

FAIRNESS OPINION À L'ATTENTION DU CONSEIL  
D'ADMINISTRATION DE LA BANQUE SARASIN & CIE SA

---

# Table des matières

|           |  |           |
|-----------|--|-----------|
| <b>1.</b> | <b>INTRODUCTION</b>                              | <b>1</b>  |
| 1.1.      | Situation initiale                               | 1         |
| 1.2.      | Nomination de Lazard                             | 1         |
| 1.3.      | Bases d'évaluation                               | 2         |
| <b>2.</b> | <b>BRÈVE PRÉSENTATION DE BANQUE SARASIN</b>      | <b>4</b>  |
| 2.1.      | Aperçu   | 4         |
| 2.2.      | Segments d'affaires                              | 5         |
| 2.2.1.    | Organisation                                     | 5         |
| 2.2.2.    | Private Banking                                  | 6         |
| 2.2.3.    | Trading & Family Offices                         | 7         |
| 2.2.4.    | Asset Management, Products & Sales               | 7         |
| 2.2.5.    | bank zweiplus                                    | 8         |
| 2.2.6.    | Corporate Center                                 | 8         |
| 2.3.      | Stratégie opérationnelle                         | 9         |
| <b>3.</b> | <b>ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ ACTUEL</b>            | <b>10</b> |
| 3.1.      | Tendances dans la gestion de fortune mondiale    | 10        |
| 3.2.      | Défis du marché suisse du Private Banking        | 12        |
| <b>4.</b> | <b>ÉVALUATION ET AUTRES ANALYSES FINANCIÈRES</b> | <b>14</b> |
| 4.1.      | Vue d'ensemble                                   | 14        |
| 4.2.      | Hypothèses pour le plan prévisionnel             | 16        |
| 4.2.1.    | Résumé des principales hypothèses                | 16        |
| 4.2.2.    | Principaux leviers de valeur                     | 18        |
| 4.3.      | Méthode de l'actualisation du dividende          | 19        |
| 4.3.1.    | Explications à propos de la méthodologie         | 19        |
| 4.3.2.    | Coût des fonds propres                           | 19        |
| 4.3.3.    | Résultats et analyses choisies des sensibilités  | 21        |

|           |   |           |
|-----------|---|-----------|
| 4.4.      | Analyse des entreprises cotées comparables  | 23        |
| 4.5.      | Analyse des transactions antérieures comparables  | 25        |
| <b>5.</b> | <b>RECAPITULATIF DE L'ÉVALUATION ET CONCLUSION</b>  | <b>27</b> |
|           | <b>ANNEXE I – TABLEAU DES ABRÉVIATIONS</b>  | <b>29</b> |
|           | <b>ANNEXE II – CALCUL DU COÛT DES FONDS PROPRES</b>   | <b>30</b> |
|           | <b>ANNEXE III –ENTREPRISES COTÉES COMPARABLES ET<br/>TRANSACTIONS ANTÉRIEURES COMPARABLES</b> | <b>31</b> |

## 1. INTRODUCTION

### 1.1. SITUATION INITIALE

Banque Sarasin & Cie SA (la "Société" ou "Banque Sarasin") est une société anonyme de droit suisse ayant son siège à Bâle en Suisse. Au 30 juin 2012, le capital-actions de la Banque Sarasin s'élevait à CHF 22'014'783,91, divisé en 56'571'428 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0,07 chacune, (les "Actions Nominatives A") et en 51'585'097 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0,35 chacune, (les "Actions Nominatives B"). Les Actions Nominatives B sont cotées à la SIX Swiss Exchange.

Le 25 novembre 2011, Comtel Holding Limited, Nassau, Bahamas ("Comtel") et B. Safra Luxembourg S.A., Luxembourg ("Safra"), deux sociétés détenues par M. Joseph Y. Safra ont conclu un contrat avec IPB Holding B.V., Utrecht, Pays-Bas ("IPB") et Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A., Utrecht, Pays-Bas ("Rabobank") en vertu duquel Safra a acquis de IPB (i) toutes les actions d'Eichbaum Holding AG, Bâle ("Eichbaum") et (ii) 17'645'554 Actions Nominatives B représentant 28,05 % du capital-actions et 16,31 % des droits de vote de Banque Sarasin (le "Contrat d'achat d'actions"). A la date du Contrat d'achat d'actions, Eichbaum détenait 56'571'428 Actions Nominatives A et 15'429 Actions Nominatives B représentant au total 18,01 % du capital-actions et 52,32 % des droits de vote de Banque Sarasin, et IPB détenait en conséquence, directement et à travers Eichbaum, 56'571'428 Actions Nominatives A et 17'660'983 Actions Nominatives B représentant au total 46,07 % du capital-actions et 68,63 % des droits de vote de Banque Sarasin (la "Participation de Rabobank").

Dans son annonce préalable du 31 juillet 2012, JSH S.A., Luxembourg (l' "Offrant" ou "JSH") une filiale détenue entièrement et indirectement par Comtel, a déclaré (i) que le 31 juillet 2012 Safra avait cédé à Comtel tous les droits et obligations découlant du Contrat d'achat d'actions et que le Contrat d'achat d'actions avait été exécuté et (ii) qu'elle entendait présenter une offre publique d'achat obligatoire (l' "Offre") le 20 août 2012 pour toutes les Actions Nominatives B en mains du public à un prix de CHF 27,00 par Actions Nominatives B (le "Prix Offert").

Selon son communiqué de presse du 31 juillet 2012, Safra détient 50,15 % du capital-actions et 71,01 % des droits de vote de la Banque Sarasin.

### 1.2. NOMINATION DE LAZARD

Lazard GmbH, Zurich, Suisse ("Lazard") a été mandatée le 5 juillet 2012 par le Conseil d'administration de la Banque Sarasin (le "Conseil d'administration") afin d'évaluer, dans une fairness opinion et à la date de cette présente fairness opinion, l'équité financière du Prix Offert dans le cadre de l'Offre aux détenteurs d'Actions Nominatives B (à l'exclusion de JSH ou de toute société affiliée). Dans le cadre de son mandat, Lazard n'a pas été autorisé à solliciter – et confirme ne pas avoir sollicité – des manifestations d'intérêt de tierces personnes concernant une potentielle transaction avec la Société.

Lazard intervient auprès du Conseil d'administration en qualité de conseiller financier indépendant dans le cadre de l'Offre et percevra à ce titre une rémunération usuelle pour ses services qui ne dépend pas des résultats de l'évaluation ou du succès de l'offre publique d'acquisition.

La présente fairness opinion et les documents annexés ont été préparés par Lazard en toute indépendance de jugement. Ils sont exclusivement destinés au Conseil d'administration de la Société dans le cadre et pour les besoins de l'évaluation de l'Offre et ne peuvent être utilisés à d'autres fins. La présente fairness opinion n'est pas publiée pour le compte d'un actionnaire de la Société, de l'Offrant ou de toute autre personne, et ne saurait conférer un quelconque droit ou moyen de droit à ces derniers.

**La fairness opinion de Lazard ne constitue pas une recommandation à une personne quelle qu'elle soit quant à l'opportunité pour cette personne de remettre des actions de la Société à l'Offrant dans le cadre de l'Offre.**

### 1.3. BASES D'EVALUATION

Dans le cadre de l'élaboration de la présente fairness opinion ainsi que des documents annexés, Lazard a :

- (i) examiné les conditions financières de l'Offre telles qu'exposées dans l'annonce préalable de l'Offrant du 31 juillet 2012 ;
- (ii) analysé des informations commerciales et financières historiques librement accessibles, notamment les rapports d'analystes et les rapports annuels audités de la Société pour les exercices 2009, 2010 et 2011, ainsi que les rapports semestriels non-certifiés pour les semestres terminés aux 30 juin 2010, 2011 et 2012 ;
- (iii) examiné diverses informations financières et autres données qui ont été communiquées à Lazard par la Société sur son activité et qui sont considérées comme pertinentes, telles que le budget et les prévisions pour l'année 2012, le plan top-down et bottom-up à moyen terme ("MTP") 2013-2015, ainsi que les documents additionnels du MTP qui servaient de support pour les besoins de financement et pour la planification du bilan à juin 2012 et à juillet 2012 (approuvé le 31 juillet 2012 par le Conseil d'administration). Certains éléments prévisionnels ont été adoptés conformément aux hypothèses de la direction opérationnelle de la Banque Sarasin, dans la mesure où cela est apparu nécessaire et adéquat pour la détermination de la valeur des fonds propres de la Société ;
- (iv) eu des entretiens avec d'anciens et actuels membres du Conseil d'administration, y compris avec l'ancien président du Conseil d'administration, le directeur financier et d'autres membres de la direction opérationnelle de la Société. Ces discussions ont concerné la situation financière actuelle de la Société, ses projections financières, son environnement de marché, les leviers de valeur ainsi que les hypothèses et ajustements du MTP ;
- (v) tenu compte d'informations librement accessibles concernant une sélection de sociétés comparables, selon Lazard, à la banque Sarasin ;
- (vi) pris en considération les informations relatives à des transactions comparables, selon Lazard, à l'Offre ;

- (vii) tenu compte de l'historique des cours et des volumes de transactions des actions de la Société; et
- (viii) conduit toutes les études, analyses et enquêtes financières jugées opportunes par Lazard.

En élaborant la présente fairness opinion, Lazard est partie du principe, sans procéder à une vérification indépendante, que les informations résumées ci-dessus, incluant mais non limitées aux informations financières et autres informations ainsi qu'aux rapports fournis par la Société, et aux déclarations effectuées par la Société, étaient exactes et complètes. Lazard n'a pas effectué d'enquête ou d'évaluation indépendante de ces informations, rapports ou déclarations. Lazard n'a fourni, obtenu ou examiné pour le compte de la Banque Sarasin aucun conseil spécialisé, tel que conseil juridique, comptable, actuariel, environnemental, informatique ou fiscal ; par conséquent, la présente fairness opinion ne tient pas compte des éventuelles implications de tels conseils spécialisés.

Lazard est partie du principe que l'évaluation des actifs et des fonds étrangers ainsi que les prévisions de bénéfice et de flux de trésorerie effectuées par la direction de la Société sont correctes et raisonnables. Lazard n'a pas évalué de manière indépendante les actifs ou fonds étrangers de la Société. En ce qui concerne les prévisions et projections financières qui lui ont été communiquées, Lazard a supposé, en accord avec la Société, que ces dernières ont été raisonnablement établies sur la base d'hypothèses reflétant les meilleures estimations et opinions de la direction de la Société actuellement disponibles ayant trait aux résultats prévisionnels des opérations et à la situation financière de la Société.

Lazard n'exprime aucun avis concernant les conséquences fiscales ou d'une quelconque autre nature qui pourraient résulter de l'Offre ou d'une transaction correspondante. De même, la présente fairness opinion ainsi que les documents qui lui sont annexés n'abordent pas non plus les aspects juridiques, fiscaux, réglementaires ou comptables pour lesquels Lazard part du principe que la Société s'est procurée les avis qu'elle a jugés opportuns auprès de professionnels qualifiés.

De plus, la présente fairness opinion et les documents qui lui sont annexés se fondent nécessairement sur les conditions économiques, monétaires, de marché et d'autre nature, ainsi que sur les informations mises à la disposition de Lazard à la date de cette fairness opinion. Les événements survenus postérieurement à ladite date sont susceptibles d'affecter la présente fairness opinion ainsi que les hypothèses ayant servi à son élaboration et à celles des documents annexés. Lazard décline toute obligation visant à l'actualisation, à la révision ou à la confirmation de la présente fairness opinion ou des documents annexés. Lazard relève de plus que la volatilité et l'incertitude actuelles des marchés du crédit et de la finance, notamment en ce qui concerne le secteur des services financiers et la zone Euro, sont susceptibles d'avoir ou non un impact sur la Société ; Lazard n'exprime pas un avis sur les éventuels effets de cette volatilité ou de cette incertitude sur la Société. En outre, les évolutions du secteur des services financiers ainsi que des lois et des réglementations applicables à ce secteur pourraient affecter les prévisions et projections financières de la Société. Lazard est également partie du principe que toute autorisation ou tout accord pertinent, gouvernemental, réglementaire ou d'une quelconque autre nature, nécessaire à la réalisation de l'Offre sera obtenu sans affecter les éléments financiers de l'Offre.

