



Rapport de « Fairness Opinion » - Pargesa Holding SA

Attestation d'équité à l'attention du conseil d'administration de Pargesa Holding SA relative à l'évaluation de l'équité financière de l'offre publique d'échange volontaire de Parjointco N.V. portant sur la totalité des actions au porteur de Pargesa Holding SA se trouvant en mains du public

11 mars 2020

Table des matières



1	Introduction	3
1.1	Contexte de la transaction	4
1.2	Mandat de Rothschild & Co	6
1.3	Procédure d'évaluation	7
1.4	Base d'informations	8
2	Présentation de Pargesa et GBL	9
2.1	Présentation de Pargesa	10
2.2	Présentation de GBL	12
2.3	Portefeuille d'investissement de GBL	13
2.4	Analyse de la décote de la valeur de marché de Pargesa	15
2.5	Analyse de la décote de la valeur de marché de GBL	17
3	Structure de la transaction	19
3.1	Aperçu de la structure de la transaction	20
3.2	Schéma simplifié de la transaction envisagée	21
3.3	Considérations supplémentaires sur la transaction	24
4	Considérations relatives à l'évaluation et à l'analyse du Rapport d'échange	25
4.1	Introduction aux approches d'évaluation	26
4.2	Analyse des cours de bourse de Pargesa et GBL	32
4.3	Cours cible médian recommandé par les analystes	33
4.4	Analyse de l'actif net réévalué (ANR) de Pargesa	34
4.5	Analyses complémentaires à titre informatif	39

Table des matières



5	Évaluation des alternatives pour les actionnaires publics de Pargesa	42
5.1	Évaluation des alternatives pour les actionnaires publics de Pargesa	43
6	Résultat de l'Attestation d'équité	44
6.1	Résultat de l'Attestation d'équité	45
Annexe		47
A	Éléments additionnels	48
B	Liste des définitions et abréviations	52

1

Introduction

1.1 Contexte de la transaction

Contexte de la transaction

- Pargesa Holding SA (« **Pargesa** » ou la « **Société** ») est une société anonyme dont le siège est à Genève, en Suisse, et dont les actions au porteur sont cotées au SIX Swiss Exchange avec une capitalisation boursière de 5,9 MdsCHF au 6 mars 2020 (la « **Date d'évaluation** »)
- Le capital-actions de la Société s'élève à 1 698 723 400 CHF, divisé en 77 214 700 actions nominatives (non cotées) d'une valeur nominale de 2 CHF par action et 77 214 700 actions au porteur (cotées au SIX Swiss Exchange) d'une valeur nominale de 20 CHF par action. Les actions des deux classes sont entièrement libérées quant à leur valeur nominale et chaque action comporte un droit de vote égal, quelle que soit la valeur nominale
- À la Date d'évaluation, le principal actif de Pargesa consistait en une participation indirecte de 50,0% du capital et 51,7% des droits de vote de Groupe Bruxelles Lambert SA (« **GBL** »), société anonyme dont le siège est à Bruxelles, en Belgique, et dont les actions sont cotées sur le marché Euronext Bruxelles avec une capitalisation boursière de 12,6 MdsEUR à la Date d'évaluation. GBL intervient dans différents secteurs de l'industrie et des services par l'intermédiaire de ses participations dans des sociétés opérationnelles
- Le capital-actions de GBL s'élève à 653 136 356 EUR divisés en 161 358 287 actions (cotées sur Euronext Bruxelles) sans valeur nominale. Les actions sont entièrement libérées et chaque action comporte un droit de vote
- Parjointco N.V. (« **Parjointco** » ou l'« **Offrante** »), actionnaire majoritaire de Pargesa, est une société de droit néerlandais dont le siège est à Rotterdam, aux Pays-Bas. Les principaux actionnaires de HoldCo A consistent en un groupe formé de la Stichting Administratiekantoor F.-B., Rotterdam, aux Pays-Bas (la "Stichting F.-B."), de la Fiducie familiale résiduaire D. (*D. Family Residuary Trust*) et d'entités contrôlées par la Stichting F.-B. et la Fiducie familiale résiduaire D (ensemble, le « **Groupe Frère-Desmarais** »)
- La structure actuelle du Groupe Frère-Desmarais implique la coexistence de deux sociétés cotées au sein d'une même chaîne de détention : Pargesa, dont les actions au porteur sont cotées au SIX Swiss Exchange, d'une part, et GBL, dont les actions sont cotées sur le marché Euronext Bruxelles, d'autre part. Historiquement, cette structure juridique à plusieurs niveaux se caractérise par des distorsions dans les décotes de Pargesa et GBL par rapport à leur Actif Net Réévalué (« **ANR** ») respectif : au cours des 12 derniers mois, les actions au porteur de Pargesa se sont négociées en moyenne avec une décote de 15,3% par rapport à son ANR dit direct, déterminé en fonction de la valeur de marché de GBL, soit sa capitalisation boursière. Au cours de la même période, les actions de GBL se sont négociées en moyenne avec une décote de 25,5% par rapport à son ANR publié
- Pour référence, sur la base de l'ANR publié de Pargesa, déterminé par une approche transitive de l'ANR publié de GBL, la décote implicite affectant la valeur de marché de Pargesa est de 38,6% à la Date d'évaluation
- Le Groupe Frère-Desmarais souhaite simplifier cette structure et ainsi éliminer cette différence de décote en transférant l'actionariat public de Pargesa à GBL, puis en décotant Pargesa du SIX
- Dans ce contexte, Parjointco a publié une annonce préalable (l'« **Annonce préalable** ») le 11 mars 2020 concernant une offre publique d'échange sur toutes les actions au porteur de Pargesa en mains du public d'une valeur nominale de 20 CHF chacune (l'« **Offre** »). L'Offre ne portera pas sur les actions au porteur de Pargesa détenues par Parjointco ou par l'une de ses filiales directes ou indirectes

Sources Informations Société, FactSet (à la Date d'évaluation)

1.1 Contexte de la transaction

Contexte de la transaction (suite)

- L'Offre sera structurée comme une offre publique d'échange, par laquelle l'Offrante offrira 0,93 action existante de GBL pour une action au porteur de Pargesa (le « **Rapport d'échange** »)¹. Les actions GBL qui seront livrées à l'actionnariat public de Pargesa seront acquises auprès de Pargesa Netherlands B.V., filiale à 100% de Pargesa (« **Pargesa NL** ») par une filiale en propriété exclusive nouvellement constituée de Parjointco (« **NewCo** »). Cette acquisition sera réalisée à la valeur de marché contre une créance de Pargesa NL vis-à-vis de NewCo
- Sur la base du cours de clôture des actions GBL sur Euronext Bruxelles et d'un taux de change EUR-CHF de 1,0589 à la Date d'évaluation, le Rapport d'échange implique une valeur de 79,35 CHF par action au porteur de Pargesa. Cela représente une prime de 14,6% par rapport au cours de clôture de l'action au porteur de Pargesa de 69,25 CHF à la Date d'évaluation
- Le prix des actions au porteur de Pargesa, des actions GBL et du taux de change EUR-CHF peut varier entre l'Annonce préalable et l'exécution de l'Offre. De tels changements ont un impact sur la valeur de l'Offre et donc sur la valeur totale que les actionnaires publics reçoivent finalement pour leurs actions Pargesa
- Conformément à l'Annonce préalable, l'Offre devrait être soumise aux conditions suivantes :
 - À l'expiration de la Période d'Offre (éventuellement prolongée et telle que définie ci-dessous), l'Offrante a reçu des déclarations d'acceptation valables pour un nombre d'actions au porteur de Pargesa qui, additionné aux actions au porteur de Pargesa détenues par l'Offrante et les personnes agissant de concert avec elle, représente au moins 90% des droits de vote de Pargesa
- L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de GBL accepte la modification des statuts de GBL relative au droit de vote double pour les actions entièrement libérées, nominatives depuis au moins deux ans sans interruption au nom du même actionnaire, comme prévu par le nouveau Code belge des sociétés et associations
- Aucune autorité judiciaire ou administrative n'a rendu de décision empêchant, prohibant ou qualifiant d'inadmissible l'Offre ou son exécution
- Le prospectus d'Offre devrait vraisemblablement être publié le 22 avril 2020. Après l'expiration du délai de carence de 10 jours de bourse, l'Offre pourra être acceptée pendant 20 jours de bourse, c'est-à-dire en principe du 8 mai 2020 au 8 juin 2020, à 16 h 00, heure d'Europe centrale (CET) (la « **Période d'Offre** »). L'Offrante se réserve le droit de prolonger la Période d'Offre une ou plusieurs fois. Si l'Offre aboutit après la Période d'Offre, elle sera ouverte à l'acceptation pendant un délai supplémentaire de 10 jours de bourse
- Dans le cadre du mandat d'attestation d'équité (l'« **Attestation d'équité** »), Rothschild & Co Bank AG (« **Rothschild & Co** » ou « **nous** », « **nos** », ou « **notre** ») ne recevra aucune rémunération qui dépendrait de déclarations concernant l'évaluation de Pargesa ou GBL ou le succès de l'Offre. Rothschild & Co confirme par la présente avoir émis son attestation de manière indépendante conformément à la Commission des offres publiques d'acquisition (« **COPA** », Swiss Takeover Board) Circulaire n° 3, régissant l'évaluation des offres publiques d'achat. Conformément à l'art. 5 et suiv. et à l'art. 42 et suiv. de la Loi fédérale sur les établissements financiers (LEFin), Rothschild & Co est suffisamment qualifié pour préparer des attestations d'équité pour les offres publiques d'achat en Suisse

Sources Informations Société, FactSet (à la Date d'évaluation), LEFin, COPA

Note

¹ Le Rapport d'échange est soumis à des ajustements en cas d'événements dilutifs survenant avant l'exécution de l'Offre. Aucun ajustement du Rapport d'échange ne sera réalisé (i) du fait de l'exercice des options d'achat détenues par les employés et (ii) en raison du dividende 2019 porté à l'ordre du jour de l'AGA de Pargesa le 6 mai 2020

1.2 Mandat de Rothschild & Co

Mandat de Rothschild & Co

- Le Conseil d'administration de Pargesa a retenu les services de Rothschild & Co pour préparer une Attestation d'équité à son attention, évaluant l'équité du Rapport d'échange d'un point de vue financier, dans le cadre de l'émission par le Conseil d'administration de Pargesa de son rapport aux actionnaires en lien avec l'Offre (le « **Rapport du conseil** »)
- Les analyses effectuées par Rothschild & Co évaluent l'équité financière du Rapport d'échange comme si l'Offre avait été proposée à tous les actionnaires de Pargesa
- L'Attestation d'équité est uniquement destinée à être utilisée par le Conseil d'administration de Pargesa dans le cadre du Rapport du conseil (conformément à l'ordonnance de la COPA sur les offres publiques d'achat). Il n'est pas destiné aux actionnaires de Pargesa ou à d'autres tiers, ni ne donne lieu à des droits ou obligations envers les actionnaires de Pargesa ou à des tiers
- L'Attestation d'équité peut être publiée dans le cadre du Rapport du conseil d'administration et incluse à celui-ci. Elle peut également être mentionnée dans le prospectus d'Offre suisse de l'Offrante. L'utilisation à d'autres fins n'est pas autorisée
- L'Attestation d'équité ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics de Pargesa quant à l'acceptation ou au rejet de l'Offre
- De plus, l'Attestation d'équité n'évalue pas les aspects suivants :
 - Conditions de paiement et autres conditions de l'Offre
 - Évaluation juridique et/ou fiscale de la structure de l'Offre
 - Effets possibles sur les actionnaires de la décision d'acceptation ou de rejet de l'Offre
 - Performances, valeur ou prix futurs de l'action au porteur de Pargesa
 - Performances, valeur ou prix futurs de l'action GBL
- Rothschild & Co n'a effectué ni d'audit tel que prévu par la loi suisse ni de *due diligence*, et nous n'avons mandaté aucun autre tiers pour le faire
- En préparant l'Attestation d'équité, Rothschild & Co a supposé et s'est appuyé sur l'exactitude et l'exhaustivité des informations financières et d'autres informations concernant Pargesa et GBL (voir 1.4 Base d'informations), en particulier les informations fournies à Rothschild & Co par Pargesa. Rothschild & Co n'a pas vérifié de manière indépendante ces informations et n'assume aucune responsabilité en ce qui concerne leur vérification indépendante. La responsabilité de Rothschild & Co se limite à l'analyse et à l'évaluation minutieuses et professionnelles d'un point de vue financier des informations qui nous sont fournies
- Rothschild & Co s'est en outre appuyée sur l'assurance écrite de la Société attestant que celle-ci n'est au courant d'aucun fait ou circonstance non divulgué ou traité dans l'Attestation d'équité qui pourrait être pertinent pour les actionnaires lors de la lecture de l'Attestation d'équité ou dont la non-divulgaration pourrait donner une image inexacte, incomplète ou trompeuse de la Société et/ou de ses filiales ou participations ou de sa/leur situation actuelle ou son/leur développement futur d'une manière significative
- L'Attestation d'équité est également disponible en anglais et en allemand

1.3 Procédure d'évaluation

Procédure d'évaluation

- L'évaluation concerne les sociétés Pargesa et GBL
- La Date d'évaluation est le 6 mars 2020
- L'évaluation de l'équité du Rapport d'échange d'un point de vue financier est basée sur une analyse multicritères par laquelle nous avons dérivé des rapports d'échange implicites, obtenus sur la base d'un certain nombre de méthodes et d'analyses d'évaluation principales et complémentaires, qui sont comparées au Rapport d'échange
 - Méthodes d'évaluation retenues à titre principal :
 - Analyse des cours de bourse
 - Analyse des médianes des cours cibles recommandés par les analystes
 - Analyses des Actifs Nets Réévalués
 - Méthodes complémentaires présentées à titre informatif :
 - Sensibilités obtenues sur la base d'une actualisation des flux de dividendes futurs (« **DDM** », *Dividend Discount Model*)
 - Rapport d'échange ajusté en fonction du nombre d'actions
- L'évaluation est complétée par une évaluation des alternatives pour les actionnaires publics de Pargesa
- N'ont pas été pris en compte dans l'évaluation les éventuels impacts d'une acceptation ou d'un rejet de l'Offre par un actionnaire individuel, comme par exemple de possibles implications fiscales

1.4 Base d'informations

Base d'informations

- Rothschild & Co a utilisé les informations suivantes pour procéder à l'évaluation :
 - Informations publiques sur Pargesa et GBL jugées pertinentes pour l'évaluation. Cela comprend notamment les rapports annuels des exercices 2017 et 2018, le rapport financier semestriel de 2019, les présentations aux investisseurs et les communiqués de presse
 - Réunions et échanges téléphoniques avec la direction et le Conseil d'administration de Pargesa portant sur la situation financière et les performances de la Société, structure de l'actionnariat, détails concernant les étapes de l'Offre envisagées, politique de distribution de dividendes et calculs de l'ANR de Pargesa et de GBL
 - Informations supplémentaires sur Pargesa et GBL fournies par la direction de Pargesa concernant les dernières informations financières disponibles, y compris les projets de bilans statutaires pour l'exercice 2019, les calculs de l'ANR à la Date d'évaluation, l'actionnariat détaillé et le nombre d'actions en circulation à la Date d'évaluation et les décisions fiscales des autorités fiscales suisses compétentes dans le cadre de l'opération
 - Informations relatives aux plans d'options d'achat d'actions des salariés de Pargesa
 - Projet d'accord de transaction relatif à l'Offre (« **Accord de transaction** »)
 - Projet d'Annonce préalable
 - Informations sélectionnées sur les alternatives de structuration de l'Offre
 - Informations financières et boursières pour Pargesa, GBL et certaines sociétés comparables sélectionnées (sources principales : FactSet, Bloomberg)
- En préparant l'Attestation d'équité, Rothschild & Co s'est fiée à et s'est appuyée sur l'exactitude et l'exhaustivité des informations financières et des autres informations concernant Pargesa et GBL, en particulier les informations fournies à Rothschild & Co par Pargesa. Rothschild & Co n'a pas vérifié de manière indépendante ces informations et n'assume aucune responsabilité en ce qui concerne leur vérification indépendante. La responsabilité de Rothschild & Co se limite à l'analyse et à l'évaluation minutieuses et professionnelles d'un point de vue financier des informations qui nous sont fournies. Rothschild & Co n'a effectué aucune inspection physique
- La présente Attestation d'équité tient compte des conditions économiques et de marché en vigueur à la Date d'évaluation, ainsi que des informations et documents disponibles à Rothschild & Co à la Date d'évaluation. Ces conditions et informations sous-jacentes à l'Attestation d'équité peuvent changer après la Date d'évaluation, et tout changement de conditions ou de circonstances après la Date d'évaluation peut avoir une incidence sur les informations qui ont été utilisées comme base pour l'évaluation de Rothschild & Co. Rothschild & Co n'a aucune obligation de mettre à jour, de vérifier ou de confirmer toute information contenue dans la présente Attestation d'équité ou d'informer le Conseil d'administration de Pargesa ou toute autre personne de tout changement de circonstances

