

ALANTRA

Attestation d'équité – Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

Attestation d'équité relative à l'offre publique d'acquisition par Edmond de Rothschild Holding S.A.
pour toutes les actions au porteur d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.
d'une valeur nominale de CHF 500.00 chacune en mains du public

17 avril 2019

Abréviations utilisées pour les entités pertinentes

EdR	Groupe Edmond de Rothschild, <i>le groupe de sociétés détenu et contrôlé par EdRH</i>
EdRF	Edmond de Rothschild (France), <i>détenu par Edmond de Rothschild S.A., la holding française d'EdR</i>
EdRS	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.
EdRH	Edmond de Rothschild Holding S.A.
EdRSA	Edmond de Rothschild S.A., <i>détenue à 99,99% par EdRH</i>
EdRS (PFC)	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. après l'acquisition d'EdRF, <i>sur une base combinée (pro forma)</i>

Table des matières

- Introduction
- Vue d'ensemble de la société
- Considérations liées à l'évaluation
- Résultat de l'attestation d'équité
- Annexes

Introduction

- Contexte
- Mandat d'Alantra
- Procédure d'évaluation
- Base d'information

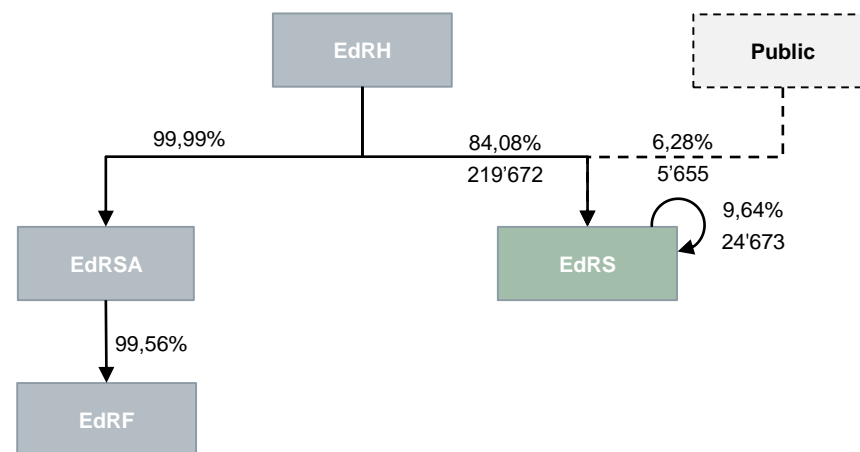
Introduction

Contexte (1/2)

Contexte

- EdRS est cotée auprès de SIX Swiss Exchange et sa capitalisation boursière s'élevait à CHF 1'476 mio au 12 mars 2019.
- EdRS fournit des services de gestion de fortune et de gestion d'actifs sur mesure à des clients privés fortunés et des clients institutionnels en Suisse et à l'étranger.
- Le capital-actions de la société s'élève à CHF 45'000'000, divisé en 200'000 actions nominatives entièrement libérées d'une valeur nominale de CHF 100.– chacune et 50'000 actions au porteur entièrement libérées d'une valeur nominale de CHF 500.– chacune (cotées auprès de SIX Swiss Exchange).
- Les 200'000 actions nominatives non cotées d'une valeur nominale de CHF 100.– et les 50'000 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 500.– cotées auprès de SIX Swiss Exchange confèrent les mêmes droits économiques proportionnellement à leur valeur nominale, conformément à l'art. 7 (2) et (3) des statuts. Les actions nominatives et les actions au porteur sont entièrement libérées.
- EdRS n'a pas de capital autorisé ou conditionnel.
- Dans ses statuts, EdRS a inclus une clause prévoyant que les offrants ne sont pas tenus de présenter une offre publique d'acquisition conformément aux articles 135 et 163 de la loi fédérale du 19 juin 2015 sur l'infrastructure des marchés financiers («opting out»). En outre, étant donné qu'EdRH détenait plus de 50% des droits de vote d'EdRS au 1^{er} février 1997 et que sa participation n'est jamais descendue en dessous de ce seuil depuis lors, l'offre EdRH n'est pas soumise aux règles de la loi sur l'infrastructure des marchés financiers ni aux réglementations y afférentes relatives aux offres publiques d'acquisition obligatoires (y.c. les règles concernant le prix minimum qui ne s'appliquent pas).
- Au 31 décembre 2018, 219'672 (180'000 actions nominatives et 39'672 actions au porteur) d'EdRS sont détenues par EdRH, 24'673 (20'000 actions nominatives et 4'673 actions au porteur) sont auto-détenues par EdRS et 5'655 actions au porteur sont détenues par le public (*voir illustration à droite*).
- Pendant l'année 2018, EdRS a débouclé sa participation croisée avec Rothschild Holding SA (Zurich), qui possédait 20'000 actions nominatives et 3'600 actions au porteur d'EdRS, soit 8,44% du capital-actions et 9,44% des droits de vote au total, détenues actuellement par EdRS en tant qu'actions propres.

Illustration: Participations au 31 décembre 2018¹



1) Pourcentages du capital-actions, et non pas des droits de vote (tout au long de cette attestation d'équité)

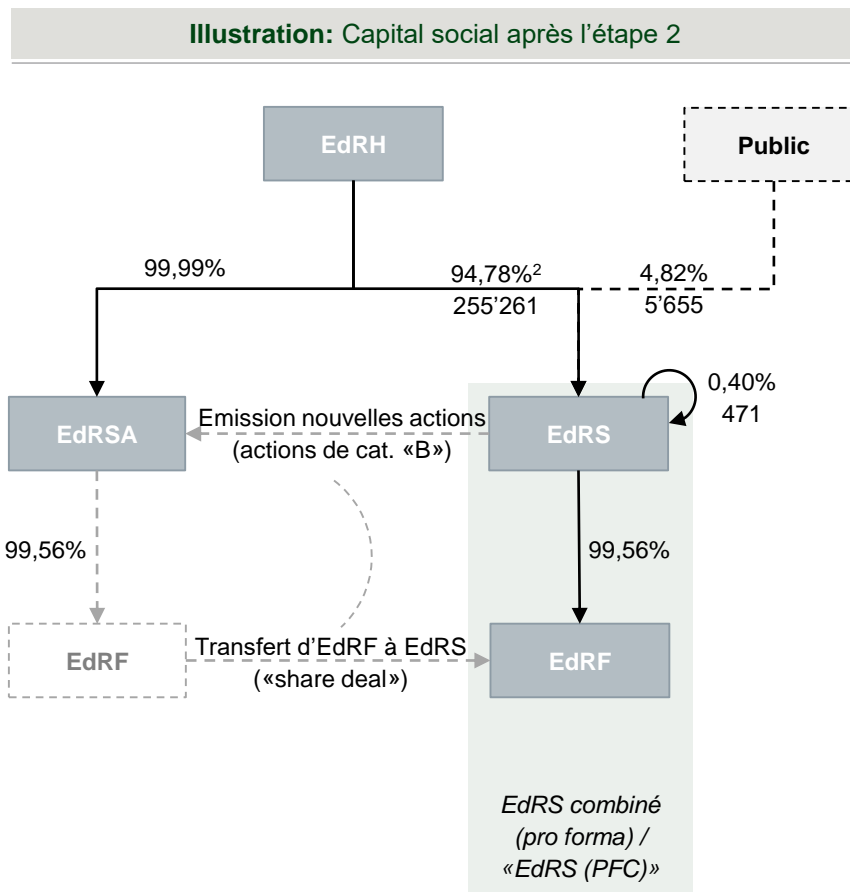
Introduction

Contexte (2/2)

Le 13 mars 2019, EdRH a pré-annoncé une offre publique d'acquisition pour acquérir toutes les actions au porteur d'EdRS d'une valeur nominale de CHF 500 chacune en mains du public (l'«Offre EdRH»). La contrepartie due pour chaque action au porteur est de CHF 15'500.¹

Contexte

- Dans le but de simplifier son organisation d'entreprise, EdR a lancé un projet de groupe ayant les principaux objectifs suivants:
 - Création d'un groupe bancaire unique
 - Simplification de la structure juridique du groupe et rationalisation de la gouvernance
 - Amélioration de la transparence vis-à-vis du public – *une seule banque Edmond de Rothschild*
- Le projet comprend trois étapes principales:
 1. Annulation des actions propres EdRS rachetées (dans le cadre du débouclage des participations croisées avec Rothschild Holding SA effectué en août 2018) par le biais d'une réduction du capital-actions (devant être exécutée en juillet 2019 sous réserve des approbations réglementaires).
 2. Transfert d'EdRF à EdRS contre des actions nouvellement émises. Une nouvelle catégorie d'actions EdRS (actions nominatives non cotées de catégorie «B») sera émise au pair avec les actions au porteur cotées par le biais d'une augmentation de capital (qui devrait être exécutée en juillet 2019 sous réserve des approbations réglementaires).
 3. L'Offre EdRH aux actionnaires minoritaires et retrait de la cote subséquent d'EdRS (conformément aux réglementations applicables). Selon le calendrier actuel, le prospectus d'offre devrait être publié le 23 avril 2019.
- La troisième et dernière étape de la transaction fait l'objet de la présente attestation d'équité (voir page suivante pour les détails).
- Aucune synergie matérielle n'est attendue du regroupement des activités. Les activités opérationnelles ont déjà été intégrées par le passé.
- L'illustration à droite présente la participation et la structure de l'actionnariat après l'étape 2 (ci-dessus).



¹) De plus amples informations sur l'offre EdRH y compris ses conditions figurent dans le document d'annonce préalable du 13 mars 2019

²) Inclut la participation obtenue par EdRSA dans EdRS (34'987 actions nouvellement émises de catégorie «B») qui doit être transférée à EdRH sous la forme d'un dividende en nature d'ici fin septembre 2019

Introduction

Mandat d'Alantra

Mandat du Conseil d'administration

- Le conseil d'administration¹ d'EdRS a désigné Alantra pour préparer une attestation d'équité évaluant l'adéquation financière de l'Offre EdRH du point de vue des actionnaires publics des actions au porteur d'EdRS.
- L'attestation d'équité est exclusivement destinée à servir au conseil d'administration d'EdRS dans le cadre de son rapport aux actionnaires concernant l'Offre EdRH (conformément à l'ordonnance de la COPA sur les offres publiques d'acquisition). Pour lever toute ambiguïté, la présente attestation évalue uniquement l'adéquation financière de l'Offre EdRH pour les détenteurs d'actions au porteur cotées auprès de la SIX Swiss Exchange, mais pas pour les détenteurs d'autres catégories d'actions.
- La présente attestation d'équité peut être publiée en lien avec l'Offre EdRH. Elle peut aussi être mentionnée dans le rapport du conseil d'administration et le prospectus de l'offre. Toute autre utilisation est proscrite.
- L'attestation d'équité ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics d'EdRS d'accepter ou de rejeter l'Offre EdRH.
- De plus, elle n'aborde pas les points suivants:
 - modalités de paiement et autres conditions de l'Offre EdRH
 - évaluation fiscale et juridique de la structure de la transaction
 - répercussions possibles pour les actionnaires au cas où l'Offre EdRH serait acceptée ou rejetée
 - valeur future de l'action EdRS
- Alantra n'a entrepris ni audit au sens du droit suisse, ni aucune forme de due diligence.
- Dans le cadre du présent mandat portant sur l'établissement d'une attestation d'équité, Alantra SA («Alantra») ne recevra aucune rémunération qui dépend de ses déclarations sur l'évaluation d'EdRS, EdRF ou EdRS (PFC) ou de l'aboutissement d'une transaction avec EdRH. Alantra confirme par la présente avoir établi son opinion de manière indépendante conformément à l'application de la circulaire n° 3 de la Commission des OPA (COPA) concernant les organes de contrôle.

- Selon la décision de la COPA en date du 27 septembre 2011, Alantra est habilitée à rédiger des attestations d'équité relatives aux offres publiques d'acquisition en Suisse.

Portée du mandat

- L'attestation d'équité aborde les questions suivantes, qui ont été identifiées comme pertinentes et sont couvertes par le mandat d'Alantra:

A **Mission principale:** Evaluer l'adéquation et l'équité de l'Offre EdRH aux actionnaires publics des actions au porteur EdRS.

- Cela requiert l'évaluation des activités combinées (sur une base pro forma) (EdRS PFC) sur la base du business plan.
- L'évaluation repose sur la structure du capital d'EdRS après l'étape 2 du projet, de manière à refléter toutes les variations de la base d'actions.
- En tant qu'élément ayant un impact significatif sur la valeur, le transfert d'EdRF à EdRS sera évalué spécifiquement; *comme indiqué ci-dessous*:

B **Mission secondaire:** Evaluer l'adéquation de la compensation d'EdRSA pour le transfert d'EdRF à EdRS

- La compensation est mesurée en actions nouvellement émises d'EdRS (actions nominatives de cat. «B» avec la même valeur nominale que les actions au porteur), *tel qu'illustré à la page 6*.
- Des évaluations entièrement séparées (sur une base individuelle "standalone") d'EdRS et d'EdRF sont par conséquent aussi nécessaires.

Remarque: Les désignations ci-dessus **A** et **B** seront utilisées tout au long de cette attestation d'équité pour des raisons de transparence.