## 2. BRÈVE PRÉSENTATION DE BANQUE SARASIN

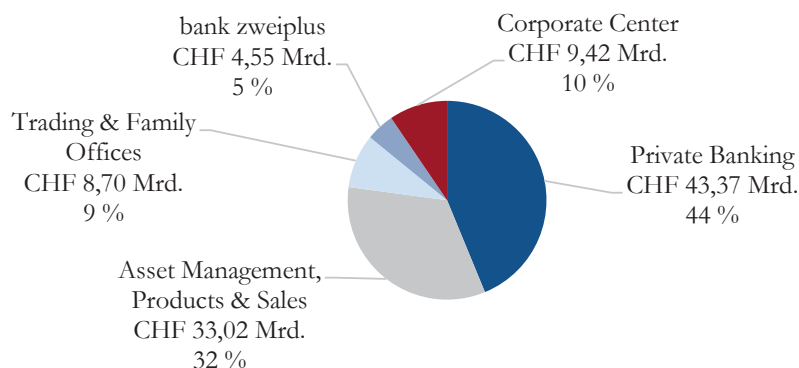
### 2.1. APERÇU

La Banque Sarasin se concentre sur le Private Banking et le conseil en investissement pour une clientèle privée et institutionnelle. La banque est présente en Europe, en Asie et au Moyen-Orient. La filiale bank zweiplus, dans laquelle la Banque Sarasin détient une participation majoritaire, propose des services ainsi qu'une plateforme de traitement des transactions pour des clients institutionnels et des gérants indépendants.

La Banque Sarasin a réalisé un résultat d'exploitation net de CHF 330,3 Mio. au premier semestre 2012 (CHF 364,5 Mio. au premier semestre 2011) et un bénéfice brut de CHF 71,2 Mio. (CHF 102,7 Mio. au premier semestre 2011). Le résultat du groupe hors participations minoritaires s'est élevé à CHF 44,5 Mio. (CHF 61,3 Mio. au premier semestre 2011). La Banque Sarasin employait 1'731 équivalents en poste à plein temps ("FTE") au premier semestre 2012 (1'683 FTE au premier semestre 2011).

Les actifs sous gestion ("Assets under Management" ou "AuM") de la Banque Sarasin ont baissé de 2,5 % à CHF 99,1 Mrd. entre le premier semestre 2011 et le premier semestre 2012.

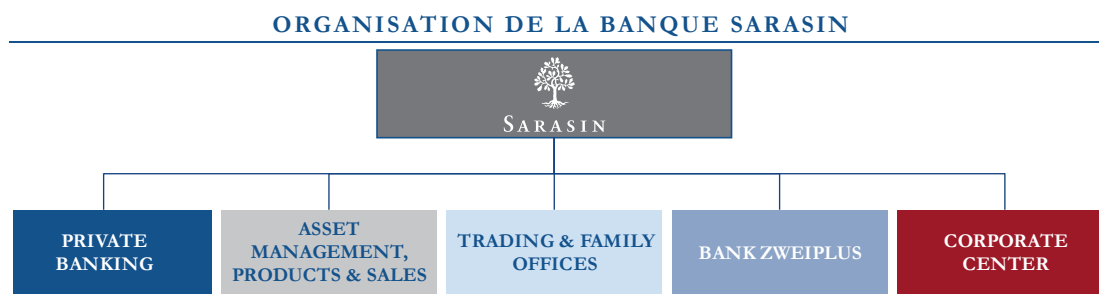
#### ACTIFS SOUS GESTION PAR SEGMENTS D'AFFAIRES A LA FIN DU PREMIER SEMESTRE 2012



Source : rapport premier semestre 2012, Banque Sarasin

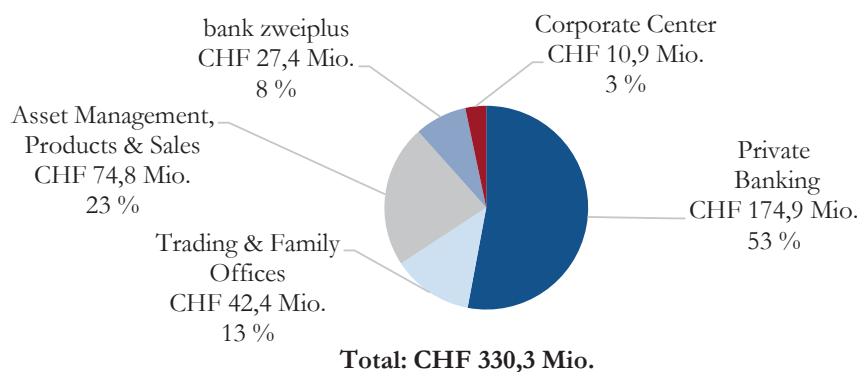
## 2.2. SEGMENTS D'AFFAIRES

### 2.2.1. Organisation



Sarasin opère dans quatre segments d'affaires distincts en plus du Corporate Center : Private Banking ; Asset Management, Products & Sales ; Trading & Family Offices ; bank zweiplus. Un bref aperçu de leurs activités et performances respectives est fourni aux chapitres 2.2.2 à 2.2.6.

### RESULTAT D'EXPLOITATION NET PAR SEGMENTS D'AFFAIRES DE LA BANQUE SARASIN AU PREMIER SEMESTRE 2012

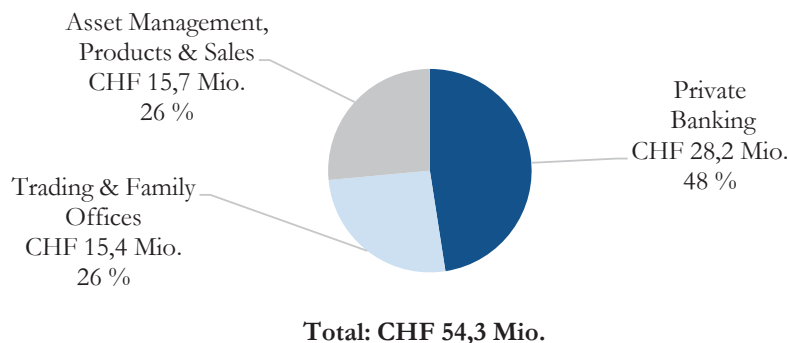


*Source : rapport premier semestre 2012, Banque Sarasin*

Le segment d'affaires Private Banking a représenté 53 % du résultat d'exploitation net du groupe au premier semestre 2012. L'Asset Management, Products & Sales, le Trading & Family Offices et bank zweiplus ont quant à eux représenté 23 %, 13 % et 8 % du résultat d'exploitation net du groupe. La contribution du Corporate Center s'est élevée à 3 % pendant cette période.



**RÉSULTAT DU GROUPE AVANT IMPÔTS  
PAR SEGMENTS D'AFFAIRES AU PREMIER SEMESTRE 2012**



*SOURCE : rapport premier semestre 2012, Banque Sarasin*

*Remarque : les segments d'affaires de banque zveiplus (résultat avant impôts CHF -1,8 Mio.) et de Corporate Center (résultat avant impôts CHF -3,1 Mio. au premier semestre 2012) sont exclus de la ventilation du résultat avant impôts en raison de leur contribution négative*

Au premier semestre 2012, le Private Banking est le segment qui a le plus contribué au résultat du groupe avant impôts, avec 48 %, suivi par le Trading & Family Offices avec 26 % et l'Asset Management, Products & Sales avec 26%.

### 2.2.2. Private Banking

Le segment d'affaires Private Banking est l'activité principale de la Banque Sarasin. Il a représenté 53 % du résultat d'exploitation net du groupe au premier semestre 2012. Les activités de Private Banking sont axées sur la clientèle provenant de Suisse, d'Allemagne et d'autres pays européens, du Moyen-Orient et d'Asie. À la fin du premier semestre 2012, ce segment occupait 677 FTE, dont 311 chargés de clientèle (y compris les assistants).

Le résultat d'exploitation net du segment d'affaires Private Banking au premier semestre 2012 a diminué de 10,4 % à CHF 174,9 Mio. (CHF 195,1 Mio. au premier semestre 2011). Les charges d'exploitation ont progressé légèrement de 0,7 % à CHF 143,6 Mio. (CHF 142,6 Mio. au premier semestre 2011), du fait notamment de l'augmentation de 13,3 % des frais administratifs généraux à CHF 19,9 Mio. (CHF 17,6 Mio. au premier semestre 2011). Le résultat avant impôts du segment a chuté de 41,7 % à CHF 28,2 Mio. au premier semestre 2012 (CHF 48,3 Mio. au premier semestre 2011), du fait essentiellement de la baisse du résultat d'exploitation net. L'unité opérationnelle Switzerland & Europe du segment Private Banking a contribué pour CHF 31,9 Mio., soit 58,7 %, au résultat du groupe avant impôts de la Banque Sarasin au premier semestre 2012 (CHF 38,9 Mio., soit 47,3 % du résultat du groupe avant impôts de la Banque Sarasin au premier semestre 2011), tandis que l'unité opérationnelle Middle East & Asia a souffert une perte de CHF -3,7 Mio. au premier semestre 2012 (CHF 9,5 Mio. au premier semestre 2011). Globalement, le Private Banking est resté le segment le plus rentable avec une marge brute de 80 points de base et un Cost Income Ratio (coefficient d'exploitation) de 83,7 % au premier semestre 2012 (respectivement 82 points de base et 74,3 % au premier semestre 2011).

### 2.2.3. Trading & Family Offices

Le segment d'affaires Trading & Family Offices offre des services de Family Offices et des conseils aux gestionnaires externes pour la réalisation de stratégies de gestion de patrimoine, d' "Asset Allocation" et de services à l'attention des banques dépositaires dans tous les bureaux de la Banque Sarasin. Ce segment d'activité intègre la gestion des liquidités quotidiennes, l'ensemble des transactions en valeurs mobilières conclues pour le compte des clients et opérations pour compte propre de la Banque Sarasin. À la clôture du premier semestre 2012, le segment Trading & Family Offices employait 92 FTE, dont 49 chargés de clientèle.

Au premier semestre 2012, le résultat d'exploitation net a diminué de 1,2 % à CHF 42,4 Mio. (CHF 42,9 Mio. au premier semestre 2011) tandis que les charges d'exploitation ont progressé de 1,6 % à CHF 26,9 Mio. (CHF 26,4 Mio. au premier semestre 2011) entraînant une baisse de 6,3 % du résultat avant impôts du segment à CHF 15,4 Mio. (CHF 16,4 Mio. au premier semestre 2011). La baisse du résultat est essentiellement imputable à la diminution de 11,1 % du résultat avant impôts de l'unité opérationnelle Trading à CHF 10,0 Mio. (CHF 11,3 Mio. au premier semestre 2011). Le résultat avant impôts de l'unité opérationnelle Advisory & Sales a augmenté de 4,3 % à CHF 5,4 Mio. au premier semestre 2012 (CHF 5,2 Mio. au premier semestre 2011). Le Cost Income Ratio du segment est passé de 61,6 % au premier semestre 2011 à 63,6 % au premier semestre 2012. Les actifs sous gestion du segment d'affaires ont reculé de 1,9 % à CHF 8,70 Mrd. au premier semestre 2012 (CHF 8,86 Mrd. au premier semestre 2011), en raison, entre autres facteurs, d'une réduction nette de fonds d'un montant de CHF 550 Mio.

