

## **Banque cantonale de Glaris – rapport d'évaluation**

**18 décembre 2006**



Ernst & Young AG  
Bleicherweg 21  
Postfach  
8022 Zürich

## TABLE DES MATIERES

Introduction.....	1
Situation de départ.....	1
Mandat de la GLKB à Ernst & Young.....	1
Remarque.....	1
Documents utilisés pour l’évaluation.....	2
Aperçu de la Banque cantonale de Glaris.....	3
Analyse et évaluation.....	5
Procédure suivie.....	5
Méthodes d’évaluation.....	5
Discounted Cash Flow.....	5
Planification financière de base.....	6
Alternative 1 de planification financière (croissance plus basse).....	6
Coût du capital.....	7
Valeur résiduelle.....	8
Résultats de l’évaluation.....	8
Valeur du BP selon la méthode DCF.....	8
Sensibilité de l’évaluation.....	8
Evaluation selon les multiples de marché.....	9

Valeur du BP d’après la méthode des multiples de marché.....	9
Evaluation générale du BP.....	10
Annex 1 – Multiples des sociétés comparables.....	11

## Abréviations

$\beta$	Bêta
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Francs suisses
DCF	Discounted Free Cash Flow
GLKB	Banque cantonale de Glaris
K	Coût du capital
MCHF	Millions de francs suisses
Pm	Prime de risques
BP	Bon de participation
Rf	Taux sans risque
TCHF	Milliers de francs suisses

## Introduction

### Situation de départ

La Banque cantonale de Glaris (« GLKB ») est une institution autonome de droit public, possédant une personnalité juridique propre et son siège à Glaris. Son capital de dotation se monte à CHF 55 millions, appartenant à 100% au canton de Glaris. La GLKB est une banque généraliste, active principalement dans le canton de Glaris et les régions limitrophes.

La GLKB a l'intention de racheter toutes les actions de la Banque Linth qui se trouvent dans le public et soumet aux actionnaires une offre publique d'achat. La Banque Linth, dont le siège se trouve à Uznach, est une société anonyme cotée en bourse dont les actions sont cotées au SWX Swiss Exchange, dans le segment « SWX Local Caps ».

Pour financer le rachat, la GLKB a l'intention d'émettre, au prix de CHF 130, 808'823 nouveaux bons de participation (« BP ») au maximum, d'une valeur nominale de CHF 34. Cela permettra de créer un capital nominal de participation de CHF 27.5 millions. Les détails de l'émission sont présentés dans un prospectus d'émission daté du 23 novembre 2006.

La GLKB offre aux actionnaires de la Banque Linth CHF 350 par action nominative, au comptant et net, ainsi qu'un des BP de la GLKB qui seront émis, sous déduction du montant brut d'éventuels effets de dilution (p.e. paiements de dividendes, augmentations de capital avec un prix d'émission par action inférieur au prix de l'offre, remboursements de capital, vente et émission d'actions propres à un prix inférieur au prix de l'offre, émission d'options) intervenant jusqu'à la fin de l'opération.

### Mandat de la GLKB à Ernst & Young

Les BP proposés n'étant pas cotés en bourse, le prospectus qui les propose doit contenir leur évaluation. Ernst & Young a été mandaté pour établir une évaluation indépendante des BP.

Cette évaluation n'est pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'achat. Elle ne contient pas non plus d'estimation des conséquences possibles d'une acceptation ou d'un refus de l'offre.

### Remarque

Nous avons effectué nos travaux en octobre et en novembre 2006 et les avons achevés le 2 novembre 2006. Les informations et réflexions contenues dans ce document remontent au moment de la rédaction de cette évaluation et peuvent être sujettes à des modifications. Nous n'avons pas connaissance de changements matériels de la situation financière et de rendement, ainsi que des perspectives commerciales de la GLKB depuis le 2 novembre 2006, qui pourraient avoir une influence sur l'évaluation. Les valeurs sur le marché des entreprises comparables (annex 1) ont été actualisées au 14 décembre 2006. Pour établir notre évaluation, nous sommes partis du principe que les informations qui avaient été mises à notre disposition étaient complètes et conformes sur tous les points essentiels. Nous n'avons effectué ni contrôles ni travaux de Due Diligence pour compléter les informations et en tester la véracité.

