

# ***Fairness Opinion*** **Banque Cler SA**

*Fairness Opinion  
concernant l'offre pu-  
blique d'acquisition de  
la  
Banque cantonale de  
Bâle*

*31 juillet 2018*





## ***Fairness Opinion à l'intention du Conseil d'administration de la Banque Cler SA***

concernant

*l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition de la Banque cantonale de Bâle, Bâle (Suisse) portant sur toutes les actions au porteur de la Banque Cler SA, Bâle (Suisse) qui sont détenues par le public*

Zurich, le 31 juillet 2018

---

*PricewaterhouseCoopers SA, Birchstrasse 160, CH-8050 Zurich  
Téléphone : +41 (0) 58 792 44 00, fax : +41 (0) 58 792 44 10, [www.pwc.ch](http://www.pwc.ch)*

---

# ***Table des matières***

---

<b><i>Index des abréviations</i></b> .....	<b>5</b>
<b><i>1 Introduction</i></b> .....	<b>6</b>
1.1 Situation de départ .....	6
1.2 Notre mandat.....	6
1.3 Procédure .....	6
1.4 Bases d'évaluation .....	7
<b><i>2 Aperçu de la Banque Cler</i></b> .....	<b>8</b>
2.1 Structure de la Banque Cler .....	8
2.2 Activité commerciale et stratégie.....	8
2.3 Evolution financière historique de la Banque Cler .....	9
2.3.1 Produit d'exploitation.....	9
2.3.2 Charges d'exploitation .....	10
2.3.3 Situation patrimoniale et financière .....	11
2.4 Contexte de marché actuel et tendances dans le retail banking .....	12
2.4.1 Perspectives économiques .....	12
2.4.2 Conditions-cadres monétaires.....	13
2.4.3 Tendances dans le retail banking .....	13
2.5 Explications relatives à la planification financière de la Banque Cler.....	13
<b><i>3 Analyse de la valeur de la Banque Cler</i></b> .....	<b>16</b>
3.1 Dividend Discount Model .....	16
3.1.1 Fondements théoriques .....	16
3.1.2 Application de la méthode DDM.....	17
3.2 Évaluation de marché.....	19
<b><i>4 Analyse du cours de l'action et du volume de négoce</i></b> .....	<b>21</b>
<b><i>5 Récapitulatif</i></b> .....	<b>22</b>

---

---

<b>6 Annexe.....</b>	<b>23</b>
Annexe 1 : Analyse du ratio des fonds propres globaux.....	23
Annexe 2 : Analyse du bêta.....	24
Annexe 3 : Déduction du coût des capitaux propres.....	25
Annexe 4 : Analyse du rendement des fonds propres.....	26
Annexe 5 : Multiplicateurs de sociétés cotées comparables.....	27
Annexe 6 : Analyse du coefficient d'exploitation.....	28

# ***Index des abréviations***

Action Banque Cler	Action au porteur de la Banque Cler SA
Banque Cler	Banque Cler SA
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CH	Suisse
CHF	Francs suisses
CO	Code suisse des obligations
CoE	<i>Cost of equity</i> (coût des capitaux propres)
Conseil d'administration	Conseil d'administration de la Banque Cler SA
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
Fairness Opinion	Expertise d'évaluation portant sur l'évaluation financière de l'offre publique d'acquisition de la Banque cantonale de Bâle
FAUB	Comité technique d'évaluation des entreprises
FP	Fonds propres
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
LFus	Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine
LIMF	Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés
Management	Management de la Banque Cler SA
Mio	Millions
Mrd	Milliards
Offrant	Banque cantonale de Bâle
Offre	Offre publique d'acquisition de la Banque cantonale de Bâle
PwC	PricewaterhouseCoopers SA
SA	Société anonyme
SIX	SIX Swiss Exchange
Société visée	Banque Cler SA

# **1 Introduction**

## **1.1 Situation de départ**

La Banque cantonale de Bâle, Bâle, Suisse (« offrant »), détient directement 12 776 601 actions au porteur de la Banque Cler SA, Bâle, Suisse (« Banque Cler » ou « société visée ») au total au 19 juin 2018, correspondant à 75,71 % du capital-actions et des droits de vote de la société visée.

L'offrant a l'intention de soumettre une offre publique d'acquisition (« offre ») au sens de l'art. 125 ss. de la Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés (« LIMF ») portant sur toutes les actions au porteur de la société visée détenues par le public ayant une valeur nominale de CHF 20,00 chaque (« action de la Banque Cler) le 2 août 2018 ou aux alentours de cette date. Les actions de la Banque Cler sont cotées à SIX Swiss Exchange (« SIX ») (ISIN CH0018116472).