### 2.2.4. Asset Management, Products & Sales

Le segment d'affaires Asset Management, Products & Sales comprend les unités opérationnelles Products et Institutional Clients. Ce segment offre de l'analyse financière, de l'asset management et des Fund Services à une clientèle institutionnelle et privée, ainsi qu'à des partenaires de distribution dans le domaine de la vente en gros dans tous les bureaux de la Banque Sarasin. Les effectifs du segment ont augmenté de 334 FTE au premier semestre 2011 à 355 FTE au premier semestre 2012, soit une hausse de 4,9 %. Au premier semestre 2012, ce segment employait 64 chargés de clientèle.

Le résultat d'exploitation net du segment Asset Management, Products & Sales a baissé de 7,5 % à CHF 74,8 Mio. au premier semestre 2012 (CHF 80,9 Mio. au premier semestre 2011). Les charges d'exploitation ont parallèlement augmenté de 2,4 % à CHF 58,2 Mio. au premier semestre 2012 (CHF 56,9 Mio. au premier semestre 2011), entraînant une baisse du résultat avant impôts de 29,0 % à CHF 15,7 Mio. au premier semestre 2012 (CHF 22,1 Mio. au premier semestre 2011). Au cours de cette période, le résultat avant impôts de l'unité opérationnelle Institutional Clients, qui s'est élevé à CHF 18,5 Mio. (CHF 19,1 Mio. au premier semestre 2011) a baissé de 3,2 %, tandis que le résultat avant impôts de l'unité opérationnelle Products a chuté de 193,5 % pour atteindre une perte de CHF -2,8 Mio. (CHF 3,0 Mio. au premier semestre 2011). Le Cost Income Ratio du segment d'affaires s'est élevé à 79,0 % (71,1 % au premier semestre 2011), la marge brute sur les actifs sous gestion a diminué de 3 points de base à 46 points de base

(49 points de base au premier semestre 2011). D'importantes entrées nettes de fonds provenant d'investisseurs institutionnels et de clients professionnels ont entraîné une progression de 5,6 % des actifs sous gestion à CHF 33,02 Mrd. au premier semestre 2012 (CHF 32,70 Mrd. au premier semestre 2011).

#### 2.2.5. bank zweiplus

Bank zweiplus offre une plateforme de produits et de traitement des transactions destinées à une clientèle directe fortunée, à des conseillers financiers et à des compagnies d'assurances. La Banque Sarasin détient 57,5 % des actions de bank zweiplus. Ce segment employait 159 FTE à la clôture du premier semestre 2012.

Compte tenu de l'incertitude de la conjoncture et du lancement de la joint-venture "cash zweiplus ltd", le résultat d'exploitation net a baissé de 10,3 % à 27,4 Mio. au premier semestre 2012 (CHF 30,5 Mio. au premier semestre 2011), tandis que les charges d'exploitation du segment ont progressé de 4,4 % à CHF 27,7 Mio. (CHF 26,5 Mio. au premier semestre 2011). De ce fait, le résultat avant impôts a reculé de 181,1 %, entraînant une perte de CHF -1,8 Mio. (bénéfice de CHF 2,2 Mio. au premier semestre 2011).

#### 2.2.6. Corporate Center

Le segment d'affaires Corporate Center regroupe les fonctions de soutien interne de la Banque Sarasin comme la logistique, l'"internal audit" et le comité exécutif (Corporate Communication, Corporate Marketing, Legal & Compliance, Human Resources, Accounting and Tax, Controlling, Risk Office, Credit, Corporate Finance). À la clôture du premier semestre 2012, ce segment employait 449 FTE.

Le résultat d'exploitation net<sup>1</sup> du segment Corporate Center a reculé de 27,4 % à CHF 10,9 Mio. au premier semestre 2012 (CHF 15,1 Mio. au premier semestre 2011). Étant donné la baisse de 71,4 % des charges d'exploitation à CHF 2,7 Mio. (CHF 9,4 Mio. au premier semestre 2011) et la diminution de 9,6 % des charges de dépréciation et d'amortissement à CHF 11,3 Mio. au premier semestre 2012, la perte avant impôts du segment Corporate Center s'est réduite à CHF -3,1 Mio. au premier semestre 2012 (CHF -6,8 Mio. au premier semestre 2011).

<sup>1</sup> Le résultat d'exploitation net du segment Corporate Center résulte d'un portefeuille d'investissements ainsi que de l'activité du segment Corporate Finance.

### 2.3. STRATEGIE OPÉRATIONNELLE

La Banque Sarasin a adapté sa stratégie opérationnelle pour faire face au nouvel environnement économique. Selon la compréhension de Lazard des informations provenant de sources publiquement accessibles ainsi que de ses discussions avec la direction de la Société et le Conseil d'administration, la Banque Sarasin a notamment identifié les mesures stratégiques suivantes pour augmenter sa performance opérationnelle et accroître sa clientèle :

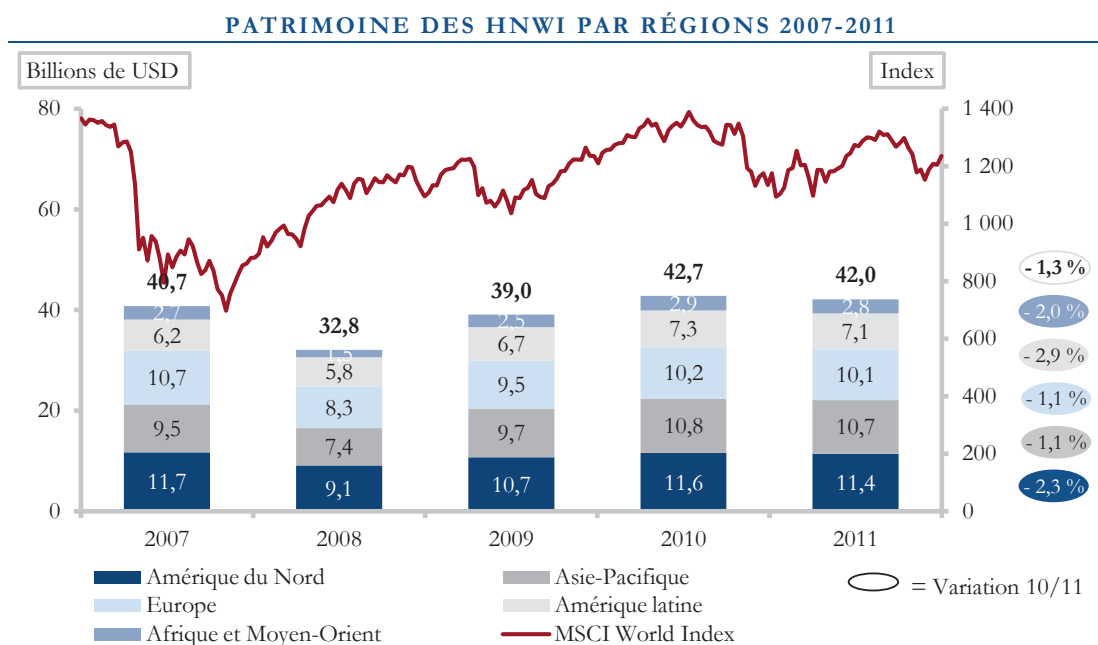
- (i) La Banque Sarasin a l'intention de se focaliser sur les besoins individuels de ses clients et est déterminée à être la référence en matière de solutions d'investissement sur mesure et de conseils en produits personnalisés. A cet effet, les chargés de clientèle seront formés de manière continue, afin d'assurer en permanence un conseil de haute qualité ;
- (ii) La Banque Sarasin entend également développer sa position sur le marché des solutions d'investissement durables dont elle est déjà, selon sa propre appréciation, le leader du marché en Suisse. La philosophie d'entreprise de la Banque Sarasin s'appuie sur la notion de pérennité et sur les solutions relatives aux produits ;
- (iii) En accord avec sa philosophie de gestion, Bank Sarasin a mis en place des mesures exceptionnelles pour gérer des actifs (compté en Suisse) en conformité avec la législation fiscale du pays du client concerné jusqu'à la fin de l'année 2012 ;
- (iv) La Banque Sarasin souhaite concentrer son activité sur certains marchés européens en particulier et sur les marchés en croissance du Moyen-Orient et d'Asie. Selon cette stratégie, la Banque Sarasin entend développer significativement son réseau de filiales. La Banque Sarasin a en conséquence ouvert de nouveaux bureaux, comme à Cologne et Lucerne en 2011 et à Hambourg et Hanovre en janvier 2012.

Les informations relatives à la Société et à l'environnement de marché actuel présentées dans ce chapitre et les suivants se fondent sur des données librement accessibles et / ou des données fournies par la Société et n'ont pas fait l'objet de vérifications autonomes par Lazard. Ni Lazard, ni aucun de ses employés, ni aucune de ses sociétés affiliées, ni aucun des membres des organes de Lazard ou de l'une de ses sociétés affiliées, de même qu'aucun des actionnaires directs ou indirects de Lazard ou de l'une de ses sociétés affiliées, ni aucun des employés ou agents respectifs de Lazard ou de l'une de ses sociétés affiliées n'offrent aucune garantie ou assurance (explicite ou implicite) et n'assument aucune responsabilité quant à l'authenticité, l'origine, la validité, l'exactitude ou l'exhaustivité de telles informations et données.

### 3. ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ ACTUEL

#### 3.1. TENDANCES DANS LA GESTION DE FORTUNE MONDIALE<sup>2</sup>

**Développement mondial :** L'illustration suivante montre la corrélation entre le développement du patrimoine des particuliers fortunés<sup>3</sup> (High Net Worth Individuals, "HNWI") et les tendances des cours des marchés boursiers. Cette corrélation est généralement plus significative dans le cas des HNWI que pour l'ensemble des particuliers étant donné que les HNWI tendent à investir une part plus importante de leurs liquidités dans des actifs plus volatils. Après un vif repli du patrimoine des HNWI en 2008 (- 19,4 %) imputable à la crise financière, les actifs des HNWI 2009 / 2010 ont augmenté grâce à la reprise économique momentanée et aux mouvements positifs des cours des marchés boursiers. Cette tendance positive ne s'est toutefois pas poursuivie en 2011, en raison de l'impact négatif sur le marché des capitaux des insécurités croissantes liées à la dette souveraine et à la baisse des prévisions de croissance.



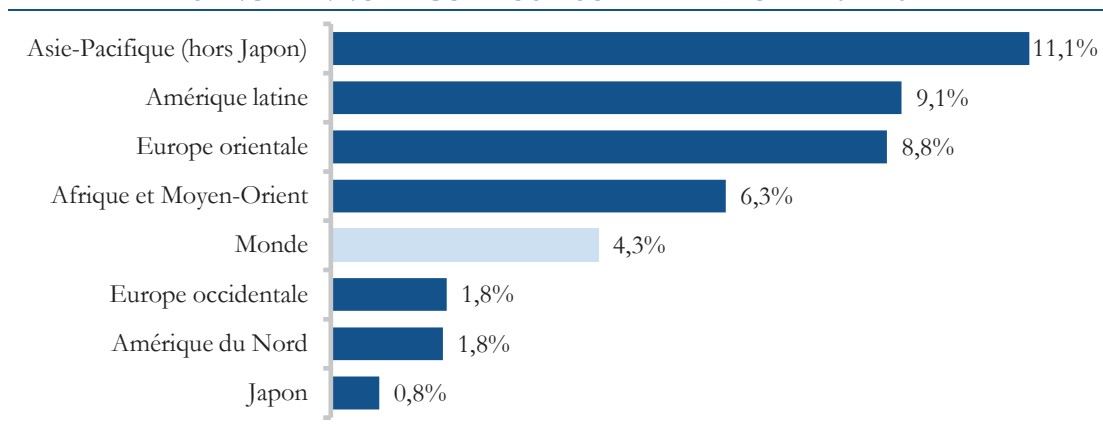
<sup>2</sup> Sauf indication contraire, les chapitres 3.1 et 3.2 suivants se fondent sur des informations provenant du Boston Consulting Group Global Wealth Report 2012 et du World Wealth Report 2012 de Capgemini et RBC Wealth Management.

