverte par les analystes, notre groupe de référence est relativement petit.
- ▶ Au sein des entreprises de référence liquides, le rendement sur dividende se situe entre 0,3% et 5,6% (avant correction pour illiquidité) et entre 0,4% et 7,4% (après correction).
- ▶ Le rendement sur dividende des entreprises de référence illiquides est de 3,5%.
- ▶ La moyenne de tous les rendements sur dividende est de 3,8%, la médiane de 3,5%.

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen des attentes de rendement sur dividende

- ▶ Nous nous attendons à ce que la NAB distribue un dividende de CHF 23 par action pour l'exercice 2010.
- ▶ Si l'on applique le rendement sur dividende du groupe de référence au dividende NAB attendu, il en résulte une valeur de marché par action de CHF 653.

Evaluation

- ▶ Pour un cours boursier de CHF 815 au 3 septembre 2010 et un dividende attendu de CHF 23, on obtient un rendement sur dividende de la NAB d'environ 2,8%. Comme les entreprises de référence font état d'un rendement sur dividende plus élevé, soit 3,5% (médiane), cette méthode d'évaluation résulte en une valeur de marché de l'action NAB nettement inférieure au cours boursier actuel.

Depuis janvier 2009, il y a eu en Suisse 17 transactions M&A dans le secteur bancaire

Méthodologie

- ▶ Le prix d'achat payé pour une banque dans les transactions M&A peut être mis en relation avec certaines grandeurs de référence comme le bénéfice net ou les actifs sous gestion. En appliquant le multiple ainsi déterminé à la grandeur de référence correspondante de la NAB, il est possible d'évaluer sa valeur d'entreprise.
- ▶ Lorsqu'il y a, dans le cadre d'une transaction M&A, prise de contrôle sur l'entreprise cible, l'acheteur paie généralement une prime. Mais comme le CSG a déjà le contrôle de la NAB, il n'y a pas lieu de tenir compte d'une prime de contrôle dans l'évaluation de la NAB. La valeur d'entreprise de la NAB calculée au moyen du multiple de transaction doit donc encore être réduite de la prime de contrôle implicite.

Sources de données et critères de recherche

- ▶ Pour notre recherche de transactions d'entreprises comparables, nous avons eu recours aux deux bases de données commerciales, Mergermarket et Capital IQ.
- ▶ Notre recherche s'est limitée aux transactions réalisées dans le secteur industriel Financial Services, sous-secteur Banking.
- ▶ Nous avons considéré uniquement les transactions dans lesquelles l'entreprise cible est domiciliée en Suisse.
- ▶ Au niveau temporel, nous avons limité notre recherche aux transactions qui ont été annoncées après le 1er janvier 2009.

Résultats de la recherche

- ▶ Nous avons identifié 17 transactions répondant aux critères ci-dessus. Cependant, les données permettant de calculer un multiple telles que la valeur de la transaction (prix d'achat) ou le dernier bénéficiaire net publié avant la transaction, qui constitue également une grandeur de référence pertinente, ne sont connues que pour trois de ces transactions.
- ▶ Le tableau de la page suivante présente les données importantes des transactions.

Les données permettant de calculer des multiples de transactions ne sont connues que pour des transactions identifiées