2

Présentation de Pargesa et GBL



2.1 Présentation de Pargesa

Aperçu général

Informations générales

- Pargesa est une société anonyme suisse dont le siège social est à Genève, en Suisse, dont les actions au porteur sont cotées au SIX Swiss Exchange avec une capitalisation boursière de 5,9 MdsCHF à la Date d'évaluation
- Le capital-actions de la Société s'élève à 1 698 723 400 CHF, divisé en 77 214 700 actions nominatives (non cotées) d'une valeur nominale de 2 CHF par action et 77 214 700 actions au porteur (cotées au SIX Swiss Exchange) d'une valeur nominale de 20 CHF par action. Les actions des deux classes sont entièrement libérées quant à leur valeur nominale et chaque action comporte un droit de vote égal quelle que soit la valeur nominale
- À la Date d'évaluation, le principal actif de Pargesa consistait en une participation indirecte représentant 50,0% du capital et 51,7% des droits de vote de GBL, société anonyme dont le siège est à Bruxelles, en Belgique, et dont les actions sont cotées sur le marché Euronext Bruxelles avec une capitalisation boursière de 12,6 MdsEUR à la Date d'évaluation. GBL intervient dans différents secteurs de l'industrie et des services par l'intermédiaire de ses participations dans des sociétés opérationnelles
- Bénéficiant du soutien et de la stabilité apportés par le partenariat, formé en 1990, entre ses deux actionnaires de contrôle (le groupe Power Corporation au Canada et le groupe Frère en Belgique), le Groupe Pargesa a pour objectif de créer de la valeur sur le long terme pour l'ensemble de ses actionnaires en développant un portefeuille de participations composé de sociétés leaders sur leurs marchés et intervenant dans différents secteurs de l'industrie et des services, auprès desquelles le Groupe joue un rôle d'actionnaire professionnel

Sources Informations Société, FactSet (à la Date d'évaluation)

Chiffres clés de Pargesa à la Date d'évaluation

ANR publié ¹	9 550 MCHF
	112,75 CHF par action
ANR direct ²	6 785 MCHF
	80,11 CHF par action
Valeur de marché	5 866 MCHF
	69,25 CHF par action

Notes

- 1 L'ANR publié de Pargesa correspond à son ANR obtenu sur la base d'une valeur « transitive » de 50,0% de l'ANR publié de GBL, en plus des autres actifs et passifs de Pargesa tels que publiés par la Société sur une base trimestrielle et fournis par la Société à Rothschild & Co à la Date d'évaluation
- 2 L'ANR direct de Pargesa correspond à son ANR « économique » basé sur la valeur de marché de 50,0% dans GBL, en plus des autres actifs et passifs de Pargesa, publiée par la Société sur une base trimestrielle et fournie par la Société à Rothschild & Co à la Date d'évaluation



2.1 Présentation de Pargesa

Aperçu de la structure de l'actionnariat

Structure de l'actionnariat de Pargesa

- Comme indiqué dans le tableau de droite, Pargesa est contrôlée conjointement par la holding néerlandaise Parjointco, en application de l'accord initial signé en 1990 par les groupes familiaux Desmarais et Frère, prorogé jusqu'en 2029, et comportant une clause prévoyant une éventuelle prolongation
 - Parjointco détient 75,6% des droits de vote de Pargesa
- Le nombre total d'actions émises (actions au porteur et actions nominatives) s'élève à 84 936 170¹, le flottant représentant 44,4% du total des actions émises (y compris les actions autodétenues)
- Considérant l'exercice des stock-options actuellement en place (par application de la méthode du « rachat d'actions », *Treasury method*), le nombre dilué d'actions Pargesa en circulation s'élèverait à 84 719 292²

Actionnariat de Pargesa à la Date d'évaluation

Droits de vote	Actions au porteur	Actions nominatives	Total actions ¹	Droits de vote	%
Parjointco	39 301 000	77 214 700	47 022 470	116 515 700	75,6%
Flottant	37 680 640	-	37 680 640	37 680 640	24,4%
Actions autodétenues	233 060	-	233 060	-	-
Nombre total d'actions émises	77 214 700	77 214 700	84 936 170	154 196 340	100,0%

Contrôle économique	Total actions	% (avec autodétention)	% (hors autodétention)
Parjointco	47 022 470	55,4%	55,5%
Flottant	37 680 640	44,4%	44,5%
Actions autodétenues	233 060	0,3%	-
Nombre d'actions émises	84 936 170	100,0%	100,0%
Nombre d'actions en circulation	84 703 110		
Dilution relative aux plans de stock-options ²	16 182		
Nombre d'actions en circulation dilué²	84 719 292		

Notes

- 1 Total des actions déterminé en tenant compte (i) du nombre d'actions au porteur d'une valeur nominale de 20 CHF par action, et (ii) du nombre d'actions nominatives d'une valeur nominale de 2 CHF par action converties en nombre équivalent d'actions au porteur en divisant par dix. Chaque action au porteur et nominative comporte un droit de vote
- 2 Dilution implicite par application de la méthode du « rachat d'actions » tenant compte du Rapport d'échange et du cours de l'action GBL à la Date d'évaluation pour les plans d'intéressement des employés, dirigeantes et cadres de Pargesa, impliquant l'attribution annuelle d'options sur des actions Pargesa (voir détails à l'Annexe A)



2.2 Présentation de GBL

Aperçu général

Informations générales

- GBL est une société anonyme dont le siège social est à Bruxelles, en Belgique et dont les actions sont cotées sur le marché Euronext Bruxelles avec une capitalisation boursière de 12,6 MdsEUR à la Date d'évaluation
 - Le capital-actions de GBL s'élève à 653 136 356 EUR divisés en 161 358 287 actions (cotées sur Euronext Bruxelles) sans valeur nominale. Les actions sont entièrement libérées et chaque action comporte un droit de vote
- GBL est une holding d'investissement reconnue, cotée en bourse depuis plus de soixante ans et un investisseur de premier plan en Europe, privilégiant la création de valeur à long terme et s'appuyant sur une base actionnariale familiale lui apportant stabilité et soutien
- GBL intervient dans divers secteurs et industries grâce à plusieurs participations stratégiques dans un certain nombre de sociétés opérationnelles, principalement des sociétés mondiales cotées, leaders dans leur secteur, dans lesquelles GBL agit en tant qu'investisseur professionnel actif
 - Le mandat de GBL est large et flexible, permettant des décisions d'investissement allant de 250 MEUR à 2 MdsEUR, dans des sociétés publiques et privées sises en Europe
 - GBL aspire à détenir un portefeuille de participations et à jouer un rôle actif dans la gouvernance par le biais de participations majoritaires ou de positions minoritaires stratégiques avec influence
- L'équipe de GBL est composée d'environ 20 professionnels de l'investissement spécialisés en gestion d'investissements, dont des experts financiers, juridiques et fiscaux internes, accompagnant le développement du portefeuille sur la base de critères de rotation d'actifs stricts
- GBL est contrôlée par Pargesa, qui détient 50,0% du capital-actions et 51,7% des droits de vote de GBL

Chiffres clés de GBL à la Date d'évaluation

ANR publié	18 224 MEUR	19 298 MCHF
	112,94 EUR par action	119,60 CHF par action
Valeur de marché	12 579 MEUR	13 319 MCHF
	80,58 EUR par action	85,33 CHF par action

Actionnariat de GBL à la Date d'évaluation

	Total actions	% de détention (avec autodétention)	Droits de vote (hors autodétention)
Pargesa	80 680 729	50,0%	51,7%
Flottant	75 419 318	46,7%	48,3%
Actions autodétenues	5 258 240	3,3%	-
Actions émises	161 358 287	100,0%	100,0%
Actions en circulation	156 100 047		

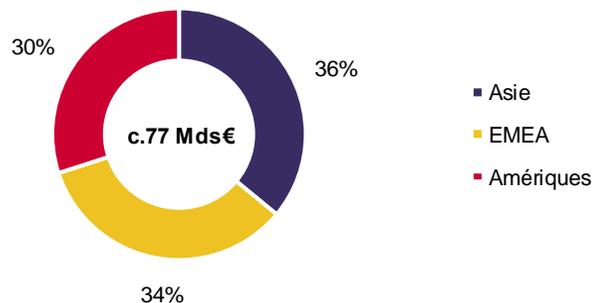
Sources Informations Société, FactSet (sur la base du taux de change EUR-CHF de 1,0589 à la Date d'évaluation)



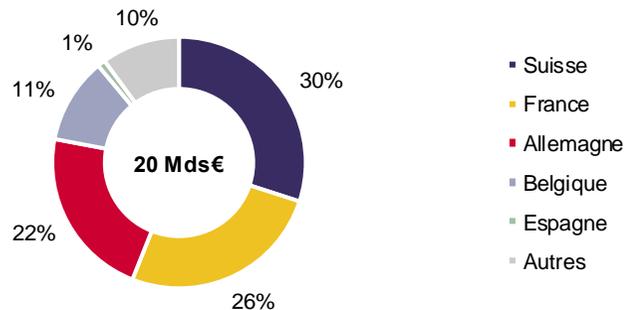
2.3 Portefeuille d'investissement de GBL

Répartition géographique du chiffre d'affaires et de l'ANR (au 8 novembre 2019)

Répartition des revenus consolidés par géographie¹



Répartition de l'ANR par géographie^{2,3}



Commentaires

- Le portefeuille d'investissement de GBL se compose de 12 actifs principaux à la Date d'évaluation⁴ :
 - Investissements cotés : Adidas, Pernod Ricard, SGS, LafargeHolcim, Imerys, Umicore, GEA, Ontex et autres
 - Investissements privés : Webhelp, Upfield, Parques Reunidos
 - Autre investissement : Sienna Capital
- Toutes les sociétés du portefeuille de GBL ont leur siège en Europe :
 - Suisse : SGS, Lafarge Holcim
 - France : Pernod Ricard, Imerys, Webhelp
 - Allemagne : Adidas, GEA
 - Belgique : Umicore, Ontex
 - Autres : Parques Reunidos (Espagne), Upfield (Pays-Bas) et Sienna Capital (Luxembourg)
- GBL a une empreinte mondiale à travers ses sociétés de portefeuille qui opèrent dans plus de 100 pays, répartis en trois régions géographiques, à savoir l'Europe, le Moyen-Orient et l'Afrique (EMEA), l'Asie et les Amériques
- Sur la base des dernières informations accessibles au public, les ventes consolidées de GBL se sont élevées à environ 77 MdsEUR au 8 novembre 2019 et sont presque équilibrées entre les différentes régions géographiques, l'Asie représentant 36%, la région EMEA 34% et les Amériques 30%
- Au 8 novembre 2019, la Suisse, la France et l'Allemagne représentent l'essentiel de l'ANR de GBL (78%). Cette position reflète un rééquilibrage progressif des investissements de GBL initié depuis 2012, aboutissant à un portefeuille plus diversifié géographiquement

Source GBL (présentation du roadshow de novembre 2019 - dernières informations accessibles au public)

Notes

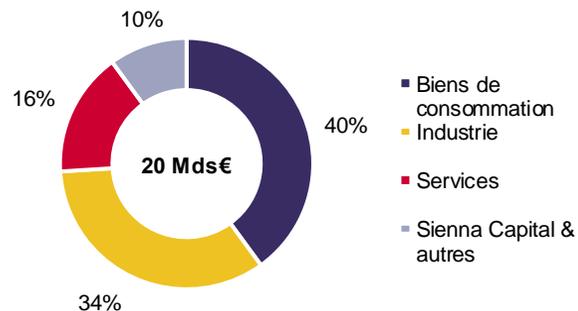
- Répartition géographique des sociétés du portefeuille pondérée par la contribution à la valeur du portefeuille de GBL (au 8 novembre 2019)
- Répartition indicative de l'ANR (hors (i) actions autodétenues et position d'endettement net et (ii) participation dans Total) par pays de constitution des sociétés du portefeuille (au 8 novembre 2019)
- Informations (i) calculées sur la base de la détention au 30 septembre 2019 et des cours de bourse au 8 novembre 2019 et (ii) hors actions autodétenues et position d'endettement net et participation dans Total qui a été entièrement cédée en mars et avril 2019 par des ventes à terme arrivées à échéance en janvier 2020
- Hors Total qui a été entièrement cédé en mars et avril 2019 par des ventes à terme arrivées à échéance en janvier 2020



2.3 Portefeuille d'investissement de GBL

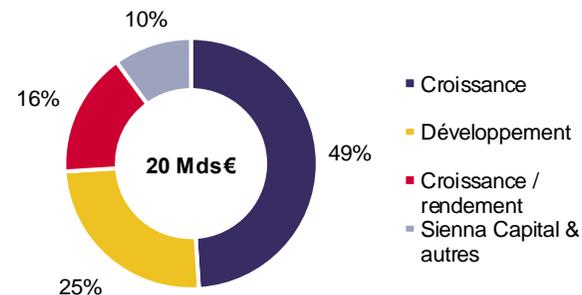
Ventilation de l'ANR par secteur, type d'investissement et cyclicité (au 8 novembre 2019)

Exposition sectorielle¹



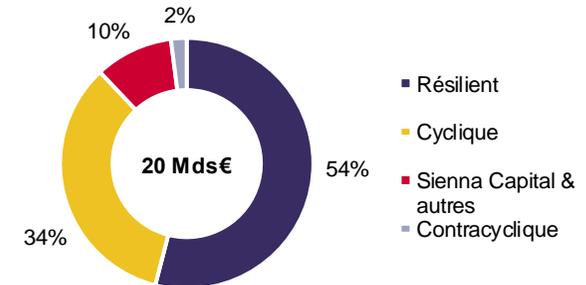
- Les secteurs investis sont les suivants :
 - Biens de consommation (40%)
 - Industrie (34%)
 - Services (16%)
 - Sienna Capital et autres (10%)
- L'exposition de GBL aux secteurs de l'énergie et des *utilities* a été réduite et compensée par des investissements dans les secteurs de la consommation, de l'industrie et des services, qui sont plus sensibles aux tendances de croissance à long terme

Type d'investissement¹



- Les investissements dans un nombre limité de grandes participations constituent toujours la majorité du portefeuille avec une exposition croissante aux petites entreprises cotées ou privées
- La stratégie de GBL est de contribuer à la création de valeur en étant un investisseur actif dans des sociétés mondiales cotées en bourse de qualité présentant un potentiel de croissance
- GBL s'est engagée dans un développement progressif d'actifs alternatifs via Sienna Capital²

Cyclicité des actifs¹



- La majeure partie de l'ANR est composée de sociétés ayant un modèle économique résilient (54%)
- Les activités cycliques représentent 34% de l'ANR
- Les 12% restants sont répartis entre Sienna Capital et d'autres sociétés (10%), ainsi que dans des actifs contracycliques (2%)

Source GBL (présentation du roadshow de novembre 2019 - dernières informations accessibles au public)