Introduction

Procédure d'évaluation

Procédure d'évaluation

- Alantra a analysé différents critères d'évaluation et effectué des analyses étendues sur EdRS, EdRF ainsi que sur les activités combinées (pro forma) (EdRS PFC) afin d'évaluer l'adéquation financière de l'Offre EdRH.
- EdRS et EdRF ainsi que leurs filiales consolidées constituent les objets sous-jacents sur lesquels portait l'évaluation.
- La date d'évaluation est le 12 mars 2019.
- Les résultats de l'analyse ont fourni une fourchette pour la valeur des fonds propres d'EdRS (PFC). La fourchette de valeur implicite par action au porteur EdRS (PFC) constitue une indication pouvant être utilisée pour évaluer l'équité et l'adéquation de l'Offre EdRH.
- Les retombées, notamment fiscales, qui pourraient en résulter au niveau des actionnaires individuels n'ont pas été prises en compte.
- La fourchette de valeur d'EdRS (PFC) en tant que société et la fourchette de valeur par action au porteur EdRS (PFC) qui en découle ont été calculées principalement sur la base de l'analyse du dividende actualisé (DDM). Des analyses de sensibilité ont aussi été réalisées dans le cadre de l'analyse DDM en variant les facteurs-clés de valorisation. Des méthodes supplémentaires d'évaluation relative¹ telles que l'analyse d'entreprises comparables et de transactions précédentes ont été prises en compte pour tester la plausibilité des résultats de l'analyse DDM.
- L'évaluation repose sur les hypothèses des business plans préparés par les équipes dirigeantes respectives d'EdRS et EdRF.
- Les business plans ont été soigneusement évalués par Alantra, en tenant compte de la performance historique, de l'évolution historique et attendue du marché ainsi que des indices de référence du secteur. De nombreuses réunions et conférences téléphoniques ont eu lieu avec les équipes dirigeantes pour déterminer la plausibilité des informations et des business plans reçus.
- Aucune hypothèse technique servant à l'évaluation (p. ex. le coût du capital, le taux de croissance perpétuel) ne faisait partie des business plans fournis.

1) L'évaluation relative est une méthode selon laquelle les évaluations observables du marché de sociétés cotées et la valeur de transactions comparables sont utilisées comme référence pour l'évaluation d'une société cible. Des multiples d'évaluation dérivés de ces sources et sont appliqués à la cible.

Introduction

Base d'information

Base d'information

- Alantra s'est appuyée sur les informations suivantes pour son évaluation:
 - Informations accessibles au public relatives à EdRS et EdRF et considérées comme pertinentes pour l'analyse. Il s'agit notamment des rapports de gestion 2013 à 2017, des présentations aux investisseurs et communiqués de presse ainsi que les publications séparées concernant la discipline de marché (exercice 2017) d'EdRS et EdRF.
 - Informations internes considérées comme pertinentes pour l'analyse, en particulier les chiffres effectifs (ou réalisés) 2018 et le business plan pour les exercices financiers 2019 à 2022. Les business plans ont été préparés par la direction d'EdRS et d'EdRF et soumis au CA d'EdRH le 12 décembre 2018.
 - Réunions et conférences téléphoniques avec la direction d'EdRS et EdRF portant essentiellement sur la situation financière des sociétés et leurs résultats commerciaux, l'environnement de marché actuel et futur, les facteurs-clés de valorisation et les hypothèses sous-jacentes sur lesquelles reposent les business plans.
 - Projection du bilan et de la planification des fonds propres sur la période du business plan (exercices 2019-2022), y compris p. ex. planification RWA, projections des fonds propres éligibles selon CET1 et les ratios de fonds propres y afférents selon Bâle III pour EdRS, EdRF et EdRS (PFC).
 - Calculs internes d'EdR des réserves latentes (nettes d'impôt) d'EdRS et EdRF.
 - Informations détaillées sur le rapprochement des résultats financiers IFRS par rapport aux Swiss GAAP pour EdRF, détails sur les calculs du goodwill et les modes d'amortissement associés selon les Swiss GAAP pour EdRF, EdRS et EdRS (PFC).
 - Répartition des actifs sous gestion pour EdRS, EdRF et EdRS (PFC) pour l'exercice 2018 clôturé (derniers chiffres disponibles).
 - Documents descriptifs de la stratégie, séparément pour les segments gestion de fortune et gestion d'actifs, avec des détails sur la planification et sur les mesures déjà mises en œuvre ou prévues dans les business plans.
- Données des marchés de capitaux et données financières pour EdRS et une sélection d'entreprises comparables (sources principales: Bloomberg et Factset).
- Données relatives aux transactions précédentes dans le secteur (source: Mergermarket et sources publiques).

Remarques

- Alantra a préparé son attestation d'équité en présumant que les informations financières et autres données sur EdRS, EdRF et EdRS (PFC) étaient exactes et complètes. Alantra s'est fiée aux dites informations en déclinant toute responsabilité pour une quelconque vérification indépendante.
- La direction d'EdRS a assuré à Alantra qu'elle n'avait connaissance d'aucune circonstance ou faits susceptibles de rendre les informations fournies incomplètes, incorrectes ou trompeuses.
- Dans le cadre de la préparation de l'attestation d'équité, Alantra n'a réalisé aucune inspection physique des bâtiments et/ou sites d'EdRS ou d'EdRF.
- Les informations et critères du présent document reposent sur les conditions de marché, d'entreprise et économiques qui prévalaient au 12 mars 2019. Tout événement survenu après cette date est susceptible d'avoir une incidence sur les informations qui ont servi de base à l'analyse. Alantra n'est nullement tenue de mettre à jour, vérifier ou confirmer les informations fournies dans le présent document.

Vue d'ensemble de la société

- Informations générales
- Activités commerciales et produits
- Données financières historiques
- Le marché
- Planification stratégique

Informations générales

Groupe Edmond de Rothschild – Vue d'ensemble

Présentation de la société

- Le Groupe Edmond de Rothschild offre des services de gestion de fortune, gestion d'actifs, private equity et des solutions de financement d'entreprise à ses clients dans le monde entier.
- Fondée en 1953 par le Baron Edmond de Rothschild, le groupe reste en mains familiales et se concentre principalement sur ses activités historiques de gestion de fortune.
- Au 31 décembre 2018, 2'697 collaborateurs travaillaient pour le groupe dans le monde.
- Le groupe est divisé en plusieurs entités juridiques. Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. et Edmond de Rothschild S.A. avec sa filiale Edmond de Rothschild (France) sont des unités de consolidation séparées, chacune ayant à son tour différentes filiales.
- Comme mentionné précédemment, les actions au porteur EdRS sont cotées à la Bourse suisse.

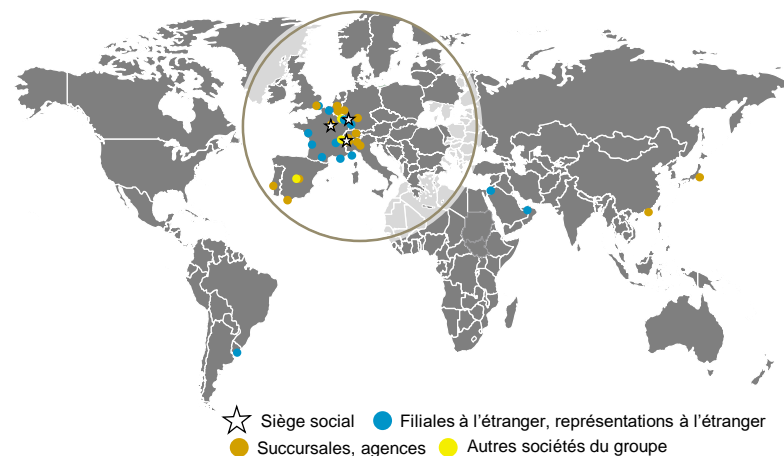
Présence géographique

- Le groupe a des présences juridiques en Suisse, en France, en Israël, au Luxembourg, à Monaco, au Royaume-Uni, en Italie et en Chine.
- En outre, le groupe est présent avec des succursales aux Emirats arabes unis, en Uruguay, en Belgique, au Portugal, en Allemagne et en Espagne.
- En Amérique du Sud et en Asie, le groupe est uniquement présent avec des solutions de private banking, un service proposé à l'international, tandis que dans certains pays européens, tels que la Suisse, la France, le Royaume-Uni et le Luxembourg, le groupe propose aussi de la gestion d'actifs, du private equity et des services de financement d'entreprises à ses clients.

Structure commerciale (EdRS PFC)

	Edmond de Rothschild (Suisse)	Edmond de Rothschild (France)
Activités commerciales	<ul style="list-style-type: none"> Banque privée: services de placement, ingénierie patrimoniale, solutions de financement et d'entreprise, services et opportunités exclusifs et family advisory Asset management: actions, dettes d'entreprises, immobilier, overlay management Private equity: placements dans différents secteurs Corporate finance 	<ul style="list-style-type: none"> Banque privée: Analyse et contrôle du risque, assurance-vie, conseil, philanthropie, ingénierie patrimoniale, private banking pour femmes Asset management: actions, allocation d'actifs, dettes d'entreprises et souveraines Private equity: placements dans différents secteurs Corporate finance
Clients	<ul style="list-style-type: none"> Clients fortunés et HNWI Entrepreneurs Clientèle institutionnelle et entreprise 	<ul style="list-style-type: none"> Clients fortunés et HNWI Entrepreneurs Clientèle institutionnelle et entreprise

Présence géographique (bureaux principaux)



Activités commerciales

Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. – Vue d'ensemble

Description de la société et vue d'ensemble des segments

- **Description:** Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. fournit des services de gestion de fortune sur mesure à des clients privés fortunés et des clients institutionnels en Suisse et à l'étranger.
- **Siège social:** Genève, Suisse
- **Collaborateurs:** 1'876 (31 décembre 2018)

Banque privée

Large éventail de solutions de banque privée sur mesure (de l'analyse de fortune et structuration, family advisory, à la philanthropie et l'acquisition d'œuvres d'art), pour créer de la valeur et construire une relation à long terme avec les clients.

Asset management

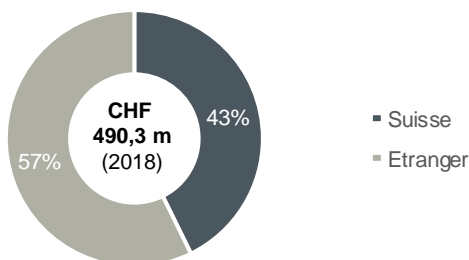
Fonds ouverts à gestion active, gestion quantitative, mandats dédiés et solutions de placement spécifiques reposant sur des recherches et une analyse approfondies, ainsi qu'un style de gestion innovant pour répondre aux besoins des investisseurs.

Autres activités

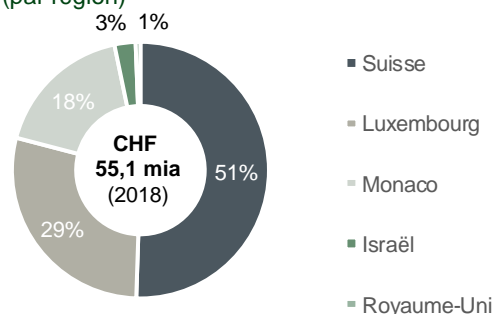
- L'activité de private equity d'EdRS s'associe activement avec les dirigeants de l'entreprise pour faire croître l'entreprise et créer de la valeur.
- Conseil en matière de financement d'entreprises aux petites et moyennes capitalisations sur les transactions de capital liées à leurs actifs industriels, commerciaux et immobiliers, ainsi que la levée de fonds, les services de conseil stratégique dans le domaine immobilier et le conseil sur les introductions en Bourse et aux sociétés cotées.

Répartition de l'activité (en millions de CHF)¹

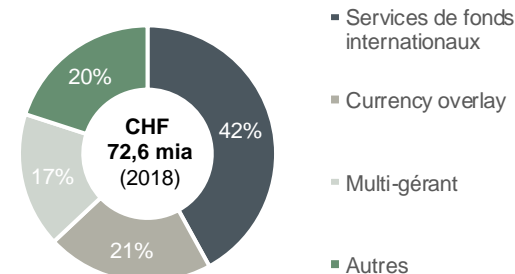
Revenu des frais et commissions (par domicile)



Actifs sous gestion (AuM) gestion de fortune (par région)



Actifs sous gestion (AuM) gestion d'actifs



Activités commerciales

Edmond de Rothschild (France) – Vue d'ensemble

Description de la société et vue d'ensemble des segments

- **Description:** Edmond de Rothschild (France) fournit des services financiers sur mesure à une clientèle internationale composée de familles fortunées, d'entrepreneurs et de grandes institutions.
- **Siège social:** Paris, France
- **Collaborateurs:** 792 (31 décembre 2018)

Banque privée

L'activité traditionnelle d'EdRF repose sur la gestion du patrimoine accumulé ou hérité de familles fortunées, avec des services allant de la planification financière, du service de placement et de structuration du patrimoine à l'analyse juridique et fiscale, au conseil en matière de solutions d'assurance-vie.

Asset management

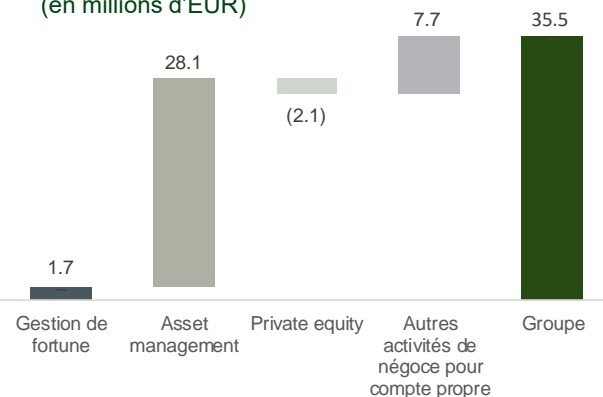
Approche de placement systématique basée sur la gestion active, les capacités de recherche sous-jacentes et une focalisation sur les stratégies d'innovation

Autres activités

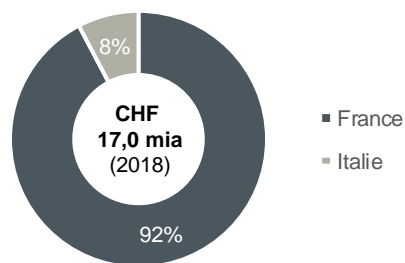
- Offre complémentaire de private equity pour les clients banque privée avec solutions de placement à valeur ajoutée, axées sur les fonds de co-investissement, les instruments de placement mezzanine, le capital-développement et les fonds de biotechnologie.
- Unité de financement d'entreprises d'EdRF conseillant les petites et moyennes capitalisations sur les transactions de capital liées à leurs actifs industriels, commerciaux et immobiliers. Autres opérations de marché avec des banques et des grandes capitalisations telles que conseil stratégique dans le domaine immobilier et levée de fonds.