Transactions M&A dans le secteur bancaire depuis janvier 2009

Date	Société cible	Acheteur	Vendeur	Valeur de la transaction	Valeur d'entre prise	Multiple prix / bénéfice	Description
26.02.2009	Bank Jura Laufen AG (86.8% Stake)	Valiant Holding AG		83.0	95.9	16.7	Valiant Holding AG has agreed to acquire a 86.8 % stake in Bank Jura Laufen AG, the Switzerland based bank and subsidiary of Clientis AG, the Switzerland based retail banking services provider, for a cash and stock consideration of CHF 97.025m (EUR 65.32m).
16.03.2009	Banque de Patrimoines Prives Geneve SA	Norinvest Holding SA					Norinvest Holding SA, the Switzerland based holding company engaged in banking and asset management business, has acquired Banque de Patrimoines Prives Geneve SA (BPP), the Switzerland based asset management company, for an undisclosed consideration.
20.05.2009	Julius Baer Group Ltd.	Julius Baer Holding AG (Shareholders)	GAM Holding Ltd	7'218.0	7'218.3	17.1	The board of directors of Julius Baer Holding has agreed to split the company into two separate listed entities.
09.06.2009	Russische Kommerzial Bank AG	Gazprombank OJSC	VTB Bank JSC				Gazprombank OJSC, the Russian bank and a subsidiary of OAO Gazprom has acquired Russische Kommerzial Bank AG, the Switzerland based commercial bank, from JSC VTB Bank, the listed Russia based commercial bank, for an undisclosed consideration.
21.07.2009	AAM Privatbank AG	Basler Kantonalbank AG	Basellandschaftliche Kantonalbank (BLKB)				Basler Kantonalbank AG has acquired AAM Privatbank AG, the Switzerland based bank providing a range of financial and advisory services, from Basellandschaftliche Kantonalbank, the listed Switzerland based commercial bank, for an undisclosed consideration.
27.07.2009	Dresdner Bank (Switzerland) Ltd	Liechtenstein Global Trust	Commerzbank AG				Liechtenstein Global Trust (LGT Group), the Liechtenstein based wealth and asset management group, has agreed to acquire Dresdner Bank (Switzerland) Ltd, the Switzerland based private bank, from Commerzbank AG, the listed Germany based investment and commercial bank, for an undisclosed cash consideration.
30.07.2009	Commerzbank (Schweiz) AG	Vontobel Holding AG	Commerzbank AG				Vontobel Holding AG has agreed to acquire Commerzbank (Schweiz) AG from Commerzbank AG, the listed Germany based investment and commercial bank, for a undisclosed consideration.
26.08.2009	SPAR + LEIHKASSE STEFFISBURG AG	Valiant Holding AG		69.0	69.1		Valiant Holding AG, the Switzerland based provider of banking services, has agreed to acquire SPAR + LEIHKASSE STEFFISBURG, the Switzerland based regional commercial bank, for a total equity consideration of CHF 73.6m (EUR 48.5m).
26.08.2009	Caisse d'Epargne de Siviriez SA	Banque Romande Valiant	-				As of October 26, 2009, Caisse d'Epargne de Siviriez SA operates as a subsidiary of Banque Romande Valiant. Caisse d'Epargne de Siviriez SA offers personal and business banking services.
07.10.2009	ING Bank (Switzerland) Ltd	Julius Baer Group Ltd.	ING Group NV	506.0	505.7	14.4	Julius Baer Holding AG, the listed Switzerland based holding company for the Julius Baer Group that manages assets for private and institutional clients, has agreed to acquire ING Bank (Switzerland) Ltd from ING Group NV for a cash consideration of CHF 520m (EUR 344.14m).
13.11.2009	LB(Swiss) Privatbank AG (50% Stake)	Helaba Landesbank Hessen Thuringen Girozentrale	Bayerische Landesbank				Landesbank Hessen-Thuringen Girozentrale has agreed to acquire a 50% of LB(Swiss) Privatbank AG from Bayerische Landesbank in exchange of a 25% plus one share stake of Banque LBLux.
31.12.2009	Fortis Banque (Suisse) S.A.	BNP Paribas (Suisse) S.A.	BGL Société Anonyme	178.4			As of May 25, 2010, Fortis Banque (Suisse) S.A. operates as a subsidiary of BNP Paribas (Suisse) S.A. Fortis Banque (Suisse) S.A. operates as a bank in Switzerland.
12.02.2010	Banca Commerciale di Lugano	Hinduja Bank (Switzerland) Ltd					Hinduja Bank (Switzerland) Ltd, the Switzerland based private banking entity and a subsidiary of The Hinduja Group, the India based conglomerate, has acquired Banca Commerciale di Lugano (BCL), the Switzerland based bank, for an undisclosed consideration.
12.02.2010	Sarasin Colombo Gestioni Patrimoniali SA	Colombo Family	Bank Sarasin & Cie AG				Colombo Family, the Switzerland based bankers and founders of Colombo Gestioni Patrimoniali SA, have agreed to acquire Sarasin Colombo Gestioni Patrimoniali SA, the Switzerland based private bank, from Bank Sarasin & Cie AG for an undisclosed consideration.
07.04.2010	Clientis Triba Partner Bank AG	Valiant Holding AG (SWX:VATN)	Clientis Zuercher Regionalbank	13.3	73.8		Clientis Triba Partner Bank AG provides financial products and services for private persons, small to medium-sized companies, and institutions. Clientis Triba Partner Bank AG was incorporated in 1900 and is based in Triengen, Switzerland.
29.04.2010	Raiffeisenbank Albula	Raiffeisenbank Mittelbünden Genossenschaft	-				Raiffeisenbank Albula offers commercial and personal banking services. The company is based in Tiefencastel, Switzerland.
15.06.2010	Atlantic Vermögensverwaltungsbank	Bank von Roll AG	Bankhaus Lampe KG				Bank von Roll AG, the Switzerland based bank, has acquired Atlantic Vermögensverwaltungsbank, the Switzerland based bank, from Bankhaus Lampe KG, the Germany based Commercial bank under the ownership of Oetker family, for an undisclosed consideration.

