

Liechtensteinische Landesbank

Rapport d'évaluation

28 janvier 2022

Nick Blaydes

Associate Partner
Corporate Finance, Financial Services
Tel : +41 79 771 05 35
Email : nick.blaydes@ch.ey.com

Mina Protitch, CFA

Director
Corporate Finance, Financial Services
Tel : +41 79 767 01 80
Email : mina.protitch@ch.ey.com

Table des matières

Home	1 Introduction
	2 Profil
	3 Considérations relatives à ...
	4 Résultat de l'évaluation
	5 Annexes
	6 Liste des abréviations

1	Introduction	3
<hr/>		
2	Profil	8
<hr/>		
3	Considérations relatives à la valeur	16
<hr/>		
4	Résultat de l'évaluation	25
<hr/>		
5	Annexes	27
<hr/>		
6	Liste des abréviations	32
<hr/>		

1

Introduction

LLB envisage de soumettre une offre publique d'acquisition pour les actions de Bank Linth

Offre publique d'acquisition



Banque	Valeur	Symbole	Place boursière
Liechtensteinische Landesbank AG	35514757	LLBN	SIX
Bank Linth LLB AG	130775	LINN	SIX

Offre publique d'acquisition & bases légales

Liechtensteinische Landesbank AG (LLB) est une société cotée basée à Vaduz, Principauté du Liechtenstein. Les actions LLB sont cotées à la Bourse Suisse SIX Swiss Exchange (SIX).

Selon l'annonce préalable datée du 27 janvier 2022, LLB envisage de faire une offre publique d'acquisition pour toutes les actions nominatives publiques de Bank Linth LLB AG (Bank Linth) d'une valeur nominale de CHF 20.0. Les actions de Bank Linth sont également cotées à la SIX.

L'offre publique d'acquisition des actions de Bank Linth selon l'annonce préalable du 27 janvier 2022 consiste soit en 1) une offre d'échange partielle de 5 actions LLB plus CHF 323 nets en espèces par action Bank Linth ou 2) une alternative intégralement en espèces de CHF 600 nets par action de Bank Linth. L'offre publique d'achat devrait avoir lieu le 25 février 2022.

La circulaire n° 2 de la Commission des OPA (COPA) du 26 février 2010 régit les dispositions relatives à la liquidité d'un titre de participation au sens du droit des OPA. Un titre de participation est considéré comme liquide si la médiane mensuelle du volume d'échange quotidien des transactions boursières au cours d'au moins dix des douze mois complets précédant l'annonce préalable ou la publication de l'offre est égale ou supérieure à 0.04 % de la fraction librement négociable du titre de participation (free float ; flottant).¹

Le volume d'échange de l'action LLB au cours de la période pertinente à considérer avant l'annonce préalable (1er janvier 2021 au 31 décembre 2021) n'était supérieur au seuil de liquidité de 0.04 % du flottant que lors de sept des douze mois, impliquant donc que l'action LLB ne peut être considérée comme liquide (voir analyse au chapitre 2).

Si les titres de participation cotés ne sont pas liquides avant la publication de l'offre ou l'annonce préalable, une évaluation par un organe de contrôle doit être prise en compte conformément à l'art. 42, al. 4, de l'Ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 décembre 2015 (OIMF-FINMA). Conformément à l'art. 46 OIMF-FINMA, l'art. 42, al. 2-4 OIMF-FINMA s'applique par analogie à la détermination de la valeur des titres offerts en échange, comme dans le cas présent.

1) Selon art. 42 al. 4 OIMF-FINMA

Source : LLB, SIX, COPA Circulaire n° 2 « Liquidité au sens du droit des OPA »

Notre évaluation est basée sur les informations fournies par LLB ainsi que sur des données publiques

Sources d'informations principales

Principales informations financières

Comptes annuels

- Rapports annuels audités et consolidés 2018 - 2020
- Rapport semestriel consolidé 2021 non-audité

Plan d'affaires

- Projections des compte de résultat et bilan par division et sur une base consolidée (jusqu'en 2026)

Données des marchés financiers

- Capital IQ, SIX, Mergermarket, Oxford Economics

Informations supplémentaires

- Informations accessibles au public
- Informations orales et écrites fournies par le Management

Mandat EY & sources d'informations

Dans le cadre de cette offre publique d'acquisition, LLB a mandaté Ernst & Young AG, Suisse (EY ou nous) pour réaliser l'évaluation des actions LLB.

Les détails sont indiqués dans la lettre de mission datée du 3 décembre 2021. La date d'évaluation est le 26 janvier 2022, soit le jour boursier précédant la publication de l'annonce préalable du 27 janvier 2022.

Le rapport d'évaluation ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de rejeter l'offre publique d'acquisition. Le rapport d'évaluation ne comporte pas d'estimation des conséquences qu'une acceptation ou un rejet de l'offre publique d'acquisition pourrait avoir et ne fait aucune assertion sur la valeur future d'une action LLB et le prix auquel les actions de Bank Linth, qui ne sont pas transférées dans le cadre de l'offre publique d'acquisition, peuvent être négociées à l'avenir.

Le rapport d'évaluation peut être rendu public.

L'évaluation des actions LLB est fondée principalement sur des données financières historiques ainsi que de données prospectives du plan d'affaires, qui nous ont été fournies par le management de LLB (Management). Un aperçu des principaux documents et informations obtenus est présenté dans le tableau ci-contre.

De plus, nous avons eu l'occasion d'échanger avec le Management et de discuter de façon critique des informations reçues et du développement futur prévu. Étant donné que notre évaluation est principalement fondée sur les informations fournies par le Management, notre responsabilité se limite à l'analyse et à l'évaluation minutieuses et professionnelles des informations fournies. Nous n'avons pas effectué une revue d'audit au sens du droit des sociétés par actions ni une procédure de Due Diligence.

Le nombre d'actions propres détenues par LLB est exclu de l'évaluation par action

Nombre d'actions en circulation

Nombre d'actions (#)	
Actions émises	30'800'000
Actions propres	(232'935)
Actions en circulation (pertinent pour l'évaluation)	30'567'065

Procédures d'évaluation

En raison de l'illiquidité de l'action LLB (voir l'analyse au chapitre 2), la valeur des actions ne peut pas être dérivée directement du cours de l'action. Le faible volume d'échange peut fausser le cours de l'action, de sorte que toutes les informations récentes et pertinentes sur le prix ne sont pas directement reflétées dans le cours de l'action.

Dans le cadre de l'évaluation des actions LLB, nous avons procédé à diverses considérations. Notre travail comprend les étapes principales suivantes :

- ▶ Obtention et analyse des informations pertinentes
- ▶ Réalisation d'entrevues avec le Management
- ▶ Étude de marché sur l'industrie (analyse de groupes comparables)
- ▶ Évaluation de l'action LLB à l'aide de méthodes d'évaluation appropriées
- ▶ Conclusion concernant l'évaluation par EY

La présente évaluation a été préparée du point de vue de tous les actionnaires publics. Les effets fiscaux individuels et autres effets n'ont pas été pris en compte dans cette analyse. Une telle considération ne serait pas possible en raison du grand nombre d'exigences différentes des actionnaires.

Nombre d'actions prises en compte

À la date d'évaluation, le capital-actions LLB se compose de 30'800'000 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 5.0. 30'567'065 actions ont été prises en compte pour le calcul de la valeur par action LLB. La différence correspond aux 232'935 actions détenues par la banque elle-même. Celles-ci ne sont pas pertinentes pour obtenir le contrôle de la banque et ne sont donc pas prises en compte dans nos considérations d'évaluation.

Les actions propres seront principalement utilisées pour rémunérer les employés de LLB au cours des prochaines années. Les actions attribuées ont été progressivement rachetées par la banque au cours des dernières années. Ainsi, le nombre total d'actions propres est déduit aux fins de cette évaluation.

Nous avons appliqué différentes méthodes pour l'évaluation

Méthodes d'analyse et d'évaluation

Méthodes

Méthode du Dividend Discount Model (DDM)

Méthode de marché :
Multiples boursiers et transactionnels

Méthode de marché :
Analyse de régression

Analyse du développement du cours de l'action LLB

Analyse VWAP (60 jours) de l'action LLB

Principe d'évaluation

La valeur par action LLB est déterminée au 26 janvier 2022, en prenant pour hypothèse que la banque continue son exploitation de manière indépendante.

Notre travail s'appuie sur l'approche dite « stand-alone ». Tout potentiel de synergie avec un investisseur n'a pas été reflété dans l'évaluation. En outre, les effets du rachat intégral planifié de Bank Linth n'ont pas été pris en compte.

Choix des méthodes d'évaluation et procédures

En principe, le cours de bourse d'une société cotée est l'indication la plus fiable pour déterminer la valeur de la société. Ceci suppose que l'action de cette dite société soit suffisamment liquide. Comme mentionné précédemment, ce n'est pas le cas pour l'action LLB. Par conséquent, le cours de bourse de l'action LLB ne permet pas de déterminer de manière fiable la juste valeur de l'action.

Pour pouvoir réaliser une estimation pertinente, d'autres analyses et méthodes d'évaluation sont donc utilisées pour l'évaluation de LLB. Celles-ci sont mentionnées dans le tableau ci-contre.

Pour déterminer la valeur de l'action LLB, nous avons utilisé la méthode du Dividend Discount Model (DDM) comme méthode primaire d'évaluation. La méthode du DDM est basée sur l'hypothèse de continuité d'exploitation et permet de prendre en compte des facteurs spécifiques à l'entreprise, car les valeurs financières de l'entreprise sont présentées en détail. En outre, la méthode du DDM est particulièrement adaptée aux banques, car elle prend en compte les besoins de capitaux propres des sociétés financières dans la détermination de la juste valeur des capitaux propres.