Notes

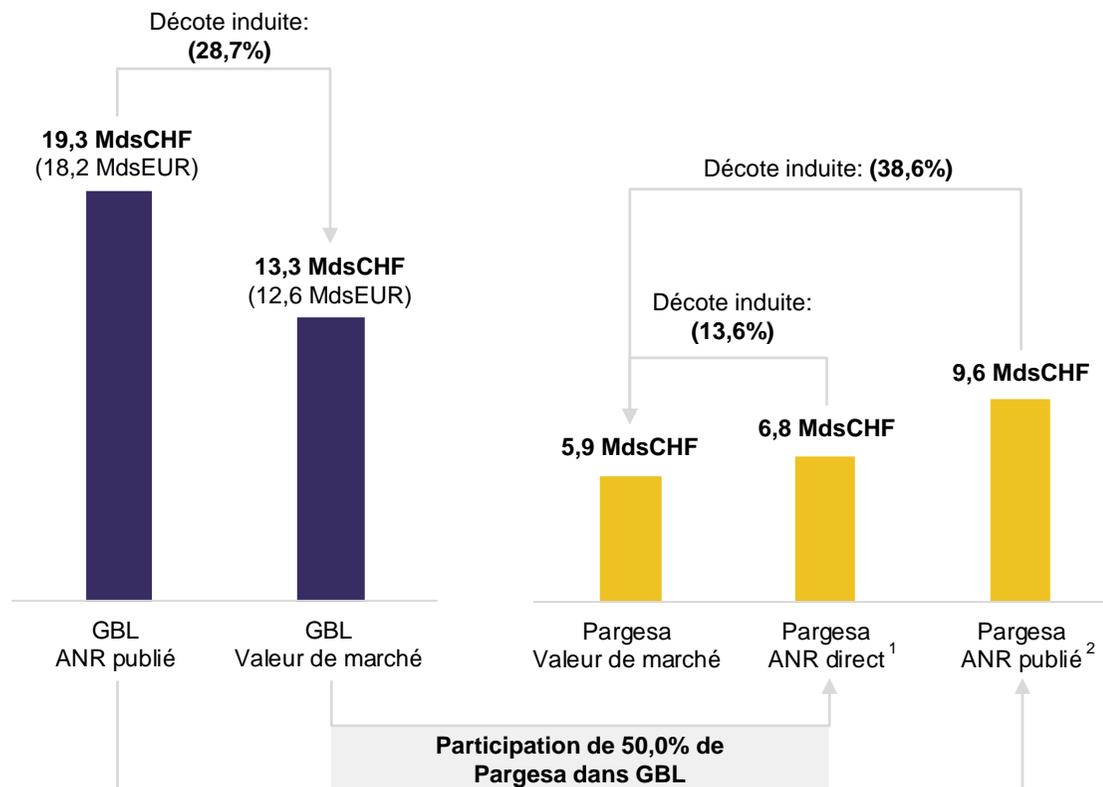
¹ Informations (i) calculées sur la base de la détention au 30 septembre 2019 et des cours de bourse au 8 novembre 2019 et (ii) hors actions autodétenues et position d'endettement net et participation dans Total qui a été entièrement cédée en mars et avril 2019 par des ventes à terme arrivées à échéance en janvier 2020

² Fonds d'investissement alternatif ayant des participations dans des fonds de capital-investissement, des fonds de dette et des fonds thématiques

2.4 Analyse de la décote de la valeur de marché de Pargesa



Illustration des décotes de Pargesa et GBL à leur valeur de marché à la Date d'évaluation



Commentaires

- Pargesa est une holding qui contrôle GBL (indirectement via Pargesa NL, filiale à 100%)
- La valeur de marché de Pargesa présente une décote par rapport à la valeur de marché de la participation de 50,0% de Pargesa dans GBL sur la base du cours de l'action GBL, son principal actif (approche « directe » de l'ANR de Pargesa¹)
 - Cette décote s'élève à 13,6% à la Date d'évaluation
- De plus, GBL se négocie avec une décote par rapport à son ANR « publié » en fonction de la valeur de son portefeuille d'investissement sous-jacent de 18 224 MEUR tel que publié par GBL
 - La décote de la valeur de marché de GBL à son ANR est de 28,7% à la Date d'évaluation
- Une vue intégrée de Pargesa et de GBL pourrait être retenue et l'ANR de Pargesa serait ainsi déterminé sur la base d'une valeur « transitive » de 50,0% de l'ANR publié de GBL
 - Une telle analyse de l'ANR « publié »² de Pargesa² implique une décote de 38,6% à la Date d'évaluation

Sources Informations Société, FactSet (sur la base du taux de change EUR-CHF de 1,0589 à la Date d'évaluation)

Notes

- ¹ L'ANR « direct » de Pargesa correspond à son ANR « économique » obtenu sur la base de la valeur de marché de 50,0% dans GBL, en plus des autres actifs et passifs de Pargesa publiés par la Société sur une base trimestrielle (voir détails à la section 4)
- ² L'ANR « publié » de Pargesa correspond à son ANR obtenu sur la base d'une valeur « transitive » de 50,0% de l'ANR publié de GBL, en plus des autres actifs et passifs de Pargesa tels que publiés par la Société sur une base trimestrielle (voir les détails à la section 4)

2.4 Analyse de la décote de la valeur de marché de Pargesa

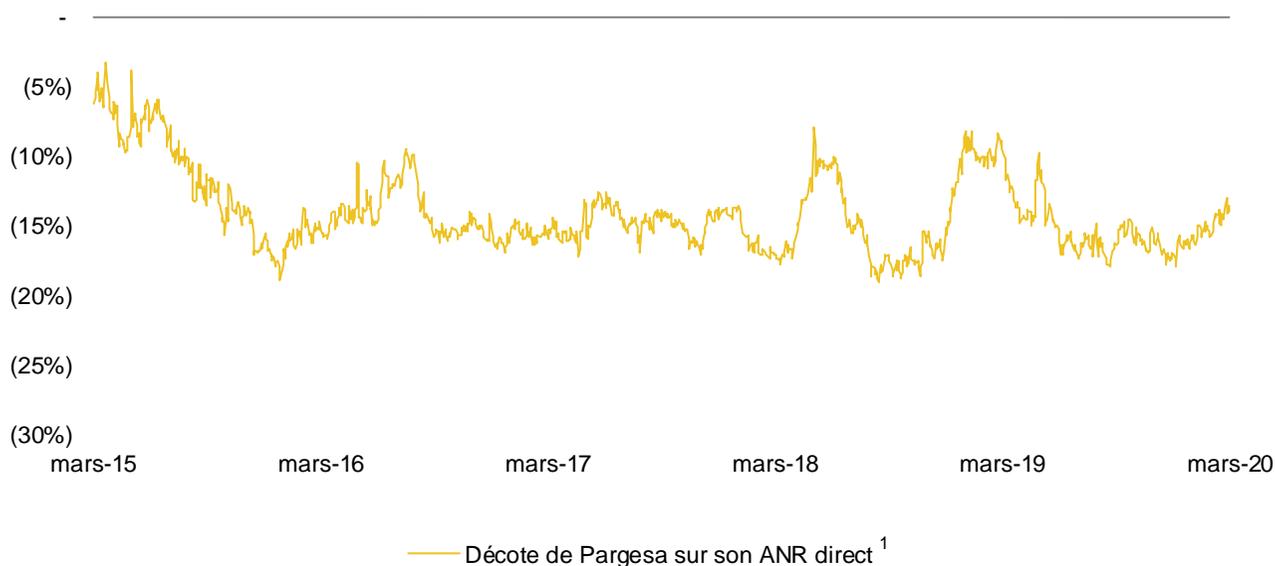


Aperçu de la décote sur 5 ans de la valeur de marché de Pargesa à son ANR direct¹

Décote moyenne sur ANR	6 mars 20	3 mois	6 mois	12 mois	3 ans	5 ans
Décote de Pargesa sur son ANR direct ¹	(13,6%)	(15,5%)	(15,8%)	(15,3%)	(14,8%)	(14,1%)

Commentaires

- Le graphique de gauche montre l'évolution sur une période de 5 ans de la décote de la valeur de marché de Pargesa sur son ANR direct¹
- Pargesa s'échange avec une décote de 13,6% par rapport à son ANR direct¹ à la Date d'évaluation, en ligne avec la moyenne 5 ans de 14,1% allant de 3,2% à 19,1% de décote sur la période
- Nous notons que la décote de la valeur de marché de Pargesa par rapport à son ANR direct¹ est assez stable sur la période observée à la Date d'évaluation



Sources Informations Société, FactSet (à la Date d'évaluation)

Note

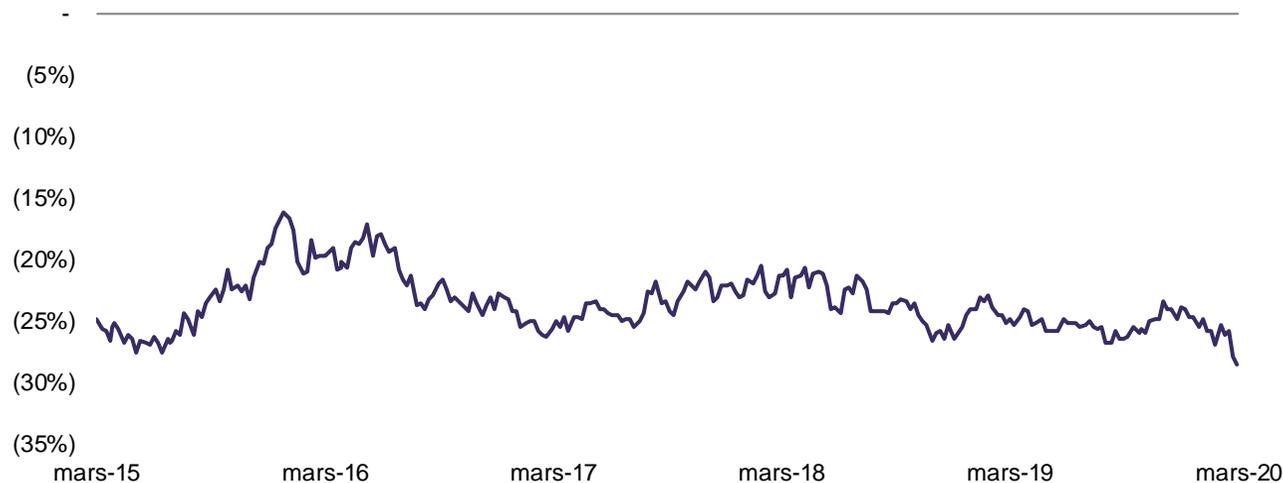
¹ L'ANR « direct » de Pargesa correspond à son ANR « économique » obtenu sur la base de la valeur de marché de 50,0% dans GBL, en plus des autres actifs et passifs de Pargesa publiés par la Société sur une base trimestrielle (voir détails à la section 4)



2.5 Analyse de la décote de la valeur de marché de GBL

Aperçu de la décote sur 5 ans de la valeur de marché de GBL par rapport à son ANR publié¹

Décote moyenne sur NAV	6 mars 20	3 mois	6 mois	12 mois	3 ans	5 ans
Décote de GBL sur son ANR publié	(28,7%)	(25,8%)	(25,5%)	(25,5%)	(24,2%)	(23,7%)



— Décote de GBL sur son ANR publié¹

Commentaires

- Le graphique de gauche montre l'évolution sur une période de 5 ans de la décote de la valeur de marché de GBL par rapport à son ANR publié
- GBL se négocie avec une décote de 28,7% par rapport à son ANR à la Date d'évaluation, ce qui est légèrement supérieur à la décote moyenne sur 5 ans de 23,7%. Cette décote a évolué entre 16,3% et 28,7% sur la période observée
- Nous notons que la décote de la valeur de marché de GBL par rapport à son ANR publié est relativement stable sur la période à la Date d'évaluation

Sources Informations Société, FactSet (à la Date d'évaluation)

Note

¹ L'ANR de GBL est basé sur des estimations hebdomadaires publiées par GBL



2.5 Analyse de la décote de la valeur de marché de GBL

Décotes sur ANR d'holding d'investissement cotées sélectionnées (sur la base des dernières informations financières publiées)¹

Société	Pays	Devise (loc.)	Date (dernière publication)	Capi. boursière (MdsCHF)	ANR par action (loc.)	Cours de bourse (loc.)	Décote sur ANR
Industrivarden	Suède	SEK	29/02/2020	9,6	240,00	222,00	(7,5%)
Eurazeo	France	EUR	30/09/2019	5,8	77,32	68,25	(11,7%)
Investor AB	Suède	SEK	31/12/2019	40,6	634,00	511,20	(19,4%)
Sofina	Belgique	EUR	30/06/2019	6,4	208,23	167,60	(19,5%)
Wendel	France	EUR	30/09/2019	6,2	158,60	126,60	(20,2%)
GBL	Belgique	EUR	06/03/2020	13,3	112,94	80,58	(28,7%)
Exor	Italie	EUR	30/06/2019	16,5	88,80	61,60	(30,6%)
FFP	France	EUR	30/06/2019	2,6	176,40	94,60	(46,4%)
Moyenne							(23,0%)
Médiane							(19,8%)

Décote de Pargesa sur son ANR

ANR direct ²	Suisse	CHF	06/03/2020	5,9	80,11	69,25	(13,6%)
ANR publié ³					112,75	69,25	(38,6%)

Commentaires

- L'univers des holdings d'investissement cotées est limité. Pour cette analyse, nous avons sélectionné des holdings d'investissement européennes cotées (i) ayant une capitalisation boursière supérieure à 2,5 MdsCHF et (ii) dont les fonds investis sont en partie détenus en propre (et également gérés pour le compte de tiers dans certains cas)
- Le tableau ci-dessus montre que les cours de bourse des holdings d'investissement sélectionnées se traitent généralement en bourse à un prix inférieur à leur ANR, avec une décote par rapport à leur ANR respectif, en moyenne à 23,0% (à la Date d'évaluation)
- Avec une décote de 28,7% par rapport à son ANR, GBL se situe légèrement au-dessus de la moyenne
- La décote implicite par rapport à l'ANR direct de Pargesa, à savoir 13,6%, est inférieure à la décote moyenne. La décote implicite par rapport à l'ANR publié de Pargesa par « transitivity » de l'ANR de GBL quant à elle se situe à 38,6% reflétant un effet de double décote affectant le cours de bourse de l'action Pargesa
- Les différences de niveaux de décote peuvent notamment s'expliquer par les spécificités et les performances des holdings d'investissement retenues (i.e., exposition sectorielle / géographique, exposition aux actifs cotés, niveau de contrôle des actifs, levier financier, part de fonds investis en propre par rapport à une gestion d'actifs pour le compte de tiers)

Sources Informations provenant des sociétés, FactSet (à la Date d'évaluation)

Notes

1 Décote basée sur le dernier ANR publié des sociétés par rapport au cours de clôture à la même date

2 L'ANR « direct » de Pargesa correspond à son ANR « économique » obtenu sur la base de la valeur de marché de 50,0% dans GBL, en plus des autres actifs et passifs de Pargesa publiés par la Société sur une base trimestrielle (voir détails à la section 4)

3 L'ANR « publié » de Pargesa correspond à son ANR obtenu sur la base d'une valeur « transitive » de 50,0% de l'ANR publié de GBL, en plus des autres actifs et passifs de Pargesa tels que publiés par la Société sur une base trimestrielle (voir les détails à la section 4)

3

Structure de la transaction



3.1 Aperçu de la structure de la transaction

Aperçu de la structure de la transaction

Le groupe Frère-Desmarais entend simplifier la structure actuelle de l'actionariat de Pargesa en transférant l'actionariat public de celle-ci à GBL, et ensuite radier les actions de Pargesa du SIX Swiss Exchange. Afin d'atteindre cet objectif, les étapes suivantes sont envisagées par l'Offrante :