Répartition de l'activité (en millions de CHF)¹

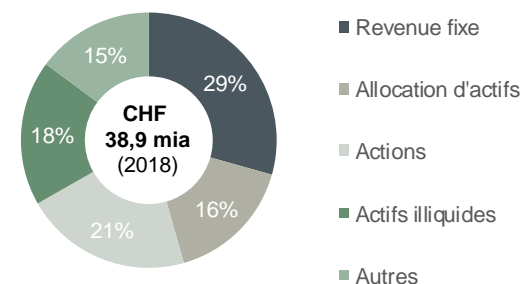
Résultat d'exploitation 2018 par division
(en millions d'EUR)



Actifs sous gestion (AuM) Gestion de fortune
(par région)



Actifs sous gestion (AuM) gestion d'actifs

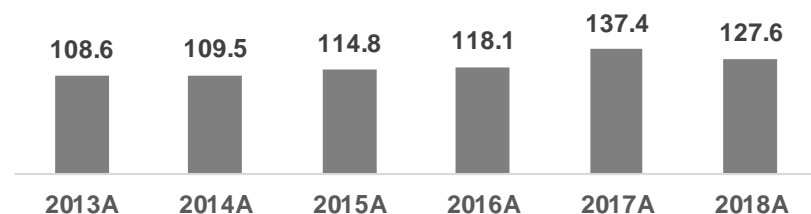


Données financières historiques

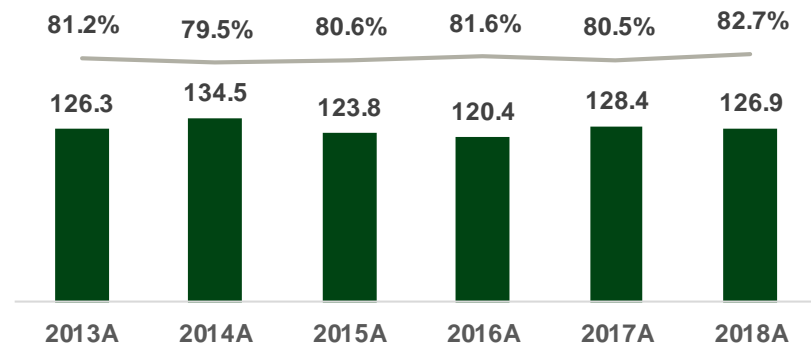
EdRS et EdRF – Performance historique

EdRS: évolution des caractéristiques clés¹

Evolution 2013-18 des actifs sous gestion (en milliards de CHF)



Evolution 2013-18 du résultat d'exploitation² (en millions de CHF) et du ratio charges/produit (%)

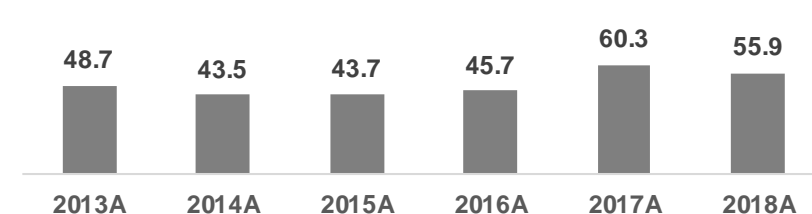


Commentaires:

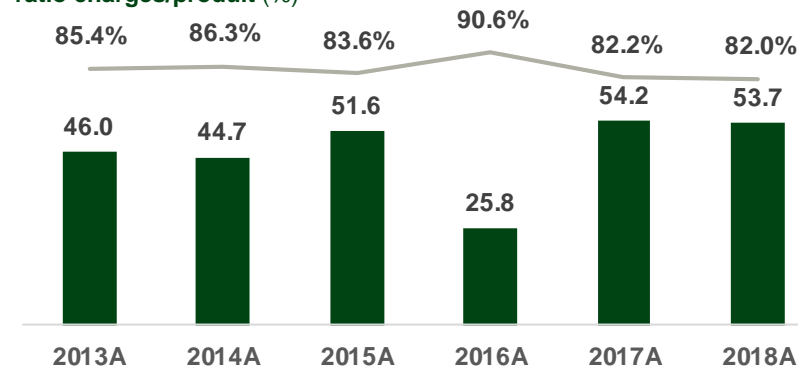
- Les actifs sous gestion d'EdRS s'élevaient à CHF 127,6 mia en 2018 avec un taux de croissance annuel composé (CAGR) de 3,3% depuis 2013.
- Un pic a été atteint en 2017, lorsque les actifs sous gestion ont atteint CHF 137,4 mia, lequel a été suivi par un recul de 7,2% en 2018.
- Le ratio charges/produit est resté relativement stable sur la période considérée.

EdRF: évolution des caractéristiques clés¹

Evolution 2013-18 des actifs sous gestion (en milliards de CHF)



Evolution 2013-18 du résultat d'exploitation³ (en millions d'EUR) et du ratio charges/produit (%)



Commentaires:

- EdRF est parvenue à enregistrer une croissance constante de ses actifs sous gestion avec un CAGR de 2,8% depuis 2013.
- Entre 2016 et 2017, EdRF a connu une forte croissance de ses actifs sous gestion de 31,9%.
- Le ratio charges/produit a reculé d'env. 3 points de pourcentage depuis 2013.

Le marché

Gestion de fortune

Aperçu du marché général

- Le marché européen de la gestion de fortune est composé de différents acteurs majeurs, tels qu'UBS, Credit Suisse, BNP Paribas et Julius Baer, ainsi que de nombreux acteurs de taille moyenne ou de petite taille. Ils étaient respectivement 20, 29 et 58 à être opérationnels au premier semestre 2018 en Suisse (voir *graphique en bas à droite*).
- Les actifs sous gestion ont augmenté constamment ces dernières années avec une forte croissance de 7% en 2017.
- L'environnement de taux d'intérêt bas ainsi que les marges sur chiffre d'affaires plus faibles pour les mandats ont entraîné une érosion de ces dernières depuis 2013.
- Le secteur s'est davantage concentré sur les clients plus fortunés, avec une part d'actifs *ultra high net worth* (UHNW) de 30% en 2017, qui paient des frais moins élevés, ce qui entraîne aussi une baisse de la contribution à la marge bénéficiaire.
- La capacité à attirer des entrées nettes varie clairement selon la taille et le modèle d'affaires, les unités de banque privée des grandes banques universelles, de même que les banques privées avec des actifs sous gestion supérieurs à EUR 30 mia ont dépassé les banques privées indépendantes et offshore de plus petite taille.

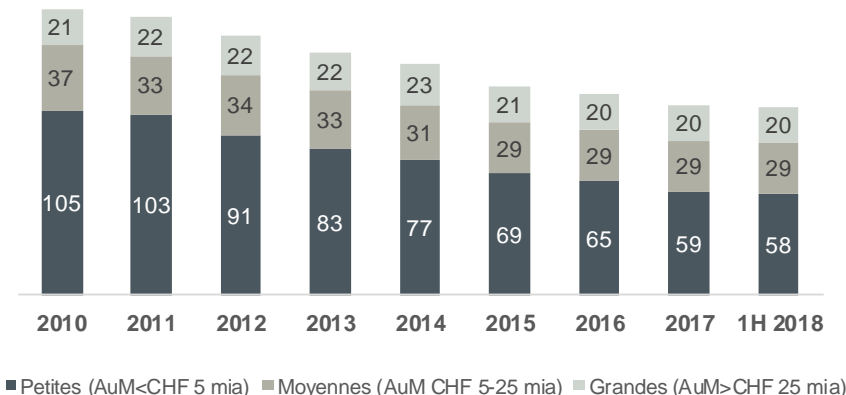
Moteurs clés du marché et risques

- Une gestion durable et une réduction de la base de coûts seront essentielles pour rester rentables durant les périodes de rendements du marché plus faibles.
- La différenciation des banques individuelles et la segmentation du marché de l'offre est une tâche essentielle que les gérants de fortune devront traiter car c'est une opportunité, mais aussi un défi permettant d'obtenir un avantage concurrentiel.
- Selon les prévisions, les entrées nettes devraient rester à de faibles niveaux entraînant une dépendance vis-à-vis de la performance du marché pour rester rentable.
- Les actifs des ménages *high net worth* (HNW) devraient presque doubler entre 2016 et 2025, passant de EUR 59 billions à EUR 101 billions.
- La plus forte progression des actifs jusqu'en 2025 devrait être enregistrée en Asie, avec une croissance annuelle de 10%, suivie par l'Amérique latine et l'Europe centrale avec une croissance annuelle prévue de 9%, entraînant un glissement de la base d'investisseurs.

KPI pour les banques privées d'Europe occidentale 2017

	2015	2016	2017
Entrées nettes (%)	4	1	3
Performance (%)	3	2	4
Croissance des actifs sous gestion (%)	7	3	7
Marge sur chiffre d'affaires (pb)	81	77	77
Marge de coûts (pb)	55	54	52
Marge bénéficiaire (pb)	26	23	25
Part d'actifs de clients UHNW (%)	n.d.	29	30
Part d'actifs de clients fortunés (%)	n.d.	17	16

Nombre de banques privées en Suisse



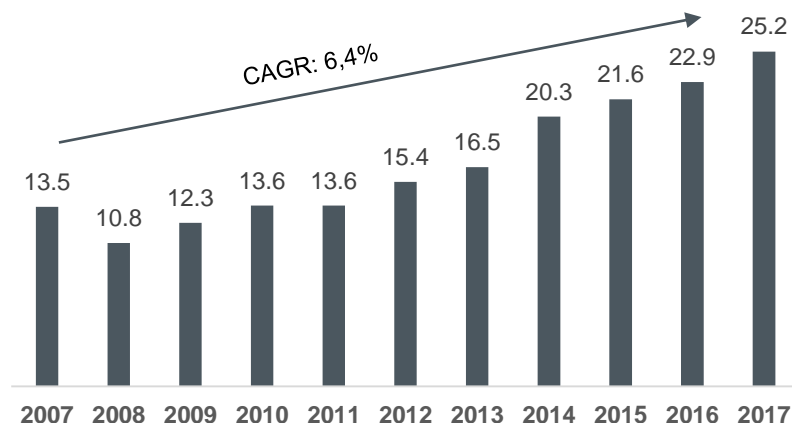
Le marché

Asset management

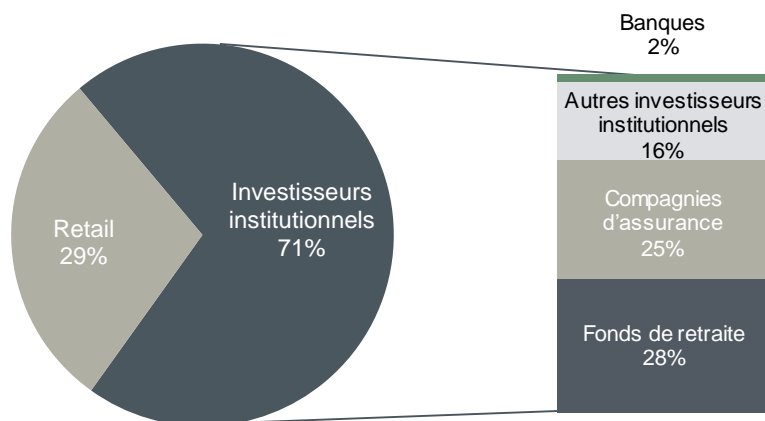
Aperçu du marché général

- Le marché européen de la gestion d'actifs comptait EUR 25,2 billions d'actifs sous gestion en 2017, avec une croissance constante des actifs sous gestion et un CAGR de 6,4% depuis 2007.
- En 2016, env. 4'200 sociétés de gestion d'actifs opéraient en Europe avec des actifs sous gestion principalement au Royaume-Uni (CHF 8,1 billions), en France (CHF 4 billions), en Allemagne (CHF 2,1 billions) et en Suisse (CHF 1,6 billions).
- Les clients institutionnels restent le plus important groupe de clients pour le secteur et représentaient 71% des actifs sous gestion en 2016, les fonds de retraite et les compagnies d'assurance étant les plus gros clients.
- Les sociétés affichent généralement des ratio charges/produits de 78,1%.
- L'augmentation des prix des actifs de placement reste en partie influencée par l'environnement de taux bas et la forte hausse de la masse monétaire que les banques centrales mettent sur le marché depuis la crise financière.