D'autre part, des méthodes de marché telles que les multiples boursiers ou l'analyse de régression ont été utilisées pour vérifier la plausibilité de la valeur DDM obtenue. Des détails sur les méthodes et les résultats associés se trouvent au chapitre 3.

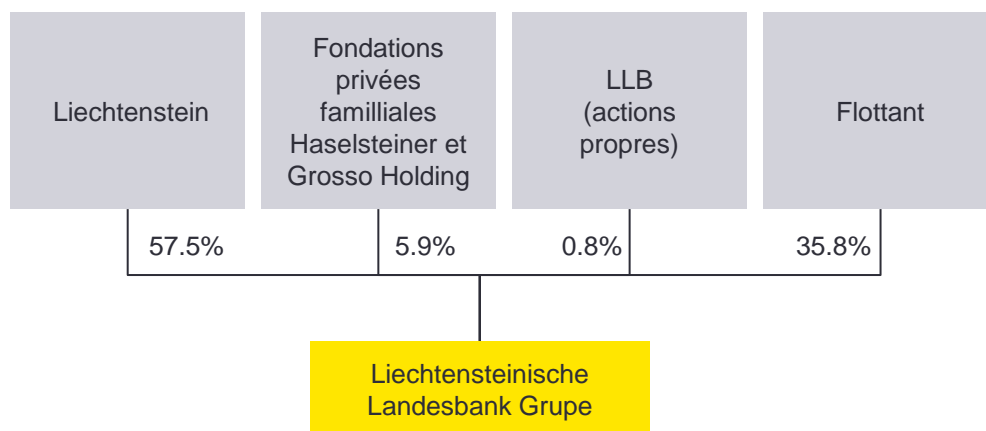
2

Profil

Le Liechtenstein est l'actionnaire principal de LLB

Structure organisationnelle (simplifiée)

Structure actionnariale (au 31 décembre 2021)



Indicateurs clés (Base consolidée)

CHF mio	2020	HY2021 ¹
Volumes d'exploitation ²	92'892	101'857
Total du bilan	23'575	24'824
Capitaux propres ajustés ³ hors participations minoritaires (TBV)	1'725	1'772
Chiffre d'affaires d'exploitation	430.3	231.8
Résultat après impôts et intérêts minoritaires	103.5	67.1

1) À la date d'évaluation, les chiffres au 31 décembre 2021 n'étaient pas encore disponibles ; 2) Somme des avoirs de clients et des prêts à la clientèle ;

3) Valeur des capitaux propres après déduction du goodwill et autres actifs incorporels

Source : LLB

Profil de l'entreprise

Liechtensteinische Landesbank, dont le siège est à Vaduz, a été fondée en 1861. LLB est une société anonyme dont les actions sont cotées à la SIX Swiss Exchange (Moody's Rating Aa2). Le Liechtenstein est l'actionnaire majoritaire de LLB avec une participation actuelle de 57.5%. Selon la loi, l'État détient au moins 51% des actions LLB en termes de capital et de droits de vote. Celles-ci sont inaliénables. La garantie initiale de l'État en faveur de LLB a été supprimée en 2019.

Le deuxième groupe d'actionnaires le plus important comprend les fondations privées familiales Haselsteiner et Grosso Holding GmbH, qui détiennent une participation combinée de 5.9% dans LLB.

LLB offre une large sélection de services financiers. Ses domaines de spécialisation sont la gestion de fortune et le conseil en investissement pour les clients privés et institutionnels ainsi que dans la banque privée et d'entreprise. Le groupe LLB se compose de trois banques, LLB à Vaduz, Bank Linth à Uznach et LLB Österreich à Vienne, ainsi que de diverses autres filiales. Les trois banques exploitent un Booking Centre à leur siège social.

LLB met l'accent sur les marchés onshore du Liechtenstein, de la Suisse et de l'Autriche, sur les marchés transfrontaliers traditionnels de l'Allemagne et du reste de l'Europe occidentale, ainsi que sur les marchés émergents de l'Europe centrale et orientale et du Moyen-Orient.

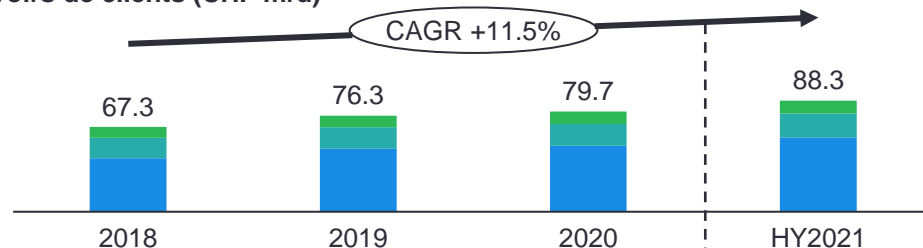
Au 30 juin 2021, LLB comptait 1'048 employés (équivalent temps plein).

Le capital réglementaire de LLB se compose exclusivement de capitaux propres de base durs (CET1). Le ratio de capitaux propres de LLB (20.8% au 30 juin 2021) est relativement élevé par rapport aux autres banques comparables (voir annexe A).

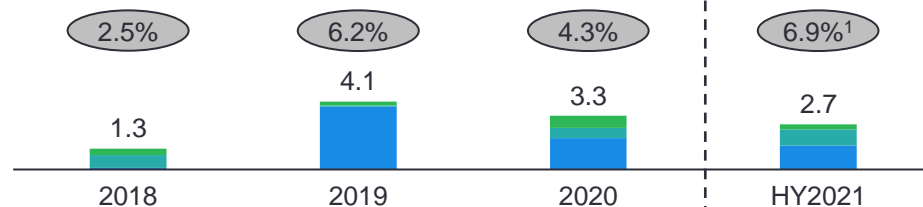
Le volume d'exploitation de LLB a considérablement augmenté au cours des dernières années, en particulier par le biais d'opérations de fusion-acquisition

Indicateurs clés sélectionnés

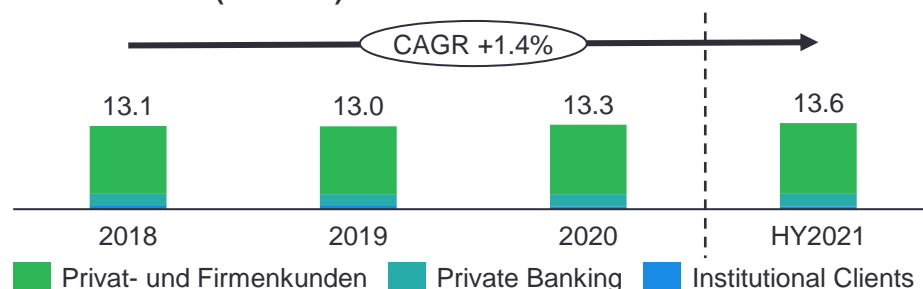
Avoirs de clients (CHF mrd)



Afflux net de capitaux (CHF mrd)



Prêts à la clientèle² (CHF mrd)



■ Privat- und Firmenkunden ■ Private Banking ■ Institutional Clients

x.x% Croissance en % du montant initial

Commentaire

Depuis 2018, LLB a enregistré une croissance annuelle des avoirs de clients de 11.5% pour atteindre un volume de CHF 88.3 mrd en juin 2021. La croissance de ces dernières années a également été renforcée grâce à des acquisitions, notamment l'acquisition de certaines relations clients de la succursale autrichienne de Crédit Suisse (Luxembourg) SA.

En plus de la performance du marché, LLB a également enregistré un afflux net de capitaux positif au cours de chacune des dernières années ; son augmentation varie entre 2.5 % et 6.9 % sur une base annualisée.

Les prêts à la clientèle² ont également augmenté au cours de la même période, atteignant un niveau de CHF 13.6 mrd en juin 2021. Le taux de croissance annuel composé des prêts à la clientèle est de 1.4%.

Le tableau ci-dessous montre l'évolution de ces indicateurs (en valeur médiane) sur la base de banques sélectionnées³ en Suisse et au Liechtenstein :

- Croissance des avoirs de clients et afflux net de capitaux : sélection de 10 banques de gestion de fortune
- Croissance des prêts à la clientèle : sélection de 22 banques de détail

Valeurs des banques sélectionnées	2018	2019	2020
Croissance des avoirs de clients	3.8%	13.8%	3.8%
Afflux net de capitaux	2.9%	4.0%	4.5%
Croissance des prêts à la clientèle	3.4%	7.4%	4.0%

1) Annualisé ; 2) Selon le rapport par division hors corrections de valeur pour risques de crédit ;

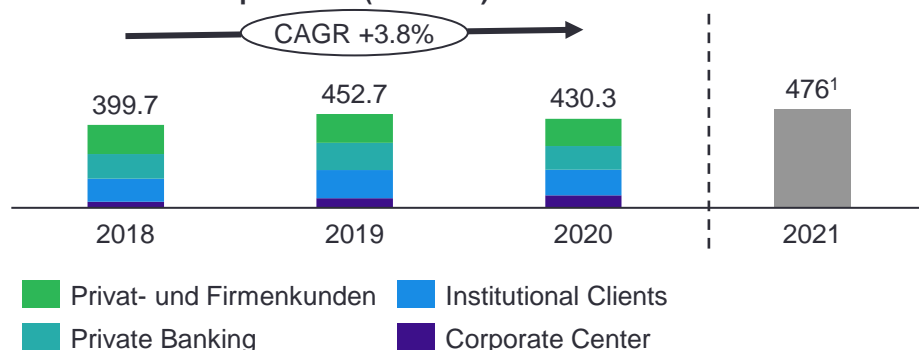
3) 10 banques de gestion de fortune avec des avoirs de clients entre CHF 30 mrd et CHF 450 mrd ainsi qu'une sélection de 22 banques cantonales et de détail en Suisse