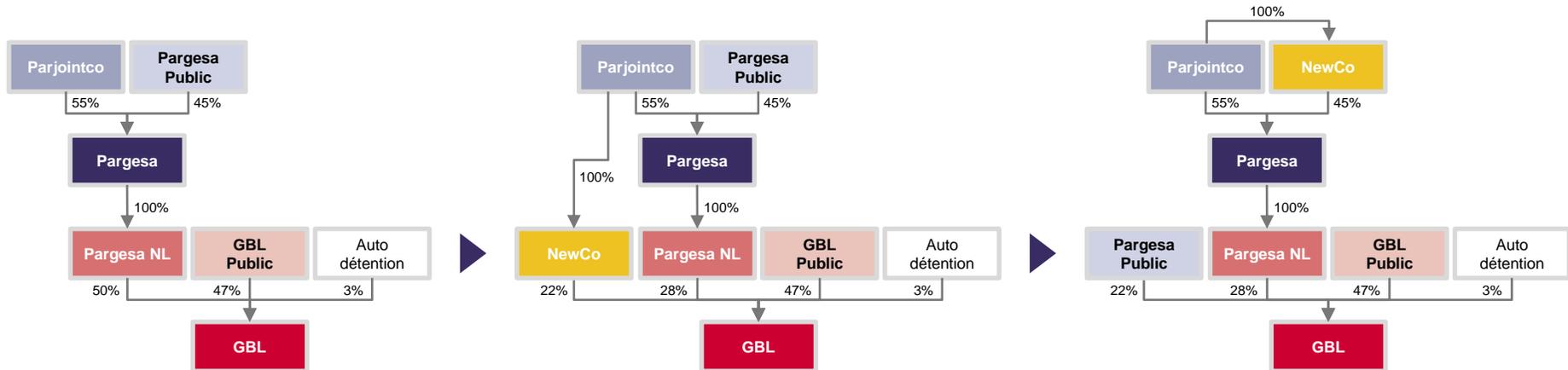
- Parjointco incorporera une nouvelle société en Suisse, dont le capital-actions sera détenu à 100% par Parjointco
 - NewCo acquerra de Pargesa NL une partie de sa participation de 50,0% du capital-actions et de 50,8% des droits de vote dans GBL, correspondant aux actions de GBL qui seront attribuées aux actionnaires publics de Pargesa en cas d'acceptation de l'Offre (environ 22% du capital-actions de GBL)
 - NewCo lancera ensuite l'Offre sur toutes les actions au porteur de Pargesa détenues par les actionnaires publics de Pargesa
 - Si l'Offre est un succès et devient inconditionnelle, les actionnaires publics de Pargesa qui ont apporté leurs titres recevront de NewCo les actions GBL que NewCo a acquises auprès de Pargesa, conformément au Rapport d'échange
 - Parjointco apportera ses actions au porteur de Pargesa dans les réserves de NewCo pour une contrepartie nulle
 - Après l'exécution de l'Offre, Pargesa sera fusionnée avec NewCo. Dans le cadre de cette fusion, les actionnaires publics restants de Pargesa auront le droit de recevoir en échange de leurs actions au porteur Pargesa un nombre d'actions GBL correspondant au nombre d'actions GBL que les actionnaires soumissionnaires recevront dans le cadre de l'Offre. Les actions au porteur Pargesa seront radiées du SIX Swiss Exchange à l'issue de la fusion
- Après l'intégration de Pargesa dans NewCo, Pargesa NL distribuera à l'entité survivante de la fusion de Pargesa et NewCo (« **NewCo Pargesa** ») la créance résultant de la vente des actions GBL à NewCo. La créance sera annulée étant donné que NewCo Pargesa sera à la fois le débiteur et le créancier de cette créance
 - Par conséquent, Parjointco sera l'unique actionnaire de NewCo Pargesa. NewCo Pargesa possédera env. 28% du capital-actions et env. 43% des droits de vote de GBL, tandis que les actionnaires publics actuels de Pargesa détiendront environ 22% du capital-actions et environ 17% des droits de vote de GBL, respectivement

Sources Informations Société, projet d'Annonce préalable



3.2 Schéma simplifié de la transaction envisagée

Schéma simplifié (% du capital-actions)¹



- Structure actuelle de l'actionnariat (les chiffres représentent la détention du capital-actions)
- « Pargesa Public » sur le graphique ci-dessus représente toutes les actions au porteur détenues par le public de Pargesa Holding SA. « GBL Public » représente les actions cotées GBL non détenues par Pargesa NL ou autodétenues par GBL.

- Parjointco intègre NewCo (société suisse) comme filiale à 100%
- Pargesa NL vend environ 22% des actions GBL à NewCo contre une créance

- Offre publique d'échange initiée par NewCo, par laquelle NewCo échange des actions GBL contre des actions au porteur Pargesa avec les actionnaires publics de Pargesa, sur la base du Rapport d'échange

- **Le Rapport d'échange (0,93) est l'objet d'analyse de l'Attestation d'équité**

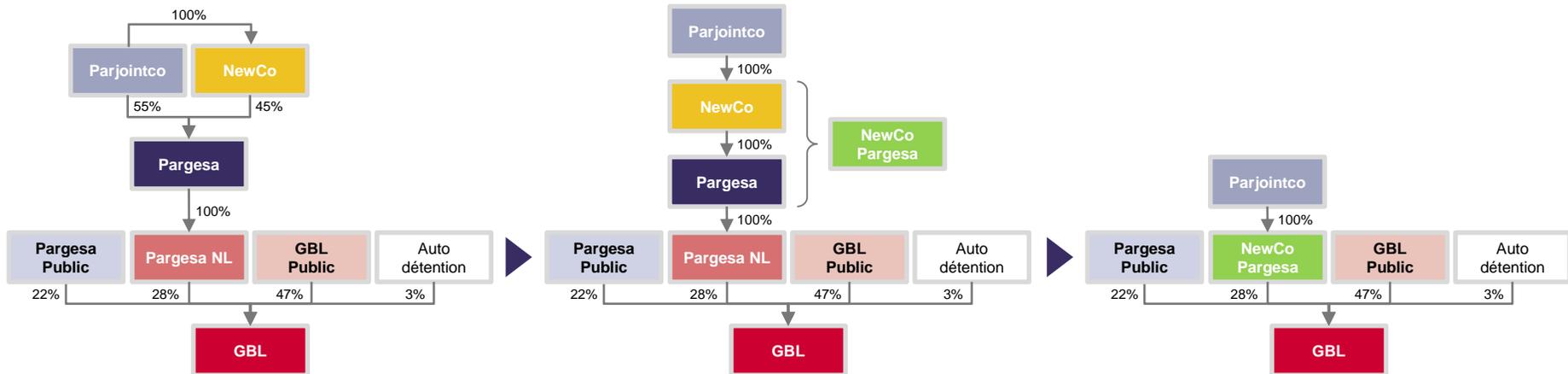
Note

¹ Illustration simplifiée du schéma qui suppose l'acceptation de l'offre par tous les actionnaires publics de Pargesa



3.2 Schéma simplifié de la transaction envisagée

Schéma simplifié (% du capital-actions)¹



- NewCo échange des actions GBL contre des actions au porteur Pargesa avec les actionnaires publics de Pargesa

- Parjointco apporte ses actions Pargesa à NewCo
- Renonciation au cas de défaut / rachat des obligations Pargesa
- Fusion de Pargesa dans NewCo pour créer NewCo Pargesa
- Distribution de la créance Pargesa NL à NewCo Pargesa pour annulation

- Liquidation ou transfert de siège de Pargesa NL (à analyser après la transaction)
- Introduction de droits de vote double par GBL (l'Offre est conditionnelle à l'adoption des droits de vote double au niveau de GBL)

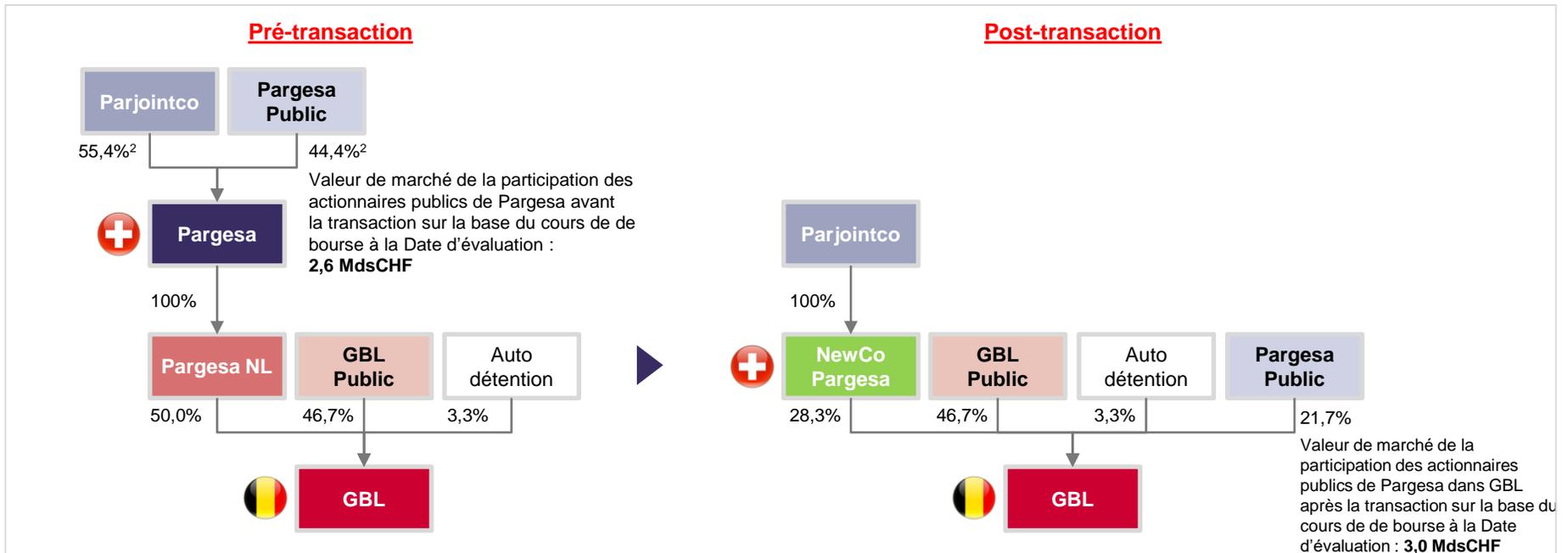
Note

¹ Illustration simplifiée du schéma qui suppose l'acceptation de l'offre par tous les actionnaires publics de Pargesa



3.2 Schéma simplifié de la transaction envisagée

Synthèse de l'évolution de l'actionnariat sur la base de la transaction envisagée (% du capital-actions)¹



- Sur la base du Rapport d'échange (0,93 action GBL pour chaque action au porteur de Pargesa détenue par les actionnaires publics de Pargesa), la transaction envisagée consiste effectivement en **un échange d'actions au porteur de Pargesa représentant 44,4% du capital de Pargesa contre une participation directe dans GBL représentant 21,7% du capital de GBL**

Sources Informations Société, FactSet (à la Date d'évaluation), taux de change EUR-CHF de 1,0589

Notes

¹ Illustration simplifiée du schéma qui suppose l'acceptation de l'offre par tous les actionnaires publics de Pargesa

² Les actions autodétenues représentent 0,3% du capital de Pargesa



3.3 Considérations supplémentaires sur la transaction

Aspects légaux

- Rothschild & Co a reçu un projet d'Accord de transaction entre Parjointco, Pargesa et Pargesa NL dans le cadre de l'Offre
- Nous avons notamment vérifié que (i) Pargesa s'engage à faire en sorte que Parjointco oblige Pargesa NL à vendre à NewCo et (ii) Pargesa NL s'engage à faire en sorte que Parjointco vende à NewCo un certain nombre d'actions GBL correspondant aux actions GBL à livrer aux détenteurs d'actions au porteur publiques de Pargesa dans le cadre de l'Offre
- La contrepartie du prix d'achat sera égale à la juste valeur de marché des actions GBL déterminée comme étant égale au prix moyen pondéré en fonction du volume des actions GBL sur le marché Euronext Bruxelles au cours des cinq derniers jours de bourse précédant la date de clôture concernée, convertie dans chaque cas en CHF au taux de change EUR-CHF applicable à la date de clôture correspondante
- L'Offre devrait être soumise aux conditions suivantes :
 - À l'expiration de la Période d'Offre (éventuellement prolongée), l'Offrante doit avoir reçu des déclarations d'acceptation valides pour ce nombre d'actions au porteur de Pargesa qui, combinées aux actions Pargesa détenues en dernier ressort par Parjointco et les personnes agissant de concert avec Parjointco, représentent au moins 90,0% des droits de vote de Pargesa
 - L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de GBL accepte la modification des statuts de GBL relative au droit de vote double pour les actions entièrement libérées, nominatives depuis au moins deux ans sans interruption au nom du même actionnaire, comme prévu par le nouveau Code belge des sociétés et associations
 - Aucune autorité judiciaire ou administrative n'a rendu de décision empêchant, prohibant ou qualifiant d'inadmissible l'Offre ou son exécution
- Rothschild & Co n'a pas procédé à un examen juridique de l'Accord de transaction. Néanmoins, nous n'avons identifié aucun problème ou situation susceptible d'affecter négativement les conditions financières de l'opération pour les actionnaires publics de Pargesa évaluées dans cette attestation d'équité. En particulier, l'acquisition d'actions GBL par NewCo n'aura pas lieu si les conditions mentionnées ci-dessus ne sont pas remplies

Aspects fiscaux

- La direction de Pargesa a indiqué que différentes options de structuration ont été envisagées et examinées afin de parvenir à la structure d'actionariat cible après l'opération, y compris les scénarios de liquidation, de distribution, d'offre d'échange et de fusion par le bas
- Rothschild & Co n'a pas effectué d'analyse détaillée des structures de transaction alternatives à l'offre publique d'échange
- La direction de Pargesa a indiqué que la structure de l'offre d'échange a été conservée compte tenu de sa relative simplicité et de l'absence de risque de perte liée à une retenue à la source, par rapport à d'autres structures de transaction qui auraient abouti à une situation similaire après la transaction
- Rothschild & Co peut attester que Pargesa a obtenu des décisions des autorités fiscales suisses compétentes confirmant que l'Offre serait soumise uniquement à des droits de timbre de négociation et non à une retenue à la source. Rothschild & Co n'a effectué aucune revue fiscale de l'opération envisagée dans le cadre de son mandat

4

Considérations relatives à l'évaluation et à l'analyse du Rapport d'échange



4.1 Introduction aux approches d'évaluation

Remarques générales

- GBL est une holding d'investissement cotée en Bourse depuis plus de soixante ans, dont les actifs sont principalement composés de participations non contrôlantes importantes et très liquides dans des sociétés cotées à capitalisation boursière élevée. GBL détient également des participations dans des sociétés de capital-investissement, des fonds de dette ou des fonds thématiques spécifiques. Le flottant de GBL représente 48,3% du nombre total d'actions en circulation (hors actions autodétenues)
- Pargesa est une holding de détention pure, son seul actif étant GBL, via la participation de 50,0% du capital-actions et 51,7% des droits de vote de GBL détenue par Pargesa NL. Pargesa est une société cotée avec un flottant représentant 44,5% du nombre total d'actions en circulation (hors actions autodétenues)
- Nous voudrions souligner les points clés suivants dans le contexte de l'évaluation du Rapport d'échange proposé :

1

Absence de changement du contrôle de facto de GBL

- La transaction n'entraînera pas de changement de contrôle de GBL, Parjointco conservant un contrôle *de facto* en tant qu'actionnaire unique de NewCo Pargesa, avec 28,3% du capital-actions et 44,8% des droits de vote de GBL, après l'introduction des droits de vote double par GBL

2

Offre publique en actions

- La transaction est réalisée via une offre publique d'échange en actions : les actionnaires publics de Pargesa recevront des actions GBL en échange de leurs actions au porteur de Pargesa apportées

3

Equivalence à une distribution d'actions

- D'un point de vue économique, l'Offre équivaut à une distribution par Pargesa des actions GBL qu'elle détient (via la société Pargesa NL) à ses actionnaires
- À la suite des transactions envisagées, tous les actionnaires publics de Pargesa auront échangé leur exposition indirecte à GBL via Pargesa contre une exposition directe (détention directe) dans GBL

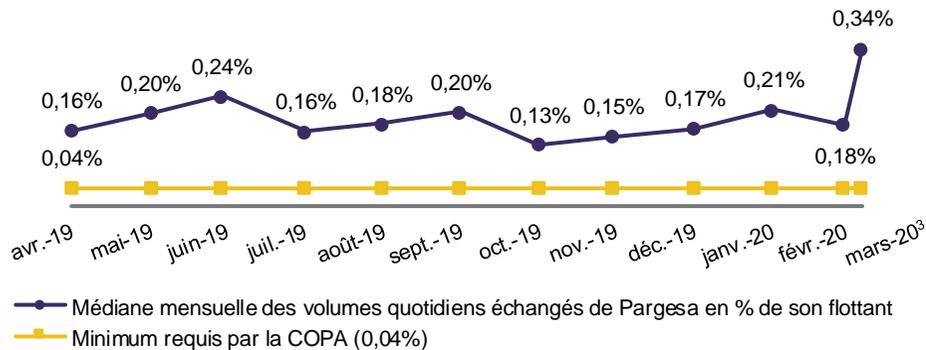
- **Compte tenu de ce qui précède et de leur nature intrinsèque de sociétés holding, notre analyse consiste en une évaluation multicritères du Rapport d'échange entre les actions Pargesa et GBL. Sur la base de chaque méthode d'évaluation appliquée simultanément à Pargesa et GBL, nous calculons des rapports d'échange implicites afin de qualifier l'équité du Rapport d'échange d'un point de vue financier**
- Nous avons également analysé la liquidité des titres négociés de Pargesa et GBL (voir page suivante)
- Notre analyse d'évaluation a été effectuée à la Date d'évaluation (6 mars 2020) sur la base des informations accessibles au public et des informations fournies par Pargesa (veuillez consulter la section 1 pour plus de détails)