## **Documents utilisés pour l'évaluation**

Nous avons utilisé pour notre évaluation les documents suivants :

- Rapports annuels officiels de la GLKB (2003-2005);
- Bilan semestriel officiel de la GLKB (2006);
- Informations internes qui ont été considérées comme importantes pour l'évaluation, en particulier :
  - Planification à moyen terme 2007-2009
  - Bilan intermédiaire au 30 septembre 2006
  - Rapport de l'organe de révision selon LB et LBVM pour l'exercice 2005 du 27.4.2006 établi par KPMG au Conseil de la banque,
  - Rapport de surveillance pour l'année 2005, établi par KPMG le 15.12.2005, au Conseil de la banque
  - Rapport de l'organe de révision selon LB et LBVM pour l'exercice 2004 du 27.4.2005 établi par KPMG au Conseil de la banque,
  - Rapport sur les intérêts au 30 septembre 2006, budgétisation des intérêts 2007
  - Analyse du calendrier de refinancement
- Développement du rating des prêts (système interne de rating)
- Des données du marché des crédits à long terme et des finances, ainsi que les rapports annuels d'un choix d'entreprises cotées (cf annexe 1)

## Aperçu de la Banque cantonale de Glaris

La GLKB offre des prestations bancaires généralistes dans le canton de Glaris et dans la région limitrophe. Le marché est couvert par le siège principal à Glaris et par huit agences régionales. Son activité principale sont les opérations de crédit. Fin 2005, la GLKB faisait état d'un bilan de CHF 3 milliards tout justes, dont CHF 2.3 milliards provenant des opérations hypothécaires. L'exercice 2005 a enregistré un bénéfice brut de CHF 26.6 millions. Le bénéfice de l'exercice s'est monté à CHF 16.1 millions.

Le bénéfice brut a augmenté de 22% en 2005. Cette augmentation est essentiellement due à une augmentation des revenus et à une diminution des charges du personnel et des autres charges.

La part des opérations d'intérêts au chiffre d'affaires global est de 77% en 2005, respectivement 79% en 2004. Le produit des opérations de commissions et des prestations de services est passé de CHF 9.8 millions en 2004 à CHF 10.8 millions.

Les tableaux ci-dessous résument le bilan, le compte de résultats et les ratios les plus importants de la GLKB.

### Bilan

TCHF

	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	30.09.2006 <sup>(1)</sup>
<b>Actifs</b>					
Liquidités	26'880	38'186	31'290	56'620	18'056
Créances résultant de papiers monétaires	101	4'185	3'384	4'829	6'056
Créances sur les banques	41'904	158'031	41'662	86'906	101'865
Créances sur la clientèle	238'840	225'774	217'997	314'406	446'226
Créances hypothécaires	2'177'333	2'255'825	2'338'026	2'319'361	2'337'917
Portefeuille de titres et de métaux précieux destinés au négoce	44	35	47	116	330
Immobilisations financières	129'083	136'785	139'591	150'622	155'821
Participations	3'715	3'595	1'955	1'856	5'823
Immobilisations corporelles	25'578	24'060	22'821	21'557	18'348
Comptes de régularisation	11'117	9'263	9'402	9'344	6'723
Autres actifs	38'380	25'500	5'122	7'285	18'725
<b>Total des actifs</b>	<b>2'692'975</b>	<b>2'881'239</b>	<b>2'811'297</b>	<b>2'972'902</b>	<b>3'115'890</b>