L'offrant a l'intention d'encourager la société visée à demander, à l'expiration de l'offre, la décotation des actions de la Banque Cler auprès de SIX conformément aux dispositions de SIX.

Si l'offrant détient, à l'expiration de l'offre, plus de 98 % des droits de vote de la société visée, il se réserve le droit de demander l'annulation des actions de la Banque Cler restantes au sens de l'art. 137 LIMF. Si l'offrant détient, à l'expiration de l'offre, entre 90 % et 98 % des droits de la société visée suite à l'offre, l'offrant se réserve le droit de fusionner la société visée avec l'offrant ou avec une filiale suisse directe ou indirecte de l'offrant et de dédommager les détenteurs d'actions de la Banque Cler restantes au sens de l'art. 8, al. 2 de la Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine (« LFus »).

## **1.2 Notre mandat**

Le Conseil d'administration de la Banque Cler (« Conseil d'administration ») a chargé PricewaterhouseCoopers SA (« PwC ») de préparer une expertise d'évaluation (« Fairness Opinion ») afin de vérifier l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition susmentionnée.

La Fairness Opinion doit donner aux membres du Conseil d'administration et aux actionnaires publics de la Banque Cler une opinion tierce d'une perspective neutre pour savoir si le prix offert de CHF 52,00 par action au porteur est juste et approprié du point de vue financier. Cette expertise résume les résultats de nos analyses. Elle peut être publiée dans le cadre de l'offre publique d'acquisition de la Banque cantonale de Bâle portant sur toutes les actions au porteur de la Banque Cler qui sont détenues par le public.

Cette expertise ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de rejeter l'offre publique d'acquisition. Elle ne contient pas non plus d'estimation des incidences que pourrait avoir l'acceptation ou le rejet de l'offre.

## **1.3 Procédure**

Pour évaluer le prix d'acquisition offert, PwC effectue des analyses de valeur détaillées concernant la société visée à la date d'évaluation du 30 juin 2018. Il en résulte une fourchette de valeurs des fonds propres et, par déduction, une fourchette de valeurs par action au porteur de la Banque Cler dans laquelle devrait se situer une offre d'acquisition plausible et considérée comme financièrement juste.

Les analyses de valeur se basent sur une approche au niveau de l'entreprise. Les effets sur chaque actionnaire – les incidences fiscales notamment – ne sont pas pris en compte. Une prise en compte exhaustive ne serait guère possible en pratique en raison de la diversité des situations des actionnaires concernés.

Notre expertise d'évaluation se base sur la méthode du *Dividend Discount Model* (« DDM ») parce que la capacité de rendement future de la Banque Cler peut être évaluée au mieux avec cette procédure. En outre, la méthode DDM offre la flexibilité nécessaire afin d'augmenter la pertinence des analyses de valeur avec des analyses de scénarios. Afin tenir compte du contexte de marché actuellement difficile et des incertitudes concernant la capacité de rendement future de manière appropriée, des analyses de sensibilité sont également effectuées pour représenter les incidences financières en cas de variation des facteurs de valeur clés.

Les résultats de la méthode DDM sont comparés avec les résultats de la méthode d'évaluation de marché et plausibilisés. Cette dernière inclut l'analyse de multiplicateurs de sociétés cotés en bourse comparables et l'analyse de transactions comparables.

Enfin, une analyse du cours de l'action et du volume de négoce est également effectuée afin de comparer les résultats de l'évaluation aux prix de marché actuels.

## **1.4 Bases d'évaluation**

Afin d'évaluer l'offre, PwC a principalement utilisé les bases d'information et de données suivantes :

- Des informations accessibles au public concernant la Banque Cler qui sont considérées comme pertinentes pour l'analyse, notamment les rapports annuels et semestriels qui ont été publiés de 2015 à 2018 ainsi que les communiqués de presse et les articles de journaux ;
- Des informations financières internes préparées par le management de la Banque Cler (« management ») qui sont considérées comme pertinentes pour l'analyse, notamment les chiffres finaux au 30 juin 2018, le *business plan* de 2018 à 2021 (y compris la planification des fonds propres, la planification des actifs pondérés des risques et les données brutes qui sous-tendent la planification) et le plan d'investissement de la Banque Cler ;
- Des entretiens avec le management concernant la situation financière et bénéficiaire actuelle, l'orientation stratégique et les perspectives économiques de la Banque Cler ainsi qu'une discussion des facteurs de valeur, hypothèses et risques clés dans le *business plan* de la Banque Cler ;
- Des analyses des marchés des capitaux de Duff & Phelps (2017 Valuation Handbook) ;
- Des données financières et relatives aux marchés des capitaux obtenues de Capital IQ sur certaines sociétés comparables cotées ;
- Des données relatives à des transactions comparables (surtout des bases de données de mergermarket et de Capital IQ) ;