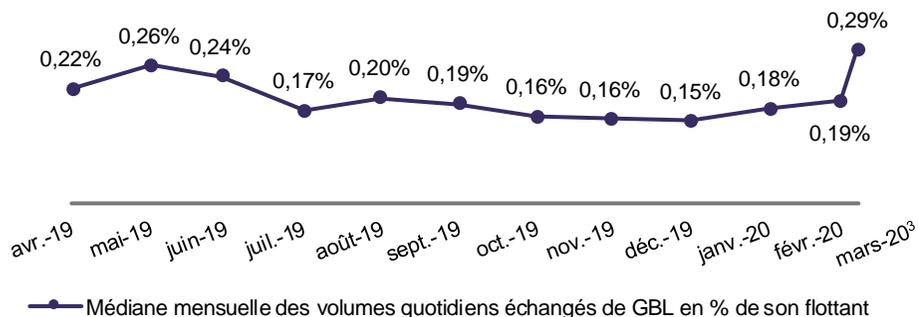
4.1 Introduction aux approches d'évaluation

Analyse de la liquidité des titres négociés de Pargesa et GBL

Analyse de la liquidité des actions au porteur négociés de Pargesa¹



Analyse de la liquidité des titres négociés GBL¹



Sources Informations Société, FactSet (à la Date d'évaluation)

Notes

1 Sur la base des volumes échangés (FactSet)

2 Sur la base du nombre total d'actions en circulation (hors actions autodétenues)

3 Prise en compte des échanges du mois jusqu'à la Date d'évaluation

Commentaires

Sur la base de la médiane sur un an, à la Date d'évaluation	Pargesa	GBL
Volumes quotidiens moyens	68 921 actions	142 798 actions
Volumes quotidiens moyens (% du flottant)	0,18%	0,19%
Volumes quotidiens moyens (% du nb. actions en circulation) ²	0,08%	0,09%
Volumes quotidiens moyens (en valeur)	5,3 MCHF	12,5 MCHF
Rotation du flottant (# jours)	493 jours	486 jours

- Les actions de Pargesa sont cotées le marché du SIX Swiss Exchange, tandis que les actions de GBL sont cotées sur le marché Euronext Brussels et sont incluses dans l'indice BEL20, qui est composé des 20 plus grandes sociétés cotées en Belgique
- Le flottant de Pargesa représente 44,5% du nombre total d'actions en circulation de la Société (hors actions autodétenues) et le flottant de GBL représente 48,3% du nombre total d'actions hors actions autodétenues
- Le graphique de gauche montre la médiane mensuelle des volumes quotidiens échangés des actions Pargesa et GBL par rapport au flottant au cours des 12 derniers mois précédant la Date d'évaluation
- Les actions de Pargesa sont liquides selon la définition de la COPA qui retient un seuil médian minimum de volume quotidien d'actions échangé sur un mois de 0,04% par rapport au flottant
- Les actions GBL seraient également considérées comme liquides si une définition similaire à celle de la COPA était retenue
- Nous observons également que les actions GBL affichent une liquidité des titres négociés plus élevée que les actions au porteur de Pargesa en termes de volumes quotidiens moyens



4.1 Introduction aux approches d'évaluation

Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Étant donné que Pargesa et GBL sont (i) des sociétés cotées en bourse et (ii) des holdings d'investissement ou de détention pure, trois méthodes d'évaluation ont été retenues à titre principal pour évaluer le Rapport d'échange :

1

Méthodes d'évaluation fondées sur la valeur de marché

Nous avons analysé l'évolution historique du cours de l'action pour les deux sociétés à la Date d'évaluation :

- Cours de clôture
- Cours de bourse moyens pondérés en fonction des volumes sur 1 mois, 60 jours de bourse, 6 mois et 12 mois avant la Date d'évaluation

2

Cours cible médian recommandé par les analystes

Nous avons analysé le consensus sur les cours cibles recommandées par les analystes pour Pargesa et GBL à la Date d'évaluation

3

Analyses ANR

- Nous avons analysé les calculs de l'ANR fournis par Pargesa pour Pargesa et GBL. Cette approche de valorisation est typique d'holdings d'investissement. Nous avons notamment vérifié que ces calculs étaient cohérents avec les méthodes de calcul de l'ANR selon les comptes financiers audités des sociétés
- Deux approches sont présentées pour l'ANR de Pargesa :
 - Une **analyse de l'ANR direct** de Pargesa selon laquelle la participation de 50,0% de Pargesa dans GBL serait évaluée sur la base de la valeur de marché de GBL (cours de clôture à la Date d'évaluation), considérant que Pargesa est une holding d'investissement dont le principal actif est sa participation dans une société cotée avec une valeur de marché
 - Une analyse basée sur les **ANR publiés de GBL** et Pargesa, sur la base de la valeur des actifs et passifs sous-jacents de GBL à la Date d'évaluation, compte tenu de la participation de 50,0% de Pargesa dans GBL, ainsi que de tout autre actif et passif financier au niveau de Pargesa
- L'ANR de GBL se compose principalement de la valeur de marché de ses investissements dans des sociétés cotées (qui peut être observée à une date donnée) et de la valeur de certains actifs non cotés, comprenant également d'autres actifs, déduction faite des passifs financiers



4.1 Introduction aux approches d'évaluation

Analyses complémentaires présentées à titre informatif

En raison de la nature de Pargesa et de GBL, et de leur statut de cotation en bourse, les méthodes fondées sur la valeur de marché et les ANR représentent les approches d'évaluation les plus pertinentes pour évaluer le Rapport d'échange de l'Offre. Néanmoins, à titre informatif, nous présentons deux analyses complémentaires :

1

Sensibilités obtenues sur la base d'une actualisation des flux de dividendes futurs

- Cette méthode intrinsèque est basée sur les dividendes futurs attendus par les actionnaires, qui sont actualisés à la Date d'évaluation en utilisant le coût des capitaux propres afin de refléter leur valeur actuelle et de prendre en compte leur profil de risque
- En l'absence de plan d'affaires de Pargesa et GBL, nous avons basé notre analyse sur les consensus prévisionnels des analystes s'agissant du montant des dividendes futurs. Notre hypothèse de coût des capitaux propres a quant à elle été calculée à partir de paramètres de marché à la Date d'évaluation
- Bien que peu utilisée dans le cadre des holdings d'investissement, cette approche intrinsèque et ces analyses de sensibilité constituent une référence supplémentaire pour l'appréciation de la valeur des actions qui seraient échangées dans le cadre de l'Offre

2

Rapport d'échange ajusté en fonction du nombre d'actions

- Cette analyse consiste à dériver le rapport d'échange implicite qui aurait été appliqué si Pargesa avait distribué à ses actionnaires toutes les actions GBL détenues, après prise en compte de la situation d'endettement financier net et des autres actifs au niveau de Pargesa. Afin de refléter économiquement l'Offre, ce rapport implicite est ensuite ajusté pour prendre en compte les coûts de transaction supportés par Pargesa
- Même si cette approche n'est pas une évaluation directe du Rapport d'échange, nous considérons cette analyse comme pertinente



4.1 Introduction aux approches d'évaluation

Commentaires sur les approches d'évaluation écartées dans le cadre de l'Attestation d'équité

Rothschild & Co a écarté les méthodes d'évaluation suivantes pour les raisons exposées ci-dessous :

1 Analyse de l'actualisation des flux de trésorerie (Discounted cash flow, ci-après « DCF »)

- Cette approche intrinsèque, utilisée pour évaluer la valeur d'une entreprise en fonction de la valeur actualisée de ses futurs flux de trésorerie libres, a été jugée non pertinente pour l'évaluation de Pargesa et GBL :
 - Pargesa et GBL ne disposent pas de plan d'affaires prévisionnel qui nous aurait permis d'estimer financièrement chacune des participations détenues en portefeuille, proportionnellement à l'exposition économique de GBL et de Pargesa. Par conséquent, aucune prévision proportionnelle de ces flux de trésorerie libres n'est disponible
 - Les flux de trésorerie libres opérationnels sont beaucoup moins pertinents pour évaluer la valeur des sociétés de portefeuille que les versements de dividendes aux actionnaires (d'où l'approche DDM présentée comme analyse d'évaluation complémentaire)

2 Analyse des multiples boursiers d'entreprises comparables

- Selon cette méthode, les multiples boursiers de sociétés cotées comparables sont appliqués aux paramètres financiers de la société évaluée afin de dériver sa valeur
- Cette approche n'est pas pertinente dans le cadre de holdings d'investissement, dont la valeur est principalement et plus adéquatement dérivée de la valeur de leur portefeuille d'investissement. De plus, il n'existe pas de holdings d'investissement cotées comparables présentant une taille et une allocation de portefeuille similaires à celles de GBL et Pargesa

3 Analyse des multiples des transactions précédentes

- Compte tenu de la nature spécifique de l'Offre, GBL étant le principal actif de Pargesa, aucune transaction précédente comparable n'a été identifiée. En outre, cette approche n'est pas pertinente dans le contexte de sociétés holding d'investissement

4 Référence à la décote par rapport à l'ANR induit dans d'autres offres publiques

- Le prix d'offre dans les transactions ciblant des holdings d'investissement peut cristalliser une décote par rapport à l'ANR de la société cible, qui peut être comparée à d'autres décotes par rapport à la valeur de marché dans des sociétés cotées similaires
- Nous n'avons pas considéré ces références externes comme étant pertinentes, car Pargesa est une holding de détention pure ayant un portefeuille d'actifs sous-jacent exactement similaire à celui de GBL, sans précédent comparable pertinent

5 Primes relatives aux offres publiques d'échange en Suisse

- Nous avons examiné un échantillon historique complet de 20 offres publiques d'échange entre 2000 et 2019 en Suisse afin d'identifier une référence potentielle aux primes observées dans les transactions de cette nature
- Cependant, (i) en raison de la nature spécifique de la structure de l'actionariat de GBL et donc de l'Offre, et (ii) considérant que les transactions dans l'échantillon observé présentent des niveaux de primes très hétérogènes et se rapportent à des situations et des contextes très spécifiques, nous pensons que cette approche n'est pas pertinente pour évaluer le Rapport d'échange de l'Offre. Nous n'avons donc pas appliqué cette méthode



4.1 Introduction aux approches d'évaluation

Synthèse des approches et analyses d'évaluation envisagées

Approches d'évaluation appliquées par Rothschild & Co :

Méthodes d'évaluation retenues à titre principal :

- 1 Méthodes d'évaluation fondées sur la valeur de marché
- 2 Cours cible médian recommandé par les analystes
- 3 Analyses ANR

Analyses complémentaires présentées à titre informatif :

Sensibilités obtenues sur la base d'une actualisation des flux de dividendes futurs

Rapport d'échange ajusté en fonction du nombre d'actions

Approches d'évaluation non retenues dans le cadre de l'Attestation d'équité :

Analyse DCF

Analyse des multiples boursiers

Analyse des multiples de transactions précédentes

Décotes sur ANR dans les transactions publiques précédentes

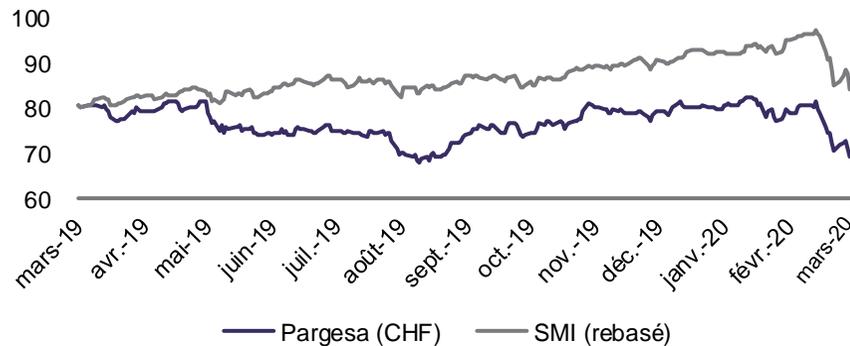
Primes relatives aux offres publiques d'échange en Suisse

- Sur la base de chaque méthode ou analyse d'évaluation appliquée à la fois à Pargesa et à GBL, nous calculons un rapport d'échange implicite entre les actions Pargesa et GBL pour évaluer l'équité du Rapport d'échange d'un point de vue financier

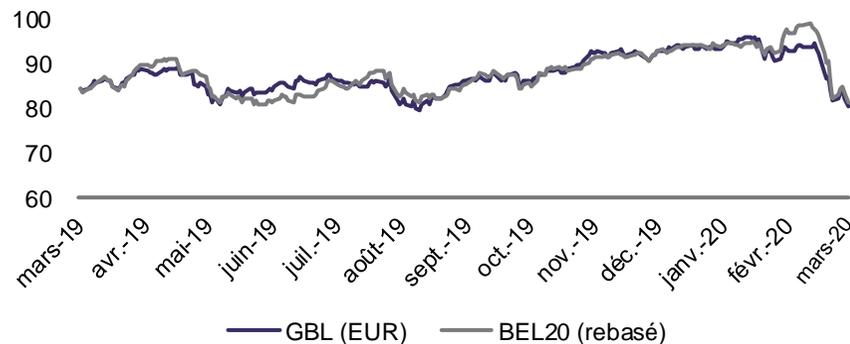


4.2 Analyse des cours de bourse de Pargesa et GBL

Évolution du cours de l'action de Pargesa sur 12 mois (CHF par action)



Évolution du cours de l'action de GBL sur 12 mois (EUR par action)



Source FactSet (à la Date d'évaluation)

Notes

1 Cours moyen pondéré par les volumes tel que fournis par FactSet sur la période

2 Sur la base des taux de clôture quotidiens EUR-CHF

Commentaires

VWAP ¹	6-mars-20	1 mois	60 jours	6 mois	12 mois
Pargesa (CHF)	69,25	75,20	78,45	77,90	76,87
GBL (EUR)	80,58	87,08	90,92	90,20	87,49
GBL (CHF) ²	85,33	92,65	97,49	97,83	96,42

- Les graphiques de gauche montrent l'évolution historique des cours de bourse de l'action Pargesa et GBL au cours des 12 derniers mois
- Le cours de bourse de l'action de Pargesa a diminué de 15,7% au cours des 12 derniers mois
 - Le VWAP¹ sur cette période de 76,87 CHF est supérieur au cours de l'action de 69,25 CHF à la Date d'évaluation
- Le cours de l'action GBL a baissé de 5,2% au cours des 12 derniers mois
 - Le VWAP¹ sur cette période de 87,49 EUR est supérieur au cours de l'action de 80,58 EUR et de 85,33 CHF à la Date d'évaluation



Rapports d'échange implicites sur la base des cours de bourse²

	06/03/20	1 mois	60 jours	6 mois	12 mois
Rapports d'échange implicites	0,81	0,81	0,80	0,80	0,80



4.3 Cours cible médian recommandé par les analystes

Cours cible de Pargesa (CHF)¹

Analyste	Date	Cours cible	Reco.
Alpha Value	05/03/2020	80,20	Achat
Bank Vontobel	01/11/2019	90,00	Neutre
ISS-EVA	20/08/2019	n.d.	Achat
Médiane		85,10	

Cours cible de GBL (EUR)²

Analyste	Date	Cours cible	Reco.
AlphaValue	05/03/20	109,00	Achat
Exane BNP Paribas	18/02/20	99,00	Achat
KBC Securities	05/02/20	95,00	Achat
ING Bank	05/02/20	97,00	Neutre
HSBC	27/01/20	83,00	Vente
Bank Degroof Petercam	04/11/19	97,00	Achat
Societe Generale	01/11/19	95,50	Neutre
Kepler Cheuvreux	01/11/19	93,00	Neutre
ISS-EVA	04/10/19	n.d.	Achat
Value Investment Principals	03/08/17	98,00	Achat
Moyenne		96,06	
Médiane		96,25	