### Passifs

Engagements résultant de papiers monétaires	-	-	-	-	-
Engagements envers les banques	123'343	86'255	150'804	180'275	252'687
Engagements envers la clientèle sous forme d'épargne et de placements	1'220'819	1'422'149	1'321'517	1'333'781	1'260'793
Autres engagements envers la clientèle	497'965	624'401	653'530	734'135	800'695
Obligations de caisse	383'961	305'817	249'300	258'581	292'354
Prêts des centrales d'émission de lettres de gage et emprunts	154'000	144'000	145'000	158'000	188'000
Comptes de régularisation	21'517	19'800	19'410	22'192	24'685
Autres passifs	43'413	29'625	11'176	10'062	15'222
Correctifs de valeurs et provisions	76'490	73'350	76'092	80'787	77'339
Réserves pour risques bancaires généraux	75'500	75'500	75'500	75'500	75'500
Capital de la société	55'000	55'000	55'000	55'000	55'000
Réserve légale générale	33'270	34'770	35'830	37'143	38'753
Autres réserves	-	-	5'010	11'323	19'333
Bénéfice reporté	686	506	2	2	3
Bénéfice de l'exercice	7'011	10'066	13'126	16'121	15'526
<b>Total des passifs</b>	<b>2'692'975</b>	<b>2'881'239</b>	<b>2'811'297</b>	<b>2'972'902</b>	<b>3'115'890</b>

(1) Non révisé

Total des engagements de rang subordonné	-	-	-	-	-
Total des engagements envers le canton de Glaris	25'107	31'760	40'226	44'391	29'778

### Opérations hors bilan

Engagements conditionnels	15'594	12'773	12'975	25'874	79'849
Engagements irrévocables	10'012	10'406	33'526	20'710	32'938
Engagements de libérer et d'effectuer des versements	6'088	6'088	6'000	6'000	6'000
Instruments financiers dérivés	166'429	344'530	329'923	369'510	430'985
Valeurs de remplacement positives	32'385	21'885	2'233	368	1'557
Valeurs de remplacement négatives	33'374	22'349	17'386	9'920	11'122
Opérations fiduciaires	14'062	11'694	16'130	11'202	10'905

**Compte des résultats**

TCHF

	9 mois, jusqu'au				
	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	30.09.2006 <sup>(1)</sup>
<b>Résultats des opérations d'intérêts</b>					
Produit des intérêts et des escomptes	95'825	85'426	83'221	83'090	67'039
Produit des intérêts et des dividendes des portefeuilles destinés au négoce	119	-	-	-	0
Produits des intérêts et des dividendes des immobilisations	5'178	4'823	4'598	4'013	2'935
Charge d'intérêts	-57'609	-47'267	-43'973	-43'223	-34'673
<b>Sous-total résultat des opérations d'intérêts</b>	<b>43'513</b>	<b>42'982</b>	<b>43'846</b>	<b>43'880</b>	<b>35'301</b>
<b>Résultat des opérations de commissions et des prestations de</b>					
Produit des commissions sur les opérations de crédit	242	394	396	517	299
Produit des commissions sur les opérations de négoce de titres et les placements	5'897	7'750	8'629	9'712	7'946
Produit des commissions sur les autres prestations de service	728	2'315	2'237	2'387	1'764
Charges de commissions	-1'418	-1'429	-1'474	-1'800	-1'492
<b>Sous-total résultat des opérations de commissions et des prestations de service</b>	<b>5'449</b>	<b>9'030</b>	<b>9'788</b>	<b>10'816</b>	<b>8'517</b>
<b>Résultat des opérations de négoce</b>	<b>354</b>	<b>1'615</b>	<b>1'725</b>	<b>2'059</b>	<b>1'348</b>
<b>Autres résultats ordinaires</b>					
Résultat des aliénations d'immobilisations financières	1'522	24	1'522	1'651	144
Produit des participations	261	322	212	221	182
Résultat des immeubles	-50	391	-58	318	226
Autres produits ordinaires	2'734	867	130	168	20
Autres charges ordinaires	-908	-950	-225	-100	0
<b>Sous-total autres résultats ordinaires</b>	<b>3'559</b>	<b>654</b>	<b>1'581</b>	<b>2'258</b>	<b>572</b>
<b>Total des produits</b>	<b>52'875</b>	<b>54'281</b>	<b>56'940</b>	<b>59'013</b>	<b>45'738</b>
<b>Charges d'exploitation</b>					
Charges de personnel	17'509	18'552	18'614	18'417	14'282
Autres charges d'exploitation	16'854	17'170	16'242	14'046	9'965
<b>Sous-total charges d'exploitation</b>	<b>34'363</b>	<b>35'722</b>	<b>34'856</b>	<b>32'463</b>	<b>24'247</b>
<b>Bénéfice brut</b>	<b>18'512</b>	<b>18'559</b>	<b>22'084</b>	<b>26'550</b>	<b>21'491</b>
Amortissement sur l'actif immobilisé	-2'565	-1'759	-2'424	-2'061	-1'364
Correctifs de valeurs, provisions et pertes	-6'039	-17'605	-6'220	-7'473	-4'708
<b>Total intermédiaire</b>	<b>9'908</b>	<b>-805</b>	<b>13'440</b>	<b>17'016</b>	<b>15'419</b>
Produits extraordinaires	112	11'338	3'157	108	216
Charges extraordinaires	-3'009	-462	-3'465	-1'003	-109
Impôts	0	-5	-6	0	0
<b>Bénéfice de l'exercice</b>	<b>7'011</b>	<b>10'066</b>	<b>13'126</b>	<b>16'121</b>	<b>15'526</b>