Source: Mergermarket, Capital IQ

Ref: Transaction multiples - Section MA - Multiples Analysis

Sur la base de multiples de transactions, on obtient une valeur NAB de CHF 525 par action

Calcul du multiple de transaction

Société cible	Acheteur	Multiple prix/bénéfice
Banque Jura Laufen AG	Valiant Holding AG	16.7
ING Bank (Switzerland) Ltd	Julius Baer Group Ltd.	14.4
Multiple moyen		15.6
après déduction de la réduction de minorité	21.6%	12.2

Source: Ernst & Young
Ref: Transaction multiples - Section MA - Multiples Analysis

Calcul de la valeur de l'action NAB au moyen du multiple de transaction

Monnaie: CHF	Valeur
Bénéfice net 2008 (CHF mio.)	115.4
Bénéfice net par action	43
Multiple prix/bénéfice avant réduction de minorité	15.6
Valeur par action avant réduction de minorité	670
Multiple prix/bénéfice après réduction de minorité	12.2
Valeur par action après réduction de minorité	525

Source: Ernst & Young
Ref: Transaction multiples - Section MA - Multiples Analysis

Description des transactions

- ▶ Pour les trois transactions suivantes, des données suffisantes sont disponibles pour calculer des multiples.
- 1 Au printemps 2009, Valiant Holding a acquis 86,6% de Clientis Bank Jura Laufen au prix de CHF 97 mio., Valiant possédant déjà une part de 13,2% du capital en actions. La banque Jura Laufen a été poursuivie en tant que filiale autonome de Valiant. L'acquisition avait pour objet l'expansion de Valiant en Suisse romande. Au moment de l'acquisition, la banque Jura Laufen réalisait, avec 88 collaborateurs, un bénéfice net de CHF 6.1 mio.
 - 2 Durant l'été 2009, le groupe Julius Baer a été divisé en deux parties, Private Banking et Asset Management. La partie Asset Management resta sous l'égide de l'ancien Julius Baer Group et a été rebaptisée GAM Holding, tandis que le Private Banking était transféré à une nouvelle société pour être ensuite coté à la SIX Swiss Exchange. La séparation n'était toutefois pas une transaction M&A entre tiers, mais un spin-off aux valeurs de marché. La transaction ne peut donc pas être utilisée pour en tirer des conclusions sur la valeur de la NAB.
 - 3 ING Bank (Suisse) SA a été acquise par la banque Julius Baer à l'automne 2009 au prix de CHF 506 mio. La transaction incluait les succursales d'ING à Monaco et Jersey. Au moment de la reprise, ING gérait, avec env. 310 collaborateurs, des actifs de CHF 15 mrd et réalisait un bénéfice net de quelque CHF 35 mio.