Commentaires

- Les tableaux de gauche présentent les cours cibles recommandés par les analystes de Pargesa et GBL, à la Date d'évaluation
- Les cours cibles reflètent le point de vue de chaque analyste sur l'évolution à moyen terme de la valeur de marché de l'action (généralement dans un délai de 12 mois) sur la base de l'évaluation de la valeur de l'action faite par cet analyste
- En tant que telles, nous considérons ces références d'évaluation comme pertinentes étant donné qu'il s'agit d'informations de marché accessibles au public fournissant un consensus d'avis sur l'estimation fondamentale de la valeur à moyen terme des sociétés à un moment donné
- Parmi les trois analystes qui couvrent Pargesa (selon Bloomberg), deux ont publié un cours cible après la publication des derniers résultats trimestriels de Pargesa (résultats du troisième trimestre 2019 au 31 octobre 2019)¹
 - Les cours cibles actuels proposés par les analystes pour Pargesa varient de 80,20 CHF à 90,00 CHF par action, soit 85,10 CHF en moyenne
- Sur les dix analystes qui couvrent GBL (selon Bloomberg), huit ont publié un cours cible après la publication des derniers résultats trimestriels de GBL (résultats du troisième trimestre 2019 au 31 octobre 2019)
 - Les cours cibles actuels proposés par les analystes pour GBL varient de 83,00 EUR à 109,00 EUR par action avec une médiane de 96,25 EUR (soit 101,92³ CHF)

Rapport d'échange implicite sur la base des cours cibles des analystes³

Rapport d'échange implicite

0,83

Sources Analystes, Bloomberg (à la Date d'évaluation), FactSet (à la Date d'évaluation)

Notes

1 ISS-EVA exclu de la moyenne du consensus car publié avant les derniers résultats trimestriels

2 ISS-EVA et Value Investment Principals exclus de la moyenne du consensus car publiés avant les derniers résultats trimestriels

3 Sur la base d'un taux de change EUR-CHF de 1,0589 à la Date d'évaluation



4.4 Analyse de l'ANR de Pargesa

ANR publié détaillé de GBL

Calcul de l'ANR publié de GBL à la Date d'évaluation

	Nombre de titres détenus par GBL	Cours de bourse (loc.)	Valeur de la participation GBL (millions, loc.)	Valeur de la participation GBL (MEUR)	Valeur de la participation GBL (MCHF)
adidas	13 634 549	241,1 EUR	3 286,6	3 286,6	3 480,2
SGS	1 431 971	2 397,0 CHF	3 432,4	3 241,5	3 432,4
Pernod Ricard	19 892 870	150,2 EUR	2 988,9	2 988,9	3 164,9
LafargeHolcim	46 653 551	44,1 CHF	2 056,5	1 942,1	2 056,5
Umicore	44 332 441	39,0 EUR	1 729,0	1 729,0	1 830,8
Imerys	42 919 050	31,9 EUR	1 367,4	1 367,4	1 447,9
GEA	15 357 460	23,0 EUR	353,1	353,1	373,9
Ontex	16 454 453	16,3 EUR	268,7	268,7	284,5
Total	267 081	37,1 EUR	9,9	9,9	10,5
Autres				80,9	85,7
Total des participations dans les sociétés cotées				15 268,1	16 167,4
Webhelp				866,7	917,7
Parques Reunidos				235,3	249,2
Sienna Capital				1 889,3	2 000,6
Total des autres participations				2 991,3	3 167,5
Total du portefeuille				18 259,5	19 334,9
Actifs et passifs à court terme de GBL				1 372,3	1 453,1
Titres GBL				423,0	447,9
Total de la trésorerie				1 795,3	1 901,0
Total de l'actif				20 054,8	21 236,0
500 MEUR GBL 2018-2025 1.875% obligation				(500,0)	(529,5)
500 MEUR GBL 2017-2024 1.375% obligation				(500,0)	(529,5)
Obligation échangeable GBL en titres LafargeHolcim 2019-2022				(750,0)	(794,2)
Autres dettes brutes GBL				(80,5)	(85,2)
Total des dettes				(1 830,5)	(1 938,3)
Actif Net Réévalué				18 224,3	19 297,7
Nombre d'actions (avec autodétention)				161 358 287	161 358 287
Actif Net Réévalué par action				112,94	119,60

Commentaires

L'ANR de GBL est obtenu en ajoutant la juste valeur des actifs du portefeuille, la trésorerie et les actions autodétenues et en déduisant la dette

Les principes d'évaluation suivants sont appliqués au portefeuille :

- Les investissements dans les sociétés cotées et les actions autodétenues sont valorisés au cours de clôture. Cependant, la valeur des actions sous-jacentes des engagements pris par le groupe est plafonnée au prix de conversion / d'exercice
- Les investissements dans des sociétés non cotées sont évalués à leur valeur comptable, diminuée des éventuelles pertes de valeur. Pendant la première année après l'acquisition, la valeur correspond au prix d'achat de ces sociétés (ce qui est le cas pour Webhelp et Parques Reunidos à la Date d'évaluation). La valeur des investissements privés dans l'ANR de GBL à la Date d'évaluation correspond à leur valeur au 31 décembre 2019, sur la base des informations fournies par Pargesa
- En ce qui concerne le portefeuille de Sienna Capital, la valorisation correspond à la somme de ses investissements, évalués à la valeur de marché, telle que déterminée par ses gestionnaires de fonds, complétée par la trésorerie nette de Sienna Capital moins, le cas échéant, la dette nette externe de Sienna Capital

Source Informations Société (sur la base du taux de change EUR-CHF de 1,0589 à la Date d'évaluation)



4.4 Analyse de l'ANR de Pargesa

ANR publié détaillé de GBL (suite)

Calcul de l'ANR publié de GBL à la Date d'évaluation			Commentaires		
Nombre de titres détenus par GBL	Cours de bourse (loc.)	Valeur de la participation GBL (millions, loc.)	Valeur de la participation GBL (MEUR)	Valeur de la participation GBL (MCHF)	
adidas	13 634 549	241,1 EUR	3 286,6	3 286,6	3 480,2
SGS	1 431 971	2 397,0 CHF	3 432,4	3 241,5	3 432,4
Pernod Ricard	19 892 870	150,2 EUR	2 988,9	2 988,9	3 164,9
LafargeHolcim	46 653 551	44,1 CHF	2 056,5	1 942,1	2 056,5
Umicore	44 332 441	39,0 EUR	1 729,0	1 729,0	1 830,8
Imerys	42 919 050	31,9 EUR	1 367,4	1 367,4	1 447,9
GEA	15 357 460	23,0 EUR	353,1	353,1	373,9
Ontex	16 454 453	16,3 EUR	268,7	268,7	284,5
Total	267 081	37,1 EUR	9,9	9,9	10,5
Autres				80,9	85,7
Total des participations dans les sociétés cotées			15 268,1	16 167,4	
Webhelp				866,7	917,7
Parques Reunidos				235,3	249,2
Sienna Capital				1 889,3	2 000,6
Total des autres participations			2 991,3	3 167,5	
Total du portefeuille			18 259,5	19 334,9	
Actifs et passifs à court terme de GBL				1 372,3	1 453,1
Titres GBL				423,0	447,9
Total de la trésorerie			1 795,3	1 901,0	
Total de l'actif			20 054,8	21 236,0	
500 MEUR GBL 2018-2025 1.875% obligation				(500,0)	(529,5)
500 MEUR GBL 2017-2024 1.375% obligation				(500,0)	(529,5)
Obligation échangeable GBL en titres LafargeHolcim 2019-2022				(750,0)	(794,2)
Autres dettes brutes GBL				(80,5)	(85,2)
Total des dettes			(1 830,5)	(1 938,3)	
Actif Net Réévalué			18 224,3	19 297,7	
Nombre d'actions (avec autodétention)			161 358 287	161 358 287	
Actif Net Réévalué par action			112,94	119,60	

Source Informations Société (sur la base du taux de change EUR-CHF de 1,0589 à la Date d'évaluation)



4.4 Analyse de l'ANR de Pargesa

ANR publié détaillé de Pargesa, sur la base d'une approche transitive de l'ANR de GBL

Calcul de l'ANR publié de Pargesa à la Date d'évaluation						Commentaires
	Nombre de titres détenus par GBL	Cours de bourse (loc.)	Valeur de la participation GBL (millions, loc.)	Valeur de la participation GBL (MEUR)	Valeur de la participation GBL (MCHF)	Valeur transitive Pargesa (MCHF)
adidas	13 634 549	241,1 EUR	3 286,6	3 286,6	3 480,2	1 740,1
SGS	1 431 971	2 397,0 CHF	3 432,4	3 241,5	3 432,4	1 716,3
Pernod Ricard	19 892 870	150,2 EUR	2 988,9	2 988,9	3 164,9	1 582,5
LafargeHolcim	46 653 551	44,1 CHF	2 056,5	1 942,1	2 056,5	1 028,3
Umicore	44 332 441	39,0 EUR	1 729,0	1 729,0	1 830,8	915,4
Imerys	42 919 050	31,9 EUR	1 367,4	1 367,4	1 447,9	724,0
GEA	15 357 460	23,0 EUR	353,1	353,1	373,9	186,9
Ontex	16 454 453	16,3 EUR	268,7	268,7	284,5	142,3
Total	267 081	37,1 EUR	9,9	9,9	10,5	5,3
Autres				80,9	85,7	42,8
Total des participations dans les sociétés cotées				15 268,1	16 167,4	8 083,8
Webhelp				866,7	917,7	458,9
Parques Reunidos				235,3	249,2	124,6
Sienna Capital				1 889,3	2 000,6	1 000,3
Autres Pargesa				-	-	17,9
Total des autres participations				2 991,3	3 167,5	1 601,7
Total du portefeuille				18 259,5	19 334,9	9 685,6
Actifs et passifs à court terme de GBL				1 372,3	1 453,1	726,6
Titres GBL				423,0	447,9	224,0
Autres Pargesa				-	-	33,2
Total de la trésorerie				1 795,3	1 901,0	983,8
Total de l'actif				20 054,8	21 236,0	10 669,3
500 MEUR GBL 2018-2025 1.875% obligation				(500,0)	(529,5)	(264,7)
500 MEUR GBL 2017-2024 1.375% obligation				(500,0)	(529,5)	(264,7)
Obligation échangeable GBL en titres LafargeHolcim 2019-2022				(750,0)	(794,2)	(397,1)
Autres dettes brutes GBL				(80,5)	(85,2)	(42,6)
150 MCHF Pargesa 2024 0.875% obligation				-	-	(150,0)
Total des dettes				(1 830,5)	(1 938,3)	(1 119,2)
Actif Net Réévalué				18 224,3	19 297,7	9 550,2
Nombre d'actions (hors autodétention)						84 703 110
Actif Net Réévalué par action				112,94	119,60	112,75

Source Informations Société (sur la base du taux de change EUR-CHF de 1,0589 à la Date d'évaluation)

L'ANR de Pargesa publié par la Société est basé sur l'ANR de GBL par transitivité, compte tenu de la participation de 50,0% de Pargesa dans GBL

À la Date d'évaluation, la direction de Pargesa a indiqué que les autres actifs de Pargesa comprenaient :

- La juste valeur de la participation de Pargesa dans le fonds Sagard 2 (17,9 MCHF)
- D'autres actifs et passifs à hauteur de 33,2 MCHF, correspondant à la trésorerie de Pargesa, nets des charges à payer

À la Date d'évaluation, la dette financière brute au niveau de Pargesa consiste en une obligation de 150 MCHF arrivant à échéance en 2024

Le nombre d'actions Pargesa utilisé pour calculer l'ANR par action est le nombre total d'actions à la Date d'évaluation, hors autodétention

Le tableau de gauche détaille l'ANR de Pargesa d'un montant de 9 550,2 MCHF (ou 112,75 CHF par action Pargesa) à la Date d'évaluation

La direction de Pargesa a déclaré qu'aucun autre passif ou éléments assimilables à une dette devait être pris en compte pour l'évaluation de l'ANR de GBL et de Pargesa



4.4 Analyse de l'ANR de Pargesa

ANR direct de Pargesa, basé sur la valeur de marché de sa participation de 50,0% dans GBL

Calcul de l'ANR direct de Pargesa à la Date d'évaluation

	Nombre d'actions détenues par Pargesa	Prix par action GBL	Participation Pargesa (MEUR)	Participation Pargesa (MCHF)
GBL	80 680 729	EUR 80,6	6 501,3	6 884,2
Autres actifs Pargesa				17,9
Actif brut réévalué induit de Pargesa				6 902,1
Trésorerie / (dette) nette de Pargesa				(116,8)
ANR induit de Pargesa				6 785,3
Nombre d'actions Pargesa (en millions, hors autodétention)				84,7
ANR par action induit de Pargesa				80,11

Commentaires

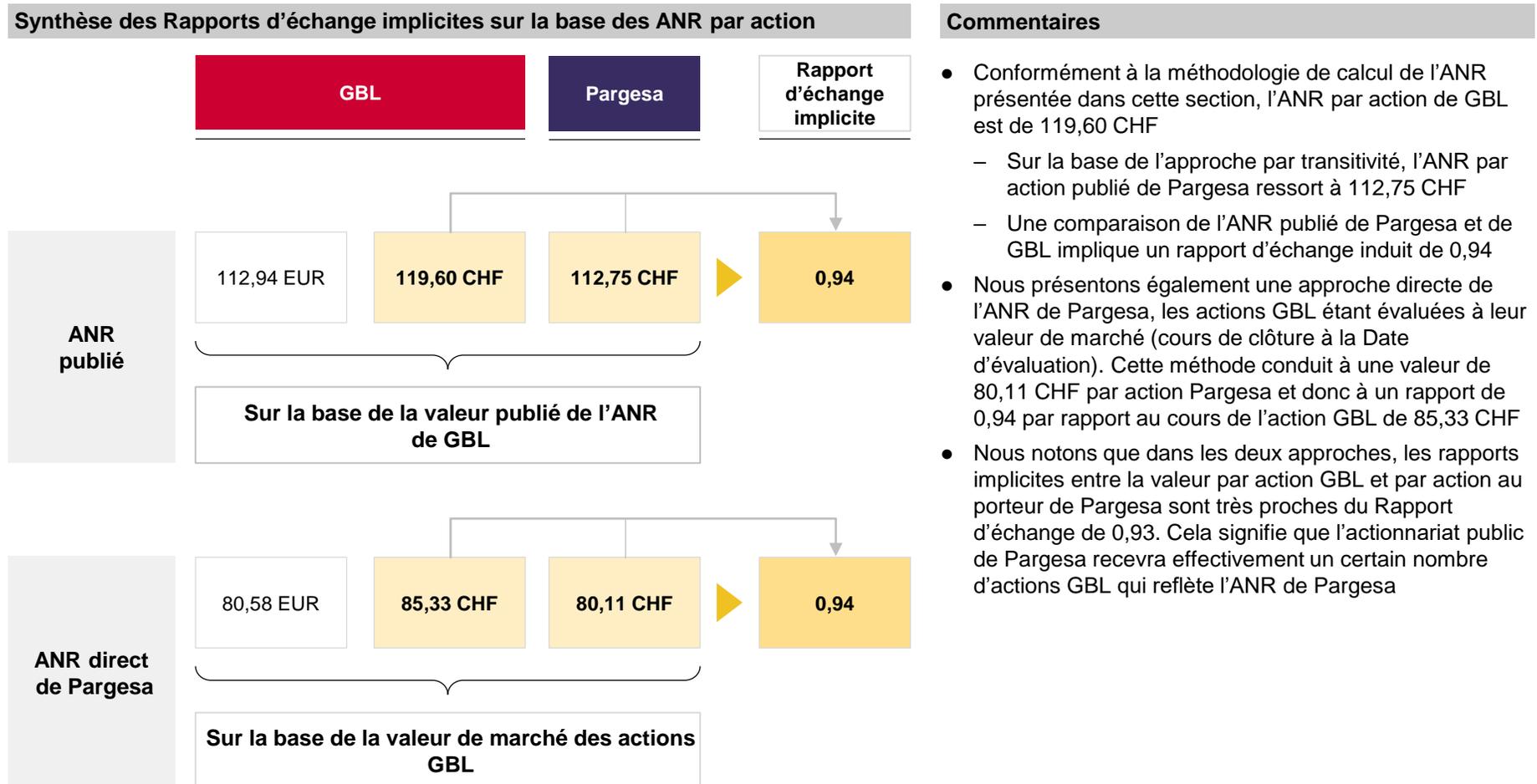
- Nous avons appliqué une approche similaire à la détermination de l'ANR de Pargesa, comme présenté précédemment, mais au lieu de prendre en compte la valeur « par transitivité » du portefeuille d'actifs de GBL, nous avons retenu la valeur de marché de GBL sur la base de son cours de bourse à la Date d'évaluation
- Cette méthode équivaut à estimer l'ANR de Pargesa en tant que holding d'investissement plutôt que holding de contrôle pure, via sa participation de 50,0% dans GBL comme principal actif
- Les autres actifs et passifs financiers ont été comptabilisés à la valeur inscrite à l'ANR publié de Pargesa fourni par la Société
- Avec cette approche directe, nous obtenons un ANR implicite par action Pargesa de 80,11 CHF à la Date d'évaluation