(1) Non révisé

**Ratios clés**

TCHF

	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	9 mois, jusqu'au 30.09.2006 <sup>(1)</sup>
Sous-total produits des opérations d'intérêts	43'513	42'982	43'846	43'880	35'301
Produits des opérations de commissions et des prestations de service	5'449	9'030	9'788	10'816	8'517
produit des opérations de négoce	354	1'615	1'725	2'059	1'348
Sous-total autres produits ordinaires	3'559	654	1'581	2'258	572
Total chiffre d'affaires net	52'875	54'281	56'940	59'013	45'738
<b>Charges d'exploitation</b>	<b>-34'363</b>	<b>-35'722</b>	<b>-34'856</b>	<b>-32'463</b>	<b>-24'247</b>
Bénéfice brut	18'512	18'559	22'084	26'550	21'491
Croissance du bénéfice net		43.6%	30.4%	22.8%	
Croissance bilan (%)		7.0%	-2.4%	5.7%	
Croissance bilan (TCHF)		188'264	-69'942	161'605	
Argent de la clientèle/ crédits	87.0%	94.8%	87.0%	88.3%	84.5%
Correctifs de valeur en % des crédits	-0.25%	-0.71%	-0.24%	-0.28%	
Marge d'intérêts		158	157	154	157
ratio coûts/bénéfice	62.0%	65.8%	61.2%	55.0%	53.0%
ratio coûts/bénéfice y.c. amortissements	69.8%	69.0%	65.5%	58.5%	56.0%

(1) Non révisé

## Analyse et évaluation

### Procédure suivie

Pour calculer la valeur du BP, nous avons procédé à une évaluation de la GLKB dans son ensemble. Pour ce faire, nous avons effectué des analyses personnelles approfondies et exécuté, entre autres, les démarches suivantes :

- Examen et analyse d'informations financières internes sur le développement passé, présent et surtout futur, ainsi qu'entretiens approfondis avec le management de la GLKB sur ces documents et sur les estimations faites. Il faut tenir compte, à ce sujet, du fait que le développement futur de la GLKB recèle encore du potentiel, mais comprend aussi des risques (p.e. évolution globale de l'économie, développement économique local, risques inhérents au marché, risques opérationnels, risques juridiques et risques pour son renom).
- Appréciation et évaluation du Cash Flow disponible escompté par l'entreprise, en se basant sur la méthode du Discounted Cash Flow.
- Test de plausibilité de la marge de fluctuation des valeurs pour la GLKB en imaginant des scénarios introduits dans l'évaluation.
- Calcul de la fourchette des valeurs pour la GLKB en tenant compte de la valeur selon les multiples de marché et selon la méthode DCF.
- Examen et analyse d'informations officielles commerciales et financières d'entreprises cotées en bourse, comparables à la GLKB, ainsi que de leurs marchés. Comparaison de la GLKB avec des données financières et les ratios d'entreprises comparables à elle et cotées en

bourse. Evaluation de la GLKB sur la base de multiples d'entreprises comparables.