Résultat de l'évaluation

- ▶ Le tableau ci-dessus indique le multiple prix/bénéfice moyen déterminé sur la base des deux transactions identifiées comme pertinentes. Pour les raisons susmentionnées, le spin-off de Julius Baer en GAM et Banque Julius Baer n'a pas été pris en considération. Il en résulte un multiple de 15.6.
- ▶ Dans les deux transactions, il y a eu prise de contrôle de l'entreprise cible. Comme le CSG a déjà le contrôle de la NAB, le multiple calculé doit encore être corrigé d'une réduction de minorité. Celle-ci a été déterminée sur la base de transactions historiques dans le secteur bancaire américain et s'élève à 21,6%. Il a été en outre recouru à la base de données «Mergerstat® / BVR Control Premium Study™» de Business Valuation Resources (BVR). En tenant compte de la réduction de minorité, le multiple prix/bénéfice est de 12.2.
- ▶ Le tableau ci-dessous présente le calcul de la valeur d'entreprise de la NAB par ce multiple prix/bénéfice. Comme les multiples des deux transactions ont été calculés en utilisant le bénéfice net de 2008, nous appliquons notre multiple au bénéfice net 2008 de la NAB. En tenant compte de la réduction de minorité, nous avons obtenu une valeur par action NAB de CHF 525.

Appendix A

Méthodes d'évaluation

Méthodes d'évaluation

Description de la méthode Discounted Cashflow

- ▶ La méthode Discounted Cashflow (DCF) calcule la valeur opérationnelle d'une entreprise en actualisant les futurs dividendes escomptés sur la base du taux de rendement attendu sur fonds propres.
- ▶ Il existe deux variantes de méthode DCF. D'une part, on peut calculer la valeur actuelle de tous les cash-flows revenant à l'entreprise et en déduire les fonds de tiers afin d'obtenir la valeur des fonds propres. D'autre part, il est aussi possible de calculer directement la valeur actuelle de tous les cash-flows aux bailleurs de fonds propres et d'obtenir ainsi directement la valeur des fonds propres. Alors que la première méthode est généralement utilisée pour les entreprises industrielles, la seconde est appliquée en standard pour l'évaluation de banques.
- ▶ Les paramètres du rendement attendu sur fonds propres sont déterminés sur la base de données du marché comme p. ex. le risque systématique (bêta), voir également annexe B – Calcul du rendement attendu sur fonds propres.
- ▶ Dans le cadre de la méthode DCF, on établit, après la période du Business Plan, une hypothèse sur le montant des dividendes durables, qui permet de déduire la valeur résiduelle. Cette valeur résiduelle comprend la valeur de tous les dividendes futurs suivant les périodes comprises explicitement dans le Business Plan.
- ▶ Comme la méthode DCF permet de déterminer la valeur opérationnelle, les valeurs patrimoniales qui ne sont pas nécessaires à l'exploitation ou les engagements (s'il en existe) doivent également être pris en compte dans la déduction de la valeur totale des fonds propres.

Approche de valeur de marché

- ▶ Pour rationaliser la méthode d'évaluation primaire (méthode DCF), la valeur des fonds propres de la NAB a en outre été déterminée sur la base d'autres banques suisses cotées en Bourse. L'approche de valeur de marché inclut deux méthodes:
 - l'approche «Trading Multiple» et
 - l'approche «Transaction Multiple».
- ▶ L'approche Trading Multiple considère les indicateurs financiers d'entreprises comparables cotées en Bourse (groupe de référence), dont les indicateurs sont comparés à ceux de l'entreprise cible. Les entreprises appropriées sont sélectionnées sur la base de critères tels que la branche, le marché, la taille d'entreprise, la structure du capital, les rapports de propriété. Les données obtenues sont alors corrigées d'éventuelles valeurs extrêmes statistiques (par exemple seulement part de chiffre d'affaires marginale dans la même branche).