<sup>3</sup> Particuliers avec des "investable Assets" supérieures à USD 1 Mio.

**Tendances du Private Wealth Management en Europe :** Le patrimoine des HNWI en Europe a baissé de 1,1 % en 2011, la crise de la dette souveraine ayant affecté la croissance économique et ainsi mis sous pression les marchés boursiers. Afin d'augmenter les recettes fiscales, différents gouvernements européens se sont focalisés sur l'amélioration de la transparence relative aux actifs patrimoniaux privés offshore. Selon le Boston Consulting Group ("BCG"), une partie importante de la croissance des patrimoines privés devrait provenir d'Europe orientale (taux de croissance annuel composé de 8,8 % sur la période 2011-16E) au cours des années à venir ; une croissance plus lente est attendue pour les patrimoines privés en Europe occidentale (taux de croissance annuel composé de 1,8 % sur la période 2011-16E).

**Croissance prévisionnelle des patrimoines privés (taux de croissance annuel composé sur la période 2011-16E):**

**PRÉVISIONS DE CROISSANCE DES PATRIMOINES PRIVÉS – TAUX DE CROISSANCE ANNUEL COMPOSÉ SUR LA PÉRIODE 2011-16E**



**Tendances du Private Wealth Management en Asie-Pacifique :** Le patrimoine des HNWI en Asie-Pacifique a baissé de 1,1 % en 2011. Cela est notamment imputable à la catastrophe nucléaire au Japon et à l'importante baisse des marchés boursiers indiens (-24,6 %<sup>4</sup>) et de Hong Kong (-20,0 %<sup>5</sup>). L'Asie-Pacifique (hors Japon) devrait connaître, sur le plan global, la plus forte croissance des patrimoines privés (taux de croissance annuel composé de 11,1 % sur la période 2011-16E). Toutefois, les marges brutes des gérants de fortune en Asie-Pacifique (hors Japon) sont nettement inférieures à celles des gérants de fortune offshore européens (65 points de base contre 94 points de base). Les augmentations attendues des patrimoines privés au Japon diffèrent clairement de celles de ses Etats voisins asiatiques, de sorte que le Japon connaîtra probablement, de manière globale, les augmentations les plus basses des patrimoines privés dans les prochaines années (taux de croissance annuel composé de 0,8 % sur la période 2011-16E).

<sup>4</sup> Indice BSE SENSEX en 2011.

<sup>5</sup> Indice HSI (Hang Seng Index) en 2011.

**Tendances du Private Wealth Management au Moyen-Orient / en Afrique :** Bien que les pays riches en pétrole de la région (comme l'Arabie saoudite ou le Koweït) ont démontré une forte croissance en 2011, les troubles politiques ainsi que les appréhensions d'une croissance ralentie suite à la chute du prix des matières premières ont entraîné une baisse de 2 % du patrimoine des HNWI en 2011. Il est dès lors attendu que les patrimoines privés de la région connaîtront une progression plus importante que la moyenne mondiale au cours des prochaines années (taux de croissance annuel composé de 6,3 % sur la période 2011-16E) ; le patrimoine privé global des HNWI reste réduit en comparaison d'autres régions en forte croissance comme l'Asie-Pacifique ou l'Amérique latine.

### 3.2. DÉFIS DU MARCHÉ SUISSE DU PRIVATE BANKING

Les banques privées suisses ont un long historique en matière de gestion de fortune de clientèle domestique et étrangère. Leur tradition et la confiance de leurs clients leur a permis d'attirer des patrimoines offshore provenant essentiellement d'Europe occidentale (USD 0,9 bn. - 2011) et du Moyen-Orient (USD 0,6 bn. - 2011). En outre, les banques privées suisses ont étendu leur présence dans les marchés en croissance d'Asie et du Moyen-Orient.

Le segment a cependant connu globalement des changements importants. Ceux-ci font suite aux nouvelles réglementations, à la pression croissante exercée par les gouvernements occidentaux pour rapatrier des actifs et à la réduction des marges (la marge brute moyenne est passée de 79 points de base en 2004 à 67 points de base en 2010<sup>6</sup>) qui ont obligé les banques privées à adapter leur modèle stratégique.

Poussés par leur volonté d'accroître leurs recettes fiscales, certains pays occidentaux ont d'ores et déjà conclu avec le gouvernement suisse des accords relatifs à l'imposition des actifs offshore de leurs citoyens. D'autres devraient suivre leur exemple. Ceci a déjà conduit au rapatriement d'actifs ; les analystes du marché estiment que cette tendance devrait se poursuivre au cours des années à venir.

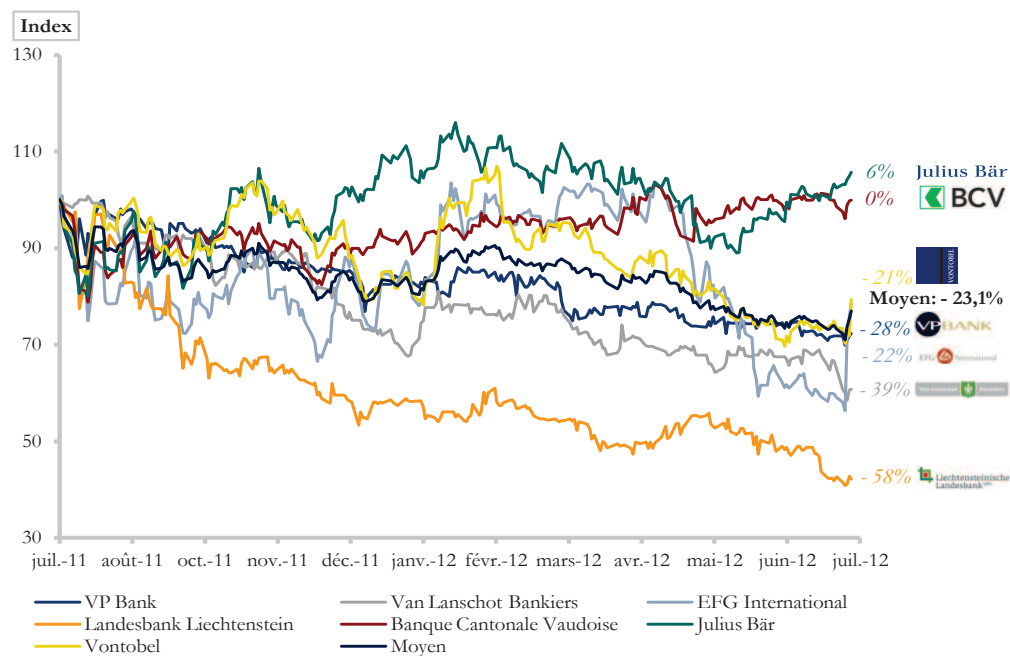
En raison du changement de la structure de la clientèle et du nombre plus important de clients dans les marchés émergents, les banques privées suisses sont en outre exposées à un repli des marges ainsi qu'à une hausse des coûts résultant à la fois des exigences de régulation et des structures salariales plus élevées. Pour éviter une baisse de rentabilité, il est vraisemblable que les banques se concentreront davantage sur la maîtrise des coûts.

Du fait de ces conditions de marché généralement plutôt négatives, le cours de l'action des entreprises cotées comparables du Private Banking de la Banque Sarasin accuse un repli moyen de 23,1 % sur les douze derniers mois. Au sein de la sélection des comparables boursiers, Julius Bär et BCV ont réalisé la meilleure performance relative en termes d'évolution du cours de l'action, BCV perdant 0,1 % et Julius Bär gagnant 5,7 % sur les douze derniers mois. En revanche, les

<sup>6</sup> Université de Zurich - The International Private Banking Study 2011.

cours boursiers de la Liechtensteinische Landesbank et de Van Lanschot Bankiers ont marqué une baisse de 57,9 %, et 39,3 % respectivement, sur la même période.

### ÉVOLUTION DU COURS DE BOURSE D'UNE SÉLECTION DE BANQUES PRIVÉES



Remarque : Performance du cours de l'action des banques rebasée à 100 % au 27/07/2011



## 4. ÉVALUATION ET AUTRES ANALYSES FINANCIÈRES

### 4.1. VUE D'ENSEMBLE

Pour apprécier l'équité de l'Offre et évaluer la valeur des Actions Nominatives B de la Banque Sarasin, Lazard a procédé à des analyses tenant compte des valorisations boursières mais aussi des fondamentaux de la Société. Ces méthodes de valorisation incluent:

- (i) Valorisation par l'actualisation des dividendes (Dividend Discount Model): La méthode de valorisation par l'actualisation des dividendes détermine la valeur des fonds propres d'une entreprise en actualisant, à l'aide du taux d'actualisation, le montant théorique maximal des dividendes futurs d'une entreprise. Le montant maximal des dividendes futurs pour Bank Sarasin est défini par un taux de capitalisation réglementaire cible (par exemple Ratio Tier 1) et est calculé comme suit: bénéfice net de la période de projection du business plan de la direction, plus ou moins les effets des ajustements faits précédemment, moins le montant cible de capital requis et éventuellement plus une distribution d'actifs en réserve. De ce fait, les dividendes ne sont pas limités au bénéfice net de la période, mais peuvent être plus élevés lorsque le capital au bilan est plus élevé que le capital cible établi. Il est égal, pour les besoins de la valorisation que les dividendes soient distribués ou accumulés au sein de l'entreprise. La valorisation par l'actualisation des dividendes est la méthode la plus appropriée pour valoriser une banque. Le montant théorique maximal des dividendes est généralement projeté sur le moyen terme. Après, une valeur terminale est déterminée en fonction d'hypothèses à plus long terme. Les hypothèses sous-jacentes sont définies dans les chapitres 4.2 et 4.3 ;
- (ii) Analyse des entreprises cotées comparables : par cette méthode d'évaluation, la valeur de chaque société cotée sélectionnée est mise en relation avec la position financière nette actuelle selon différents ratios financiers. Les multiples en résultant sont appliqués aux ratios financiers correspondant de la Société afin d'estimer sa valeur hypothétique. Les entreprises de référence choisies présentent un profil financier et opérationnel semblable à celui de la Société ;
- (iii) Analyse des transactions antérieures comparables : par cette méthode d'évaluation, la valeur d'une sélection de sociétés qui ont récemment été l'objet d'opérations de fusions et acquisitions est mise en relation avec la position financière nette à l'époque selon différents ratios financiers. Les multiples en résultant sont appliqués aux ratios financiers correspondant de la Société afin d'estimer sa valeur hypothétique. Les entreprises de référence choisies présentent un profil financier et opérationnel semblable à celui de la Société.

La méthode des flux financiers actualisée n'a été utilisée ni pour valoriser les actifs ni pour valoriser les fonds propres. La méthode d'actualisation des flux financiers pour valoriser les actifs détermine les flux financiers à destination des détenteurs des fonds propres et des détenteurs de la dette. Cependant la dette d'une banque n'est pas seulement un outil de financement mais fait partie intégrante des opérations courantes de la banque. De ce fait, les banques sont valorisées

sur la base de leurs fonds propres. La méthode de valorisation des flux financiers à destination des détenteurs des fonds propres n'a pas été utilisée dû au fait que ce type de méthode ne prend pas en compte les contraintes réglementaires en termes de capital auxquelles Bank Sarasin est soumise et qui influe sur le niveau théorique maximal des dividendes futurs et par conséquent sur les fonds propres de la banque. L'évolution historique du prix de l'action de la Banque Sarasin n'a pas été prise en considération en tant que méthode d'évaluation, car le prix minimum obligatoire de l'offre de CHF 27,00 est au-dessus du Prix moyen calculé en fonction de la pondération des volumes à 60 jours (Volume Weighted Average Price).