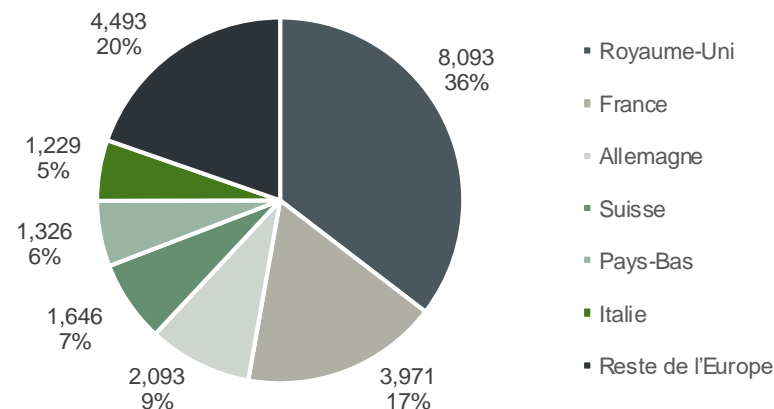
Développement des actifs sous gestion en Europe (en billions d'EUR)



Clients du secteur européen de la gestion d'actifs à fin 2016



Actifs sous gestion européens par pays à fin 2016 (en millions d'EUR)



Considérations liées à l'évaluation

- Méthodologie
- Analyse DDM
- Analyse d'entreprises comparables
- Analyse de transactions précédentes

Considérations liées à l'évaluation

Méthodologie – Introduction

Choix de la méthode et remarques générales

- La principale méthode d'évaluation utilisée pour établir la juste valeur des fonds propres dans le contexte de la présente attestation d'équité est celle de l'actualisation des dividendes (DDM – dividend discount model). D'un point de vue financier, les banques sont très différentes des entreprises industrielles. La nature de ces différences est fondamentale et il convient en particulier de noter les aspects suivants:
 1. Pour une banque, l'endettement est davantage assimilable à de la matière première qu'à une source de financement. Il appartient en effet au cœur de métier de la banque et détient une position centrale.
 2. Il est de manière générale difficile de définir la dette pour une banque.
 3. Les établissements financiers sont soumis à des exigences réglementaires strictes en matière de capital. Les banques sont ainsi tenues de détenir des fonds propres à hauteur d'un certain pourcentage de leurs activités.
- La notion de coût du capital et le concept de valeur d'entreprise sont donc trompeurs. Un modèle traditionnel d'actualisation des cash-flows (DCF) ne devrait pas être utilisé. Pour l'évaluation des établissements financiers, et des banques privées en particulier, l'analyse DDM est la méthode d'évaluation reconnue le plus largement.
- Les fondements de notre méthode d'évaluation sont expliqués plus en détail dans les pages qui suivent.

DDM en tant que méthode principale et méthodes d'évaluation relatives

- L'analyse DDM est une méthode d'évaluation qui permet de prendre en considération un grand nombre de facteurs spécifiques à l'entreprise. Elle présente ainsi un avantage déterminant par rapport aux méthodes basées sur la valeur de marché.
- La méthode DDM a donc été utilisée comme principale méthode d'évaluation (voir page suivante).
- La plausibilité des résultats de l'analyse DDM a ensuite été vérifiée plus précisément au moyen de méthodes d'évaluation basées sur la valeur de marché (évaluation relative).

Evaluations distinctes

- La méthodologie générale de l'évaluation appliquée est illustrée dans la présente section sur la base de l'évaluation d'EdRS (PFC), désignée par **A**.
- La même approche a été utilisée pour les évaluations autonomes ("Standalone") d'EdRS et d'EdRF (**B**).
- Au total, trois évaluations distinctes ont été ainsi effectuées.

Evaluation par segment

- Pour chacune des trois évaluations distinctes, nous avons utilisé les informations fondamentales du segment en question (gestion de fortune, gestion d'actifs et «autres»), notamment pour servir de base aux méthodes d'évaluation relatives.
- L'analyse DDM découle des comptes de résultats des différents segments mais repose sur des bilans communs. Nous n'avons donc pas appliqué la méthode de la somme des parties (sum of the parts) à l'analyse DDM.

Calcul de la valeur des fonds propres par action EdRS (PFC)

- La valeur par action au porteur EdRS (PFC) a été obtenue en divisant la valeur totale des fonds propres attribuables par le nombre d'actions au porteur en circulation, hors actions propres.
- Pour procéder à des calculs distincts pour les activités autonomes (EdRS et EdRF) et les activités combinées (EdRS PFC), il est nécessaire de considérer séparément les structures du capital et les bases d'actions (voir annexe 3 pour davantage de détails).
- Aucun plan d'options d'achat d'actions (stock option plans) n'est en cours concernant les actions EdRS ou EdRF.

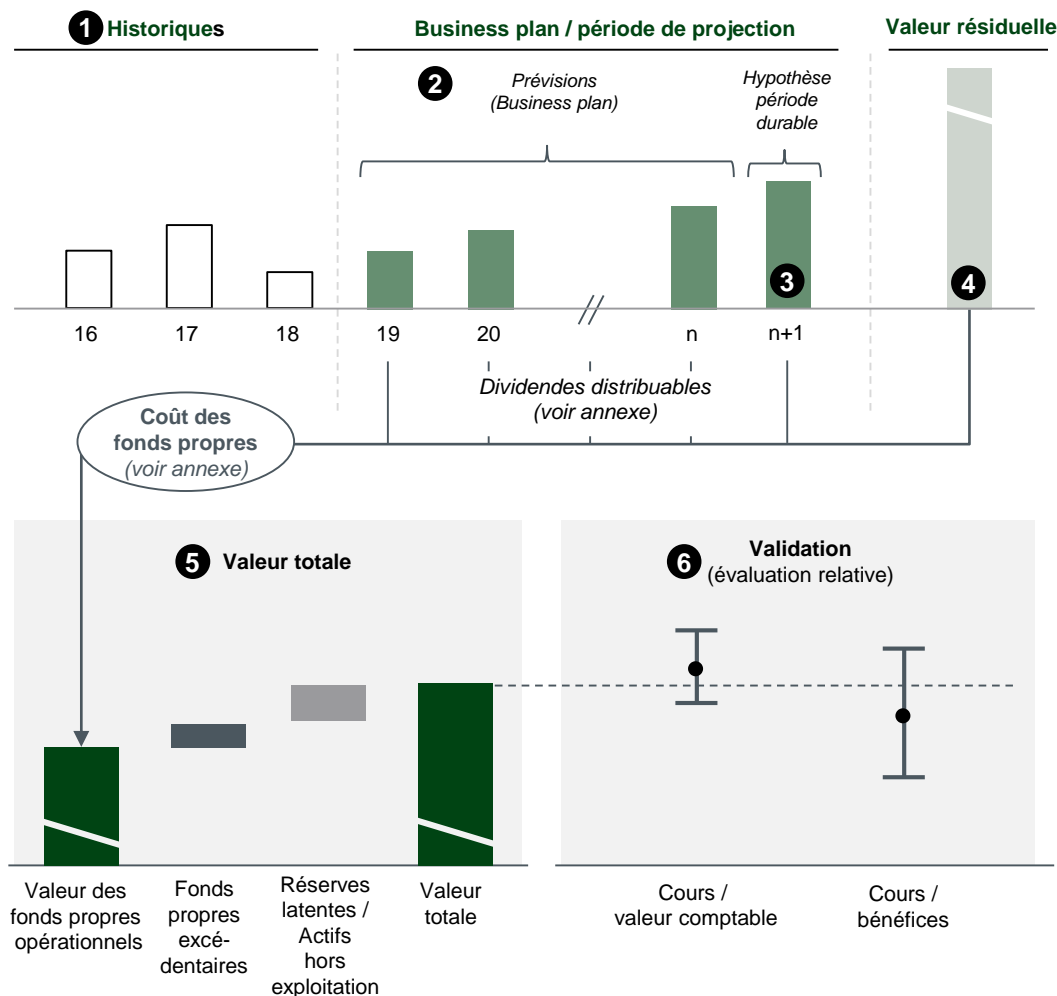
Analyse de l'évolution historique du cours de l'action, des cours cibles des analystes financiers et de la prime de rachat

- L'action EdRS n'est pas couverte par les analystes et doit être considérée comme illiquide (voir annexe 2). L'évolution du cours de l'action et la prime de rachat (qui en découle) ne peuvent pas servir d'indicateurs fiables.

Considérations liées à l'évaluation

Méthodologie – Présentation générale

Cadre d'évaluation général¹ (illustration)



Explications

Les étapes d'évaluation présentées ci-dessous sont expliquées dans le détail aux pages suivantes.

- 1 Les fondamentaux financiers historiques ont été analysés dans le cadre de la validation du business plan.
- 2 Notre méthode d'évaluation repose principalement sur le business plan (exercices 2019-2022) présenté par la direction pour les activités autonomes d'EdRS et d'EdRF respectivement ainsi que pour les activités combinées d'EdRS (PFC). Le modèle permet de faire varier les hypothèses clés du plan pour modéliser différents scénarios et différentes sensibilités.
- 3 Une période additionnelle de projection durable est en outre définie pour calculer la valeur résiduelle.
- 4 La valeur résiduelle est calculée selon le modèle «Gordon-Growth».
- 5 La somme des dividendes, actualisés au coût des fonds propres (cost of equity ou CoE), est additionnée pour obtenir la valeur des fonds propres opérationnels.
A une étape distincte, les fonds propres excédentaires, les réserves latentes et les actifs (ou passifs) hors exploitation sont ajoutés à (ou déduits de) la valeur des fonds propres opérationnels.
- 6 Ce résultat (valeur totale) est ensuite comparé aux résultats de l'évaluation relative (multiples de marché).

Considérations liées à l'évaluation

Analyse DDM – Cadre d'évaluation

Approche d'évaluation principale et remarques générales

- La plausibilité des hypothèses clés des business plans sous-jacents fournis par EdRS et EdRF a été vérifiée dans le cadre de discussions spécifiques avec l'équipe de direction. Ces hypothèses ont par ailleurs été confrontées à la performance historique, à l'évolution passée et prévue du marché ainsi qu'aux références sectorielles.
- Le dividende maximal admissible est calculé pour chaque période du modèle sur la base de ces projections. La distribution maximale est calculée en déduisant du bénéfice prévu (attribuable aux actionnaires de la société mère) pour chaque période le montant nécessaire pour atteindre la capitalisation visée ou en y ajoutant le cas échéant une éventuelle distribution de réserves excédentaires.
- Il n'est pas significatif, dans le cadre de l'évaluation, de savoir si le dividende maximal théorique est effectivement distribué ou s'il est dans les faits conservé.
- Détermination de la capitalisation visée:** il est primordial pour chaque analyse DDM de prendre en considération chaque facteur pouvant influencer la politique de distribution. Le facteur le plus important à cet égard est l'exigence réglementaire (Bâle III) applicable aux banques en termes de ratios de fonds propres. Si les accords de Bâle fixent une limite inférieure pour le ratio d'adéquation des fonds propres, les régulateurs nationaux peuvent déterminer des ratios plus élevés à respecter. Dans certains segments du marché (p. ex. la gestion de fortune), les niveaux de fonds propres sont largement supérieurs aux exigences des accords de Bâle et des régulateurs nationaux ainsi qu'aux futures exigences attendues.¹ Les fonds propres excédentaires renforcent en effet la confiance des clients, des actionnaires et des détenteurs d'obligations et contribuent ainsi à maintenir le coût des fonds propres stable. Les banques privées et les gérants de fortune ne s'écartent généralement pas du niveau moyen de capitalisation puisque cela se traduirait par un désavantage concurrentiel important.
- Les exigences réglementaires minimales revêtent donc une importance quelque peu «théorique» en ce qui concerne l'évaluation de banques privées et nous avons utilisé la pratique du secteur (plus élevée) en tant qu'exigence minimale pour notre évaluation.
- Pour l'évaluation d'EdRS et d'EdRS (PFC), nous avons utilisé le ratio CET1 médian du groupe de pairs concernés, qui était de 17,7% sur la base des résultats publiés en 2017 (voir annexe 4 pour plus de détails).²

Fonds propres excédentaires

- Le niveau de capitalisation visé supposé est inférieur au ratio CET1 actuel d'EdRS (25,9% à fin 2018). Cet écart se traduit par une composante de fonds propres excédentaires qui doit être prise en compte dans l'évaluation.
- Cet excédent de fonds propres est calculé séparément du flux de dividendes opérationnels et apparaît explicitement dans les résultats de l'évaluation.

Valeur résiduelle

- Des hypothèses sont posées concernant le niveau de dividende durable au-delà de la période du business plan (2019-2022). Une période d'hypothèse durable a donc été définie. Celle-ci sert à calculer une valeur résiduelle, composée de la valeur de tous les futurs dividendes au-delà de la période de projection sur la base d'un taux de croissance perpétuelle (modèle Gordon-Growth).
- Taux de croissance perpétuelle (TCP):** un taux de croissance annuel durable de 1,5% a été pris pour hypothèse.
- La valeur des fonds propres opérationnels a été obtenue en additionnant la valeur actualisée des dividendes distribués pendant la période de projection (2019-2022) et la valeur actualisée de la valeur résiduelle.

1) Voir aussi IFBC/Vettiger, «Wertschaffung der Schweizer Privatbanken», IFBC, juillet 2013 p. 56.

2) Conformément à l'objectif de 12,1% du Business plan, un niveau inférieur a été retenu pour EdRF afin de refléter l'importance des activités de gestion d'actifs et l'environnement concurrentiel local.

Considérations liées à l'évaluation

Analyse DDM – Projections économiques et hypothèses clés

Business plan et hypothèses associées

Business plan

- L'évaluation est globalement basée sur le business plan établi par la direction d'EdRS et d'EdRF, qui couvre les exercices 2019 à 2022. La plausibilité des hypothèses de planification sous-jacentes a été vérifiée dans le cadre de discussions spécifiques avec l'équipe de direction. Ces hypothèses ont par ailleurs été confrontées à la performance historique, à l'évolution passée et prévue du marché ainsi qu'aux références sectorielles
- La planification a été établie séparément pour les deux entités autonomes (EdRS et EdRF). La direction d'EdRS a combiné les deux projections détaillées pour établir la trajectoire pour EdRS (PFC).
- Les KPI sélectionnés ont été évalués (validation) de la manière suivante:

Evolution des actifs sous gestion

- Le CAGR des actifs sous gestion pour la période du business plan devrait globalement s'inscrire entre 3,0% et 4,0%. Cette fourchette est conforme aux prévisions pour cette période et plausible par rapport aux projections générales du marché.
- Historiquement (sur la période de 2013 à 2018), EdRS et EdRF ont enregistré un CAGR de respectivement 3,3% et 2,8%.