Source Informations Société, FactSet (sur la base du taux de change EUR-CHF de 1,0589 à la Date d'évaluation)



4.4 Analyse de l'ANR de Pargesa

Rapports d'échange implicites sur la base des valeurs d'ANR respectifs



- Conformément à la méthodologie de calcul de l'ANR présentée dans cette section, l'ANR par action de GBL est de 119,60 CHF
 - Sur la base de l'approche par transitivité, l'ANR par action publié de Pargesa ressort à 112,75 CHF
 - Une comparaison de l'ANR publié de Pargesa et de GBL implique un rapport d'échange induit de 0,94
- Nous présentons également une approche directe de l'ANR de Pargesa, les actions GBL étant évaluées à leur valeur de marché (cours de clôture à la Date d'évaluation). Cette méthode conduit à une valeur de 80,11 CHF par action Pargesa et donc à un rapport de 0,94 par rapport au cours de l'action GBL de 85,33 CHF
- Nous notons que dans les deux approches, les rapports implicites entre la valeur par action GBL et par action au porteur de Pargesa sont très proches du Rapport d'échange de 0,93. Cela signifie que l'actionnariat public de Pargesa recevra effectivement un certain nombre d'actions GBL qui reflète l'ANR de Pargesa

Source Informations Société, FactSet (sur la base du taux de change EUR-CHF de 1,0589 à la Date d'évaluation)



4.5 Analyses complémentaires à titre informatif

Sensibilités obtenues sur la base d'une actualisation des flux de dividendes futurs

Hypothèses et paramètres clés de la méthode d'actualisation des flux de dividendes futurs

- À titre complémentaire et à des fins d'information, nous avons effectué une analyse de sensibilité basée sur la méthode de valorisation DDM pour Pargesa et GBL. Nous avons ainsi calculé la valeur actualisée des dividendes futurs par action (« **DPS** ») devant être reçus par les actionnaires respectifs
- Sensibilités aux hypothèses clés du DDM :
 - Coût des capitaux propres : 6,05% - 6,55% (voir le paragraphe ci-dessous)
 - Taux de croissance perpétuelle : 2,25% - 2,75% (en ligne avec la croissance historique des DPS de GBL, voir les détails à l'Annexe A)

1 Prévisions financières

- Nous avons basé notre analyse sur les hypothèses suivantes :
 - Consensus des analystes pour 2019e-2021e : prévisions de bénéfices par action en espèces pour GBL et prévisions de dividendes par action pour Pargesa et GBL
 - Extrapolation pour 2022e-2026e :
 - Croissance annuelle de 2,5% des bénéfices par action de GBL et croissance linéaire du taux de distribution (selon la définition de GBL¹) jusqu'à 100% en 2026e pour GBL
 - Croissance linéaire du taux de redistribution de Pargesa à ses actionnaires des dividendes reçus de GBL à hauteur de 90% en 2026e

2 Paramètres clés

- Analyse de DDM à la Date d'évaluation
- Date présumée de versement des dividendes le 19 mai de chaque année (conformément aux dates de paiement historiques réelles) pour Pargesa et GBL

3 Coût des capitaux propres

- Le coût des capitaux propres reflète le taux de rendement attendu par les pourvoyeurs de capitaux propres
- Nous avons considéré un coût des capitaux propres similaire pour Pargesa et GBL, estimant que le risque sous-jacent de Pargesa est équivalent à celui de GBL, reflétant en effet le risque des actifs du portefeuille sous-jacent, détenus via GBL
- Nous avons calculé le coût des capitaux propres de GBL sur la base des paramètres et hypothèses de marché normalisés suivants :
 - Taux sans risque : 1,70%, sur la base du rendement moyen sur 10 ans de l'obligation d'État belge à 10 ans
 - Bêta ajusté : 0,93, basé sur une analyse de régression sur 5 ans des rendements hebdomadaires de l'action GBL par rapport à l'indice EuroStoxx 600
 - Prime de risque de marché : 5,0%, moyenne des primes de risque des actions de l'indice EuroStoxx 600 sur 10 ans
- Sur la base des hypothèses ci-dessus, nous avons calculé un coût moyen des capitaux propres de 6,3% et retenu une fourchette de 6,05% à 6,55% pour notre analyse de sensibilité
- À titre de référence, le rendement annuel total pour l'actionnaire de GBL au cours des 15 dernières années s'élève à 6,7%²

Sources FactSet, Bloomberg (à la Date d'évaluation)

Notes

1 Rapport de distribution de GBL sur l'année n basé sur les dividendes payés l'année n + 1 et les revenus de trésorerie de l'année n tels que publiés par GBL

2 Comme indiqué par GBL dans la Présentation roadshow 2019 du 8 novembre 2019



4.5 Analyses complémentaires à titre informatif

Sensibilités obtenues sur la base d'une actualisation des flux de dividendes futurs (suite)

Sensibilité des valeurs par action obtenues pour Pargesa et GBL sur la base de la valorisation DDM

- L'approche par actualisation des flux de dividendes présente les sensibilités aux paramètres d'évaluation clés suivants : taux de croissance perpétuelle des DPS et coût des capitaux propres. Les résultats de cette analyse de sensibilité sont présentés dans les tableaux ci-dessous :

Pargesa (CHF par action)

		Coût des capitaux propres				
		5,80%	6,05%	6,30%	6,55%	6,80%
Taux de croissance perpétuelle	+2,00%	84,70	79,50	74,91	70,82	67,15
	+2,25%	90,39	84,47	79,29	74,70	70,63
	+2,50%	96,94	90,15	84,24	79,07	74,50
	+2,75%	104,57	96,68	89,90	84,02	78,86
	+3,00%	113,55	104,28	96,41	89,66	83,79

GBL (EUR par action)

		Coût des capitaux propres				
		5,80%	6,05%	6,30%	6,55%	6,80%
Taux de croissance perpétuelle	+2,00%	94,10	88,38	83,32	78,82	74,79
	+2,25%	100,35	93,84	88,14	83,10	78,61
	+2,50%	107,55	100,07	93,59	87,90	82,87
	+2,75%	115,93	107,25	99,80	93,33	87,66
	+3,00%	125,80	115,61	106,96	99,53	93,08

- L'analyse de sensibilité extériorise les fourchettes de valeurs suivantes à la Date d'évaluation :
 - Pour Pargesa, la valeur par action varie de 74,70 CHF (fourchette inférieure) à 96,68 CHF (fourchette supérieure)
 - Pour GBL, la valeur par action varie de 83,10 EUR (fourchette inférieure) à 107,25 EUR (fourchette supérieure), soit 87,99 CHF et 113,57 CHF par action, respectivement¹



Rapport d'échange implicite sur la base des valorisations DDM¹

Rapports d'échange implicites	Fourchette inférieure	Fourchette supérieure
		0,85

Sources Informations Société, Analystes, FactSet (à la Date d'évaluation), Bloomberg (à la Date d'évaluation)

Note

¹ Sur la base du taux de change EUR-CHF de 1,0589 à la Date d'évaluation



4.5 Analyses complémentaires à titre informatif

Rapport d'échange ajusté en fonction du nombre d'actions

Détails du calcul du rapport d'échange ajusté implicite basé sur l'actionariat	
Nombre d'actions GBL détenues par Pargesa NL	80 680 729
Dette / (trésorerie) nette et autres actifs au niveau de Pargesa (en MCHF, au 06/03/2020)	98,9
Cours de bourse actuel de GBL (EUR, au 06/03/2020)	80,6
Cours de bourse actuel de GBL (CHF, au 06/03/2020)	85,3
Dette Nette de Pargesa en équivalent d'actions GBL	1 159 082
Nombre d'actions induit disponible pour les actionnaires de Pargesa	79 521 647
Nombre d'actions au porteur en circulation de Pargesa (sur une base diluée ¹)	84 719 292
Rapport d'échange induit pour les actionnaires de Pargesa	0,94
Frais de transaction estimés (MCHF, comme indiqué par le management)	35,0
Cours de bourse actuel de GBL (CHF, au 06/03/2020)	85,3
Frais de transaction en équivalent d'actions GBL	410 191
Nombre d'actions induit disponible pour les actionnaires de Pargesa post frais de transaction	79 111 456
Nombre d'actions au porteur en circulation de Pargesa (sur une base diluée ¹)	84 719 292
Rapport d'échange ajusté induit pour les actionnaires de Pargesa	0,93

Commentaires

- Le tableau de gauche illustre le rapport d'échange induit par la détention économique des actionnaires de Pargesa dans GBL, c'est-à-dire le ratio qui aurait été applicable si les actions GBL détenues par Pargesa NL avaient été attribuées aux actionnaires de Pargesa en fonction de leur détention dans Pargesa (hors autodétention), après prise en compte de la dette financière nette et des autres actifs au niveau de Pargesa
- Sur la base de cette approche, le rapport d'échange théorique aurait été de 0,94 action GBL par action au porteur de Pargesa
- Le nombre d'actions GBL réellement disponibles pour tous les actionnaires de Pargesa devrait également prendre en compte les coûts de transaction liés à l'opération proposée, qui seront supportés uniquement par Pargesa après la transaction (c'est-à-dire par NewCo Pargesa). Une telle approche conduit à un rapport implicite de 0,93 action GBL par action au porteur de Pargesa
 - Selon les indications de la direction de Pargesa, les coûts de transaction totaux estimés à 35 MCHF incluent environ 15 MCHF de taxes (« droits de timbre »), environ 7,5 MCHF de coûts liés à la dette (y compris les coûts de *waiver* et les intérêts sur la durée de vie résiduelle des obligations Pargesa), environ 7,5 MCHF de coûts de restructuration non-récurrents et environ 5 MCHF d'autres coûts de transaction
- Ce rapport d'échange induit est en ligne avec le Rapport d'échange de l'Offre

Sources Informations sur la Société, FactSet (sur la base du taux de change EUR-CHF de 1,0589 à la Date d'évaluation)

Note

¹ Sur la base du nombre d'actions dilués de Pargesa (méthode du rachat d'actions) - voir les détails à l'Annexe A

5

Évaluation des alternatives pour les actionnaires publics de Pargesa

5.1 Évaluation des alternatives pour les actionnaires publics de Pargesa

1. Structures de transaction alternatives

- Le conseil d'administration et la direction de Pargesa ont indiqué que plusieurs options de structuration alternatives ont été examinées et analysées en détail dans le but d'identifier la structure de transaction la plus avantageuse, également du point de vue des actionnaires publics de Pargesa
- Les structures alternatives suivantes ont été examinées en détail :
 - Scénario de liquidation (vente de tous les actifs et règlement de toutes les obligations de Pargesa, suivis de la distribution du produit net de la liquidation via un simple dividende)
 - Distribution
 - Offre d'échange
 - Fusion par le bas
 - Plusieurs autres structures alternatives
- L'examen des structures alternatives a porté sur les aspects fiscaux, les aspects liés à l'exécution, les aspects juridiques et liés à l'entreprise, les aspects financiers, les aspects liés au calendrier ainsi que les impacts financiers
- Selon le conseil d'administration et la direction de Pargesa, la structure de l'offre d'échange est plus avantageuse que les autres structures examinées sur la base des points mentionnés ci-dessus
 - Une offre d'échange se caractérise par sa relative simplicité et l'absence d'impact fiscal lié à une retenue à la source, au profit des actionnaires publics de Pargesa
 - Rothschild & Co a été informé que des *rulings* fiscaux avaient été obtenues de la part des administrations fiscales suisses compétentes confirmant que la charge fiscale résultant de l'Offre serait acceptable pour Pargesa
- Rothschild & Co n'a pas effectué d'analyse de ces structures alternatives dans le cadre de l'Attestation d'équité

2. Vente d'actions au porteur de Pargesa sur le marché

- La vente d'actions via le marché libre est généralement une alternative réalisable à la place de l'acceptation de l'Offre
 - En principe, il serait financièrement plus avantageux pour les actionnaires publics de Pargesa que les actions au porteur de Pargesa se négocient à un prix supérieur à la valeur de marché des actions GBL au cas où ils apporteraient leurs actions en réponse à l'Offre
- Il n'est pas possible de prévoir l'évolution des cours des actions GBL et Pargesa pendant toute la Période d'Offre. Cependant, nous avons observé que la valeur de marché de Pargesa est affectée par (i) une décote entre l'ANR publié de GBL et la valeur de marché de GBL et (ii) une décote entre l'ANR direct de Pargesa (compte tenu de sa participation de 50,0% dans GBL à la valeur de marché) et de la valeur de marché de Pargesa. Ces niveaux de décote sont restés relativement stables au cours des 5 dernières années. La réduction de cette décote affectant le cours de l'action de Pargesa est au cœur des objectifs de la transaction et de l'Offre
- Nous observons également que les actions GBL affichent une liquidité des titres négociés plus élevée que les actions au porteur de Pargesa

3. Rejet de l'Offre

- Les actionnaires publics de Pargesa pourraient rejeter l'Offre en vue de la bloquer
 - Entre autres conditions, l'Offre prévoit un seuil d'acceptation minimum de 90,0% du total des droits de vote de Pargesa

6

Résultat de l'Attestation d'équité

6.1 Résultat de l'Attestation d'équité

Synthèse des rapports d'échange implicites basés sur les approches d'évaluation présentées dans le rapport d'Attestation d'équité

En CHF par action	Pargesa (CHF)	GBL (CHF) ¹	Rapport d'échange induit	Synthèse des Rapports d'échange induits	Prime induite par le Rapport d'échange de 0,93	
Méthodes de valorisation à titre principal						
Cours de bourse						
Cours de bourse au 06/03/2020	69,25	85,33	0,81		+14,6%	
VWAP 1 mois	75,20	92,65	0,81		+14,6%	
VWAP 60 jours	78,45	97,49	0,80		+15,6%	
VWAP 6 mois	77,90	97,83	0,80		+16,8%	
VWAP 12 mois	76,87	96,42	0,80		+16,6%	
Médiane des cours cibles des analystes	85,10	101,92	0,83		+11,4%	
Actif Net Réévalué						
ANR publié	112,75	119,60	0,94		(1,4%)	
ANR direct	80,11	85,33	0,94		(0,9%)	
Méthodes complémentaires à titre indicatif						
Actualisation des dividendes - sensibilités						
Fourchettes de valorisation	Min Max	Min Max	Min Max	Min Max	Min Max	
	74,70 96,68	87,99 113,57	0,85 0,85		+9,5% +9,2%	
Rapport d'échange sur la base du nombre d'actions			0,93		(0,4%)	

Sources Informations Société, FactSet (à la Date d'évaluation)

Note
 1 Taux de change EUR-CHF basés sur le taux de change pertinent sur les périodes considérées pour les références historiques de valeur de marché, et 1,0589 à la Date d'évaluation