Source : LLB, Rapports financiers, Analyse EY

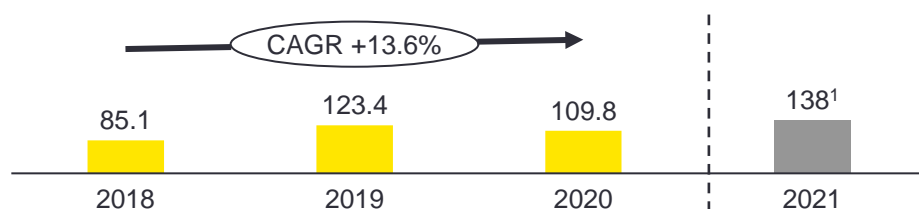
Le résultat net consolidé a fortement augmenté grâce à la croissance des volumes et aux économies d'échelle

Évolution des indicateurs financiers clés

Chiffre d'affaires d'exploitation (CHF mio)



Résultat net consolidé (CHF mio)



Marge brute ² des divisions de marché	2018	2019	2020	HY2021
Privat- und Firmenkunden	0.70%	0.70%	0.67%	0.66%
Private Banking	0.69%	0.72%	0.65%	0.65%
Institutional Clients	0.31%	0.29%	0.26%	0.23%

Commentaire

Une grande partie de la croissance des avoirs de clients au cours des dernières années a été générée dans la division de marché Institutional Clients, où la marge brute est inférieure à celle des autres divisions de marché. Par conséquent, le chiffre d'affaires d'exploitation n'a augmenté que modérément de 3.8% par an entre 2018 et 2020 (avec une croissance des avoirs de clients de 8.8% au cours de la même période).

Parmi les dix banques de gestion de fortune sélectionnées (voir page précédente), le chiffre d'affaires d'exploitation a évolué en moyenne de 2.0% annuellement entre 2018 et 2020. Parmi les 22 banques de détail sélectionnées, le taux de croissance annuel du chiffre d'affaires d'exploitation entre 2018 et 2020 a été de 2.1%.

En partie grâce à des économies d'échelle, LLB a pu augmenter son résultat net consolidé de 13.6% par an entre 2018 et 2020. L'amélioration du Cost-Income-Ratio est illustrée à la page suivante.

Marge brute

Les marges brutes de chacune des divisions de marché de LLB ont diminué depuis 2018, d'un part en raison d'un changement dans la composition divisionnelle (business mix) de LLB après les opérations de fusion-acquisition et d'autre part en raison de la pression continue du marché sur les marges.

Parmi les dix banques de gestion de fortune sélectionnées, la marge brute a légèrement diminué de 0.03 point de pourcentage entre 2018 et 2020. Parmi les 22 banques de détail sélectionnées, la marge brute a diminué de 0.10 point de pourcentage au cours de la même période.

En 2021, le chiffre d'affaires d'exploitation est plus élevé dans les divisions de marché Privat- und Firmenkunden et Private Banking, en partie grâce à des marges stables.

1) Chiffres non-audités selon le communiqué de presse du 20 janvier 2022

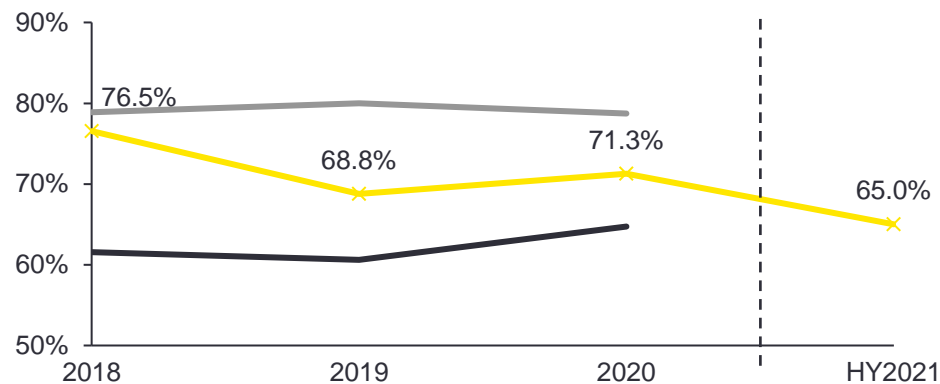
2) Calcul par LLB : chiffre d'affaires d'exploitation (hors pertes de crédit attendues) en pourcentage du volume d'exploitation mensuel moyen ; valeurs pour HY2021 annualisées

Source : Rapports financiers, Analyse EY, Informations préliminaires de LLB sur les résultats annuels 2021

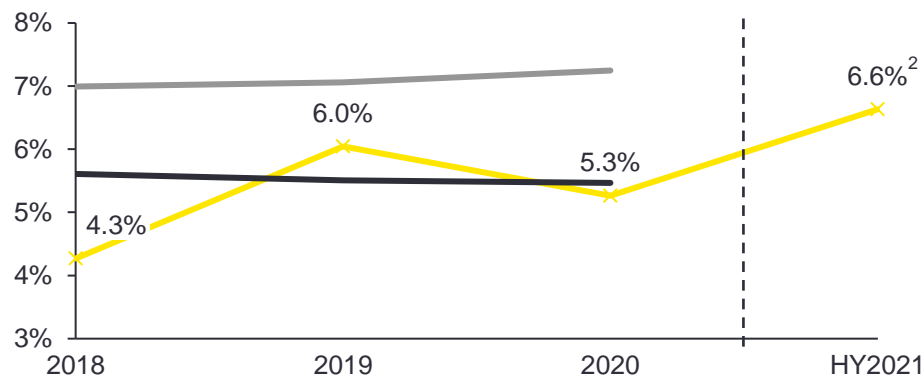
Le rendement des capitaux propres de LLB est également influencé par le ratio CET1 relativement élevé

Indicateurs clés sélectionnés

Cost-Income-Ratio¹



Rendement des capitaux propres



—x— LLB — Banques de gestion de fortune sélectionnées — Banques de détail sélectionnées

1) Cost-Income-Ratio = Charges d'exploitation / Chiffre d'affaires d'exploitation ; légères différences comparé au Cost-Income-Ratio publiés par LLB ; 2) Annualisé ; 3) Résultat net consolidé selon communiqué de presse du 20 janvier 2022 moins intérêts minoritaires estimés par EY ; 4) Basé sur les estimations d'analystes
Source : Rapports financiers, Capital IQ, Analyse EY

Commentaire

Cost-Income-Ratio

LLB a été en mesure de réduire son Cost-income-Ratio au cours des dernières années. Conformément à leur modèle d'exploitation mixte, le ratio se situe entre celui des banques de gestion de fortune sélectionnées et celui des banques de détail sélectionnées. Le niveau de 65% est conforme à l'objectif à long terme de LLB.

Rendement des capitaux propres

La croissance du chiffre d'affaires d'exploitation combinée à l'amélioration du Cost-Income-Ratio de ces dernières années s'est traduite en conséquence par la hausse du rendement des capitaux propres. Jusqu'en 2021, le rendement des capitaux propres de LLB se situait au niveau inférieur du rendement des banques de gestion de fortune, ce qui peut également s'expliquer par le ratio CET1 élevé de LLB.

Valeurs de références principales

CHF mio	2020	2021	2022E
Capitaux propres ajustés (hors participations minoritaires) (TBV)	1'725	1'772	n.d.
Résultat après impôts et intérêts minoritaires	103.5	130.3 ³	146.3 ⁴
Rendement TBV	6.2%	7.5% ³	n.d.

Une nouvelle stratégie de groupe (ACT-26) et une nouvelle structure des divisions de marché ont été annoncées en octobre 2021

Restructuration des divisions de marché d'ACT-26

Avant l'introduction de la stratégie ACT-26 en 2022, LLB était organisée en trois divisions de marché différentes :

Privat- und Firmenkunden couvrait les activités bancaires universelles sur les deux marchés domestiques du Liechtenstein et de la Suisse.

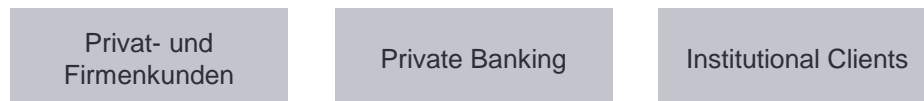
En **Private Banking**, étaient compris des services allant du conseil en investissement, de la gestion de fortune, de la structuration d'actifs à la planification financière et de retraite.

Institutional Clients couvrait les activités d'intermédiaire et de fonds ainsi que la gestion de fortune. Sous l'égide du fond Powerhouse, quatre sociétés de gestion de fonds vont être regroupées dans trois juridictions (Liechtenstein, Autriche et Suisse).

ACT-26

La nouvelle stratégie du groupe (ACT-26) apporte un changement important, qui a été pris en compte dans notre évaluation. LLB réduit sa structure d'exploitation de trois à deux divisions de marché sur la base d'un reclassement des domaines d'exploitation existants. Le graphique ci-dessous montre la restructuration des divisions de marché.

Structure historique des divisions de marché



Nouvelle structure depuis janvier 2022



Considérations d'ACT-26 dans l'évaluation

Changement des divisions de marché de LLB

En raison des profils de risque différents que montrent les deux divisions de marché, deux groupes comparables ont été considérés pour dériver les bêtas du marché et les multiples de marché.