En élaborant sa fairness opinion, Lazard a tenu compte de tous les résultats des méthodes d'évaluation considérées ci-dessus et n'a attribué aucune importance particulière à certains facteurs, analyses ou vérifications. Lazard a au contraire établi son appréciation du caractère équitable de l'Offre sur la base de son expérience et de son jugement professionnels compte tenu des résultats de l'ensemble de ses évaluations et analyses financières. De plus, dans le cadre de la préparation de sa fairness opinion, Lazard n'a procédé à aucune analyse du caractère équitable du Prix Offert relative au prix payé par l'Offrant et / ou par une de ses sociétés affiliées pour la Participation de Rabobank ou une quelconque partie de ce dernière.

Pour les besoins de ses évaluations et analyses financières, Lazard a considéré l'évolution des cours et des valeurs du secteur, les conditions commerciales et économiques générales, ainsi que d'autres aspects dont la plupart échappent au contrôle de la Société. Aucune entreprise, activité ou transaction ayant servi aux évaluations et analyses financières de Lazard à titre de comparaison n'est complètement identique à la Société ou l'Offre; en outre l'appréciation des résultats de ces évaluations et analyses financières n'a pas seulement été effectuée selon des critères uniquement objectifs mais aussi sur les jugements plus subjectifs. Les évaluations et analyses financières font intervenir des considérations et des jugements complexes concernant des facteurs financiers et de gestion d'entreprise ainsi que d'autres facteurs de nature à affecter l'acquisition, le trading d'actions ou d'autres valeurs d'entreprises, activités ou transactions utilisées dans les évaluations et analyses financières de Lazard. Les estimations contenues dans les évaluations et analyses financières de Lazard et les fourchettes de valorisation résultant de toute méthode d'évaluation particulière, ne sont pas nécessairement indicatives de valeurs réelles ou encore prédictives de résultats ou de valeurs futurs. Ces estimations peuvent s'avérer être significativement différentes de celles utilisées dans les évaluations et analyses financières de Lazard. De plus, les évaluations et analyses financières relatives à la valeur d'entreprise, d'activités ou de titres ne reflètent pas le prix auquel ces entreprises, activités ou titres pourraient être effectivement vendus. Par conséquent, les estimations utilisées dans les évaluations et analyses financières de Lazard, ainsi que les résultats qui en ressortent, sont soumis à un important degré d'incertitude inhérent.

Le résumé des évaluations et analyses financières fournies ci-dessous ainsi que dans les documents annexés inclut des informations présentées sous forme de tableau. Pour bien comprendre les évaluations et analyses financières de Lazard, les tableaux doivent être lus en parallèle du texte complet du résumé correspondant. Les tableaux ne constituent pas à eux seuls une description complète des évaluations et analyses financières de Lazard. Le fait de ne considérer que les données figurant dans les tableaux ci-dessous et les documents annexés sans tenir compte de la des-

cription complète des évaluations et analyses financières, notamment des méthodologies et hypothèses qui sous-tendent les évaluations et analyses financières, est de nature à donner une image trompeuse ou incomplète des évaluations et analyses financières de Lazard.

Sauf indication contraire, les données quantitatives suivantes et les informations contenues dans les documents annexés, pour autant qu'elles concernent des données du marché, se fondent sur des données du marché existantes ou antérieures au 2 août 2012. La date du 2 août 2012 constitue ainsi la date d'évaluation.

## 4.2. HYPOTHÈSES POUR LE PLAN PRÉVISIONNEL

### 4.2.1. Résumé des principales hypothèses

L'analyse de Lazard se fonde sur l'actuel Top-down MTP de la Banque Sarasin (tel qu'approuvé par le Conseil d'administration le 31 juillet 2012). Celui-ci a d'abord été basé sur une approche préalable Bottom-up des divisions puis a été révisé par la direction opérationnelle de la Banque Sarasin. Le Top-down MTP se base sur le principe de continuité de l'exploitation ("going concern") et ne tient compte que de l'activité de la Banque Sarasin seule, excluant de potentielles synergies. Il contient cependant déjà les éventuelles conséquences financières liées au changement de propriétaire, y compris mais non exclusivement certaines mesures de renforcement des fonds propres de la Banque Sarasin.

Certains éléments déterminés du plan prévisionnel ont été adaptés en concertation avec la direction opérationnelle de la Banque Sarasin, dans la mesure où cela est apparu nécessaire et adéquat pour déterminer la valeur des fonds propres de la Société. Ci-après se trouve un aperçu des ajustements du plan prévisionnel.

| DESCRIPTION  | AJUSTEMENT ANNUEL (ARRONDI)   | ANNÉE(S)                             |
|--|---|--------------------------------------|
| <p><b>Prise en compte de la contribution au profit de la participation de 32,5 % dans Sarasin LFP (Asset Manager implanté en France) :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ La Banque Sarasin a une participation de 32,5 % dans Sarasin LFP (Paris)</li> <li>■ La Banque Sarasin ne prend pas en compte la contribution au profit de sociétés associées dans son plan prévisionnel. Le revenu de la participation minoritaire de la Banque Sarasin dans Sarasin LFP n'est donc pas reflété dans le plan prévisionnel actuel</li> <li>■ En conséquence, la contribution au profit de la participation dans Sarasin LFP au cours de la période de planification a été ajoutée au résultat du groupe</li> </ul>                | Hausse du résultat du groupe de CHF 1 Mio. / an   | Run Rate (2012 - 2018 <sup>+</sup> ) |
| <p><b>Diminution du résultat du groupe (après minoritaires) à cause de la présence d'actionnaires minoritaires :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Des actionnaires minoritaires ont une participation de 40 % dans Sarasin Alpen, 40 % dans Sarasin &amp; Partners et 32,5 % dans bank zweiplus</li> <li>■ La Banque Sarasin ne prend pas en considération dans le MTP les diminutions de participation au profit résultant des participations minoritaires</li> <li>■ Dès lors, la part dans le résultat du groupe des actionnaires minoritaires dans les filiales majoritairement détenues par la Banque Sarasin mentionnées ci-dessus a été déduite du résultat du groupe dans la période de planification</li> </ul> | Diminution du résultat du groupe de CHF 13-15 Mio. / an   | 2012 – 2018 <sup>+</sup>             |
| <p><b>Ajustement de la valeur des fonds propres aux réserves latentes relatives aux biens immobiliers :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ La Banque Sarasin détient des biens immobiliers qui sont comptabilisés à une valeur qui est inférieure à la valeur du marché selon évaluation indépendante</li> <li>■ La différence entre le prix du marché selon l'évaluation indépendante actuelle et la dernière valeur comptable après impôts a donc été ajoutée à la valeur calculée des fonds propres de la Banque Sarasin</li> </ul>   | Hausse du résultat d'évaluation de CHF 26 Mio.  | 2012                                 |
| <p><b>Réduction des investissements financiers :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Dans la planification du capital de la Banque Sarasin, l'actif dépasse légèrement le passif du bilan</li> <li>■ Les investissements financiers ont donc été réduits d'un montant équivalent à la somme de refinancement nécessaire durant la période de planification, résultant en une réduction minime du risque du marché</li> </ul>  | Réduction minimale du risque de marché (planification du capital); pas d'impact direct sur le compte de pertes et profits | 2012 – 2018 <sup>+</sup>             |
| <p><b>Autres ajustements liés aux charges de personnel :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Les ajustements mineurs relatifs aux charges supplémentaires de personnel ne sont pas reflétés dans le MTP</li> </ul>  | Diminution des revenus nets de CHF 1 Mio. / an  | Run Rate (2013 - 2018 <sup>+</sup> ) |

#### 4.2.2. Principaux leviers de valeur

Lazard a étudié et analysé les principaux leviers de valeur de la Banque Sarasin en les comparant aux analyses de benchmark historiques et prospectives. Le tableau ci-dessous récapitule les principaux leviers de valeur ainsi que les hypothèses sous-jacentes.

| DESCRIPTION  | 2011 - 2015                            | 2015 - 2018                            | VALEUR FINALE  |
|--|--|--|----------------|
| <b>Tier-1-Ratio :</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ En accord avec la recommandation de la direction, il a été présumé que le Tier-1-Ratio resterait constant à 16 % au cours de la période de planification</li> <li>■ Concernant les exercices 2013 et suivants, les effets de Bâle III ont été pris en considération dans la planification du capital</li> </ul>   | 16,0 %                                 | 16,0 %                                 | 16,0 %         |
| <b>Taux d'imposition :</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Sur la base de la recommandation de la direction, il a été présumé que le taux d'imposition resterait constant à 17,5 % au cours de la période de planification</li> </ul>   | 17,5 %                                 | 17,5 %                                 | 17,5 %         |
| <b>Croissance du produit d'exploitation :</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Il a été supposé que la croissance du produit d'exploitation provient essentiellement d'apports nets de fonds ("NNA") en Private Banking, dans les Régions 1 (Europe) et 2 (Asie et Moyen Orient), résultant en partie du fait de l'augmentation du nombre de chargés de clientèle</li> <li>■ Selon les projections de la direction, le marge brute des actifs sous gestion ("ROAMA") du Private Banking ne devrait augmenter que légèrement dans l'ensemble, avec une hausse un peu plus prononcée en Asie et au Moyen Orient. La baisse des AuM d'un montant correspondant aux fonds offshore non en règle fiscalement et la pression sur les honoraires de conseils relatifs aux mandats de clients, en raison en particulier de la conjoncture des faibles taux d'intérêts, auront vraisemblablement un impact négatif sur le ROAMA selon l'appréciation de la direction. Cette baisse devrait être simultanément contrebalancée par le taux attendu de pénétration plus élevé des produits propres d'investissement parmi les clients HNWI</li> <li>■ Les marges de la gestion d'actifs devraient, selon l'appréciation de la direction de la Banque Sarasin, continuer à être sous pression en raison de l'environnement hautement concurrentiel, ce qui entraîne une contribution relative réduite de ce segment dans le produit d'exploitation du groupe</li> </ul> | 2,0 % par an<br>(moyenne arithmétique) | 3,8 % par an<br>(moyenne arithmétique) | pas de données |
| <b>Croissance du bénéfice brut :</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ La progression disproportionnée du bénéfice brut par rapport au produit d'exploitation résulte d'un nombre de FTE stable dans le segment du mid / back-office au cours de la période de planification ainsi que d'une réduction générale des frais administratifs généraux planifiée par la direction</li> </ul>   | 4,3 % par an<br>(moyenne arithmétique) | 4,8 % par an<br>(moyenne arithmétique) | pas de données |

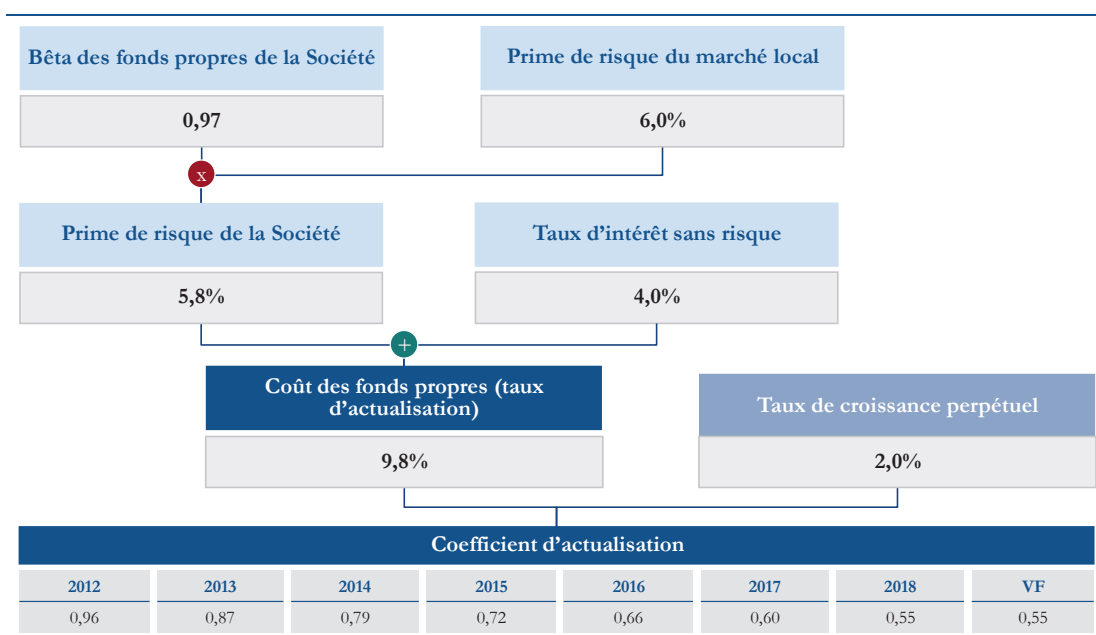
### 4.3. MÉTHODE DE L'ACTUALISATION DU DIVIDENDE

#### 4.3.1. Explications à propos de la méthodologie

À partir des projections fournies par la direction de la Société pour les exercices 2012 - 2015, des extrapolations pour les exercices 2016 - 2018 et des ajustements décrits au chapitre 4.2.1, Lazard a évalué la Banque Sarasin au moyen de la DDM. La méthode d'évaluation DDM détermine la valeur d'une société en actualisant l'estimation théorique future des distributions maximales de dividendes de la société (conformément à certaines normes réglementaires relatives notamment à sa capitalisation) au cours des exercices 2012 - 2018 avec le coût des fonds propres. Les distributions maximales de dividendes théoriques sont généralement projetées à moyen terme. Pour les périodes suivantes, une valeur finale est déterminée sur la base d'hypothèses à long terme.