### Méthodes d'évaluation

Pour calculer la valeur de la GLKB, nous avons appliqué les méthodes suivantes :

- Discounted Cash Flow
- Evaluation selon les multiples de marché

### Discounted Cash Flow

La valeur de l'entreprise est calculée en actualisant les flux monétaires futurs disponibles. Ce calcul tient compte du coût du capital et du risque spécifique lié à l'entreprise. Nous avons utilisé pour l'évaluation de la GLKB l'Equity-Approach. Ainsi, la base de la méthode du Discounted Cash Flow (méthode DCF) est le calcul des Free Cash Flows afférents, après déduction des paiements aux investisseurs tiers.

Pour réaliser le planning envisagé de la GLKB, il n'y a pas besoin d'investissements d'extension dans le capital immobilisé. Nous partons du principe que le besoin moyen en investissement de renouvellement sera de l'ordre des amortissements annuels sur les immobilisations corporelles. Nous avons tenu pour acquis que la croissance de l'entreprise augmentera le besoin en fonds propres. L'augmentation des fonds propres a été fixée de telle manière que le rapport du capital propre (fonds propres/ résultat du bilan) reste stable.

Et, ainsi, les bénéfices de l'entreprise, diminués de l'augmentation des fonds propres requis, correspondent aux Free Cash Flows :

Free Cash Flows =  
Bénéfice net  
+ amortissements  
- investissements en immobilisations  
- augmentation des fonds propres

Les futurs flux monétaires disponibles sur lesquels s'appuie l'évaluation se basent sur la planification financière établie par le management de la GLKB. Cette planification prévoit trois scénarii différents qui chiffrent les conséquences d'une évolution différente des affaires. Ces scénarii adaptent tous les facteurs importants de bénéfice de la banque à trois hypothèses différentes du cours des affaires. Le bénéfice de la GLKB est particulièrement dépendant du résultat des opérations d'intérêts et des charges opérationnelles.

Le facteur d'actualisation et le taux de croissance pour le calcul de la valeur résiduelle sont les mêmes dans tous les scénarii.

Les paragraphes suivants décrivent les hypothèses des trois calculs de planification.

### ***Planification financière de base***

La planification financière pour la période 2007 à 2009 a été établie par le management de la GLKB. En se basant sur la croissance des dernières années et de l'année en cours, la planification prévoit une croissance des opérations durant les trois prochaines années et, partant, du Free Cash Flow. Cette croissance repose sur les hypothèses suivantes :

1. Croissance des opérations d'intérêts : augmentation des prêts d'env. 2-3% par an. Il est prévu que le nouveau volume de crédits soit généré essentiellement par la clientèle d'entreprise à l'extérieur du canton.
2. Commissions et prestations de services : en optimisant la gestion des portefeuilles de la clientèle, on doit arriver à augmenter les gains moyens sur les commissions.
3. L'introduction d'une nouvelle plate-forme IT laisse attendre une réduction substantielle des coûts dans ce domaine.
4. Une réduction supplémentaire des coûts administratifs et de production est attendue par un accroissement de la rentabilité dans des secteurs déjà identifiés.
5. L'introduction d'un nouveau système de rating dans le secteur des crédits permet de mieux surveiller les risques y liés. On a ainsi planifié que les charges liées au correctif de valeur diminueront légèrement.

### ***Alternative 1 de planification financière (croissance plus basse)***

Cette alternative envisage une croissance modérée. Il en résulte les modifications suivantes pour les facteurs de croissance mentionnés ci-dessus :

1. Croissance des opérations d'intérêts : dans ce scénario, les taux de croissance des nouveaux prêts sont diminués. La marge d'intérêts pour les prêts existants diminue aussi légèrement.
2. Croissance des opérations de commissions et prestations de services : ce scénario pose le principe d'une croissance zéro à partir de 2007.

3. Charges d'exploitation : le scénario part du principe que les réductions de coûts prévues ne pourront pas entièrement être réalisées. Malgré une croissance plus faible, les dépenses restent au niveau de celles de la planification financière de base.

4. Evolution du correctif de valeur : le ralentissement supposé de la conjoncture entraîne des correctifs de valeur plus importants.