Des banques de gestion de fortune cotées de Suisse et du Liechtenstein ont été considérées pour la division de marché International Wealth Management. Des banques de détail suisses cotées ont été considérées pour la division de marché Privat- und Firmenkunden.

Initiatives de LLB

ACT-26 vise la croissance, l'efficacité et la durabilité. LLB voudrait y parvenir grâce à certaines initiatives qui ont été définies dans le Plan à Moyen Terme (PMT), telles que :

- ▶ LLB. ONE : Programme de transformation digitale avec un volume d'investissement de CHF 100 Moi., destiné à réaliser des gains d'efficacité grâce au développement et à la modernisation de l'interaction avec les clients ainsi qu'à la digitalisation et au déploiement des processus
- ▶ Renforcement de sa position auprès des clients institutionnels sur le marché liechtensteinois
- ▶ Renforcement de sa position en tant que première banque de gestion de fortune en Autriche
- ▶ Développement de l'activité de fonds en Allemagne

En outre, le PMT comprend des initiatives déjà achevées, telles que l'acquisition de certaines relations clients de la succursale autrichienne de Crédit Suisse (Luxembourg) SA au début de l'année 2021.

Le PMT préparé par le Management jusqu'à 2026 comprend les objectifs de l'ACT-26

Objectifs financiers et PMT

Paramètres	Objectif
Croissance de Net New Money p.a.	>3.0%
Croissance des Net New Loans p.a.	>3.0%
Cost-Income-Ratio à long terme	65%
Tier-1-Ratio	>16%

Commentaires sur le PMT

Le Management de LLB nous a fourni le PMT (plan d'affaires) en format Excel pour les années 2022 à 2026. Le PMT a été approuvé par le Conseil d'administration en octobre 2021 et reflète les ambitions de la nouvelle stratégie ACT-26.

Le PMT est structuré comme suit :

- Prévisions Bottom-up pour chaque subdivision individuelle des deux (nouvelles) divisions de marché PFK et IWM ainsi que des divisions Group CEO, Group CDO et Group CFO, y compris des prévisions détaillées pour la Net New Money, les Net New Loans, la marge brute et l'évolution des équivalents temps plein
- Hypothèses sur les indicateurs macroéconomiques tels que l'évolution des taux d'intérêt et la performance du marché
- Projection des chiffres financiers, tant au niveau consolidé que pour chaque division
- Allocation des charges générales pour les deux divisions de marché afin de présenter un calcul de la marge contributive par division de marché

Il convient de noter que la contribution relative des deux divisions de marché ne change pas de manière significative au cours de la période de planification.

Ajustements EY

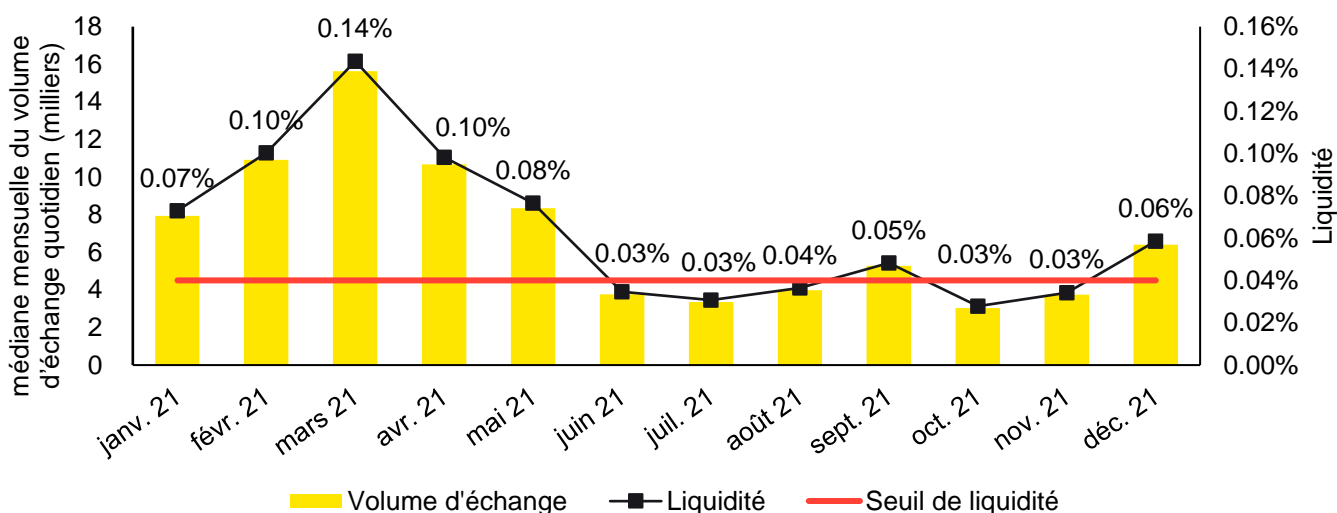
Nous avons analysé en détail les hypothèses du PMT et les avons discutées avec le Management. Suite à des analyses internes, nous avons apporté quelques ajustements au PMT élaboré par le Management. Ces ajustements portent sur les points suivants :

- Optimisation du capital : le PMT comprend une contribution de valeur par le placement optimisé d'une partie de l'excédent de capitaux propres. Étant donné que dans la méthode du DDM que nous utilisons, l'excédent de capitaux propres est ajouté à la valeur actualisée déterminée (voir chapitre 3), nous avons fixé ces effets à zéro afin d'éviter un double comptage dans nos considérations d'évaluation.
- Initiatives : nous n'avons pas tenu compte de quelques initiatives qui sont à un stade précoce de planification, c'est-à-dire que leur contribution à la valeur a également été fixée à zéro.

Les ajustements que nous avons apportés au PMT ne sont pas significatifs en termes relatifs par rapport au résultat global.

Selon la circulaire n° 2 de la COPA, l'action LLB est considérée comme illiquide.

Volume d'échange et liquidité de l'action LLB



Le graphique montre la médiane mensuelle du volume d'échange et la liquidité sur la période comprise entre le 1er janvier 2021 et le 31 décembre 2021.

Selon la Circulaire n° 2 « Liquidité au sens du droit des OPA » de la COPA, une action est considérée comme liquide si la médiane mensuelle du volume d'échange quotidien des transactions boursières au cours d'au moins dix des douze mois complets précédant l'annonce préalable ou la publication de l'offre est égale ou supérieure à 0.04% du flottant. Ce seuil de liquidité est indiqué par la ligne rouge du graphique ci-dessus.

Analyse

Notre analyse montre qu'au cours de la période considérée avant l'annonce préalable de l'offre d'acquisition (du 1er janvier 2021 au 31 décembre 2021), le volume d'échange de l'action LLB n'a été supérieur au seuil de liquidité de 0.04% que lors de sept mois. Ainsi, l'action LLB n'est pas liquide selon la définition de la COPA.

Le faible volume d'échange signifie que le cours de l'action peut être faussé, car, par exemple, toutes les informations récentes et pertinentes pour le prix ne sont pas directement reflétées dans le cours de l'action.

Conclusion

Le cours de l'action LLB n'a qu'une importance limitée en raison d'un manque de liquidité et ne sert donc que de valeur comparative

3

Considérations relatives à la valeur

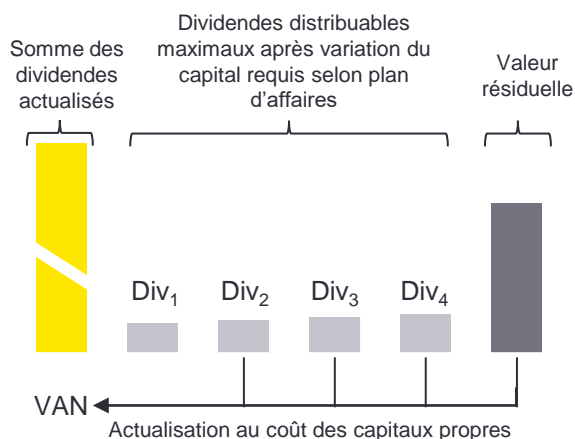
Nous utilisons la méthode du DDM, basée sur le PMT ajusté, comme méthode d'évaluation primaire

Différentes méthodes d'évaluation

Méthodes de marché	Multiples boursiers
	Multiples transactionnels
Méthodes par les revenus	Discounted Cash Flows
	Valeur de rendement
Méthodes par les coûts	Valeur de substance / NAV
	Valeur de remplacement

Méthodes appliquées

Méthode d'évaluation DDM



Méthodes de marché, par les revenus et par les coûts

Dans le cas de l'évaluation d'une entreprise, une distinction peut être faite entre les méthodes de marché, les méthodes par les revenus et les méthodes par les coûts :

- **Les méthodes de marché** dérivent de la valeur en fonction de ce que les participants au marché ont effectivement payé ou sont prêts à payer pour des actifs ou des entreprises comparables dans l'environnement de marché actuel.
- **Les méthodes par les revenus** évaluent une entreprise en fonction des flux de revenus attendus que l'entreprise devrait générer à l'avenir. Les flux de trésorerie sont actualisés à la date d'évaluation. Dans la pratique, l'évaluation des entreprises du secteur des services financiers sont généralement réalisée à l'aide du Dividend Discount Model, forme particulière du Discounted Cash Flow Model.
- **Les méthodes par les coûts** sont fondées sur la considération qu'un investisseur avisé ne paiera pas plus pour un actif que le coût de son remplacement par une nouvelle entité identique ou similaire présentant des avantages équivalents. Les méthodes par les coûts ne sont utilisées pour les évaluations d'entreprises que dans des situations particulières.