Méthodes d'évaluation

- ▶ Les multiples fréquemment utilisés pour les banques sont les indicateurs orientés rendement tels que valeur d'entreprise / bénéfice net ou valeur d'entreprise / valeur comptable des fonds propres. Nous avons appliqué les valeurs suivantes pour l'évaluation des multiples:
 - prix par action / bénéfice net par action;
 - capitalisation boursière /valeur comptable des fonds propres et
 - dividende par action / prix par action.
- ▶ L'approche Transaction Multiple se réfère aux prix des transactions d'entreprises effectivement réalisées. Les transactions publiées sur la reprise d'entreprises comparables permettent également de trouver des «indices de marché» pouvant être utilisés pour la vérification ou la déduction d'une valeur d'entreprise. Des indicateurs orientés rendement (rapport valeur d'entreprise payée / bénéfice net) sont aussi souvent utilisés comme multiple.
- ▶ Il est primordial, dans l'approche de valeur de marché, que la déduction du multiple ainsi que le calcul de la valeur de l'entreprise à évaluer suivent une logique cohérente. Ceci est particulièrement important dans les valeurs patrimoniales non nécessaires à l'exploitation et les positions du bilan telles que les liquidités ou les provisions.

Appendix B

Calcul du coût des fonds propres

Calcul du coût des fonds propres

Analyse bêta groupe de référence au 3 septembre 2010

Unternehmen	Ticker	Bêta ajusté	Bêta utilisé
St Galler Kantonalbank AG	SGKN SW	0.891	0.891
Banque Cantonale Vaudoise	BCVN SW	0.929	0.929
Bank Sarasin & Cie AG	BSAN SW	1.206	Modèle commercial
Credit Suisse Group AG	CSGN VX	1.326	Modèle commercial
EFG International AG	EFGN SW	1.858	Modèle commercial
Julius Baer Group Ltd	BAER VX	1.650	Modèle commercial
UBS AG	UBSN VX	1.736	Modèle commercial
Bank CA St Gallen AG	BCAN SW	0.500	Liquidité
Bank Coop AG	BC SW	0.456	Liquidité
Banque Linth	LINN SW	0.471	Liquidité
Banque Cantonale de Geneve	BCGE SW	0.741	Liquidité
Banque Cantonale du Jura	BCJ SW	0.322	Liquidité
Banque cantonale de Bâle-Campagne	BLKB SW	0.366	Liquidité
Berner Kantonalbank AG	BEKN SW	0.428	Liquidité
Banque cantonale des Grisons	GRKP SW	0.548	Liquidité
Hypothekbank Lenzburg	HBLN SW	0.370	Liquidité
Luzerner Kantonalbank AG	LUKN SW	0.444	Liquidité
Banque cantonale du Valais	WKB SW	0.447	Liquidité
Zuger Kantonalbank AG	ZG SW	0.349	Liquidité
Banque cantonale bâloise	BSKP SW	0.338	Importance
Valiant Holding	VATN SW	0.377	Importance
Le plus bas		0.322	0.891
Le plus élevé		1.858	0.929
Moyenne		0.750	0.910
Médiane		0.471	0.910

Source: Bloomberg

Date d'évaluation: 3 septembre 2010

Coût des fonds propres

- ▶ Comme nous utilisons, pour évaluer les fonds propres de la NAB, une méthode de valeur de rendement, les bénéfices futurs doivent être actualisés sur la base du taux de rendement attendu sur fonds propres.
- ▶ Le taux de rendement attendu sur fonds propres est le rendement requis sur les fonds propres d'une entreprise. Le Capital Asset Pricing Model (CAPM) est un modèle généralement reconnu pour déterminer le rendement théoriquement possible sur les fonds propres. Le CAPM stipule que le rendement de valeurs patrimoniales entachées de risques correspond au rendement de valeurs patrimoniales sans risques (R_f) majoré d'une prime de risque (R_m) adaptée à l'aide du facteur bêta (β). Le facteur bêta décrit la manière dont le rendement d'une action ou d'un portefeuille est corrélé au rendement de l'ensemble du marché.

Taux d'intérêt sans risque

- ▶ Le point de départ du calcul du taux de capitalisation est un placement alternatif en titres à revenu fixe (sans risque), en choisissant généralement un placement en obligations à longue échéance de la Confédération. Dans le cas présent, nous avons pris comme taux de base le rendement moyen d'une obligation de la Confédération suisse à 10 ans qui, au moment de l'évaluation, était de 1,28%.