#### 4.3.2. Coût des fonds propres

Les distributions de dividendes attendus ainsi que les valeurs finales ont été actualisées à l'aide de taux d'actualisation compris entre 9,3 % et 10,3 %, taux qui découlent des taux estimés de rendement requis des fonds propres d'entreprises comparables. Le taux de rendement requis est calculé tel qu'illustré ci-dessous.



### Taux d'intérêt sans risque

Le taux d'intérêt sans risque est le rendement implicite qu'un investisseur devrait obtenir d'un investissement sans risque. Le taux d'intérêt sans risque est une valeur nominale qui tient compte des taux d'intérêts réels et de l'inflation attendus.

Le 2 août 2012, le rendement d'une obligation étatique suisse avec une maturité de 20 ans s'élevait à 0,92 %<sup>7</sup>. Historiquement, les rendements des obligations étatiques suisses avec une maturité de 20 ans s'élevaient à 5,1 %<sup>8</sup> dans les années 1990 - 2000 (valeur médiane) et à 3,4 %<sup>9</sup> dans les années 2000 - 2010 (valeur médiane). En raison des faibles taux d'intérêt historiques, le taux d'intérêt sans risque a été normalisé afin de refléter un environnement avec un taux d'intérêt ordinaire au moment du réinvestissement.

Un taux d'intérêt sans risque de 4,0 % a été choisi, reflétant une pondération plus importante pour les périodes les plus récentes. Ce taux n'a pas été ajusté pour le résultat d'exploitation net en devises autres que le franc suisse, partant de l'hypothèse que le financement serait obtenu en Suisse.

### Bêta des fonds propres de la Société

Étant donné que la seule évaluation d'une action ne saurait reproduire le risque du marché, la prime de risque du marché est ajustée pour refléter la volatilité relative de la Banque Sarasin. En d'autres termes, le bêta représente le risque systématique d'une action calculé sur la base du Capital Asset Pricing Model. Afin de refléter les changements survenant au fil du temps dans la structure de risques sous-jacente de la Société et de se s'aligner avec le taux d'intérêt sans risque local, le bêta des fonds propres de la Banque Sarasin de 0,97 a été calculé sur la base de la valeur médiane des bêtas BARRA locales d'un groupe déterminé d'entreprises comparables conformément à l'Annexe II.

### Prime de risque du marché local

La prime de risque du marché correspond à la différence entre le rendement attendu du portefeuille et le taux d'intérêt sans risque, soit le rendement supplémentaire auquel les investisseurs s'attendent en raison de la détention d'actions. Lazard a utilisé une prime de risque historique moyenne à long terme pour les marchés "développés" de 6,0 %<sup>10</sup>.

<sup>7</sup> Source : FactSet.

<sup>8</sup> Source : FactSet.

<sup>9</sup> Source : FactSet.

<sup>10</sup> Source : Aswath Damodaran, Country Default Spreads and Risk Premiums (janvier 2012).

### 4.3.3. Résultats et analyses choisies des sensibilités

Le tableau ci-dessous montre que la DDM en application du scénario de base conduit à une valeur des fonds propres (avant ajustements) de CHF 1'663 Mio. Comme indiqué au chapitre 4.2.1, le plan prévisionnel a été ajusté de la contribution de Sarasin LFP (société associée) au résultat du groupe, de la part dans le résultat du groupe de sociétés avec une participation minoritaire, de la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des biens immobiliers (après impôts), de la réduction des investissements financiers et des charges de personnel supplémentaires, afin de déterminer la valeur des fonds propres de la Banque Sarasin. La valeur des fonds propres s'élève à CHF 1'484 Mio. après ajustements.

Le nombre d'actions en circulation retenu aux fins de l'évaluation prend en considération la future dilution attendue du fait de l'augmentation de capital envisagée pour un montant de CHF 250 Mio., telle qu'annoncée par Safra le 31 juillet 2012.<sup>11</sup> A supposer que le prix de souscription est de CHF 27,00 par Action Nominative B, prix qui correspond au prix de l'Offre et qui prend en considération les pratiques suisses du marché (augmentation de capital généralement au prix du marché), environ 9,2 Mio. d'actions supplémentaires seraient créées. Sur la base des actions en circulation au 30 juin 2012, la valeur par Action Nominative B de Banque Sarasin s'élève à CHF 20,56.

| APERÇU DE L'ÉVALUATION (SCENARIO DE BASE)  |            |                   |
|--|------------|-------------------|
| <b>Valeur des fonds propres avant ajustements</b>                                      | <b>CHF</b> | <b>1'663 Mio.</b> |
| – Ajustements selon chapitre 4.2.1   | CHF        | 179 Mio.          |
| <b>(1) Valeur des fonds propres après ajustements</b>                                  | <b>CHF</b> | <b>1'484 Mio.</b> |
| Actions Nominatives A (valeur nominale de CHF 0,07) au 30 juin 2012                    |            | 56'571'428        |
| – Actions propres A au 30 juin 2012  |            | 0                 |
| (A) Actions Nominatives A en circulation (valeur nominale de CHF 0,07) au 30 juin 2012 |            | 56'571'428        |
| Actions Nominatives B (valeur nominale de CHF 0,35) au 30 juin 2012                    |            | 51'585'097        |
| – Actions propres B au 30 juin 2012  |            | 0                 |
| (B) Actions Nominatives B en circulation (valeur nominale de CHF 0,35) au 30 juin 2012 |            | 51'585'097        |
| <b>Nombre d'actions en circulation (1/5*(A)+(B)) ; valeur nominale de CHF 0,35</b>     |            | <b>62'899'384</b> |
| + Actions supplémentaires de l'augmentation de capital en 2013                         |            | 9'259'259         |
| <b>(2) Nombre total d'actions en circulation ; valeur nominale de CHF 0,35</b>         |            | <b>72'158'642</b> |
| <b>Valeur par Action Nominative B ((1) / (2))</b>                                      | <b>CHF</b> | <b>20,56</b>      |

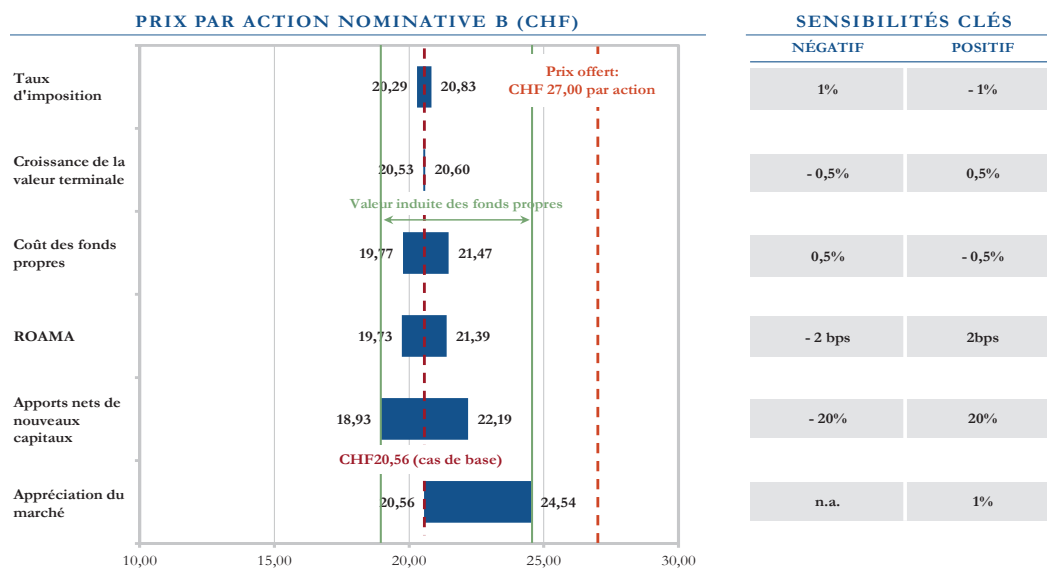
Lazard a calculé la fourchette de valorisation de la Banque Sarasin en tenant compte des analyses de sensibilité relatives aux taux d'imposition, aux taux de croissance perpétuel, aux coût des

<sup>11</sup> Source : communiqué de presse de Safra du 31 juillet 2012.



fonds propres, aux ROAMA, aux apports nets de fonds et aux appréciation du marché. Sur cette base, le prix par Action Nominative B se situe entre CHF 18,93 et CHF 24,54.

Les sensibilités négatives et positives ainsi que les impacts sur la valeur d'une Action Nominative B sont présentés ci-dessous.



#### 4.4. ANALYSE DES ENTREPRISES COTÉES COMPARABLES

Lazard a étudié et analysé certaines sociétés cotées actives dans le secteur des services financiers, qui sont, selon Lazard et selon les connaissances du secteur des services financiers de cette dernière, considérées comme raisonnablement comparables à la Société. Dans le cadre de ses analyses, Lazard a comparé les informations financières publiquement accessibles concernant ces entreprises sélectionnées à des fins de comparaison aux données correspondantes propres de la Société basées sur les prévisions de la direction de la Société.

Les sept entreprises suivantes actives dans le secteur des services financiers ont été considérées comme des entreprises comparables :

##### ENTREPRISES COMPARABLES À BANQUE SARASIN



Les entreprises mentionnées ont notamment été sélectionnées sur la base des critères suivants, sans pour autant qu'aucune d'entre elles ne soit directement et entièrement comparable à la Société et que les entreprises considérées ne remplissent tous les critères :

- Les activités de Private Banking représentent une partie importante des actifs sous gestion ainsi que du résultat d'exploitation ;
- Une part comparativement faible de mandats de gestion de fortune discrétionnaires ;
- Un modèle de gestion traditionnel de Private Banking ;
- Une grande part des fonds de clients sous gestion provenant d'Europe occidentale.