#### **Alternative 2 de planification financière (croissance plus forte)**

Selon l'évolution de la conjoncture et le succès obtenu dans l'application des stratégies de croissance, une croissance plus forte que celle prévue dans la planification financière de base est possible. Pour ce deuxième scénario alternatif, on a présupposé une augmentation des résultats des opérations d'intérêts, tandis que tous les autres chiffres restent identiques à ceux du scénario de base (ce qui implique une augmentation de la rentabilité et une amélioration de la qualité de crédit).

#### **Coût du capital**

Comme nous avons évalué la GLKB selon la méthode de l'Equity-Approach, le coût du capital correspond au coût des fonds propres. Le coût des fonds propres proportionnel au risque se détermine au moyen du Capital Asset Pricing Model (« CAPM »). D'après ce modèle, le coût des fonds propres se compose de la somme du taux d'intérêt sans risque et de la prime de risque inhérent au marché de la GLKB.

$$K_{GLKB} = r_f + \beta_{GLKB} * P_M$$

Dans le cas de la GLKB, le coût des fonds propres a été estimé à 7.5%.

Les différents paramètres ayant servi à dériver le coût du capital propre sont brièvement résumés ci-dessous.

Taux d'intérêt sans risque : 2.5%

*Le taux d'intérêt sans risque correspond aux rendements actuels des obligations à 10 ans de la Confédération.*

Bêta: 1

*Les bêtas des entreprises comparables que nous avons utilisées se situent tous sous le bêta de 1 de l'ensemble du marché suisse. Il faut cependant tenir compte du fait que ces bêtas ne peuvent être appliqués que de manière limitée, car la plupart des actions des institutions comparables sont très illiquides.*

*Etant la signification des bêtas des entreprises comparables limitée, nous avons utilisé le bêta 1 pour la GLKB. Nous présumons donc que le risque de la GLKB correspond au risque de l'ensemble du marché suisse.*

Prime de risque inhérent au marché : 5%

*L'estimation de la prime de risque inhérent au marché correspond à la différence entre le rendement à long terme moyen du marché suisse des actions et le rendement sans risque des obligations de la Confédération<sup>1</sup>.*

<sup>1</sup> The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (2006), Pictet, Jan 2006

### ***Valeur résiduelle***

La valeur résiduelle a été calculée d'après le concept d'une annuité perpétuelle sur la base du flux monétaire prévu pour 2009 et en considérant une croissance perpétuelle de 2%. On a tenu compte pour cela du même facteur d'actualisation que pour la période explicite de planification 2007-2008. La valeur résiduelle fait 87% de la valeur de l'entreprise.

### ***Résultats de l'évaluation***

L'évaluation DCF se basant sur les scénarios de planification financière élaborés par le management a donné une fourchette des valeurs pour la GLKB de CHF 318 (scénario d'une croissance plus basse) à 366 millions (scénario d'une croissance plus forte). Le scénario de base a donné une valeur de CHF 351 millions.

### ***Valeur du BP selon la méthode DCF***

Les détenteurs des coupons de participation n'auront pas le droit de vote à l'assemblée générale de la GLKB. Ils participent donc au résultat de la GLKB sans pouvoir exercer d'influence. Ils ne peuvent notamment pas se prononcer sur les décisions stratégiques ni sur la politique de répartition. Le capital de participation aura donc les propriétés des participations minoritaires dans les sociétés anonymes.

La théorie et la pratique de l'évaluation d'entreprise tiennent compte de telles situations en procédant à des décotes pour participation minoritaire. Différentes études empiriques ont tenté de quantifier ces décotes<sup>2</sup>, standardisées entre 20 et 30%.

<sup>2</sup> Cfr. 1999 Mergerstat Review - Houlihan, Lockey, Howard & Zukin, Los Angeles und 2001, Business Valuation – Discounts and Premiums, Shannon P. Pratt

Pour fixer la valeur d'un BP, nous avons donc tenu compte d'une décote de 25% de la valeur DCF.

Pour l'évaluation du BP, nous avons réparti la valeur totale de la banque après émission des bons de participation en proportion des valeurs nominales du capital de dotation et du capital des bons de participation. La recette de CHF 105 millions provenant de l'émission des BP entrera en partie en liquide et en partie sous forme d'actions boursières de la banque Linth. Dans l'optique d'évaluer le BP de la GLKB avant le rachat visé de la Banque Linth, la recette provenant de son émission est considérée comme une valeur durable.