Prime de risque de marché

- ▶ La prime de risque de marché correspond à la différence entre le rendement escompté du marché d'actions et le taux de base sans risque. Des études historiques du marché des capitaux révèlent que les investissements dans des fonds propres permettent d'obtenir des rendements de 4,0% à 6,0% plus élevés que les investissements dans des placements sans risque comme les obligations fédérales. Sur la base de primes de risque historiques pour les fonds propres en Suisse, une prime de risque de 5,0% a été appliquée.

Bêta

- ▶ La prime de risque moyenne doit être adaptée au profil de risque spécifique de l'entreprise à évaluer. Le CAPM tient compte de tels risques spécifiques au travers du facteur bêta. Le facteur bêta est un facteur de pondération qui mesure la sensibilité d'un titre aux évolutions du marché des capitaux. Le facteur bêta est donc un étalon pour le risque systématique d'une entreprise.
- ▶ L'analyse bêta a été réalisée sur la base de données mensuelles pour cinq ans, une analyse régressive ayant été effectuée contre le SPI pour chaque banque de référence.
- ▶ Notre groupe de référence se compose de banques de crédit et de gestion de fortune suisses. Le groupe de référence ainsi que les résultats de l'analyse bêta sont présentés à gauche du tableau.

Calcul du coût des fonds propres

Analyse bêta groupe de référence au 3 septembre 2010

Unternehmen	Ticker	Bêta ajusté	Bêta utilisé
St Galler Kantonalbank AG	SGKN SW	0.891	0.891
Banque Cantonale Vaudoise	BCVN SW	0.929	0.929
Bank Sarasin & Cie AG	BSAN SW	1.206	Modèle commercial
Credit Suisse Group AG	CSGN VX	1.326	Modèle commercial
EFG International AG	EFGN SW	1.858	Modèle commercial
Julius Baer Group Ltd	BAER VX	1.650	Modèle commercial
UBS AG	UBSN VX	1.736	Modèle commercial
Bank CA St Gallen AG	BCAN SW	0.500	Liquidité
Bank Coop AG	BC SW	0.456	Liquidité
Banque Linth	LINN SW	0.471	Liquidité
Banque Cantonale de Geneve	BCGE SW	0.741	Liquidité
Banque Cantonale du Jura	BCJ SW	0.322	Liquidité
Banque cantonale de Bâle-Campagne	BLKB SW	0.366	Liquidité
Berner Kantonalbank AG	BEKN SW	0.428	Liquidité
Banque cantonale des Grisons	GRKP SW	0.548	Liquidité
Hypothekbank Lenzburg	HBLN SW	0.370	Liquidité
Luzerner Kantonalbank AG	LUKN SW	0.444	Liquidité
Banque cantonale du Valais	WKB SW	0.447	Liquidité
Zuger Kantonalbank AG	ZG SW	0.349	Liquidité
Banque cantonale bâloise	BSKP SW	0.338	Importance
Valiant Holding	VATN SW	0.377	Importance
Le plus bas		0.322	0.891
Le plus élevé		1.858	0.929
Moyenne		0.750	0.910
Médiane		0.471	0.910

Source: Bloomberg

Date d'évaluation: 3 septembre 2010

- ▶ En raison de leur faible liquidité, dont nous avons déjà discuté plus haut dans ce rapport, douze sociétés n'ont pas été prises en compte dans l'analyse bêta. L'illiquidité a pour effet que la valeur d'une entreprise ne varie pratiquement pas lorsque l'ensemble du marché est soumis à des fluctuations. Cela ne tient pas à la robustesse de l'entreprise face aux évolutions économiques générales, mais uniquement au fait que ses actions ne sont guère négociées. Les bêtas d'entreprises illiquides ne peuvent donc être utilisés.
- ▶ Nous avons en outre exclu cinq banques dont le modèle commercial n'était pas comparable à celui de la NAB. Par rapport à la NAB, dont les revenus proviennent essentiellement d'opérations de crédit relativement stables, les affaires d'UBS et du Credit Suisse sont soumises à une forte volatilité, en particulier par le domaine d'activités Investment Banking. La banque Julius Baer, la banque Sarasin et l'EFG n'ont pas été prises en considération en raison de la focalisation de leurs modèles commerciaux sur le private banking.
- ▶ Les coefficients bêta de la Banque cantonale bâloise ainsi que de Valiant ont été exclus du fait qu'ils n'ont aucune importance statistique.
- ▶ Nous n'avons donc considéré que la Banque cantonale de St-Gall et la Banque Cantonale Vaudoise pour la déduction du rendement attendu sur fonds propres. Leur bêta moyen est de 0,91.
- ▶ Dans ces deux banques, la part des opérations plus stables de différences d'intérêts est plus faible que chez la NAB, tandis que la part du résultat des commissions, plus volatile, est plus élevée. En raison de la volatilité correspondante de l'ensemble des produits de la NAB, un bêta plus faible serait justifié, menant ceteris paribus à une valeur actuelle plus élevée des dividendes futurs. Nous avons toutefois renoncé dans notre évaluation à corriger le bêta du groupe de référence vers le bas. A la place, nous avons procédé à une analyse de sensibilité afin de montrer comment une variation du rendement attendu sur fonds propres aurait influencé la valeur actuelle des dividendes.