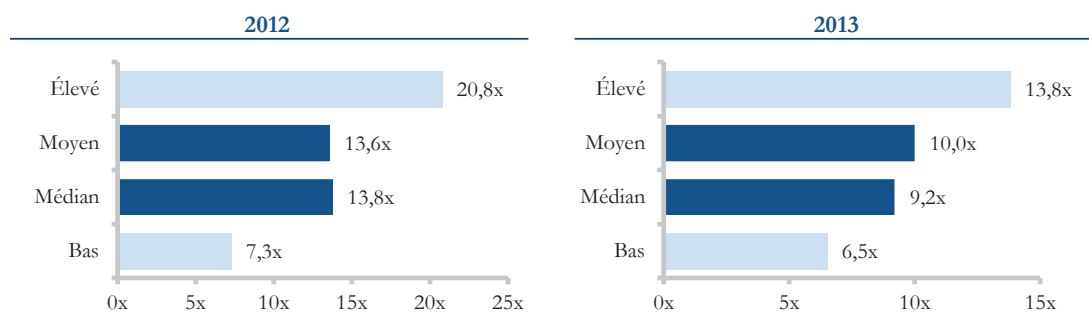
Sur la base des estimations d'analystes financiers ainsi que sur la base d'autres informations publiques, Lazard a analysé, entre autres facteurs, les relations existant entre certains indicateurs financiers et la valeur des fonds propres indiquées ci-dessous :

- **Price / Earnings** : valeur de marché des fonds propres de chaque entreprise comparable sélectionnée en relation avec leur bénéfice net projeté respectif pour chacun des exercices au 31 décembre 2012 et 31 décembre 2013 ;
- **Price / Tangible Book Value** : valeur de marché des fonds propres de chaque entreprise comparable sélectionnée en relation avec la valeur comptable des fonds propres, diminuée de la valeur comptable des actifs immatériels, calculée à partir des derniers rapports intermédiaires et prévisions des analystes publiquement disponibles pour l'exercice 2012.

Dans le cadre de la présente analyse, il n'a pas été tenu compte de la valeur de marché des fonds propres exprimée en pourcentage des actifs sous gestion étant donné qu'une partie significative des actifs sous gestion de la Banque Sarasin provient d'opérations ne relevant pas du Private Banking (cf. chapitre 2.1). Les segments d'affaires de la Banque Sarasin Asset Management, Product & Sales et Trading & Family Offices réalisent des marges sur les actifs sous gestion nettement inférieures à celles du Private Banking, ce qui résulte dans l'ensemble en une marge globalement plus faible sur les actifs sous gestion de la Banque Sarasin.

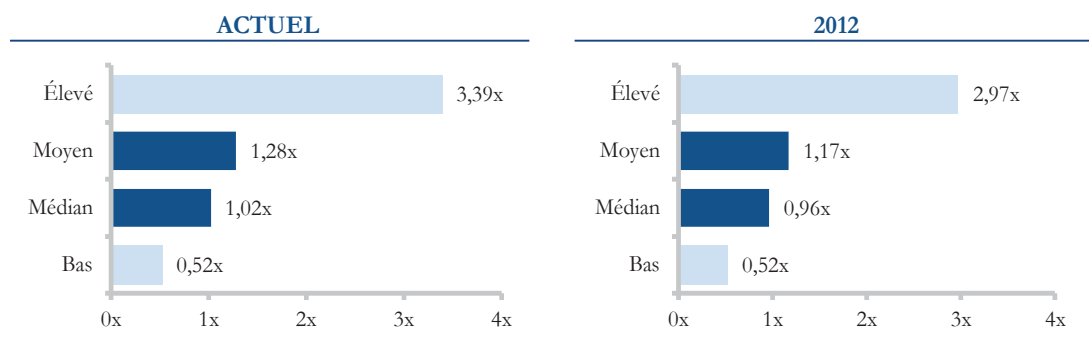
Les analyses décrites ont généré les multiples suivants :

#### MULTIPLES PRICE/EARNINGS



Sur la base de ce qui précède, Lazard a appliqué les multiples Price / Earnings dans une fourchette de 13,3x (0,5x sous la valeur médiane) à 14,3x (0,5x au-dessus de la valeur médiane) au bénéfice net estimé de la Société pour l'exercice 2012, et de 8,7x (0,5x sous la valeur médiane) à 9,7x (0,5x au-dessus de la valeur médiane) au bénéfice net estimé de la Société pour l'exercice 2013 afin de déterminer une fourchette de valeur induite des fonds propres par Action Nominative B, en utilisant dans chaque cas l'estimation des revenus de la Société issue des projections de la direction de la Société. Les résultats de ces analyses ont fait ressortir une fourchette de valeur induite des fonds propres par Action Nominative B de la Société de CHF 14,56 à CHF 19,69.

#### MULTIPLES PRICE/TANGIBLE BOOK VALUE



Sur la base de ce qui précède, Lazard a appliqué les multiples Price / Tangible Book Value dans une fourchette de 0,92x (0,1x sous la valeur médiane) à 1,12x (0,1x au-dessus de la valeur médiane) à la dernière valeur comptable publiée (déduction faite de la valeur des actifs immatériels) et de 0,86x (0,1x sous la valeur médiane) à 1,06x (0,1x au-dessus de la valeur médiane) à la valeur comptable estimée (déduction faite de la valeur des actifs immatériels) de la Société pour l'exercice 2012, en utilisant les projections de la direction de la Société, afin de déterminer une fourchette de valeur induite des fonds propres par Action Nominative B.

Les résultats de ces analyses ont fait ressortir une fourchette de valeur induite des fonds propres par Action Nominative B de la Société de CHF 18,84 à CHF 22,27.

En se fondant sur les limites supérieure et inférieure des fourchettes de valorisation déterminées par les analyses décrites ci-dessus, la fourchette de valorisation globale de la valeur induite des fonds propres par Action Nominative B de la Société résultant de l'analyse des entreprises cotées comparables est de CHF 14,56 à CHF 22,27.

#### 4.5. ANALYSE DES TRANSACTIONS ANTERIEURES COMPARABLES

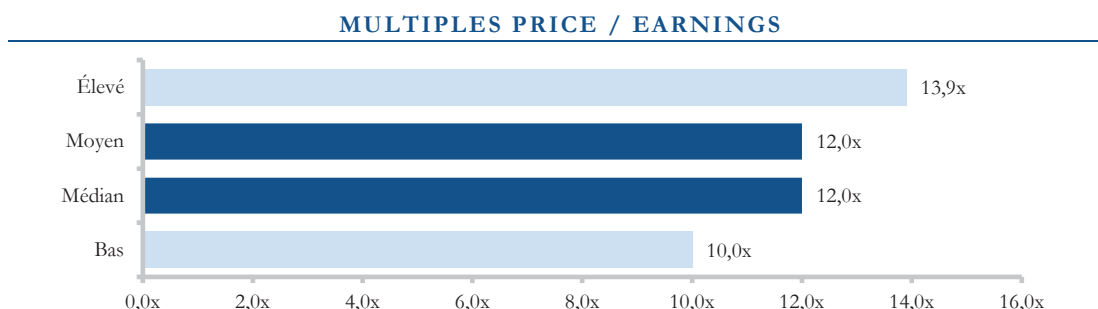
Lazard a pris en considération et analysé certaines informations financières accessibles au public de sociétés cibles, qui ont récemment été l'objet d'opérations de fusions et acquisitions et qui ont été considérées comme étant comparables à la Société. Dans le cadre de ces analyses, Lazard a notamment examiné certaines informations financières et certains multiples de transactions relatifs aux sociétés cibles concernées par les opérations en question, puis a comparé ces informations aux données correspondantes propres à la Société.

En particulier, Lazard a analysé les transactions décrites dans l'Annexe III, et, dans la mesure où les informations étaient accessibles au public, a comparé les multiples calculés sur la base de la valeur des fonds propres des transactions, en relation avec les indicateurs financiers mentionnés pour le dernier exercice clôturé avant l'annonce de la transaction ainsi que pour les exercices précédent et suivant.

La valeur du marché des fonds propres exprimée en pourcentage des fonds de clients sous gestion n'a pas été prise en considération pour les besoins de la présente analyse, pour les raisons indiquées au chapitre 4.4.

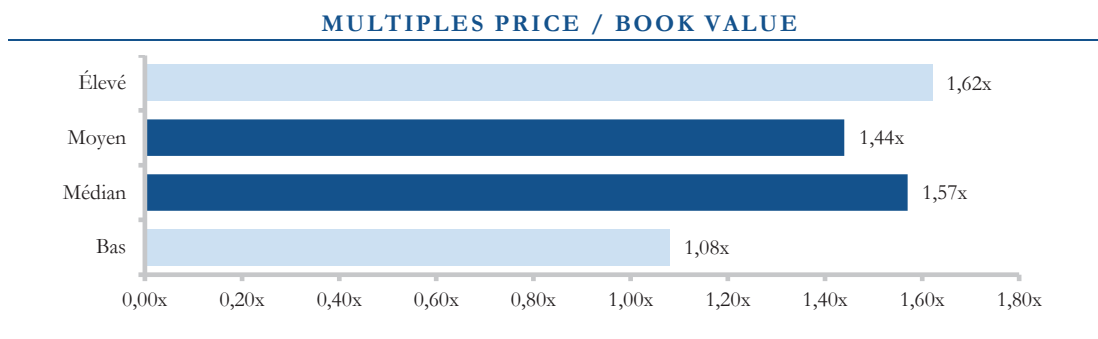
Bien qu'aucune des transactions antérieures sélectionnées ou aucune des sociétés sélectionnées ne soit entièrement comparable à l'Offre ou à la Société, les transactions ont néanmoins été choisies parce qu'elles étaient susceptibles d'être considérées tout au moins sous certains aspects comme étant similaires à l'Offre et / ou parce que ces transactions concernaient des sociétés dont les opérations pouvaient être considérées comme similaires à celles de la Société.

Les analyses décrites ont généré les multiples suivants :



Sur la base des analyses ci-dessus, Lazard a appliqué des multiples Price / Earnings dans une fourchette de 11,5x (0,5x sous la valeur médiane) à 12,5x (0,5x au-dessus de la valeur médiane) au résultat du groupe de la Société hors participations minoritaires pour les douze derniers mois de la Société afin de déterminer une fourchette de valeur induite des fonds propres par Action Nominative B. Lazard a utilisé le résultat du groupe hors participations minoritaires des douze derniers mois indiqués dans les états financiers de la Société.

Les résultats de ces analyses ont fait ressortir une fourchette de valeur induite des fonds propres par Action Nominative B de CHF 14,71 à CHF 15,64.



Sur la base des analyses qui précèdent, Lazard a appliqué les multiples Price / Book Value dans une fourchette de 1,47x (0,1x sous la valeur médiane) à 1,67x (0,1x au-dessus de la valeur médiane) à la dernière valeur comptable de la Société afin de déterminer une fourchette de valeur induite des fonds propres par Action Nominative B. Lazard a utilisé la dernière valeur comptable des fonds propres indiquée dans les états financiers de la Société.

Les résultats de ces analyses ont fait ressortir une fourchette de valeur induite des fonds propres par Action Nominative B de la Société de CHF 30,60 à CHF 34,20.

En se fondant sur les limites supérieure et inférieure des fourchettes de valorisation déterminées par les analyses des transactions antérieures présentées, la fourchette de valorisation globale de la valeur induite des fonds propres par Action Nominative B est de CHF 14,71 à CHF 34,22.

## 5. RECAPITULATIF DE L'ÉVALUATION ET CONCLUSION

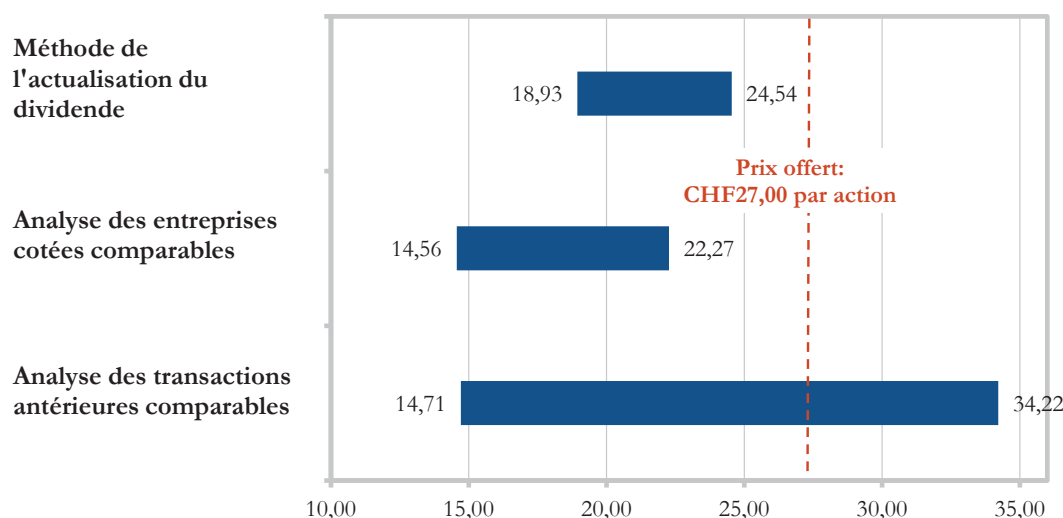
Lazard a évalué les fonds propres de la Banque Sarasin d'un point de vue financier selon trois méthodologies fondamentales. La DDM a fait ressortir, en tenant compte des sensibilités respectives, une fourchette de valeurs de CHF 18,93 à CHF 24,54 par Action Nominative B.