Marge sur chiffre d'affaires

- Depuis 2013, le secteur de la banque privée subit une érosion générale des marges sur chiffre d'affaires. Le secteur a ainsi perdu près de 8 points de base. Cette situation s'explique globalement par (i) la baisse du revenu net d'intérêts, (ii) la baisse des marges sur chiffre d'affaires pour les mandats ainsi que (iii) l'accent mis sur les clients plus riches dans le secteur.¹
- Les marges de la gestion d'actifs ont aussi subi des pressions ces dernières années (chute entre 2013 à 2017 à 34,6 points de base, de 35,9 points de base en 2013). On s'attend à ce que l'environnement demeure difficile. Les clients optent en effet toujours plus souvent pour des stratégies passives à faibles commissions tandis que les clients institutionnels demandent des concessions sur les commissions pour les stratégies actives.²

- Dans ce contexte, la direction s'attend à ce que les marges restent stables aux alentours de 54 points de base pour EdRS et 50 points de base pour EdRF. La direction a aussi adopté une position prudente quant à l'évolution prévue des commissions de performance.

Ratio charges/produits

- Dans le segment de la gestion de fortune, EdRS a enregistré un ratio charges/produits de 99,7% en moyenne sur les trois derniers exercices de 2016 à 2018. Selon des études spécifiques, les banques privées en Suisse affichent un ratio charges/produits d'environ 82,4%³. Le ratio charges/produits du segment de la gestion d'actifs était de 56,7% pour les exercices 2016-2018. Le ratio charges/produits moyen combiné sur la même période était de 81,6%.
- Concernant EdRF, la moyenne s'est établie à 89,2% pour la gestion de fortune et à 80,1% pour la gestion d'actifs (exercices 2016-2018) tandis que le ratio combiné était de 85,0%. En Europe de l'Ouest, les gérants de fortune affichent généralement 69,0%⁴ et les gestionnaires d'actifs 78,1%⁵.
- Dans ce contexte, la direction pense pouvoir réaliser d'importantes économies sur les coûts, de l'ordre de 6,0 points de pourcentage entre l'exercice 2018 et l'exercice 2022. Ces améliorations sont attendues principalement dans le segment de la gestion de fortune d'EdRS. Elles sont le résultat (i) de la projection d'une structure de coûts relativement stable avec une croissance du chiffre d'affaires (c'est-à-dire une efficacité opérationnelle accrue) et (ii) d'une stratégie de recentrage à l'échelle du groupe, dont certains éléments ont déjà été mis en œuvre avec succès durant l'exercice 2018. La direction ne s'attend pas à une surperformance par rapport à ses pairs sur la base des améliorations attendues du ratio charges/produits. Elle s'attend davantage à une amélioration vers les niveaux du marché.
- Les améliorations prévues du ratio charges/produits semblent réalisables.

Projections des actifs pondérés en fonction du risque (RWA)

- La direction nous a présenté ses projections d'évolution des RWA au cours de la période du business plan pour EdRS, EdRF et EdRS (PFC). Les trois trajectoires ont été comparées à l'évolution historique, mais on suppose généralement qu'elles reflètent correctement l'évolution des affaires durant la période de projection.

1) McKinsey & Company, European Private Banking en 2018: Running for Scale; 2) McKinsey & Company, The State of Asset Management in 2017
3) KPMG, Clarity on Performance of Swiss Private Banks 2017; 4) McKinsey, European private banking survey 2018; 5) AMF France, Chiffres clés de la gestion d'actifs, 2017

Considérations liées à l'évaluation

A Résultats de l'analyse DDM

Paramètres d'évaluation (voir annexes 1, 3 et 4)

- CoE: 7,02%-8,02% (scénario de base à 7,52%)
- Ratio CET1 visé: 17,2%-18,2% (scénario de base à 17,7%)
- Taux de croissance perpétuelle 0,5%-2,5% (scénario de base à 1,5%)
- Croissance moyenne des actifs sous gestion (exercices 2019-2022): 3,7% (CAGR)
- Ratio moyen charges/produits (exercices 2019-2022): 79,0%
- Taux d'imposition moyen (exercices 2019-2022): 29,4%
- Nombre d'actions au porteur en circulation: 80'916 (y.c. actions de cat. B)
- L'évaluation tient compte du versement par EdRS d'un dividende à hauteur de CHF 200,3 millions aux alentours du 3 mai 2019¹. Les valeurs indiquées dans l'évaluation s'entendent donc ex-dividende.

Evaluation d'EdRS (PFC)

- Au moyen de l'analyse DDM, la valeur des fonds propres opérationnels a été établie à CHF 1'827,6 mio au 12 mars 2019.
- Pour obtenir la valeur totale des fonds propres d'EdRS, les fonds propres excédentaires et les réserves latentes (annexe 5) sont ajoutés et la décote d'illiquidité (annexe 2) déduite de la valeur des fonds propres opérationnels. La valeur totale ainsi obtenue attribuable aux actions au porteur est divisée par le nombre total d'actions au porteur EdRS en circulation, y compris les nouvelles actions nominatives de catégorie B (ayant la même valeur nominale que les actions au porteur, conférant ainsi les mêmes droits économiques que les actions au porteur) mais à l'exclusion des actions propres (annexe 3). Il en résulte une valeur de CHF 14'730 par action au porteur à la date d'évaluation. Le calcul est détaillé dans le tableau ci-contre.
- Une analyse de sensibilité a aussi été réalisée dans le cadre de l'analyse DDM en faisant varier les principaux facteurs de valorisation que sont le TCP, le ratio CET1 et le CoE (voir tableaux à la page suivante).
- En fonction des variations apportées au coût des fonds propres et au ratio CET1, l'analyse de sensibilité des principaux facteurs de valeur a révélé une valeur par action entre CHF 14'012 et CHF 15'502.

Calcul de la valeur par action EdRS (PFC)

Valeur des fonds propres opérationnels (hors fonds propres excédentaires)	1'827,6
Fonds propres excédentaires (page 20)	75,3
Valeur des fonds propres opérationnels	1'902,9
Réserves latentes (annexe 5)	123,1
Valeur totale des fonds propres (y compris réserves latentes)	2'026,1
Décote d'illiquidité (15,0%) (annexe 2)	(303,9)
Valeur totale des fonds propres	1'722,2
Part de la valeur des fonds propres en actions nominatives N	530,3
Part de la valeur des fonds propres en actions au porteur (y.c. actions de cat. B)	1'191,9
Nb act. en circ nominatives	180'000
Nb act. en circ au porteur (y.c. actions de cat. B)	80'916
Valeur par action au porteur (CHF)	14'730
<i>Nb act. en circ (pondéré)</i>	<i>116'916</i>

1) Distribution de CHF 200,3 millions, hors part attribuable aux actions propres (total de CHF 220,1 millions)

Note: CoE = Coût des fonds propres; TCP = Taux de croissance perpétuelle

Considérations liées à l'évaluation

A Résultats de l'analyse DDM – *Sensibilité*

Analyse de sensibilité: CoE / TCP (valeur par action, CHF)

CoE (%)	TCP (%)				
	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
7,02%	14'075	14'955	15'996	17'243	18'767
7,27%	13'581	14'388	15'335	16'462	17'825
7,52%	13'123	13'865	14'730	15'752	16'977
7,77%	12'696	13'380	14'173	15'103	16'210
8,02%	12'298	12'930	13'659	14'509	15'513

Analyse de sensibilité: Ratio CoE / CET1 (valeur par action, CHF)

CoE (%)	Ratio CET1 requis (%)				
	17,20%	17,45%	17,70%	17,95%	18,20%
7,02%	16'337	16'166	15'996	15'825	15'655
7,27%	15'670	15'502	15'335	15'168	15'001
7,52%	15'058	14'894	14'730	14'566	14'401
7,77%	14'496	14'334	14'173	14'012	13'850
8,02%	13'977	13'818	13'659	13'500	13'342

Considérations liées à l'évaluation

Evaluation relative: Introduction

Approche d'évaluation relative (méthodes basées sur la valeur de marché)

Analyse d'entreprises comparables

- La valeur de marché actuelle d'entreprises comparables cotées (pairs) a été analysée (dits multiples d'entreprises comparables).
- La fiabilité de l'évaluation obtenue à partir de cette méthode dépend du niveau de comparabilité entre la société faisant l'objet de l'évaluation¹ et ses pairs. Celui-ci est assuré notamment lorsque les entreprises présentent entre elles des similitudes concernant le modèle d'affaires, la taille, les profils de risque et d'opportunité ainsi que les profils de croissance et de rentabilité.
- Le choix d'entreprises comparables est expliqué à la page suivante.

Analyse de transactions précédentes

- Ce processus d'évaluation consiste à analyser des transactions de fusion-acquisition précédentes impliquant des entreprises cibles comparables à la société faisant l'objet de l'évaluation (dits multiples de transactions).
- Les prix payés dans le cadre de ces transactions (et les évaluations qu'ils impliquent) dépendent fortement des intérêts spécifiques des parties et reflètent donc une certaine subjectivité dans l'attribution de valeur. Il est par conséquent essentiel de procéder à une analyse précise des paramètres de la transaction concernée.
- Notre analyse des transactions précédentes repose sur la définition du groupe de pairs ainsi que sur d'autres critères expliqués aux pages suivantes. Elle porte sur une période de dix ans.

Fondamentaux financiers utilisés

- Comme expliqué à la page suivante, les deux segments de la gestion de fortune et de la gestion d'actifs se distinguent en termes de produits, de groupes de clients mais aussi de structure des revenus et des coûts.
- Nous avons donc autant que possible appliqué des ensembles distincts de multiples de marché pour les deux segments. Une approche combinée des valeurs a été utilisée pour le segment des «autres» activités.

Multiples de marché sélectionnés

Multiples cours/valeur comptable (P/B)

- Le multiple P/B revêt généralement une grande importance pour l'évaluation d'établissements financiers tels que les banques. Bon nombre des actifs détenus par les banques sont des actifs financiers qui sont négociés. L'estimation et le jugement subjectif de ces actifs revêtent donc une moindre importance puisqu'ils évoluent plus proche de la valeur de marché courante que du coût initial.
- Par ailleurs, les ratios P/B calculés pour les pairs sont cohérents et permettent une bonne comparabilité compte tenu du cadre réglementaire (international) relativement standardisé du secteur des services financiers.
- Les différences de rentabilité n'ont aucune incidence sur les résultats d'évaluation basés sur les multiples P/B.

Multiples cours/bénéfices (P/E)

- Le multiple cours/bénéfice est un élément central de l'évaluation des établissements financiers.
- La direction prévoit d'améliorer le ratio charges/produits durant la période du business plan. Nous avons précisé dans le présent document (page 21) que ces améliorations nous semblent réalisables et transparentes. L'utilisation de multiples P/E, même fondés sur les prévisions de résultats, néglige dans une certaine mesure les améliorations prévues.

1) Les sociétés faisant l'objet de l'évaluation sont EdRS, EdRF et EdRS (PFC)

Considérations liées à l'évaluation

Evaluation relative: Définition du groupe de pairs pertinent

Activités de base pertinentes du groupe EdR

- Le groupe exerce principalement ses activités dans les segments de la banque privée et de la gestion d'actifs.
- La banque privée est l'activité initiale du groupe. Elle offre une gamme spécialisée de placements, de conseils et de services, allant de la planification financière à l'analyse juridique et fiscale, en passant par les conseils en assurance-vie. Elle sait comment traiter les questions successorales dans le cadre de cessions d'entreprises familiales et peut aussi conseiller en matière de projets philanthropiques.
- Dans le segment de la gestion d'actifs, la gamme de solutions comprend des fonds de placement et des comptes gérés pour les investisseurs institutionnels, ainsi que des OPCVM ouverts¹ distribués auprès de clients privés par des établissements financiers partenaires (banques privées, sociétés d'investissement et assureurs) et des conseils financiers.
- Le groupe est aussi actif dans le domaine du private equity (avec un accent particulier sur les entrepreneurs et les PME) et fournit des services de conseil aux entreprises. Ces derniers incluent des conseils en matière de transactions de capitaux (actifs industriels, commerciaux et immobiliers – financement/croissance et fusions et acquisitions), principalement pour les gérants-propriétaires, les investisseurs familiaux et les investisseurs financiers.

Sélection et composition du groupe de pairs

- Eu égard à leurs poids dans la gamme d'activités du groupe, les segments de la banque privée et de la gestion d'actifs peuvent être considérés comme prédominants. Nous nous sommes donc appuyés sur ces deux segments pour notre approche d'évaluation relative.
- L'évaluation relative porte sur des sociétés cotées comparables et des transactions comparables. Les multiples d'évaluation de ces deux approches ont été calculés séparément, tant pour la banque privée (gestion de fortune) que pour la gestion d'actifs.
- L'offre de services et la gamme de produits des sociétés du groupe de pairs ont été méthodiquement analysées. En fonction de leur orientation respective, ces sociétés sont classées dans les catégories gestion de fortune / banque privée, gestion d'actifs et gestion de fonds. Les sociétés axées sur la gestion de fonds ont été incluses dans le groupe de pairs pertinent pour les activités de gestion d'actifs.

Définition du groupe de pairs par produit

- Gérants de fortune et banques privées:** ils proposent des services financiers et bancaires sur mesure, notamment à une clientèle fortunée.
Ils proposent une variété de solutions de gestion de trésorerie, d'épargne et de dépôt ainsi que des prêts hypothécaires, des prêts spécialisés et d'autres solutions de financement «sur mesure»; ils gèrent généralement aussi bien l'actif que le passif du client; ils fournissent les liquidités pour certains placements du client et répondent à ses besoins à court terme; offrent une expertise, notamment pour liquider des positions en actions de manière fiscalement avantageuse; accordent les prêts à la consommation selon les besoins, par exemple pour des placements de luxe.
- Les gestionnaires d'actifs** proposent typiquement des services de gestion d'actifs discrétionnaire. Les décisions d'investissement au jour le jour relatives à un portefeuille sont déléguées aux gestionnaires d'actifs sur la base d'une stratégie convenue.
Les gestionnaires d'actifs peuvent proposer une vaste gamme de solutions de portefeuille, y compris un large éventail de titres et d'actifs, ou ils peuvent se concentrer sur une catégorie d'actifs spécifiques. Il existe des établissements spécialisés qui s'adressent aussi bien aux investisseurs privés qu'institutionnels.
- Les gestionnaires de fonds** vendent des bons de participation au public pour investir le produit dans un portefeuille (diversifié) de titres ou d'actifs. Les investisseurs mettent en commun leur capital et délèguent les décisions relatives à l'allocation au gestionnaire du fonds. Les gestionnaires de fonds perçoivent des commissions pour les différents types de services.
Par rapport aux banques, les investissements sont «transparents» et font l'objet de rapports réguliers. Les fonds et les sociétés d'investissement ont en règle générale un objectif d'investissement clairement défini, par exemple l'immobilier.
- Pour le segment des «autres» activités, le groupe de pairs comporte aussi bien les gestionnaires d'actifs que les gérants de fortune.