On a pris en compte, pour l'évaluation du bon de participation, que tous les bons de participation avaient été souscrits/convertis.

	Croissance plus basse	Planification financière de base	Croissance plus forte
<b>CHF Mio.</b>			
<b>Résultats de l'évaluation</b>			
Valeur DCF de la GLKB	318	351	366
Valeur de l'émission	105	105	105
<b>Valeur totale (Post-money)</b>	<b>424</b>	<b>456</b>	<b>471</b>
Capital nominal de dotation	55	55	55
Emission de coupons de participation nominale	28	28	28
<b>Total du capital nominal</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>83</b>
Valeur nominale du BP (CHF)	34	34	34
Décote pour participation minoritaire	25%	25%	25%
<b>Valeur du BP (CHF)</b>	<b>131</b>	<b>141</b>	<b>146</b>

### ***Sensibilité de l'évaluation***

Dans le cadre de nos réflexions, nous avons mesuré la sensibilité de la valeur du BP par rapport au total des produits et aux charges

d'exploitation de la banque qui constituent les facteurs de valeurs principales. Le tableau ci-dessous montre les variations de la valeur du BP par rapport au scénario de base.

		Total des produits				
		-4%	-2%	0%	2%	4%
Charges d'exploitation	-4%	140	144	148	151	155
	-2%	137	141	144	148	152
	0%	134	137	<b>141</b>	145	148
	2%	131	134	138	141	145
	4%	127	131	134	138	141

### Evaluation selon les multiples de marché

Deux méthodes principales permettent d'évaluer une compagnie selon les multiples de marché : l'évaluation selon les multiples des sociétés cotées comparables (« Trading Multiples ») et l'évaluation selon les multiples des transactions comparables (« Transaction Multiples »). La première se focalise sur les entreprises comparables cotées dont on compare les multiples avec ceux de l'entreprise-cible. La sélection des entreprises appropriées se fait selon divers critères, comme la branche, le marché, la grandeur, la structure du capital, la forme de propriété, etc. Les données obtenues sont corrigées pour tenir compte des exceptions et des anomalies statistiques évidentes. Des multiples souvent employés sont les ratios axés sur le chiffre d'affaires (rapport valeur de l'entreprise/ chiffre d'affaires) ou axés sur le rendement (rapport valeur de l'entreprise / bénéfice ou Cash Flow) ; pour l'évaluation de banques, nous estimons que le rapport prix/bénéfice (« P/B ») est le plus approprié.

Pour les chiffres ci-dessous, nous avons utilisé l'évaluation Trading Multiples. L'annexe 1 indique les sociétés cotées que nous avons choisies

pour la comparaison. Pour déterminer les multiples, la capitalisation boursière actuelle a été divisée par les bénéfices historiques. La moyenne de chaque multiplicateur obtenu ainsi a été déterminée, puis multipliée par les bénéfices historiques ou attendus de la GLKB.

	2006	2005
Rapport P/B (moyenne)	14.7x <sup>1</sup>	16.5x
Bénéfice net de la GLKB (TCHF)	21 <sup>2</sup>	17
<b>Valeur de la GLKB</b>	<b>306</b>	<b>281</b>

<sup>1</sup> Chiffres semestriels annualisés

<sup>2</sup> Prévision basée sur les 6 premiers mois.  
Bénéfice nets sans les postes extraordinaires

Pour fixer la valeur, nous nous sommes appuyés sur le résultat du P/B 2006, car celui-ci se base sur des valeurs et observations plus récentes.

L'évaluation du marché pour la GLKB se monte à une valeur de CHF 306 millions.

### Valeur du BP d'après la méthode des multiples de marché

L'évaluation d'après la méthode des multiples est calculée sur la base de transactions avec des minorités. C'est pourquoi, elle ne nécessite pas, contrairement à l'évaluation DCF, d'une décote pour participation minoritaire.