Méthode d'évaluation primaire : Dividend Discount Model (DDM)

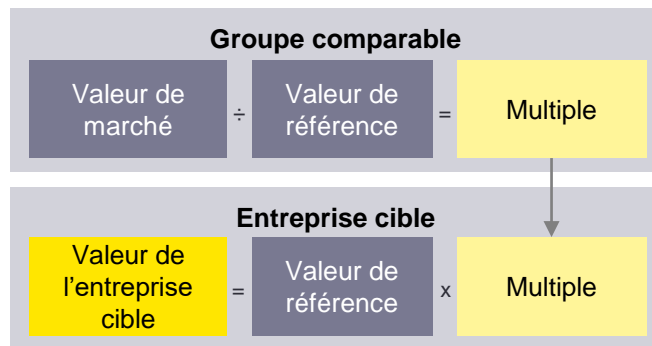
Comme mentionné précédemment, les entreprises du secteur des services financiers sont communément évaluées à l'aide de la méthode du DDM. La valeur des capitaux propres est basée sur les dividendes distribuables maximaux, c'est-à-dire le bénéfice réalisé après prise en compte de la variation des exigences réglementaire de capital. Les dividendes sont dérivés via le plan d'affaires sous-jacent et non en fonction de la politique de distribution réelle de dividendes de la société cible. Comme le montre le graphique ci-contre, notre évaluation est basée sur les dividendes distribuables maximaux implicites, qui sont actualisés à la date d'évaluation à un taux de coût des capitaux propres approprié. En outre, une valeur dite résiduelle est calculée sur la base de dividendes durablement réalisables et également actualisée à la date d'évaluation. En synthèse, ceci permet de dériver la valeur actualisée, c'est-à-dire la valeur des capitaux propres à la date d'évaluation.

Le DDM prend en compte un capital minimum nécessaire d'un point de vue opérationnel. Si la banque dispose de plus de capitaux propres que le capital minimum opérationnel requis, la différence s'ajoute à la valeur actualisée en tant qu'excédent de capitaux propres.

L'évaluation DDM a été réalisée sur une base consolidée et non via la méthode de la Somme des Parties. L'impact des deux futures divisions de marché de LLB (PFK et IWM) sur l'évaluation consolidée a été considéré en pondérant le bêta ajusté dans le coût du capital ainsi que les multiples boursiers appliqués.

En complément, nous utilisons la méthode de marché pour vérifier la plausibilité du résultat DDM

Approche illustrative



Méthodes de marché : multiples boursiers et transactionnels

La méthode de marché a également été utilisée pour vérifier la plausibilité et comparer la valeur de action LLB déterminée à l'aide de la méthode du DDM. La méthode de marché regroupe des méthodes d'évaluation relatives qui, en pratique, sont généralement utilisées à des fins de comparaison. La valeur d'entreprise respective des sociétés comparables est calculée sous la forme d'un multiple (« Multiple ») d'indicateur clés spécifiques à l'industrie (par exemple, le bénéfice après impôts). Par la suite, la médiane des multiples est multipliée par l'indicateur clé correspondant de l'entreprise à évaluer afin de déterminer la valeur d'entreprise ou la fourchette de la valeur de l'entreprise.

Multiples d'entreprises comparables cotées (multiples boursiers)

Ces multiples sont basés sur les prix courants et les chiffres financiers les plus récents disponibles d'entreprises cotées comparables. Les groupes comparables utilisés sont les mêmes que ceux retenus pour le calcul du coût du capital appliqué dans la méthode du DDM, soit les banques de gestion de fortune et les banques de détail.

Lors de la sélection des banques de ces deux groupes comparables, seuls les titres de participation répondant au critère de liquidité de la Commission des OPA ont été pris en compte. Des détails sur les groupes comparables ainsi que sur l'analyse de leur liquidité se trouvent en Annexe B.

Exclusion de LLB des groupes comparables

LLB elle-même a été exclue des deux groupes comparables parce que les actions ne sont pas liquides et que le plan d'affaires de LLB constitue un mix de ces deux groupes bancaires.

Multiples transactionnels

Ils représentent une autre méthode de marché pour vérifier la plausibilité des résultats. Sur le marché bancaire suisse, au cours des dernières années, de nombreuses transactions ont été stimulées par la consolidation du marché et les potentiels de synergie. La rentabilité des banques acquises n'était pas l'objectif principal lors de la fixation des prix. En outre, de nombreuses transactions récentes (en particulier dans le secteur bancaire de la gestion de fortune) ont été structurées en « Asset-Deals », impliquant que des données de marché fiables ne sont pas disponibles. Par conséquent, les multiples transactionnels n'ont pas été considérés.

Considération du dividende 2021

Tant le résultat de la méthode du DDM que le résultat de la méthode des multiples boursiers incluent les dividendes encore non-proposés ou distribués pour l'exercice 2021. Dans la méthode du DDM, ceci est inclus dans l'excédent de capitaux propres et les multiples boursiers sont également avant le paiement du dividende.

Le mix des divisions de marché de LLB est reflété dans le coût des capitaux propres à travers le bêta pondéré utilisé

Coût des capitaux propres et bêta

Composition du coût des capitaux propres

Paramètre		Valeur
Taux de base / taux d'intérêt « sans risque »	a	0.00%
Prime de risque du marché	b	6.50%
Bêta ajusté, pondéré	c	1.101x
Prime de risque de taille	d	1.43%
Prime de risque pays	e	0.00%
Coût des capitaux propres (= a + b * c + d + e)		8.59%

Composition du bêta

Groupe comparable	Pondération	Bêta
Banques de gestion de fortune	66.5%	1.325x
Banques de détail	33.5%	0.659x
Bêta ajusté, pondéré	100%	1.101x

Composants du coût des capitaux propres

- a** Le taux de base utilisé correspond à la moyenne historique sur cinq ans du rendement des obligations d'État suisse de 10 ans (avec une limite inférieure de zéro). Selon le Management, les chiffres prévus reflétés dans le PMT, qui sont générés en devises étrangères, sont budgétisés avec des Forward Rates, de sorte qu'une actualisation basée sur le CHF soit cohérente.
- b** La prime de risque du marché correspond à la différence entre le rendement du marché boursier et le taux d'intérêt sans risque. La prime de risque de marché utilisée est basée sur des études de marché¹.
- c** Le bêta reflète le risque systématique d'une action et est observé sur le marché des capitaux. Le Bêta² ajusté est généralement dérivé par le biais de la médiane d'un groupe comparable.
 - Étant donné que LLB conduira à l'avenir les divisions de marché IWM et PFK, deux groupes comparables différents ont été formés afin de mieux refléter le profil de rendement/risque : un groupe comparable composé de banques de gestion de fortune suisses et liechtensteinoises cotées et un deuxième groupe comparable composé de banques de détail suisses cotées. Le bêta utilisé pour l'évaluation a été calculé à partir d'une pondération des bêtas ajustés des deux groupes comparables (voir Annexe C).
 - La pondération a été déterminée sur la base de la proportion moyenne des contributions respectives aux bénéfices de 2020 à 2026 des deux divisions de marché. En raison des besoins de capital différents et de la capacité de génération de dividendes différente des deux divisions de marché, les contributions aux bénéfices après prise en compte des coûts de risque et de capital alloués par LLB ont été utilisées pour la pondération. Il en résulte une pondération de 66.5 % pour le groupe comparable des banques de gestion de fortune et de 33.5 % pour le groupe comparable des banques de détail.
- d** Des études empiriques montrent que les petites entreprises obtiennent des rendements plus élevés à long terme que les grandes entreprises, aux caractéristiques par ailleurs similaires, mais sont également associées à des risques plus élevés pour lesquels le marché exige une compensation. Nous avons utilisé une prime de taille selon le 2021 Valuation Handbook de Duff & Phelps.
- e** Le PMT a été établi sur la base du CHF et les devises étrangères ont été converties au moyen de Forward Rates. LLB est principalement active au Liechtenstein, en Suisse, en Autriche et en Allemagne, pays pour lesquels aucune prime de risque pays n'est nécessaire.

1) Études comparative EY et analyses propres ; 2) Bêta ajusté = (2/3) bêta régressé + (1/3)*1, ajustement selon Blume
Source : Capital IQ, EY, Damodaran 2021, Duff & Phelps 2021

La méthode du DDM résulte en une valeur ponctuelle de CHF 61.3 par action LLB

Aperçu des composants de valeur

CHF mio	
Valeur actualisée	1'525.9
Excédant de capitaux propres	484.2
Valeur des actifs non-opérationnels	-
Valeur comptable des intérêts minoritaires	(137.1)
Valeur des capitaux propres (après intérêts minoritaires)	1'873.1
Actions en circulation (#)	30'567'065
Valeur d'une action LLB (CHF)	61.3

Dérivation illustrative de l'excédant de capitaux propres

Capitaux propres (selon IFRS)	a
Capital opérationnel minimum nécessaire	b
Excédant de capitaux propres	c = a - b

Hypothèses clés et dérivation de la valeur DDM

L'évaluation est réalisée à un niveau consolidé sur la base du PMT ajusté de LLB 2022 - 2026. Les hypothèses suivantes ont été prises en compte :

- Date d'évaluation : 26 janvier 2022
- Taux d'imposition du Groupe : 13% - 14% (Taux d'imposition prévu à moyen terme selon le Management)
- Taux de croissance perpétuelle pour la dérivation de la valeur résiduelle : 0.5%. Habituellement, le taux d'inflation attendu à long terme est appliqué comme taux de croissance perpétuelle. Cependant, le taux de croissance perpétuelle ne peut pas être considéré de manière isolée, mais doit être dérivé de manière cohérente avec le coût du capital appliqué. Par conséquent, nous avons choisi la valeur moyenne du taux d'inflation attendu à long terme et du taux de base
- Cost-Income-Ratio pour la dérivation de la valeur résiduelle : 65% (valeur cible selon le plan stratégique ACT-26 et sur la base d'analyses de marché)

La valeur actualisée du DDM est la somme des dividendes actualisés sur la période explicite et de la valeur résiduelle actualisée.