Les informations et réflexions contenues dans le présent document concernent le moment où le présent document a été établi et peuvent donc subir des modifications. PwC n'a procédé à aucune révision au sens de la loi ni effectué de due diligence. PwC n'a pas audité les informations mises à disposition par la Banque Cler et accessibles au public, mais a supposé qu'elles étaient complètes et exactes. Cependant, notamment pour les informations mises à disposition par la Banque Cler, PwC a entrepris des contrôles de plausibilité et les a remis en question de manière critique lors d'entretiens avec le management.

## ***2 Aperçu de la Banque Cler***

### ***2.1 Structure de la Banque Cler***

La Banque Cler SA est une société anonyme indépendante de droit privé dont le siège est établi à Bâle. La forme juridique et d'organisation actuelle se base sur les dispositions du droit des actions du Code suisse des obligations (« CO ») et sur les statuts du 20 avril 2017.

La Banque Cler n'a pas de structure de groupe propre. La Banque cantonale de Bâle est l'actionnaire le plus important avec 75,7 % du capital et des droits de vote. La Banque Cler fait donc partie du périmètre de consolidation de la Banque cantonale de Bâle. Au plan opérationnel, la Banque Cler opère comme banque universelle dans toute la zone économique suisse et se concentre en premier lieu sur le suivi de clients de placement et de crédit.

Comme la Banque Cler appartient au périmètre de consolidation de la Banque cantonale de Bâle, des tâches pertinentes pour la Banque Cler en rapport avec la surveillance réglementaire consolidée sont en partie assurées par des organes de la Banque cantonale de Bâle ou par des organes désignés conjointement.

La Banque Cler dispose entre autres de participations dans la Banque des Lettres de Gage d'Établissements suisses de Crédit hypothécaire SA (4,09 %), Wohnbau-Genossenschaftsverband Nordwest (5,28 %), Wohnstadt Bau- und Verwaltungsgenossenschaft (1,25 %) et Aduno Holding SA (0,9 %), qui sont toutes considérées comme nécessaires à l'exploitation de la Banque Cler.

### ***2.2 Activité commerciale et stratégie***

La Banque Cler, avec ses quelque 450 collaborateurs, se concentre sur les clients privés, les PME et les coopératives de construction et d'habitation. Elle se positionne ainsi comme une banque numérique ayant une présence physique dans les centres urbains de la Suisse entière. Avec 32 succursales, la Banque Cler est présente dans toutes les régions du pays et propose à la clientèle une offre complète de produits et prestations bancaires dans les domaines des paiements, de l'épargne, de la prévoyance, du financement et des placements. L'accent est mis d'une part sur le conseil global et individuel, d'autre part sur l'utilisation de canaux numériques. Avec cette double approche d'offensive du marché (développement de l'activité bancaire traditionnelle et investissement dans la transformation numérique), la Banque Cler veut croître et augmenter sa part de marché en Suisse au cours des prochaines années.

Dans le cadre de l'utilisation de canaux numériques, la succursale virtuelle myCler a été introduite en juin 2017. Elle permet à des nouveaux clients d'ouvrir un compte ou de commander des cartes de crédit sans aucun support papier. En même temps, on peut également établir un profit d'investisseur et investir dans une solution de placement. En outre, l'offre numérique a encore été élargie avec le lancement de Banque Cler Quanto.

En 2017, le conseil d'administration a concrétisé les orientations stratégiques avec lesquelles les objectifs de croissance doivent être atteints jusqu'en 2021. Des paquets de produits, prestations et services faciles à comprendre et axés sur les besoins des clients figurent au cœur de ces orientations. Parallèlement, une gestion systématique de l'innovation doit permettre d'identifier de nouveaux modèles d'affaires et d'exploiter des sources de revenus supplémentaires. Enfin, l'efficacité et l'harmonisation des processus doivent continuer d'être promues au sein du groupe de sociétés de la Banque cantonale de Bâle. Sur la base des objectifs définis, les cinq orientations stratégiques sui-



vantes ont été identifiées : Attirer les clients, atteindre de nouveaux groupes de clients, accroître l'efficacité, renforcer la capacité d'innovation et encourager la transformation numérique et la durabilité.