Calcul du coût des fonds propres

Taux de rendement attendu sur fonds propres

- En utilisant les paramètres ci-dessus, nous avons calculé pour l'évaluation de la NAB un taux de rendement attendu sur fonds propres de 5,83%.

Taux de rendement attendu sur fonds propres NAB

Monnaie: CHF mio.	03.09.2010	Source
Taux d'intérêt sans risque, R_f	1.28%	Emprunt d'état Confédération suisse d'une durée de 10 ans (source: Bloomberg)
Prime de risque de marché, R_m	5.00%	Valeur moyenne historique sur plusieurs années
Bêta, β	0.91	Déduit du groupe de référence
Rendement attendu sur fonds propres	5.83%	$R_f + (\beta \times R_m)$

Source: Ernst & Young

Ref: calcul du rendement attendu sur fonds propres - Section DC – DCF

Appendix C

Sources d'information

Sources d'information

Chiffres financiers de la NAB

Les chiffres financiers utilisés de la NAB ont été établis en conformité avec les dispositions relatives à la présentation des comptes contenues dans l'ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne, les directives de la FINMA (RS 2008/2) sur les dispositions régissant l'établissement des comptes ainsi qu'avec les dispositions relatives à la présentation des comptes du règlement de cotation de la Bourse suisse.

Nous avons utilisé pour nos évaluations les informations suivantes de la NAB:

- ▶ Rapports de gestion publiés des années 2007, 2008 et 2009
- ▶ Comptes semestriels 2010 non vérifiés
- ▶ Comptes prévisionnels 2011 à 2013 (pas encore approuvés par le CSG au moment de ce rapport)
- ▶ Interview avec le management du 2 août 2010
- ▶ Présentation interne «Comparaison des banques année comptable 2009» («Bankvergleich Rechnungsjahr 2009»)

Informations spécifiques au marché des capitaux et à l'évaluation

- ▶ Business Valuation Resources (BVR): Public Company Transaction Data «Mergerstat®/BVR Control Premium Study™», URL: <http://www.bvmarketdata.com/>
- ▶ Business Valuation Resources (BVR): Lack of Marketability Discount Data «Valuation Advisors' Lack of Marketability Discount Study™», URL: <http://www.bvmarketdata.com/>
- ▶ Bloomberg
- ▶ Capital IQ, URL: <https://www.capitaliq.com/main.asp>
- ▶ Merger Market, URL: <http://www.mergermarket.com/home/>

Sources d'information

Evolution économique

- ▶ IHS Global Insight: Country Report Switzerland,
URL: <http://myinsight.ihsglobalinsight.com>, [situation: 4 août 2010]
- ▶ Schweizer Bank (2010): «Hypothekenmarkt Schweiz: Dumpingverdacht»,
URL: <http://www.schweizerbank.ch/de/artikelanzeige/artikelanzeige.asp?pkBerichtNr=180471>
[situation 4 août 2010]
- ▶ Banque nationale suisse (2010): «Financial Stability Report»
URL: http://www.snb.ch/n/mmr/reference/stabrep_2010/source/stabrep_2010.n.pdf
[situation 4 août 2010]