Le DDM prend en compte un capital opérationnel minimum nécessaire cible de 16 % des actifs pondérés en fonction des risques. Cet objectif est supérieur au capital minimum réglementaire de LLB et correspond à la limite minimale fixée en interne du ratio Tier-1 conformément à la stratégie ACT-26. Sur la base de l'objectif de 16% à la date d'évaluation, l'excédent de capitaux propres s'élève à CHF 484.2 mio, qui s'ajoute à la valeur actualisée. Une dérivation illustrative de l'excédent de capitaux propres se trouve dans le tableau ci-contre.

Selon le Management, il n'y a pas d'actifs non-opérationnels ni d'engagements conditionnels à prendre en considération dans le cadre de cette évaluation.

Afin d'obtenir la valeur d'une action LLB, la valeur comptable des participations minoritaires au 30 juin 2021 a également été déduite de la valeur actualisée. Ceci correspond en grande partie aux intérêts minoritaires de Bank Linth.

Sur la base des hypothèses sous-jacentes décrites, des informations du Management ainsi que de nos propres considérations, nous avons déterminé une valeur des capitaux propres (après intérêts minoritaires) au 26 janvier 2022 de CHF 1'873.1 mio pour LLB en utilisant la méthode du DDM. Compte tenu du nombre d'actions en circulation, la valeur d'une action LLB est de CHF 61.3.

D'après l'analyse de sensibilité, la fourchette de valeurs se situe entre CHF 56.7 et CHF 66.5 par action LLB

Tableaux de sensibilité

CHF		Coût des capitaux propres				
Taux de croissance perpétuelle		7.59%	8.09%	8.59%	9.09%	9.59%
	1.00%	70.7	66.0	61.9	58.3	55.1
	0.75%	70.1	65.6	61.6	58.1	55.0
	0.50%	69.6	65.1	61.3	57.9	54.9
	0.25%	69.0	64.8	61.0	57.7	54.7
	0.00%	68.5	64.4	60.7	57.5	54.6

CHF		Coût des capitaux propres				
Cost-Income-Ratio en valeur terminale		7.59%	8.09%	8.59%	9.09%	9.59%
	63%	72.5	67.8	63.8	60.2	57.0
	64%	71.0	66.5	62.5	59.0	55.9
	65%	69.6	65.1	61.3	57.9	54.9
	66%	68.1	63.8	60.0	56.7	53.8
	67%	66.6	62.4	58.8	55.6	52.8

Dérivation de la fourchette de valeurs

Analyse de sensibilité

Pour étayer davantage nos résultats de la méthode du DDM, nous avons effectué deux analyses de sensibilité sur la valeur par action LLB. Les analyses montrent la sensibilité de la valeur de l'action aux variations des hypothèses fondamentales d'évaluation (voir les tableaux ci-contre).

Avec une variation du coût des capitaux propres et du taux de croissance perpétuelle de respectivement +/- 0.50 et 0.25 point de pourcentage, il en résulte une fourchette de valeurs de CHF 57.7 à CHF 65.6 par action LLB.

La deuxième analyse de sensibilité montre, avec une variation du coût des capitaux propres et du Cost-Income-Ratio de respectivement +/- 0.50 et 1.0 point de pourcentage, une fourchette de valeurs de CHF 56.7 à CHF 66.5 par action LLB.

En tenant compte de ces deux analyses de sensibilité, il en résulte donc une fourchette de valeur de CHF 56.7 et CHF 66.5 par action LLB.

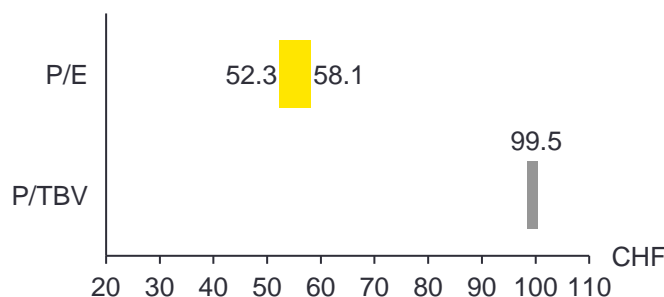
Conclusion

En utilisant la méthode du DDM, nous avons calculé une valeur ponctuelle de CHF 61.3 et une fourchette de valeurs de CHF 56.7 à CHF 66.5 par action LLB

La méthode des multiples boursiers résulte en une fourchette de valeurs entre CHF 52.3 et CHF 58.1 par action LLB

Résultats des multiples boursiers

CHF	P/E 2020A	P/E 2021E	P/E 2022E	P/TBV HY2021
Multiple pondéré	17.2x	12.3x	11.6x	1.7x
Valeur de référence (mio)	103.5	130.3 ¹	146.3 ²	1'771.6
Valeur par action LLB	58.1	52.3	55.7	99.5



Conclusion

Sur la base des multiples boursiers, la fourchette de valeurs se situe entre CHF 52.3 et CHF 58.1 par action LLB

Méthode des multiples boursiers

Pour la dérivation des multiples, nous nous sommes appuyés sur les groupes comparables, spécifiques à chaque division de marché, déjà utilisés pour dériver le bêta. Les multiples résultant des groupes comparables (voir annexe D) ont été dérivés selon la proportion moyenne des contributions respectives des divisions aux bénéfices (voir page 19) afin de déterminer les multiples pondérés et de les appliquer aux agrégats financiers consolidés de LLB.

Fondamentalement, il existe des multiples orientés vers le passé et l'avenir. Notre analyse est fondée sur le bénéfice après impôts et intérêts minoritaires (tant orienté vers le passé que vers l'avenir) et sur les capitaux propres ajustés après participations minoritaires (orientés vers le passé) comme valeur de référence relative.

L'application de multiples P/E est communément répandue et acceptée dans la pratique d'évaluation des banques, car elle compare directement la rentabilité d'une banque avec un prix observable sur le marché.

Le P/TBV est un autre multiple communément répandu dans la pratique d'évaluation. Le P/TBV fait référence aux capitaux propres reportés qui ont été ajustés en excluant les actifs incorporels (goodwill compris) (« capitaux propres ajustés »), car les actifs incorporels doivent également être déduits des fonds propres éligibles d'un point de vue réglementaire. Les capitaux propres ajustés réduisent les distorsions dues à des normes comptables différentes. Par exemple, le goodwill n'est pas amorti selon les normes IFRS (sous réserve d'un test de dépréciation positif), alors que les normes comptables de la loi sur les banques et des directives de la FINMA permettent d'amortir le goodwill sur une certaine période ou de le compenser par des capitaux propres.

Toutefois, le P/TBV ne tient pas compte des différences de profitabilité entre les différentes banques du groupe comparable. Une application directe du P/TBV peut – comme dans le cas présent – également conduire à des distorsions d'évaluation, raison pour laquelle une telle application n'est pas considérée et qu'un P/TBV est plutôt appliqué dans une analyse de régression (voir page suivante).

1) Résultat net consolidé selon communiqué de presse du 20 janvier 2022 moins intérêts minoritaires estimés par EY ;

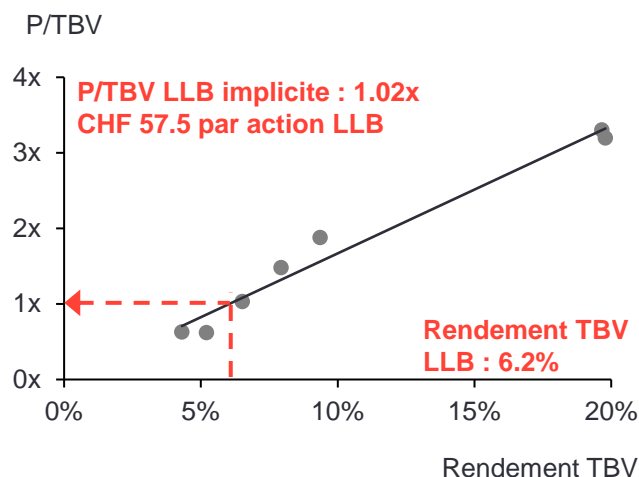
2) Valeur de référence prospective selon les estimations publiées par les analystes

Source : LLB, Capital IQ, Analyse EY

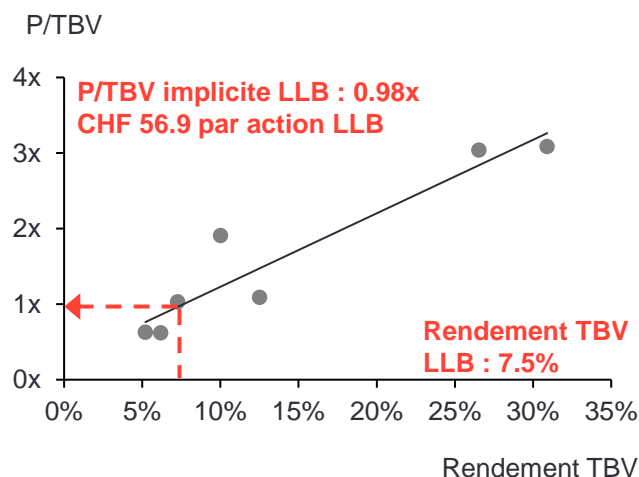
L'analyse de régression résulte en une fourchette de valeurs de CHF 56.9 à CHF 57.5 par action LLB

Représentation graphique

P/TBV, Rendement TBV (2020)



P/TBV, Rendement TBV (HY2021)



Analyse de régression

Comme expliqué à la page précédente, le multiple P/TBV est communément utilisé dans la pratique d'évaluation de banques. Cependant, ce multiple ne tenant pas compte des différences de profitabilité (rendement TBV) de chaque banques, l'application directe peut entraîner des distorsions d'évaluation. L'analyse de régression élimine cette disparité en rendant visible la relation entre le multiple P/TBV observé sur le marché et le rendement TBV atteint.