Définition du groupe de pairs par critère géographique

- Compte tenu de l'accent mis sur l'Europe, le groupe de pairs est composé d'établissements d'Europe continentale et de sociétés anglo-saxonnes.
- Cela permet d'inclure des modèles d'activité comparables, c'est-à-dire des sociétés qui exercent leurs activités dans des conditions similaires en ce qui concerne la réglementation et les caractéristiques socioéconomiques de leur clientèle.

Considérations liées à l'évaluation

Evaluation relative: Analyse d'entreprises comparables

Evaluation relative: analyse d'entreprises comparables

Analyse d'entreprises comparables

- Différents multiples ont été appliqués pour les segments d'EdRS (PFC) (à savoir gestion de fortune, gestion d'actifs et autres) sur la base de groupes de pairs particuliers.
- La valeur totale a été calculée sur la base de la somme des parties (sum-of-the-parts) pour l'approche P/E.
- Les participations minoritaires (déjà reflétées dans les fonds propres comptables) et une décote d'illiquidité de 15% ont été déduites pour obtenir la valeur par action au porteur.

Multiples pertinents

- Le multiple cours/bénéfice (P/E) illustre la relation entre les bénéfices attendus pour l'exercice 2020 et la valeur des fonds propres. Il a été calculé sur la base des bénéfices d'EdRS (PFC) corrigés pour tenir compte de l'amortissement du goodwill.¹
- La multiplication du ratio P/B par la valeur comptable des fonds propres permet d'obtenir une estimation de capitalisation boursière. La valeur comptable sous-jacente a été ajustée pour tenir compte des produits extraordinaires réalisés durant l'exercice 2018 et des réserves pour risques bancaires généraux.

Résultats de l'évaluation

- Selon l'approche du multiple P/E, le point médian de l'évaluation se situe à CHF 8'874. Il est à noter que le multiple P/E estimé pour 2020 a été appliqué pour refléter en partie l'amélioration prévue du ratio charges/produits.
- Sur la base du ratio P/B applicable, le point médian de l'évaluation est à CHF 16'081, y compris une décote d'illiquidité de 15%.

	2020	2018
<i>En millions de CHF (sauf mention contraire)</i>	P/E	P/BV
Gestion de fortune	134,0	n.d.
Gestion d'actifs	1'197,1	n.d.
Autres	(39,8)	n.d.
Valeur totale	1'291,4	2'211,9
Participations minoritaires ²	(70,8)	–
Valeur totale hors participations minoritaires	1'220,5	2'211,9
Attr. aux actions au porteur ³	844,7	1'530,8
Nb act. en circ (y.c. actions de cat. B)	80'916	80'916
Valeur de l'action (CHF)	10'440	18'919
<i>Décote d'illiquidité (15,0%)</i>	<i>(1'566)</i>	<i>(2'838)</i>
Valeur par action, y c. décote d'illiquidité (CHF)	8'874	16'081
<i>Bas de la fourchette (-10,0%)</i>	<i>7'986</i>	<i>14'473</i>
<i>Haut de la fourchette (+10,0%)</i>	<i>9'761</i>	<i>17'689</i>

Considérations liées à l'évaluation

Evaluation relative: Analyse de transactions précédentes

Evaluation relative: analyse de transactions précédentes

Analyse de transactions précédentes

- Ce processus d'évaluation consiste à analyser des transactions de fusion-acquisition précédentes impliquant des entreprises cibles comparables à EdRS (multiples de transactions)
- Les prix payés dans le cadre de ces transactions (et les évaluations qu'ils impliquent) dépendent fortement des intérêts spécifiques des parties et reflètent donc une certaine subjectivité dans l'attribution de valeur. Il est par conséquent essentiel de procéder à une analyse précise des paramètres de la transaction concernée.

Multiples pertinents

- Le multiple cours/bénéfice (P/E) illustre la relation entre les bénéfices attendus pour l'exercice 2018 et la valeur des fonds propres. Il a été calculé sur la base des résultats corrigés de l'exercice 2018 (résultat extraordinaire) et ajusté de l'amortissement du goodwill.
- La multiplication du ratio P/B par la valeur comptable des fonds propres permet d'obtenir une estimation de capitalisation boursière. Ont été appliqués les mêmes ajustements que pour l'analyse des entreprises comparables.

Résultats de l'évaluation

- L'évaluation sur la base du multiple P/E donne un point médian de l'évaluation à CHF 6'016, y compris une décote d'illiquidité de 15%.
- Sur la base du ratio P/B, le point médian de l'évaluation est à CHF 15'874, y compris une décote d'illiquidité de 15%.

	2018	2018
<i>En millions de CHF (sauf mention contraire)</i>	P/E	P/B
EdRS (PFC)	894,3	2'183,4
Participations minoritaires ¹	(66,9)	–
Valeur totale hors participations minoritaires	827,4	2'183,4
Attr. aux actions au porteur ²	572,7	1'511,1
Nb act. en circ. (y.c. actions de cat. B)	80'916	80'916
Valeur de l'action (CHF)	7'077	18'675
<i>Décote d'illiquidité (15,0%)</i>	<i>(1'062)</i>	<i>(2'801)</i>
Valeur par action, y c. décote d'illiquidité (CHF)	6'016	15'874
<i>Bas de la fourchette (-10,0%)</i>	<i>5'414</i>	<i>14'287</i>
<i>Haut de la fourchette (+10,0%)</i>	<i>6'617</i>	<i>17'461</i>

Résultat de l'attestation d'équité

Résultat de l'attestation d'équité

Résultats de l'évaluation pour EdRS (1/2)

A Examen de l'évaluation

- L'illustration à la page suivante synthétise les résultats de notre analyse d'évaluation. Comme indiqué, l'analyse DDM a été utilisée comme principale méthode d'évaluation, tandis que certaines méthodes basées sur la valeur de marché ont été utilisées pour vérifier la plausibilité des résultats de l'analyse DDM (résultats de l'évaluation relative / analyse d'entreprises comparables et analyse de transactions précédentes).
- La pertinence des résultats de l'évaluation relative est limitée. Seule l'analyse DDM tient compte de manière exhaustive des facteurs propres à l'entreprise.
- Comme indiqué dans l'annonce préalable de l'Offre EdRH en date du 13 mars 2019, le prix par action au porteur de l'Offre EdRH est de CHF 17'945 avant dividende ou de CHF 15'500, ex-dividende (c'est-à-dire après le versement de CHF 200,3 millions à titre de dividende ordinaire aux actionnaires, soit CHF 2'445 brut par action au porteur).
- L'analyse DDM a abouti à une fourchette de valeur comprise entre CHF 14'012 et CHF 15'502 par action au porteur EdRS. Les résultats de l'analyse DDM s'inscrivent dans le bas de la fourchette d'évaluation basée sur le ratio P/B. L'écart par rapport aux résultats basés sur le ratio P/E s'explique essentiellement par le fait que l'analyse DDM tient intégralement compte des améliorations du ratio charges/produits prévues par le business plan.
- La distribution prévue de CHF 200,3 millions à titre de dividende se traduit par un dividende par action au porteur de CHF 2'445 brut. En additionnant ce dividende à la fourchette d'évaluation selon l'analyse DDM, on obtient une valeur par action au porteur avant dividende entre CHF 16'457 et CHF 17'947.
- L'analyse d'entreprises comparables basée sur les multiples donne une fourchette de valeur comprise entre CHF 7'986 et CHF 17'689 par action.
- L'analyse de transactions précédentes basée sur les multiples donne une fourchette de valeur comprise entre CHF 5'414 et CHF 17'461 par action au porteur EdRS.

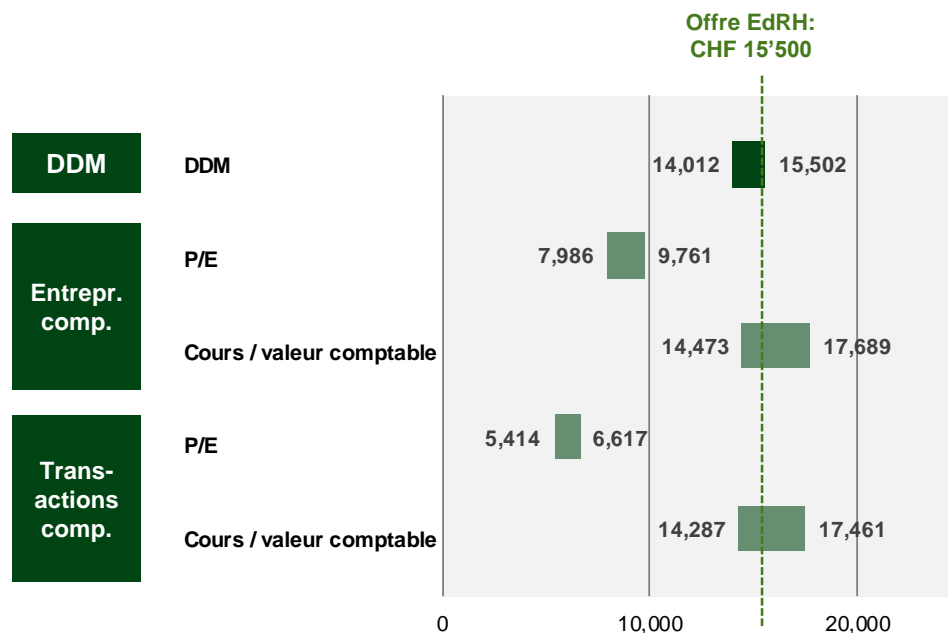
B Estimation du nombre de nouvelles actions (cat. B) à émettre

- Dans le cadre de ce rapport, l'adéquation de l'apport d'EdRF à EdRS en échange d'actions nouvellement émises (cat. B) a été analysée.
- Cette analyse nécessite deux évaluations autonomes pour EdRF et pour EdRS. Celles-ci ont été établies en utilisant (a) la même méthodologie que pour l'évaluation d'EdRS (PFC) ainsi que (b) des paramètres d'évaluation autant que possible identiques.
- Le ratio CET1 supposé a été ajusté pour EdRF et un objectif de 12,1% retenu conformément aux chiffres prévus pour 2022 selon le business plan. Cet ajustement a pour but de refléter l'importance des activités de gestion d'actifs ainsi que les niveaux de capitalisation des pairs sur le marché local. Un TCP de 2,0% a été supposé pour EdRF.
- EdRS prévoit d'émettre 34'987 nouvelles actions nominatives (cat. B) au total (de la même valeur nominale que les actions au porteur) en faveur d'EdRSA pour acquérir 99,56% d'EdRF à un prix par action égal au prix de l'Offre EdRH (ex-dividende).
- Sur la base de nos évaluations et du point de vue des actionnaires publics (minoritaires), un maximum de 37'143 nouvelles actions pourraient être émises pour que l'opération soit plausible et adéquate.
- La compensation en actions prévue pour EdRSA est inférieure au maximum. L'opération peut donc être considérée comme équitable et adéquate du point de vue des actionnaires publics (minoritaires).
- Il est à noter que le nombre effectif d'actions nouvellement émises (34'987) a été utilisé pour l'évaluation DDM d'EdRS (PFC).

Résultat de l'attestation d'équité

Résultats de l'évaluation pour EdRS (2/2)

Synthèse de l'évaluation (CHF par action EdRS)



Sur la base d'une fourchette de valeur comprise entre CHF 14'012 et CHF 15'502 (ex-dividende) par action au porteur EdRS selon l'analyse DDM, l'Offre EdRH de CHF 15'500 (ex-dividende) par action au porteur EdRS est considérée comme équitable et adéquat à la date d'évaluation.