Cette fourchette est corroborée par la fourchette de valeurs déterminée par l'analyse des entreprises cotées comparables, dont les valeurs sont comprises entre CHF 14,56 et CHF 22,27 par Action Nominative B.

L'analyse des transactions antérieures fait ressortir une fourchette de valeurs plus large par Action Nominative B, dont les valeurs sont comprises entre CHF 14,71 à CHF 34,22. Toutefois, Lazard considère que les résultats de l'analyse des transactions antérieures sont moins pertinents que ceux de la DDM et de l'analyse des entreprises comparables pour les raisons suivantes :

- Les transactions analysées concernent uniquement des acquisitions à 100 %, dans lesquelles le prix d'achat peut inclure une prime de contrôle, alors que Safra détenait déjà une participation majoritaire lui octroyant le contrôle ;
- Les transactions ne sont comparables en terme de volume de transactions que de manière limitée ;
- Les renseignements financiers concernant les transactions analysées ne sont disponibles que de manière limitée ; les données accessibles laissent cependant suggérer que la rentabilité sous-jacente, exprimée par le rendement des fonds propres, était plus élevée pour les sociétés cibles respectives qu'elle ne l'est actuellement pour la Banque Sarasin.

### RÉCAPITULATIF DE L'ÉVALUATION (CHF / PAR ACTION NOMINATIVE B)



Compte tenu et sous réserve de ce qui précède, Lazard considère qu'au jour de la soumission de la présente fairness opinion le Prix Offert est équitable, d'un point de vue financier, pour les détenteurs d'Actions Nominatives B de la Société (à l'exclusion de l'Offrant ou de toute société qui lui est affiliée).

La présente fairness opinion est élaborée exclusivement pour le Conseil d'administration de la Société, à l'exclusion de toute autre personne, dans le cadre et pour les besoins de son examen, afin qu'il puisse se former un avis indépendant sur l'Offre. Cette fairness opinion ne traite que du caractère équitable, d'un point de vue financier à la date de la présente fairness opinion, du Prix Offert aux détenteurs d'Actions Nominatives B de la Société et ne traite pas d'un quelconque autre aspect ou conséquence de l'Offre ni du prix auquel Safra ou toute société qui lui est affiliée peut avoir acquis des Actions Nominatives A et / ou des Actions Nominatives B ni encore du Prix Offert en relation avec le montant payé par Safra pour la Participation de Rabobank. La présente fairness opinion ne doit être publiée qu'en relation avec le rapport du Conseil d'administration de la Société aux actionnaires de la Société au sujet de l'Offre et ne saurait être utilisée ou publiée, en tout ou partie, dans un autre contexte ou à une autre fin.

**La fairness opinion de Lazard ne constitue pas une recommandation à une personne quelle qu'elle soit quant à l'opportunité pour cette personne de remettre des actions de la Société à l'Offrant dans le cadre de l'Offre.**



---

Lazard GmbH  
Dr. Rolf Bachmann,  
Managing Director

Zurich, le 2 août 2012

**ANNEXE I – TABLEAU DES ABRÉVIATIONS**

|       |   |
|-------|---|
| BCG   | Boston Consulting Group   |
| CHF   | Francs suisses  |
| CoE   | Coût des fonds propres (Cost of Equity)                               |
| DDM   | Méthode de l'actualisation du dividende (Dividend Discount Model)     |
| FTE   | Équivalent à un poste à plein temps (Full Time Equivalents)           |
| HNWI  | Particuliers fortunés (High Net Worth Individuals)                    |
| MTP   | Plan à moyen terme (Medium Term Plan)                                 |
| NNA   | Apports nets de nouveaux actifs (Net New Assets)                      |
| ROAMA | Rendement des actifs sous gestion (Return on Assets under Management) |
| UK    | United Kingdom  |
| U.S.  | United States   |
| USD   | Dollars américains  |



ANNEXE II – CALCUL DU COÛT DES FONDS PROPRES<sup>12</sup>

## CALCUL DU COÛT DES FONDS PROPRES

| SOCIÉTÉ                       | BÊTA LOCAL   |               | DATE             |
|-------------------------------|--------------|---------------|------------------|
|                               | PROJETÉ      | PAYS          |                  |
| Banque Cantonale Vaudoise     | 0,972        | Suisse        | 2-août-12        |
| Brewin Dolphin Holdings       | 0,970        | UK            | 2-août-12        |
| EFG International             | 1,718        | Suisse        | 2-août-12        |
| Julius Baer                   | 1,221        | Suisse        | 2-août-12        |
| Liechtensteinische Landesbank | 1,236        | Suisse        | 2-août-12        |
| Rathbone Brothers             | 0,853        | UK            | 2-août-12        |
| Van Lanschot                  | 0,829        | Pays-Bas      | 2-août-12        |
| Verwaltungs & Privat-Bank     | 0,848        | Suisse        | 2-août-12        |
| Vontobel                      | 1,172        | Suisse        | 2-août-12        |
| <b>Médian</b>                 | <b>0,972</b> | <b>Suisse</b> | <b>2-août-12</b> |

| PAYS   | TAUX<br>D'INTÉRÊT<br>SANS RISQUE | PRIME DE RISQUE<br>DU MARCHÉ LOCAL | COUT DES<br>FONDS<br>PROPRES |
|--------|----------------------------------|------------------------------------|------------------------------|
|        |                                  |                                    |                              |
| Suisse | 4,00%                            | 6,00%                              | 9,83%                        |

<sup>12</sup> Source : BARRA, FactSet, Damodaran.

## ANNEXE III –ENTREPRISES COTÉES COMPARABLES ET TRANSACTIONS ANTÉRIEURES COMPARABLES<sup>13</sup>

### ANALYSE DES ENTREPRISES COMPARABLES

|                               | EQUITY |          | AUM     | P/E   |       |       |       | P/BV  |       | P/TBV |       | P/AUM |       | DIVIDEND YIELD |       |       |
|-------------------------------|--------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|
|                               | CAP.   | % OF 52- | (CHFBN) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |       |       |
|                               | (CHFM) | WK HIGH  | 2011A   | 2011A | 2012E | 2013E | 2011A | REP   | 2012E | 2011A | REP   | 2012E | 2011A | LAST REP       | 2011A | 2012E |
| AU 2-AOÛT-12                  |        |          |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |       |       |
| EFG International             | 1'100  | 78%      | 69      | n,m   | 9,0x  | 7,5x  | 0,96x | 0,96x | 1,06x | 1,49x | 1,49x | 1,22x | 1,6%  | 1,4%           | 1,4%  | 1,6%  |
| Julius Bär                    | 6'868  | 80%      | 170     | 14,1x | 13,8x | 11,8x | 1,77x | 1,76x | 1,66x | 3,39x | 3,39x | 2,97x | 4,0%  | 3,8%           | 3,2%  | 2,3%  |
| Liechtensteinische Landesbank | 926    | 43%      | 48      | n,m   | 11,7x | 8,9x  | 0,55x | 0,55x | 0,54x | 0,64x | 0,64x | 0,62x | 1,9%  | 1,9%           | 1,0%  | 3,5%  |
| Van Lanschot                  | 809    | 64%      | 44      | 21,5x | 18,6x | 9,2x  | 0,47x | 0,47x | 0,47x | 0,60x | 0,60x | 0,58x | 1,8%  | 1,8%           | 2,9%  | 2,4%  |
| Verwaltungs & Privat-Bank     | 421    | 72%      | 27      | n,m   | 20,8x | 12,1x | 0,47x | 0,47x | 0,47x | 0,52x | 0,52x | 0,52x | 1,5%  | 1,5%           | 4,9%  | 4,2%  |
| Banque Cantonale Vaudoise     | 4'275  | 96%      | 77      | 14,2x | 14,2x | 13,8x | 1,30x | 1,30x | 1,29x | 1,31x | 1,32x | 1,31x | 5,5%  | 5,4%           | 6,4%  | 6,4%  |
| Vontobel                      | 1'385  | 53%      | 82      | 8,1x  | 7,3x  | 6,5x  | 0,89x | 0,89x | 0,86x | 1,02x | 1,02x | 0,96x | 1,7%  | 1,5%           | 7,6%  | 8,2%  |
| Élevé                         |        | 96%      |         | 21,5x | 20,8x | 13,8x | 1,77x | 1,76x | 1,66x | 3,39x | 3,39x | 2,97x | 5,5%  | 5,4%           | 7,6%  | 8,2%  |
| Moyen                         |        | 69%      |         | 14,5x | 13,6x | 10,0x | 0,92x | 0,92x | 0,91x | 1,28x | 1,28x | 1,17x | 2,6%  | 2,5%           | 3,9%  | 4,1%  |
| Médian                        |        | 72%      |         | 14,1x | 13,8x | 9,2x  | 0,89x | 0,89x | 0,86x | 1,02x | 1,02x | 0,96x | 1,8%  | 1,8%           | 3,2%  | 3,5%  |
| Bas                           |        | 43%      |         | 8,1x  | 7,3x  | 6,5x  | 0,47x | 0,47x | 0,47x | 0,52x | 0,52x | 0,52x | 1,5%  | 1,4%           | 1,0%  | 1,6%  |
| Sarasin                       | 1'689  | 76%      | 96      | 15,2x | 16,8x | 14,4x | 1,36x | 1,36x | 1,32x | 1,50x | 1,50x | 1,45x | 1,8%  | 1,7%           | 2,6%  | 2,9%  |

<sup>13</sup> Source : Informations de la Société, broker reports, FactSet.

## ANALYSE DES TRANSACTIONS ANTERIEURES COMPARABLES

|           |                        |                      |          | MULTIPLE (12 DERNIERS MOIS) |       |       |       |
|-----------|------------------------|----------------------|----------|-----------------------------|-------|-------|-------|
| ANNONCÉ   | CIBLE                  | ACHETEUR             | % ACQUIS | P/E                         | P/AUM | P/BV  |       |
| août-11   | ABN-Amro (Suisse)      | UBP                  | 100%     | n,m,                        | 3,5%  | 1,62x |       |
| févr.-11  | Banque Safdie          | Bank Leumi Le-Israel | 100%     | n,a                         | 4,3%  | 1,08x |       |
| sept.-10  | Banca Gesfid           | PKB Privatbank AG    | 100%     | n,a                         | 7,8%  | n,a   |       |
| oct.-09   | ING Bank (Suisse)      | Julius Bär           | 100%     | 13,9x                       | 3,4%  | 1,35x |       |
| juill.-09 | Dresdner Bank (Suisse) | LGT Group            | 100%     | 10,0x                       | 3,1%  | 1,57x |       |
| juill.-09 | Commerzbank (Suisse)   | Vontobel             | 100%     | n,a                         | 2,8%  | 1,59x |       |
|           |                        |                      |          | Élevé                       | 13,9x | 7,8%  | 1,62x |
|           |                        |                      |          | Moyen                       | 12,0x | 4,1%  | 1,44x |
|           |                        |                      |          | Médian                      | 12,0x | 3,5%  | 1,57x |
|           |                        |                      |          | Bas                         | 10,0x | 2,8%  | 1,08x |