Pour nous assurer que l'analyse de régression tient compte des attentes les plus récentes du marché concernant la performance financière de LLB, nous nous appuyons sur les informations financières les plus récentes disponibles (2020 et HY2021 sur une base annualisée). Nos analyses du rendement TBV du groupe comparable pour l'exercice 2020 (graphique supérieur) et de l'exercice semestriel 2021 (graphique inférieur) montrent une forte corrélation entre le multiple P/TBV et le rendement TBV : le coefficient de corrélation est respectivement de 97.2% pour 2020 et 89.0% pour HY2021.

En raison son rendement TBV, les multiples P/TBV implicites de LLB sont de respectivement 1.02x pour 2020 et 0.98x pour HY2021. Appliqué aux capitaux propres ajustés après participations minoritaires de LLB au 31 décembre 2020 et au 30 juin 2021, il en résulte une fourchette de valeur de CHF 56.9 à CHF 57.5 par action LLB.

Conclusion

À l'aide de l'analyse de régression, nous avons déterminé une fourchette de valeur de CHF 56.9 à CHF 57.5 par action LLB

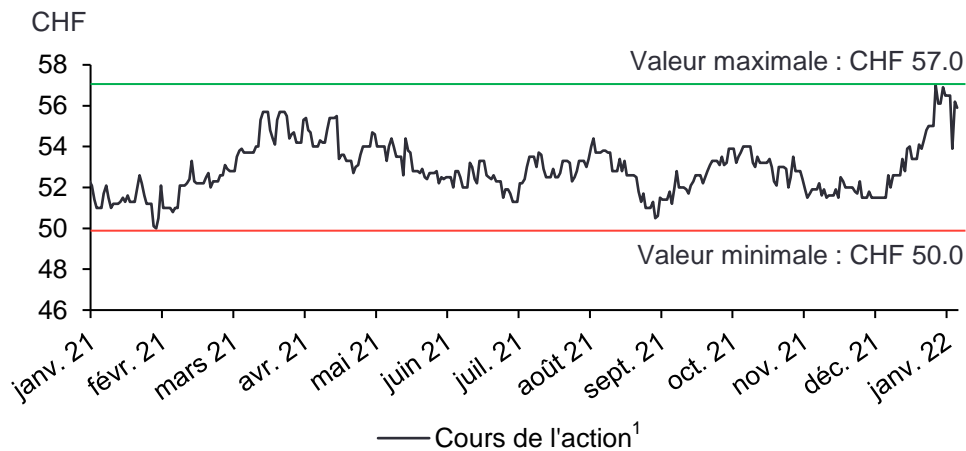
La valeur de l'action LLB a oscillé au cours des douze derniers mois dans une fourchette de valeurs de CHF 50.0 à CHF 57.0

Évolution du cours de l'action

Le graphique ci-dessous montre l'évolution du cours de l'action LLB au cours de la période considérée allant du 27 janvier 2021 au 26 janvier 2022.

Le cours de clôture le plus bas des douze derniers mois était de CHF 50.0 et a été observé le 23 février 2021.

Le cours de clôture le plus élevé des douze derniers mois a été de CHF 57.0 et a été observé le 17 janvier 2022.



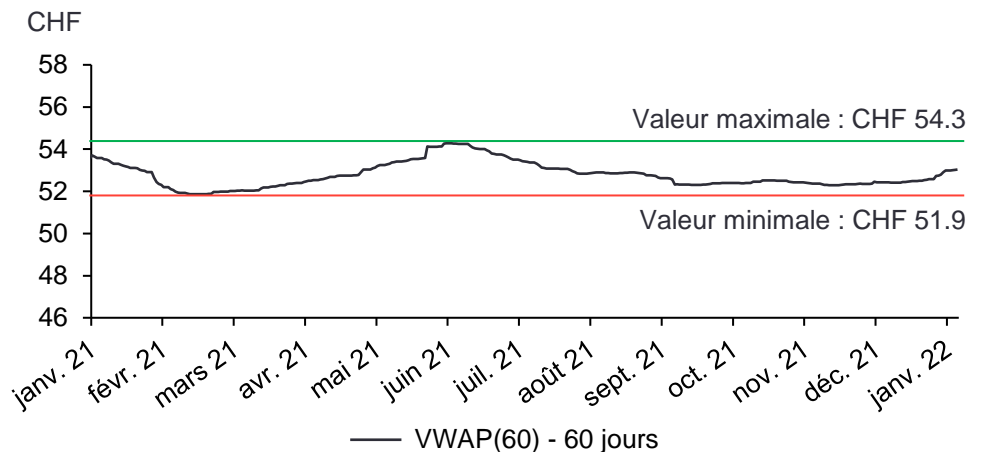
Le cours de clôture de l'action LLB se trouvait à CHF 55.9 le 26 janvier 2022

Évolution du VWAP(60)

Le graphique ci-dessous montre le cours moyen en fonction de la pondération des volumes sur 60 jours (VWAP(60)) de l'action LLB au cours de la période considérée allant du 27 janvier 2021 au 26 janvier 2022.

La valeur la plus basse du VWAP(60) au cours des douze derniers mois était de CHF 51.9 et a été mesurée du 4 mars au 18 mars 2021.

La valeur la plus élevée du VWAP(60) au cours des douze derniers mois était de CHF 54.3 et a été mesurée du 24 juin au 1er juillet 2022.



Le VWAP(60) de l'action LLB se trouvait à CHF 53.0 le 26 janvier 2022

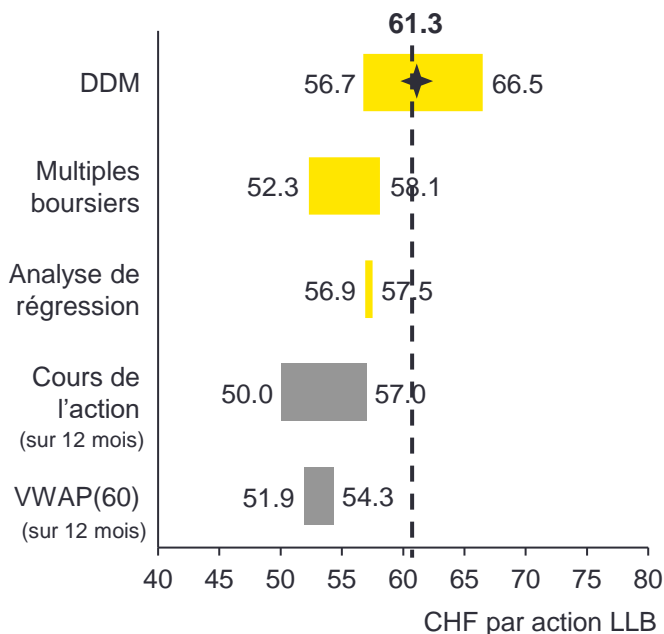
1) Cours de clôture des jours de bourse respectifs
Source : Capital IQ, Analyse EY

4

Résultat de l'évaluation

L'utilisation de la méthode du DDM donne une valeur ponctuelle de CHF 61.3 par action LLB au 26 janvier 2022

Aperçu des résultats d'évaluation



Conclusion

Le graphique ci-contre montre les résultats d'évaluation au 26 janvier 2022.

En appliquant la méthode du DDM, la fourchette de valeurs de l'action LLB est comprise entre CHF 56.7 et CHF 66.5. La méthode du DDM est basée sur l'hypothèse de continuité d'exploitation et permet, contrairement aux méthodes de marché, de prendre en compte des facteurs spécifiques à l'entreprise. Il s'agit donc de notre méthode d'évaluation primaire.

L'application de la méthode des multiples boursiers conduit à une fourchette de valeurs de l'action LLB de CHF 52.3 à CHF 58.1. L'analyse de régression est utilisée pour éliminer certaines disparités reflétées par le multiple P/TBV, en prenant explicitement en compte la relation entre le multiple P/TBV observée sur le marché et le rendement TBV atteint. Il en résulte une fourchette de valeurs de CHF 56.9 à CHF 57.5 par action LLB. Les résultats déterminés par le biais des méthodes de marché sont inférieurs au résultat de la méthode du DDM, car ils ne tiennent pas entièrement compte du potentiel de croissance ni des gains d'efficacité attendus selon le PMT et ne reflètent donc pas des facteurs de succès durables.

En complément de nos propres considérations, le graphique ci-contre montre la fourchettes de valeurs de douze mois du cours de l'action et du cours moyen en fonction de la pondération des volumes. Cependant, en raison de la liquidité insuffisante du titre, ces valeurs n'ont qu'une pertinence limitée et ne sont donc pas considérées dans l'évaluation de l'action LLB.

Au regard des méthodes d'évaluation utilisées et des considérations exposées ci-dessus, nous considérons que le résultat de l'évaluation DDM est la base prépondérante pour déterminer la valeur et estimons donc une valeur ponctuelle de CHF 61.3 par action LLB. Il est à noter que la valeur ponctuelle calculée inclut les dividendes encore non-proposés ou distribués pour l'exercice 2021. Ainsi, la valeur par action LLB devrait être ajustée après tout paiement de dividendes.