Kurt Rüegg
Managing Partner


Ralf Herrmann
Partner

Annexes

1. Coût du capital
2. Liquidité et décote d'évaluation des actions au porteur
3. Calcul du nombre d'actions
4. Niveau de capitalisation visé
5. Réserves latentes
6. Multiples
7. Transactions précédentes
8. Paramètres de projection de l'évaluation et des activités
9. Liste des abréviations

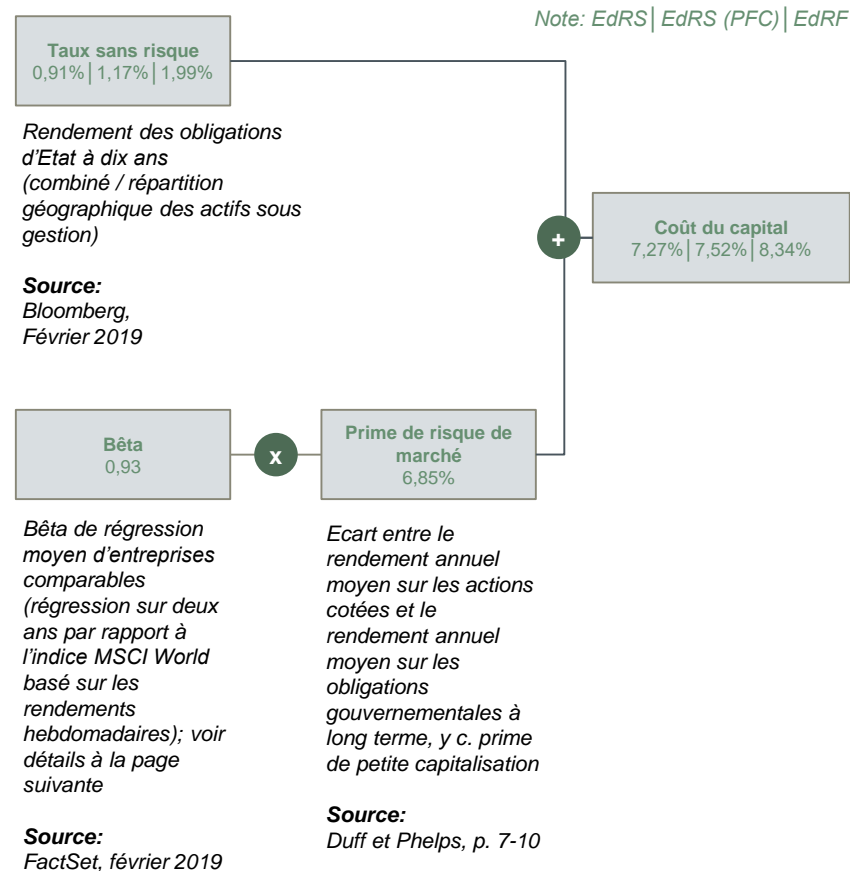
Annexe 1

Calcul du coût des fonds propres (1/2)

Calcul coût des fonds propres

- **Taux sans risque:** En raison du niveau historiquement bas des taux d'intérêt, le taux sans risque a été ajusté sur la base de données historiques (dix ans) pour refléter un niveau normalisé. Le taux sans risque est un taux nominal, c'est-à-dire qu'il inclut l'inflation attendue. Il a été combiné pour refléter la répartition géographique des revenus de la société (selon les actifs sous gestion). Les pays suivants ont été pris en compte: Suisse/Luxembourg, France, Royaume-Uni, Israël et Italie.
- **Bêta:** le bêta corrigé de l'endettement («unlevered») a été obtenu des bêtas de régression d'entreprises cotées comparables (*voir détails à la page suivante*). Aucun ajustement n'a été appliqué au titre du levier financier. Les établissements financiers sont en effet généralement relativement homogènes en termes de structure du capital. Ils présentent habituellement un levier financier comparable, principalement du fait de la réglementation. Il est en outre difficile de comparer la dette des établissements financiers sur une base comparable.
- **Prime de risque de marché:** la prime de risque de marché utilisée était de 6,85%. Selon Duff & Phelps, la prime de risque de marché correspond à la différence entre le rendement global annuel moyen des actions cotées et le revenu annuel moyen des obligations d'Etat à long terme (sur la période de 1926 à aujourd'hui)⁽¹⁾ Une prime liée à la taille respective est implicitement incluse

Illustration



Annexe 1

Calcul du coût des fonds propres (2/2)

Gestion de fortune			Gestion d'actifs		
Entreprises comparables	Bêta	Test t ¹ (significatif)	Entreprises comparables	Bêta	Test t ¹ (significatif)
Bellevue Group AG	1,13	significatif	Amundi SA	1,06	significatif
Boston Private Financial Holdings, Inc.	1,02	significatif	ANIMA Holding S.p.A.	1,24	significatif
Brewin Dolphin Holdings PLC	0,49	significatif	Brooks Macdonald Group plc	0,84	significatif
EFG International AG	1,45	significatif	Eaton Vance Corp.	1,46	significatif
Evli Pankki Oyj Class B	0,66	significatif	Federated Investors, Inc. Class B	0,72	significatif
Julius Baer Gruppe AG	1,12	significatif	Fiera Capital Corporation Class A	0,56	significatif
Liechtensteinische Landesbank AG	0,56	significatif	GAMCO Investors, Inc. Class A	0,81	significatif
Rathbone Brothers Plc	0,68	significatif	Janus Henderson Group PLC	1,28	significatif
Van Lanschot Kempen NV cert. of shs	0,97	significatif	Jupiter Fund Management plc	0,90	significatif
Vontobel Holding AG	0,92	significatif	Man Group Plc	0,96	significatif
VP Bank AG Class A	0,91	significatif	Schroders PLC	0,93	significatif
Moyenne	0,90		Moyenne	0,98	
Médiane	0,92		Médiane	0,93	

Annexe 2

Liquidité et décote d'évaluation des actions au porteur

Détermination de l'illiquidité

- La Commission des OPA (COPA) considère comme liquides tous les titres inclus dans l'indice SLI ainsi que tous les titres dont le volume médian de négoce quotidien dépasse 0,04% du flottant pendant dix mois sur douze.¹
- Il ressort du graphique ci-contre que les actions au porteur EdRS cotées n'ont atteint ce seuil sur aucun des mois observés. Selon la définition de la COPA, le titre doit donc être considéré comme illiquide.
- L'écart entre les cours acheteur et vendeur des actions au porteur EdRS a aussi été analysé.² Il est présenté pour la période pertinente selon la définition de la COPA (ci-dessus). Les médianes mensuelles fluctuent entre 1,27% et 2,42%, avec une moyenne de 1,85%. Ces niveaux relativement élevés sont une indication supplémentaire de l'illiquidité générale du titre.

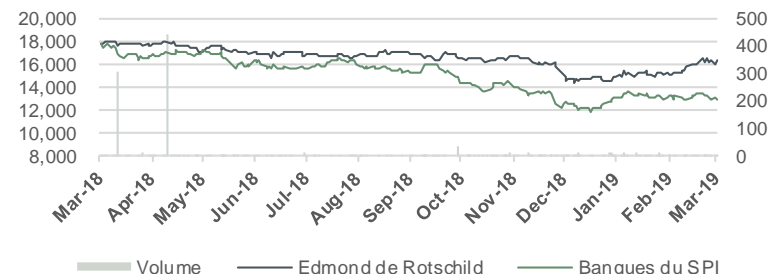
Pertinence de l'illiquidité

- Dans le cadre de la présente opération, la règle du prix minimum n'est pas applicable et l'illiquidité n'est donc pas directement pertinente. Elle doit cependant être prise en compte dans l'évaluation. Le risque de marché augmente en effet proportionnellement à l'illiquidité d'une action.
- Les experts en évaluation sont unanimes quant à la pertinence d'une décote d'illiquidité (ou de négociabilité) pour les participations minoritaires non négociables. Dans la pratique, les décotes appliquées aux participations minoritaires sont de l'ordre de grandeur de 15% à 20%.³ La décote reflète donc à la différence entre les actions liquides/ cotées et les participations minoritaires dans des sociétés privées.

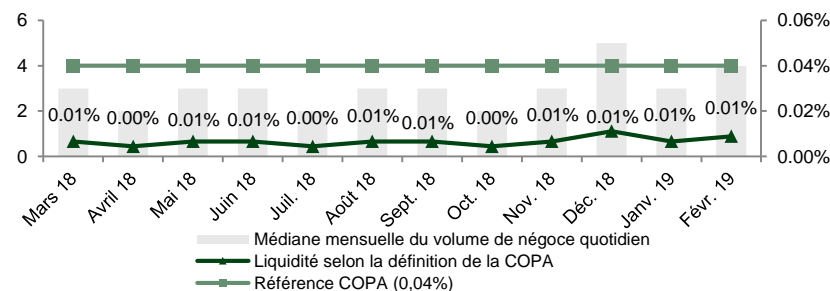
Application d'une décote d'illiquidité

- Bien qu'illiquides (selon les définitions ci-dessus), les actions au porteur EdRS offrent toujours un certain niveau, certes limité, de liquidité. La décote d'évaluation doit donc être appliquée avec prudence.
- Dans le contexte de ces constatations factuelles, Alantra considère une décote d'illiquidité de 15% comme appropriée dans le cas présent. Dès lors qu'elle s'inscrit dans la fourchette de 15% à 20%, cela représente une position conservatrice dans le cadre d'une attestation d'équité.

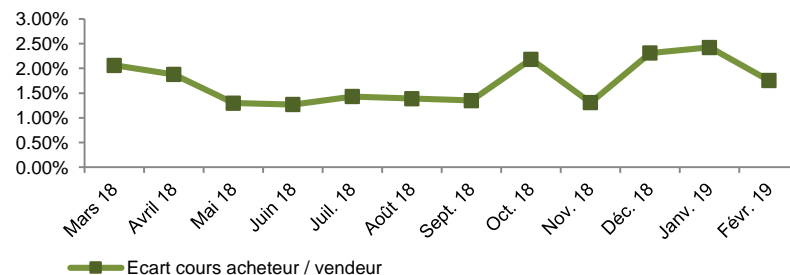
Evolution du cours de l'action EdRS (vs banques du SPI indexées sur EdRS)



Test de liquidité (actions au porteur EdRS, selon la définition de la COPA)



Ecart entre les cours acheteur et vendeur (en tant que mesure d'illiquidité)



1) Circulaire COPA n° 2; 2) Voir Amihud/Mendelson (Journal of Financial Economics) dans Aswath Damodaran, «The Cost of Illiquidity», NYU Stern 2006 (p. 15)

3) Voir Cheridito/Schneller, «Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung», Der Schweizer Treuhänder 2008 (vol. 6-7 / p. 421)

Annexe 3

Calcul du nombre d'actions déterminant

EdRS: Evolution du nombre d'actions en circulation et de l'actionariat

	Fin d'année 2018	Annonce préalable	B Etape 1: Réduction de capital et transfert d'actions propres			A Etape 2: Augmentation de capital et dividende en espèces				
Etape			Transfert d'actions	Réduction de capital	Post. étape 1	Augmentation de capital	Dividende en espèces	Post. étape 2		
Date	31.12.2018	13.03.2019	13.03.-25.04.2019	Juillet 2019	Juillet 2019	Juillet 2019	Fin septembre 2019	Fin septembre 2019		
EdRH	219,672	219,672			220,274			255,261		
Actions nominatives / N	180,000	180,000			180,000			180,000		
Actions au porteur / I	39,672	39,672	602		40,274			40,274		
Actions de cat. B	–	–			–		34,987	34,987		
EdRSA	–	–			–			–		
Actions nominatives / N	–	–			–			–		
Actions au porteur / I	–	–			–			–		
Actions de cat. B	–	–			–	34,987	(34,987)	–		
Public	5,655	5,655			5,655			5,655		
Actions nominatives / N	–	–			–			–		
Actions au porteur / I	5,655	5,655			5,655			5,655		
Actions de cat. B	–	–			–			–		
Actions propres	24,673	24,673			471			471		
Actions nominatives / N	20,000	20,000		(20,000)	–			–		
Actions au porteur / I	4,673	4,673	(602)	(3,600)	471			471		
Actions de cat. B	–	–			–			–		
			B Base d'évaluation			A Base d'évaluation				
			<div></div>			<div></div>				
			Catégories d'actions	Nb act. en circ.	Capital par catégorie	Catégories d'actions			Nb act. en circ.	Capital par catégorie
			Actions nominatives / N	180,000	43.9%	Actions nominatives / N			180,000	30.79%
			Actions au porteur / I	45,929	56.1%	Actions au porteur / I			45,929	39.28%
			Actions de cat. B	–	0.0%	Actions de cat. B			34,987	29.92%
			Total	225,929	100.0%	Total			260,916	100.00%
			Nb déterminant (pondéré) actions en circ.			Nb déterminant (pondéré) actions en circ.				
			81,929			116,916				

Aucune modification de la structure du capital n'est prévue pour EdRF. Il n'existe qu'une seule catégorie d'actions (5'538'388 actions d'une valeur nominale d'EUR 15.- chacune) dont 99,56% sont détenues par EdRSA et acquises par EdRS.

Annexe 4

Niveau de capitalisation visé

Ratios CET1 du groupe de pairs
(sélection de sociétés de gestion de fortune et banques privées)

Société (pays)	Ratio CET1 (%)		
	2015	2016	2017
Bellevue Group AG (CH)	23.3%	18.7%	16.6%
Boston Private (US)	9.8%	10.0%	10.3%
Brewin Dolphin (GB)	—	—	—
EFG International AG (CH)	12.8%	18.2%	17.7%
Evli Pankki Oyj Class B (FI)	19.2%	15.3%	15.0%
Julius Baer Gruppe AG (CH)	18.3%	16.4%	16.7%
Liechtensteinische Landesbank (LI)	20.6%	21.0%	22.2%
Rathbone Brothers Plc (GB)	16.4%	17.7%	20.7%
Van Lanschot Kempen (NL)	16.3%	18.6%	20.3%
Vontobel Holding AG (CH)	17.9%	19.0%	18.4%
VP Bank AG Class A (LI)	24.4%	27.1%	25.7%
Moyenne	16.3%	16.5%	16.7%
Médiane	17.9%	18.2%	17.7%

Annexe 5

Réserves latentes

Méthodologie

- Les réserves latentes d'EdRS et d'EdRF ont été analysées dans le détail sur la base des informations fournies par la direction des sociétés.
- Plusieurs positions pertinentes ont été identifiées et prises en compte dans l'évaluation sur la base des gains latents après impôts.