Pour évaluer des titres de participation non cotés en bourse, on tient compte normalement d'une décote due à un manque de liquidités. Etant donné que la GLKB va garantir un commerce des BP hors bourse par téléphone et en tenant compte des liquidités limitées des titres de plu-

sieurs entreprises comparables, nous n'estimons pas une telle décote nécessaire pour l'évaluation du BP.

L'évaluation du BP a été effectuée comme pour l'évaluation selon la méthode DCF et se présente de la manière suivante :

	CHF Mio.
<b>Résultats de l'évaluation</b>	
Valeur de la GLKB sur la base des multiplicateurs de n	306
Valeur de l'émission	105
<b>Valeur totale (Post-money)</b>	<b>412</b>
Capital nominal de dotation	55
Emission de coupons de participation nominale	28
<b>Total du capital nominal</b>	<b>83</b>
Valeur nominale du BP (CHF)	34
<b>Valeur du BP (CHF)</b>	<b>170</b>

## Evaluation générale du BP

En tenant compte de toutes les analyses et réflexions faites, ainsi que des hypothèses de travail émises, nous estimons la valeur du bon de participation de la GLKB d'une valeur nominale de CHF 34 à une fourchette allant de CHF 131 à CHF 170.

Avec nos salutations les meilleures

Ernst & Young AG



Cataldo Castagna

Partner



Flavio Kurzo

Senior Manager

## Annex 1 – Multiples des sociétés comparables

	Valeur de marché 14.12.2006 MCHF	Bénéfice première semestre 2006 * MCHF	P/B 06 annualisés	Bénéfice de l'exercice 2005 * MCHF	P/B 05	Fonds propres 30.06.06 ** MCHF	P/FP 30.06.06	Fonds propres 31.12.05 ** MCHF	P/FP 31.12.05
Bank Coop AG	1'369	37	18.5x	57	23.9x	760	1.8x	760	1.8x
Banque Cantonale de Genève	882	35	12.6x	55	16.0x	727	1.2x	705	1.3x
Banque Cantonale du Jura	128	6	10.6x	8	16.3x	144	0.9x	144	0.9x
Basellandschaftliche Kantonalbank	2'405	84	14.3x	165	14.6x	1'324	1.8x	1'219	2.0x
Basler Kantonalbank	3'250	135	12.0x	231	14.1x	2'359	1.4x	2'256	1.4x
Graubündner Kantonalbank	2'765	99	13.9x	177	15.7x	1'450	1.9x	1'536	1.8x
Luzerner Kantonalbank	2'197	82	13.4x	159	13.8x	1'603	1.4x	1'534	1.4x
Neue Aargauer Bank	2'190	79	13.9x	135	16.2x	726	n.m	725	n.m
St. Galler Kantonalbank	2'770	110	12.6x	189	14.7x	1'594	1.7x	1'562	1.8x
Walliser Kantonalbank	723	34	10.5x	60	12.0x	529	1.4x	514	1.4x
Zuger Kantonalbank AG	1'067	31	17.0x	57	18.7x	885	1.2x	873	1.2x
Bank CA St. Gallen	297	7	21.5x	12	24.4x	149	2.0x	143	2.1x
Bank Linth *	354	11	16.0x	22	16.0x	292	1.2x	282	1.3x
Berner Kantonalbank	1'900	52	18.3x	120	15.8x	1'594	1.2x	1'511	1.3x
Hypothekarbank Lenzburg	310	12	12.8x	24	13.1x	262	1.2x	256	1.2x
Valiant Holding	2'275	64	17.8x	118	19.3x	1'577	1.4x	1'534	1.5x
<b>Valeur moyenne</b>			<b>14.7x</b>		<b>16.5x</b>		<b>1.4x</b>		<b>1.5x</b>
<b>Médiane</b>			<b>13.9x</b>		<b>15.9x</b>		<b>1.4x</b>		<b>1.4x</b>

\*: ajusté avec les postes extraordinaires

\*\*: y.c. réserves pour risques bancaires généraux

\*\*\*: pour la Banque Linth le dernière prix avant l'annonce de l'offre d'achat a été considéré

P/B= Prix / bénéfice

P/FP= Prix / fonds propres

n.m = non significatif