Le rapport d'évaluation a été finalisé le 28 janvier 2022.

Ernst & Young AG

Nick Blaydes

Nick Blaydes
Associate Partner

M. Protitch

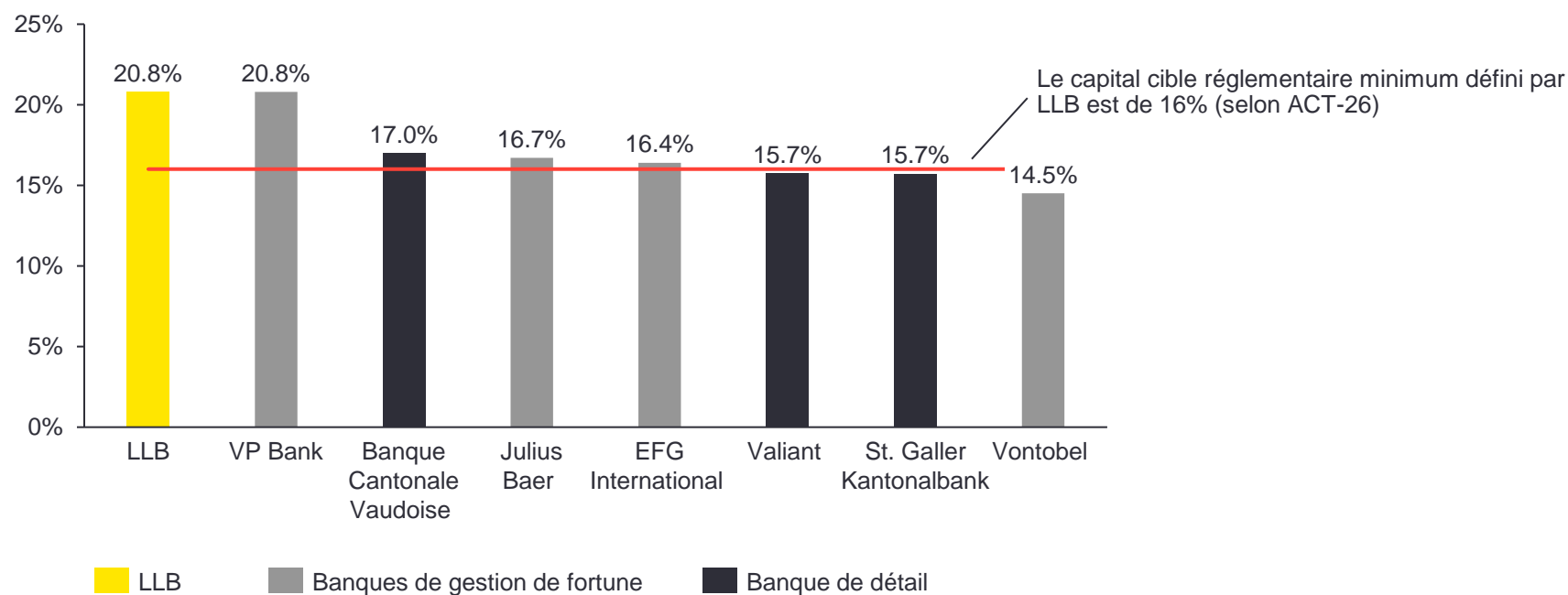
Mina Protitch, CFA
Director

5

Annexes

Annexe A : LLB a un ratio CET1 élevé par rapport aux banques des deux groupes comparables

Ratio CET1 des groupes comparables, HY2021



Annexe B : Seules les actions liquides ont été incluses dans les groupes comparables

Banques de gestion de fortune

Banque	Nombre de mois au-dessus du seuil de liquidité	Critère ¹ satisfait?
Julius Baer	12	Oui
EFG International	12	Oui
Vontobel	12	Oui
VP Bank	11	Oui

Banques de détail

Banque	Nombre de mois au-dessus du seuil de liquidité	Critère ¹ satisfait?
Bank Linth	0	Non
Banque Cantonale de Genève	2	Non
Banque Cantonale Vaudoise	12	Oui
Basellandschaftliche Kantonalbank	3	Non
Basler Kantonalbank	0	Non
Berner Kantonalbank	7	Non
Glarner Kantonalbank	9	Non
Graubündner Kantonalbank	0	Non
Hypothekarbank Lenzburg	0	Non
Luzerner Kantonalbank	5	Non
St. Galler Kantonalbank	12	Oui
Thurgauer Kantonalbank	0	Non
Valiant	12	Oui
Walliser Kantonalbank	0	Non
Zuger Kantonalbank	0	Non

1) Critère selon Circulaire n° 2 de la COPA
Source : Capital IQ, Analyse EY

Annexe C : Le bêta ajusté, pondéré peut être calculé au moyen des deux groupes comparables

Banques de gestion de fortune

Banque	Bêta ajusté ¹
Julius Baer	1.531
EFG International	1.215
Vontobel	1.435
VP Bank	0.846
Médiane	1.325

Banques de détail

Banque	Bêta ajusté ¹
Banque Cantonale Vaudoise	0.565
St. Galler Kantonalbank	0.659
Valiant	0.888
Médiane	0.659

Groupes comparables	Pondération	Bêta ajusté
Banque de gestion de fortune	66.5%	1.325
Banques de détail	33.5%	0.659
Bêta ajusté, pondéré	100.0%	1.101

1) Bêta ajusté = (2/3) bêta régressé + (1/3)*1, ajustement selon Blume
Source : Capital IQ, Analyse EY

Annexe D : Les multiples pondérés peuvent être calculés au moyen des deux groupes comparables

Banques de gestion de fortune

Banque	Pays	Cours (CHF) au 26 janv. 22	Capitalisation (CHF mrd)	TBV (CHF mrd) HY2021	Rendement TBV		P/E			P/TBV	
					2020	HY2021	2020A	2021E	2022E	2020	HY2021
Julius Baer	Suisse	60.62	12.51	4.05	19.7%	30.9%	17.9x	10.8x	10.9x	3.3x	3.1x
EFG International	Suisse	7.04	2.14	1.96	7.9%	12.5%	18.5x	11.9x	9.4x	1.5x	1.1x
Vontobel	Suisse	76.05	4.27	1.40	19.8%	26.5%	17.6x	11.3x	11.3x	3.2x	3.0x
VP Bank	Liechtenstein	99.00	0.60	0.97	4.3%	6.2%	14.5x	9.9x	8.1x	0.6x	0.6x
Median							17.8x	11.1x	10.1x	2.3x	2.1x

Banques de détail

Banque	Pays	Cours (CHF) au 26 janv. 22	Capitalisation (CHF mrd)	TBV (CHF mrd) HY2021	Rendement TBV		P/E			P/TBV	
					2020	HY2021	2020A	2021E	2022E	2020	HY2021
Banque Cantonale Vaudoise	Suisse	76.40	6.56	3.44	9.4%	10.0%	19.8x	18.7x	18.2x	1.9x	1.9x
St. Galler Kantonalbank	Suisse	446.00	2.67	2.59	6.5%	7.3%	16.0x	14.7x	14.6x	1.0x	1.0x
Valiant	Suisse	92.90	1.47	2.34	5.2%	5.2%	12.0x	11.8x	11.6x	0.6x	0.6x
Median							16.0x	14.7x	14.6x	1.0x	1.0x

Multiples pondérés

Groupes comparables	Pondération	P/E			P/TBV	
		2020A	2021E	2022E	2020	HY2021
Banques de gestion de fortune	66.5%	17.8x	11.1x	10.1x	2.3x	2.1x
Banques de détail	33.5%	16.0x	14.7x	14.6x	1.0x	1.0x
Multiples pondérés	100.0%	17.2x	12.3x	11.6x	1.9x	1.7x

6

Liste des abréviations

Liste des abréviations

AG	Société anonyme (all. Aktiengesellschaft)	n.d.	Non disponible
CAGR	Taux de croissance annuel composé (angl. Compound Annual Growth Rate)	P/E	Ratio cours-bénéfice (angl. Price-to-Earnings)
CET1	Capitaux propres de base durs (angl. Common Equity Tier 1)	P/TBV	Ratio cours-TBV
CIR	Aufwand-Ertrags-Verhältnis (angl. Cost-Income-Ratio)	PFK	Clients privés et corporatifs (all. Privat- und Firmenkunden)
COPA	Commission des offres publiques d'acquisition (Commission des OPA)	p.a.	Per annum
CHF	Franc suisse	SA	Société anonyme
DDM	Dividend Discount Model	SIX	Bourse Suisse SIX Swiss Exchange
EY	Ernst & Young AG, Suisse	TBV	Valeur comptable des capitaux propres déduite du goodwill et autres actifs incorporels, hors participations minoritaires (angl. Tangible Book Value)
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers	VAN	Valeur actualisée nette
GmbH	Société à responsabilités limitées (all. Gesellschaft mit beschränkter Haftung)	VWAP(60)	Cours moyen en fonction de la pondération des volumes sur les 60 derniers jours (angl. Volume-Weighted Average Price 60 Days)
HYXX	Clôture semestrielle 20XX		
IFRS	International Financial Reporting Standards		
IWM	Gestion de fortune internationale (angl. International Wealth Management)		
LLB	Liechtensteinische Landesbank AG		
mio	Million(s)		
mrd	Milliard(s)		
Net New Loans	Afflux net de prêts		
Net New Money	Afflux net de capitaux		