Annexe 6

Multiples d'entreprises comparables – Gestion d'actifs

Multiples

Gestion d'actifs

Société (pays)	CB	VE	P/B			P/E			Cours/CA		
	(CHF mio)	(CHF mio)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Amundi SA (FR)	13'017,3	19'416,7	1,8x	1,7x	1,4x	11,7x	11,2x	10,5x	4,5x	4,3x	4,2x
ANIMA Holding S.p.A. (IT)	1'572,7	2'056,9	1,7x	1,7x	1,6x	8,0x	7,5x	7,4x	4,0x	3,9x	3,7x
Brooks Macdonald Group plc (GB)	295,7	252,9	3,0x	2,7x	2,6x	20,7x	12,5x	11,0x	2,1x	2,0x	1,9x
Eaton Vance Corp. (US)	4'743,9	6'096,3	7,5x	6,6x	4,6x	12,5x	12,8x	12,7x	2,8x	2,8x	2,8x
Federated Investors, Inc. Class B (US)	3'004,8	3'132,5	4,6x	5,0x	3,9x	14,1x	13,8x	13,9x	2,6x	2,4x	2,3x
Fiera Capital Corporation Class A (CA)	879,7	1'205,4	2,5x	2,1x	2,0x	11,3x	9,4x	7,9x	2,2x	2,0x	1,9x
GAMCO Investors, Inc. Class A (US)	579,2	566,9	n.s.	n.s.	n.s.	4,9x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Janus Henderson Group PLC (US)	4'846,6	3'830,1	3,2x	3,7x	1,0x	9,4x	9,6x	9,6x	2,1x	2,3x	2,2x
Jupiter Fund Management plc (GB)	2'200,0	1'726,9	2,7x	2,7x	2,6x	14,0x	13,0x	11,3x	4,6x	4,2x	4,0x
Man Group Plc (GB)	2'103,4	1'882,4	0,9x	1,3x	1,2x	7,7x	6,8x	5,6x	2,3x	2,0x	1,8x
Schroders PLC (GB)	9'547,9	6'033,0	2,6x	2,3x	2,1x	13,1x	12,0x	11,2x	3,4x	3,2x	3,1x
Moyenne	3'890,1	4'200,0	3,0x	3,0x	2,3x	11,6x	10,8x	10,1x	3,1x	2,9x	2,8x
Médiane	2'200,0	2'056,9	2,7x	2,5x	2,0x	11,7x	11,6x	10,7x	2,7x	2,6x	2,5x

Annexe 6

Multiples d'entreprises comparables – Gestion de fortune

Multiples

Gestion de fortune

Société (pays)	CB	VE	P/B			P/E			Cours/CA		
	(CHF mio)	(CHF mio)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Bellevue Group SA (CH)	283,6	141,9	2,1x	1,8x	1,6x	14,2x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Boston Private Financial Holdings, Inc. (US)	963,6	1'785,1	1,3x	1,3x	1,2x	12,5x	11,9x	10,9x	2,6x	2,8x	2,6x
Brewin Dolphin Holdings PLC (GB)	1'188,1	939,7	4,1x	3,7x	3,4x	16,5x	15,4x	13,9x	2,7x	2,7x	2,5x
EFG International AG (CH)	1'884,8	7'828,3	1,7x	0,9x	1,1x	8,7x	8,0x	7,6x	1,6x	1,6x	1,5x
Evli Pankki Oyj Class B (FI)	251,4	426,7	3,2x	3,4x	3,1x	14,9x	12,6x	11,2x	3,3x	3,1x	2,8x
Julius Baer Groupe SA (CH)	9'358,1	32'911,0	1,9x	1,8x	1,6x	11,3x	10,0x	9,8x	2,8x	2,6x	2,6x
Liechtensteinische Landesbank AG (LI)	1'997,0	4'859,2	1,2x	1,2x	1,1x	19,4x	14,8x	14,6x	5,1x	4,6x	4,4x
Rathbone Brothers Plc (GB)	1'666,1	(22,6)	4,2x	3,9x	3,5x	16,6x	15,0x	14,4x	3,7x	3,5x	3,4x
Van Lanschot Kempen NV cert. of shs (NL)	979,9	4'348,3	0,7x	0,6x	0,6x	14,0x	11,9x	11,2x	1,7x	1,7x	1,7x
Vontobel Holding AG (CH)	3'035,1	12'064,2	2,1x	2,0x	1,9x	13,8x	11,5x	9,6x	2,6x	2,4x	2,3x
VP Bank AG Class A (LI)	800,6	1'745,1	0,9x	0,9x	0,8x	14,6x	11,8x	10,8x	2,8x	2,5x	2,4x
Moyenne	2'037,1	6'093,4	2,1x	1,9x	1,8x	14,2x	12,3x	11,4x	2,9x	2,7x	2,6x
Médiane	1'188,1	1'785,1	1,9x	1,8x	1,6x	14,2x	11,9x	11,1x	2,7x	2,6x	2,5x

Annexe 7

Transactions précédentes – Gestion d'actifs

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Description de la cible	Valeur des fonds propres		
					Revenus	Valeur comptable	Bénéfice net
19/11/2018	Paulson & Co. Inc.	BrightSphere Investment Group plc (participation de 20,63%)	Royaume-Uni	Gestionnaire d'actifs basé aux Etats-Unis	1,71x	n.s.	n.s.
12.07.2018	Nomura Real Estate Holdings, Inc.	Lothbury Investment Management Limited	Royaume-Uni	Gestionnaire d'actifs basé au Royaume-Uni, spécialisé dans les solutions d'investissement direct et indirect pour les investisseurs institutionnels.	n.d.	n.d.	16,43x
12.12.2016	Amundi SA	Pioneer Investment Management SGR	Italie	Gestionnaire d'actifs basé en Italie	n.d.	n.d.	15,52x
30.09.2016	Fiera Capital Corporation	Charlemagne Capital Limited	Royaume-Uni	Gestionnaire d'actifs des marchés émergents et pré-émergents basé au Royaume-Uni	1,64x	n.d.	17,45x
11.03.2016	Cubic (London) Limited	C-QUADRAT Investment AG (participation de 65,46%)	Autriche	Gestionnaire d'actifs basé en Autriche	2,44x	n.d.	9,85x
15.08.2013	AllianceBernstein LP	W.P. Stewart & Co Ltd	Etats-Unis	Gestionnaire d'actifs basé aux Bermudes	n.d.	2,59x	27,49x
02.08.2013	Arca Impresa Gestioni SGR SpA	Carige Asset Management Sgr SpA	Italie	Gestionnaire d'actifs basé en Italie	n.d.	n.d.	23,37x
02.07.2013	Miton Group plc	PSigma Asset Management Limited	Royaume-Uni	Gestionnaire d'actifs basé au Royaume-Uni	3,07x	n.d.	n.d.
25.03.2013	Schroders Plc	Cazenove Capital Management Limited	Royaume-Uni	Gestionnaire d'actifs basé au Royaume-Uni	n.d.	5,31x	24,52x
21.02.2013	Crestview Partners, LP	Victory Capital Holdings, Inc.	Etats-Unis	Gestionnaire d'actifs et conseiller en investissement basé aux Etats-Unis	2,24x	n.d.	n.d.
12.12.2012	GCS Capital	Candriam Investors Group	Belgique	Gestionnaire d'actifs basé en Belgique	n.d.	n.d.	9,99x
31.07.2012	Grupo Safra SA	Bank J. Safra Sarasin SA (participation de 40,19%)	Suisse	Banque privée basée en Suisse	n.d.	1,59x	19,47x
27.02.2012	Fiera Capital Corporation	Natcan Investment Management Inc	Canada	Société d'investissement canadienne proposant des services de gestion d'actifs, de fonds de placement et de gestion de portefeuille de patrimoine privé.	6,67x	n.d.	n.d.
07.07.2011	Principal Global Investors, LLC	Origin Asset Management LLP (participation de 74%)	Royaume-Uni	Société d'investissement basée au Royaume-Uni	n.d.	n.d.	10,45x
12.01.2011	Janus Henderson Group Plc	Gartmore Investment Management Limited	Royaume-Uni	Gestionnaire d'actifs basé au Royaume-Uni	n.d.	n.d.	33,52x
Min					1,64x	1,59x	9,85x
Moyenne					2,96x	3,16x	18,91x
Médiane					2,34x	2,59x	17,45x
Max					6,67x	5,31x	33,52x

Source: Mergermarke

Annexe 7

Transactions précédentes – Gestion de fortune

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Description de la cible	Valeur des fonds propres		
					Revenus	Valeur comptable	Bénéfice net
03.12.2018	Banca Generali Spa	Valeur Fiduciaria SA (participation de 90,1%)	Suisse	Gérant de fortune basé en Suisse	n.d.	n.d.	11,99x
20.04.2018	Old Mutual plc (actionnaires)	Quilter plc (participation de 86,6%)	Royaume-Uni	Société basée au Royaume-Uni, spécialisée dans les solutions patrimoniales et la gestion d'actifs	n.d.	n.d.	18,99x
19.10.2017	Mason Group Holdings Limited	Raiffeisen Bank Liechtenstein AG	Liechtenstein	Etablissement basé au Liechtenstein, spécialisé dans la prestation de services de banque privée et dans la fourniture de services à des gestionnaires d'actifs indépendants	n.d.	1,32x	n.s.
27.11.2015	ODDO BHF	BHF Kleinwort Benson Group (participation de 78,43%)	Belgique	Banque d'affaires basée en Belgique, dont les principales activités sont la gestion de fortune, la gestion d'actifs et les services de banque d'affaires	n.d.	0,93x	9,59x
16.11.2015	Julius Baer Group Limited	Kairos Partners SGR spa (participation de 60,1%)	Italie	Gestionnaire d'actifs basé en Italie	n.d.	n.d.	10,43x
14.07.2014	Banco BTG Pactual S.A	Banca della Svizzera Italiana SA	Suisse	Banque de gestion de fortune basée en Suisse	n.d.	n.s.	n.s.
31.07.2012	Grupo Safra SA	Bank J. Safra Sarasin SA (participation de 40,19%)	Suisse	Banque privée basée en Suisse	n.d.	1,59x	19,47x
31.05.2011	Brewin Dolphin Holdings Plc	Tilman Asset Management Limited	République d'Irlande	Gestionnaire d'actifs et conseiller en investissement basé en Irlande	n.d.	n.d.	14,92x
21.05.2010	Hinduja Group Ltd.	KBL European Private Bankers S.A.	Luxembourg	Etablissement basé au Luxembourg, spécialisé dans la prestation de services de banque privée	n.d.	1,32x	11,04x
07.10.2009	Julius Baer Group Limited	ING Bank (Switzerland) Ltd	Suisse	Banque basée en Suisse	n.d.	n.d.	13,91x
01.12.2008	Aabar Investments PJSC	Falcon Private Bank Ltd.	Suisse	Banque privée et société de gestion d'actifs basée en Suisse, spécialisée dans les stratégies d'investissement, les fonds de placement et les politiques d'investissement.	n.d.	n.d.	8,72x
25.02.2008	The Co-operators Group Limited	Addenda Capital Inc.	Canada	Société d'investissement canadienne spécialisée dans la gestion active de portefeuilles obligataires pour le compte de clients institutionnels et privés	n.d.	n.d.	16,77x
Min					n.d.	0,93x	8,72x
Moyenne					n.d.	1,29x	13,76x
Médiane					n.d.	1,32x	13,91x
Max					n.d.	1,59x	19,47x

Annexe 8

EdRS (PFC): principaux paramètres de projection de l'évaluation et des activités

Projections du Business plan			Evaluation		
	Période du Business plan ¹	Remarques		Scénario de base	Sensibilités
Croissance des actifs sous gestion (CAGR)	Moyenne = 3,7% (3,0%-4,0% p.a.)	<i>EdRS a enregistré une croissance de 3,3% et EdRF de 2,8% (CAGR 2013-18)</i>	Coût du capital (CoE)	7,52%	7,02%-8,02%
Marge sur chiffre d'affaires	50-60 pb	<i>Moyenne historique entre 53-57 pb (EdRS) et 55-64 pb (EdRF)</i>	Ratio CET1 visé	17,7%	17,2%-18,2%
Ratio charges/produit	Moyenne = 79,0% (amélioration d'env. 6 pp par rapport aux niveaux actuels sur la période de planification)	<i>Niveaux actuels de 81,6% (EdRS) et 85,0% (EdRF) (moyenne de 2016-18)</i>	Taux de croissance perpétuelle	1,5%	0,5-2,5%
Taux d'imposition	Moyenne = 29,4% (28,5%-30,2%)	<i>n.d.</i>	Ratio de distribution	45,0%-70,0% (ratio de distribution par an sur la période du Business plan)	<i>n.d.</i>
Croissance des RWA (CAGR)	5,6%	<i>Env. 3,2% des actifs sous gestion entre 2019 et 2022</i>			

Annexe 9

Liste des abréviations

▪ AG / SA	Aktiengesellschaft / société anonyme
▪ Alantra	Alantra SA, Zurich
▪ Attestation d'équité	Rapport d'évaluation visant à vérifier l'adéquation financière de l'offre publique d'achat présentée par EdRH
▪ AuM	Assets under management (actifs sous gestion)
▪ CA	Conseil d'administration (d'EdRS et/ou d'EdRF)
▪ CAGR	Taux de croissance annuel composé
▪ CH / F	Suisse / France
▪ CHF / EUR	Franc suisse / Euro
▪ CIR	Cost-income ratio (ratio charges/produits)
▪ CoE	Cost of Equity (Coût du capital)
▪ DDM	Dividend discount model (modèle d'actualisation des dividendes)
▪ Direction	Equipe de direction d'EdRS et/ou EdRF
▪ ETP	Nombre équivalent temps plein d'employés
▪ EX	Exercice financier
▪ m / mia	Million / milliard
▪ MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers
▪ Nb act. en circ	Nombre déterminant d'actions en circulation
▪ NNM	Net new money (afflux net d'argent frais)
▪ Offre EdRH	Offre publique d'acquisition présentée par EdRH
▪ pb/pp	Points de base / points de pourcentage
▪ Ratio/fonds propres CET1	Ratio/fonds propres Common Equity Tier 1
▪ RWA	Actif pondéré en fonction du risque
▪ SIX	Six Swiss Exchange

Contact

Kurt Rüegg
Managing Partner

E kurt.ruegg@alantra.com
T +41 44 552 50 50
F +41 44 552 50 79

Ralf Herrmann
Partner

E ralf.herrmann@alantra.com
T +41 44 552 50 53
F +41 44 552 50 79

Alantra SA
Stockerstrasse 47
8002 Zurich
Suisse

T +41 44 552 50 50
F +41 44 552 50 79

www.alantra.com