6.1 Résultat de l'Attestation d'équité

Conclusion de l'Attestation d'équité

- Nous avons mené une évaluation multicritère pour analyser l'équité du Rapport d'échange d'un point de vue financier
- Les analyses effectuées évaluent l'équité financière du Rapport d'échange comme si l'Offre avait été proposée à tous les actionnaires de Pargesa
- Une synthèse des résultats de ces analyses est présentée en page précédente. Conformément à la nature de Pargesa et GBL, les valeurs de marché et les références aux ANR ont été utilisées comme méthodes d'évaluation à titre principal, tandis que les sensibilités basés sur la valorisation DDM et une approche supplémentaire reposant sur le nombre d'actions GBL détenues par Pargesa ont été présentées à titre informatif
- Sur la base des analyses détaillées dans la section 4, nous concluons que :
 - La transaction implique des primes de 14,6% et 15,6% sur la base des cours de clôture des deux sociétés et du VWAP à 60 jours de bourse à la Date d'évaluation, respectivement
 - La référence aux cours cibles médians proposés par les analystes de Pargesa et GBL conduit à une prime implicite de 11,4%
 - Les rapports d'échange induits par les ANR respectifs de Pargesa et GBL sont en ligne avec le Rapport d'échange de l'Offre. Cela signifie que les actionnaires publics de Pargesa recevront effectivement leur juste part de l'ANR de Pargesa à travers l'opération envisagée
- De plus et à titre informatif, les analyses complémentaires réalisées conduisent aux constats suivants :
 - Les sensibilités de valorisation DDM de Pargesa et GBL que nous présentons conduisent à une prime implicite allant de 9,2% à 9,5%
 - Le Rapport d'échange est conforme au rapport de distribution théorique des actions GBL aux actionnaires de Pargesa, après prise en compte de l'endettement financier net, des autres actifs et des coûts de transaction au niveau de Pargesa
- Enfin, nous notons que :
 - L'opération entraînera une simplification de la structure de l'actionariat de GBL
 - Les actions GBL ont une liquidité plus élevée que les actions Pargesa à la Date d'évaluation, et la transaction impliquera une augmentation du flottant de GBL

Sur la base des analyses et des considérations présentées dans cette Attestation d'équité, le Rapport d'échange pour l'offre publique d'échange volontaire de Parjointco N.V. pour toutes les actions au porteur de Pargesa Holding SA en mains du public, soit 0,93 action GBL par action au porteur de Pargesa, est considéré comme financièrement équitable à la Date d'évaluation



Laurent Gagnebin
Président Directeur Général

Rothschild & Co Bank AG



Christian Bouet
Directeur financier

Annexe

A

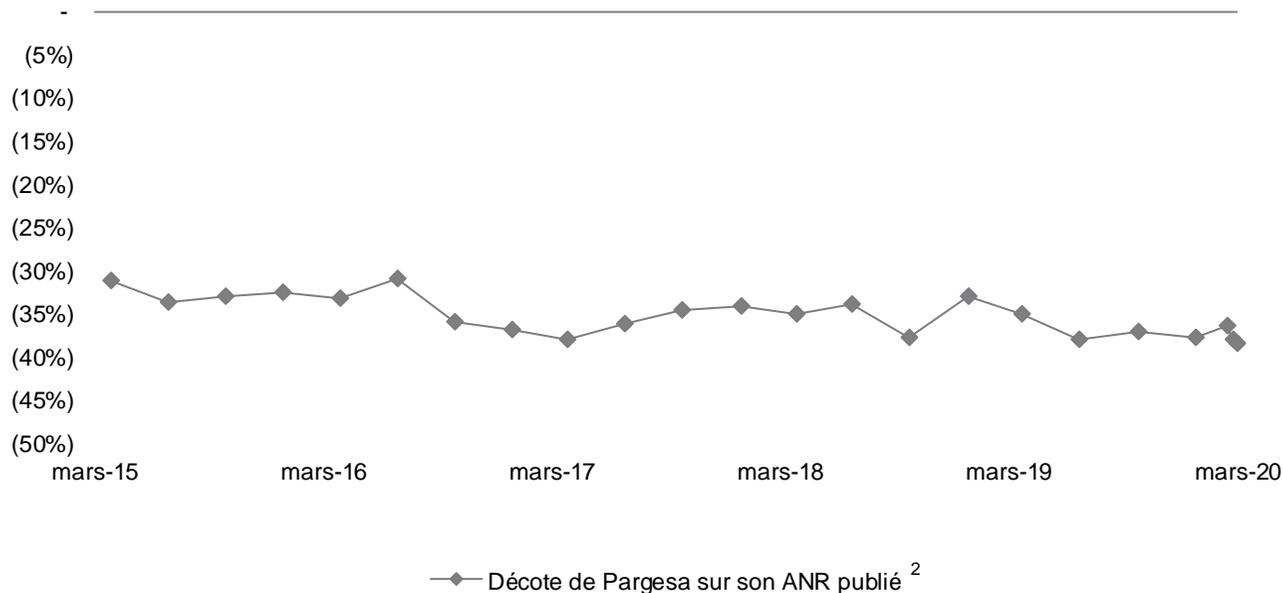
Éléments additionnels



Analyse de la décote de la valeur de marché de Pargesa sur son ANR publié

Aperçu de la décote sur 5 ans de Pargesa par rapport à son ANR publié¹

Décote moyenne sur NAV	6 mars 20	3 mois	6 mois	12 mois	3 ans	5 ans
Décote de Pargesa sur son ANR publié ²	(38,6%)	(37,7%)	(37,6%)	(37,3%)	(36,3%)	(35,3%)



Commentaires

- Le graphique ci-contre présente l'évolution sur une période de 5 ans de la décote de la valeur de marché de Pargesa par rapport à son ANR publié², tel que communiqué par la Société sur une base trimestrielle, c'est-à-dire consistant à prendre une vue intégrée de Pargesa et de GBL, et à déterminer l'ANR de Pargesa par une approche transitive de l'ANR de GBL pour valoriser la participation de 50,0 % de Pargesa dans GBL
- Implicitement, Pargesa se traite à une décote de 38,6% par rapport à son ANR publié² à la Date d'évaluation, ce qui est légèrement supérieur à la décote moyenne sur 5 ans observée de 35,3%
- Cette décote implicite par rapport à l'ANR publié² est stable dans le temps

Sources Informations Société, FactSet (à la Date d'évaluation)

Notes

1 L'ANR de Pargesa est basé sur les rapports financiers trimestriels de la Société et l'ANR de GBL est basé sur des estimations hebdomadaires publiées par GBL

2 L'ANR « publié » de Pargesa correspond à son ANR obtenu sur la base d'une valeur « transitive » de 50,0% de l'ANR publié de GBL, en plus des autres actifs et passifs de Pargesa tels que publiés par la Société sur une base trimestrielle (voir les détails à la section 4)



Pargesa - Nombre d'actions

Options de Pargesa en circulation

- En 2007, Pargesa a mis en place un plan pour les salariés et certains membres de la direction (hors dirigeants mandataires sociaux), par lequel des options d'achat d'actions au porteur sont octroyées annuellement. Ces options ont une durée de dix ans et un taux de conversion d'une action par option
- Jusqu'à présent, toutes les actions attribuées après exercice des options ont été prélevées sur la réserve d'actions autodétenues au porteur
- À la Date d'évaluation, le nombre total d'options en circulation était de 229 425. Les chiffres clés du plan sont les suivants :

Année d'émission	Nombre d'options en circulation	Prix d'exercice (CHF)
2010	18 747	87,00
2011	19 477	87,00
2012	2 700	65,00
2013	18 580	67,00
2014	23 930	79,00
2015	25 580	72,00
2016	31 177	62,18 ¹
2017	30 334	70,00
2018	25 470	84,00
2019	33 430	80,00
Total	229 425	

Source Informations Société

Note

1 Moyenne de 60,6 et 63,75 telle que divulguée par la Société

Nombre dilué d'actions de Pargesa (méthode du rachat d'actions)

- L'analyse du nombre dilué d'actions de Pargesa est basée sur les paramètres suivants à la Date d'évaluation, compte tenu du Rapport d'échange de l'Offre
 - Cours de l'action GBL de 85,33 CHF (taux de change EUR-CHF de 1,0589)
 - Valeur implicite par action Pargesa basée sur le Rapport d'échange : 79,35 CHF
- Les options dans la monnaie de Pargesa sur la base du Rapport d'échange sont supposées exercées, ce qui conduit à la création de 132 301 actions Pargesa. L'exercice des options génère un produit de 9,2 MCHF qui, selon la méthode du rachat d'actions, est utilisé pour le rachat de 116 119 actions Pargesa sur la base de leur valeur par action (soit 79,35 CHF sur la base du Rapport d'échange)
- Le tableau ci-dessous présente le calcul détaillé et le nombre implicite d'actions Pargesa diluées selon la méthode du rachat d'actions :

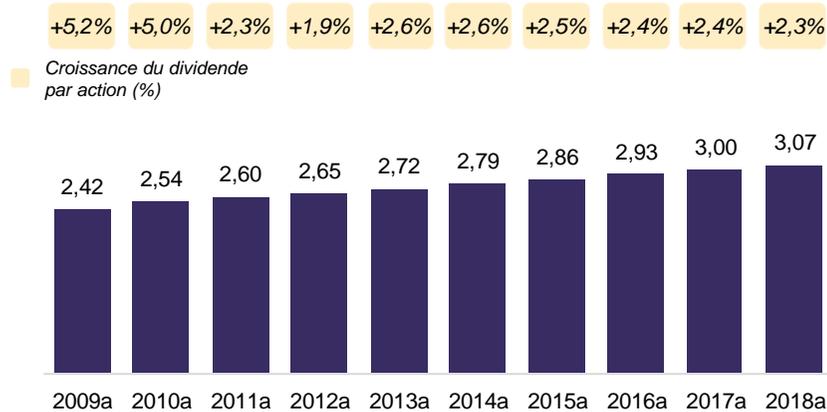
Année d'émission	Nombre d'options en circulation	Prix d'exercice (CHF)	Valeur par action de Pargesa induite par le Rapport d'échange	Nombre d'options dans la monnaie	Encaissements liés à l'exercice des stock-options (CHF)
2010	18 747	87,00	79,35	-	-
2011	19 477	87,00	79,35	-	-
2012	2 700	65,00	79,35	2 700	175 500
2013	18 580	67,00	79,35	18 580	1 244 860
2014	23 930	79,00	79,35	23 930	1 890 470
2015	25 580	72,00	79,35	25 580	1 841 760
2016	31 177	62,18	79,35	31 177	1 938 430
2017	30 334	70,00	79,35	30 334	2 123 380
2018	25 470	84,00	79,35	-	-
2019	33 430	80,00	79,35	-	-
Total	229 425			132 301	9 214 400
Actions autodétenues avant exercice des stock-options				233 060	} (16 182)
Impact de l'exercice des stock-options				(132 301)	
Actions Pargesa rachetées au Rapport d'échange				116 119	
Actions autodétenus post exercice des stock-options (méthode du rachat d'actions)				216 878	
Parjointco				47 022 470	55,4%
Minoritaires				37 696 822	44,4%
Actions autodétenus				216 878	0,3%
Nombre d'actions dilué de Pargesa (méthode du rachat d'actions)				84 936 170	100,0%
Nombre d'actions en circulation dilué de Pargesa (méthode du rachat d'actions)				84 719 292	

Évolution historique des paiements de dividendes

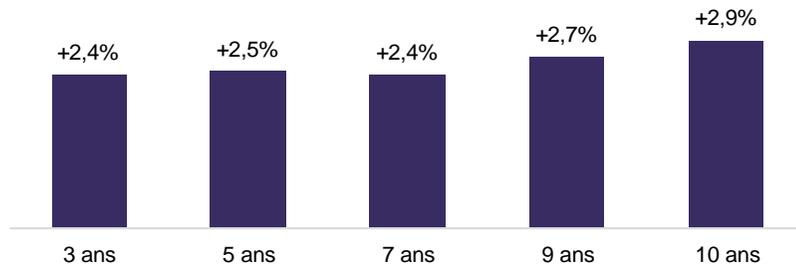


Dividende GBL par action

Évolution des dividendes par action (DPS) GBL 2009-2018 (EUR)¹



Croissance moyenne des DPS de GBL, à partir de 2018¹



Commentaires

- L'hypothèse de croissance perpétuelle de 2,5% utilisée comme cas central dans l'exercice de la sensibilité de valorisation DDM est basée sur l'analyse historique sur 10 ans de la croissance du dividende par action GBL, comme l'illustrent les deux tableaux présentés à gauche
- La croissance annuelle des DPS de GBL a varié entre 1,9% et 5,2% au cours des 10 dernières années (2,9% CAGR 10 ans, 2,5% CAGR 5 ans à la Date d'évaluation). La direction de la Société a indiqué que l'opération ne devrait pas avoir d'incidence sur la politique de distribution de dividendes de GBL

Source Informations Société

Note

¹ Dividende par action payé dans l'année (N + 1) basé sur la performance de l'année (N)



Évolution historique des paiements de dividendes

Comparaison du dividende historique par action de Pargesa et de GBL

Évolution sur 10 ans du dividende par action Pargesa et GBL et ratios induits illustratifs¹

Dividende par action	2009a	2010a	2011a	2012a	2013a	2014a	2015a	2016a	2017a	2018a
Pargesa (CHF)	2,72	2,72	2,57	2,57	2,64	2,27	2,38	2,44	2,50	2,56
% croissance		-	(5,5%)	-	+2,7%	(14,0%)	+4,8%	+2,5%	+2,5%	+2,4%
GBL (EUR)	2,42	2,54	2,60	2,65	2,72	2,79	2,86	2,93	3,00	3,07
% croissance		+5,0%	+2,3%	+1,9%	+2,6%	+2,6%	+2,5%	+2,4%	+2,4%	+2,3%
GBL (CHF) ²	3,43	3,18	3,12	3,29	3,32	2,90	3,16	3,19	3,53	3,47
Ratios induits	0,79	0,85	0,82	0,78	0,80	0,78	0,75	0,76	0,71	0,74
Moyenne 10 ans	0,78									
Moyenne 7 ans	0,76									
Moyenne 5 ans	0,75									
Moyenne 3 ans	0,74									

Commentaires

- À titre informatif, nous présentons le ratio induit par les dividendes par action de Pargesa et de GBL sur une période de 10 ans
- Nous notons que la moyenne sur 10 ans des ratios induits est de 0,78

Sources Informations Société, FactSet

Notes

¹ Dividende par action payé dans l'année (N + 1) basé sur la performance de l'année (N)

² Sur la base du taux de change moyen EUR-CHF sur le mois de mai de chaque année selon FactSet. Hypothèse selon le mois de versement de dividendes habituel de GBL

Annexe

B

Liste des définitions et abréviations

Liste des définitions et abréviations

Définitions

Accord de transaction	Accord de transaction entre Parjointco, Pargesa et Pargesa NL en lien avec l'Offre
Date d'évaluation	6 mars 2020
GBL	Groupe Bruxelles Lambert SA
Groupe Frère-Desmarais	Fiducie familiale résiduaire Desmarais Stichting Frère-Bourgeois
Pargesa NL	Pargesa Netherlands B.V.
Pargesa / Société	Pargesa Holding SA
Parjointco / Offrante	Parjointco N.V.
Période d'Offre	8 mai-8 juin 2020
Rapport d'échange	0,93
Rothschild & Co	Rothschild & Co Bank AG
Stichting Frère-Bourgeois	Stichting Administratiekantoor Frère-Bourgeois

Abréviations

a	réel
AG	Aktiengesellschaft (société limitée par actions)
AGA	Assemblée générale annuelle
ANR	Actif Net Réévalué
art.	article
avr.	Avril

B.V.

BEL20

c.

Capi. boursière

CET

CHF

COPA

DCF

DDM

déc.

DPS

EMEA

env.

et suiv.

etc.

EUR

févr.

i.e.

janv.

juil.

LEFin

loc.

M

Mds

Besloten Vennootschap met beperkte aansprakelijkheid

Indice boursier de référence de Euronext Bruxelles

environ

capitalisation boursière

Heure d'Europe centrale

Franc(s) suisse(s)

Commission des offres publiques d'acquisition

flux de trésorerie actualisés

modèle d'actualisation des dividendes

décembre

dividende par action

Europe, Moyen-Orient et Afrique

environ

et suivant(e)(s)

et cetera

euro(s)

Février

id est (c'est-à-dire)

janvier

juillet

Loi fédérale sur les établissements financiers

devise locale

millions

milliard(s)

Liste des définitions et abréviations

nb.	nombre
NewCo	entité juridique nouvellement créée
NL	Pays-Bas
nov.	novembre
n.d.	non disponible
N.V.	Naamloze Vennootschap
n°	numéro
oct.	octobre
reco.	Recommandation
SA	société anonyme
sept.	septembre
SEK	couronne suédoise
SMI	Indice boursier suisse
VWAP	prix moyen pondéré en fonction du volume
%	pourcentage(s)