L'objectif des orientations stratégiques est d'accroître durablement la valeur de l'entreprise. Pour cette raison, la Banque Cler s'oriente également sur le principe de la gestion bancaire axée sur la valeur en matière de pilotage financier. À cette fin, l'*economic profit*, qui tient compte des coûts et des produits, mais aussi des risques, est utilisé comme indicateur pour piloter la banque et mesurer sa performance sur une base ajustée des risques. Cela a donc des répercussions sur la manière de penser, de planifier et d'agir au sein de la Banque Cler : la priorité est d'augmenter durablement la valeur de l'entreprise, et non d'obtenir une croissance à court terme des volumes et des produits ponctuels.

## ***2.3 Evolution financière historique de la Banque Cler***

### ***2.3.1 Produit d'exploitation***

La Banque Cler a réalisé un produit d'exploitation d'environ CHF 256 millions durant l'exercice 2017, ce qui correspond à une hausse de près de CHF 11 millions par rapport à l'année précédente (+4,5 %). Avec presque 73 % du produit d'exploitation en 2017, le résultat net des opérations d'intérêts représente de loin la principale source de revenu de la Banque Cler, suivi par les opérations de commissions et de prestations de services avec un peu plus de 21 %, les activités de négoce (environ 5 %) et les autres opérations ordinaires.

Les opérations d'intérêts étaient également le principal moteur de croissance du produit d'exploitation en 2017, sachant que l'augmentation était surtout due à la hausse du résultat brut des opérations d'intérêts et à la dissolution de correctifs de valeur relatifs aux risques de défaillance suite à une forte amélioration de la situation en matière de risques.

Grâce au succès des opérations de commissions et de prestations de services, le produit des commissions sur les titres et les opérations de placement a également progressé en 2017. La « Solution de placement » lancée par la Banque Cler a contribué à cette évolution positive. Elle donne à la clientèle la possibilité d'investir dans une solution de délégation à partir d'un montant de CHF 10 000, ce qui représente un complément attrayant du compte d'épargne dans l'environnement durable de taux bas. En revanche, le produit des commissions sur les autres activités de commissions marque un recul en raison de la diminution du produit des cartes.

Figure 1 montre l'évolution historique du produit d'exploitation de la Banque Cler durant les exercices 2015 à 2017. La Banque Cler a réussi à accroître son produit d'exploitation de plus de 5 % sur cette période malgré un contexte de marché difficile caractérisé par un environnement de taux bas et une concurrence accrue. Il convient de noter que les opérations d'intérêts ont eu la contribution la plus importante, avec une croissance d'environ 12 %.

### Produit d'exploitation

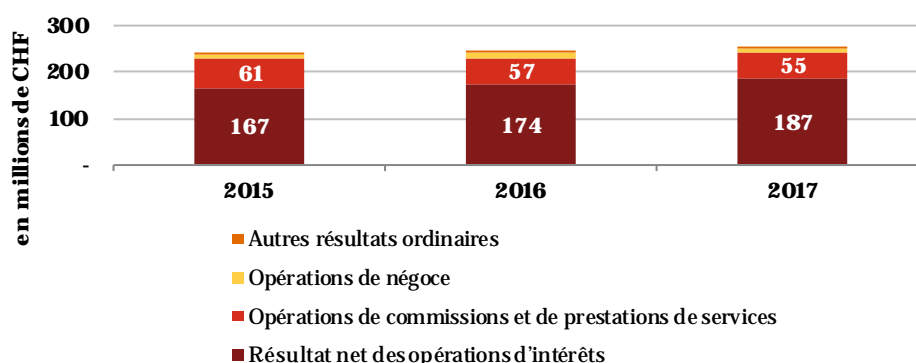


Figure 1 : Évolution historique du produit d'exploitation (source : Banque Cler)

Au premier semestre 2018, le produit d'exploitation a encore augmenté légèrement par rapport à l'année précédente, à environ CHF 124 millions. Une contribution décisive est venue d'une nouvelle hausse du résultat d'intérêts, soutenue par un développement adapté aux risques et axé sur les revenus de l'activité hypothécaire et par une optimisation accrue des coûts de refinancement. Les opérations de commissions et de prestations de services étaient en léger retrait par rapport à l'année précédente parce que les incertitudes politiques et économiques sur les marchés ont freiné les activités des investisseurs. Par rapport à l'année précédente, le résultat des autres opérations ordinaires a progressé de plus de CHF 1,0 million.

#### 2.3.2 Charges d'exploitation

Au niveau des charges d'exploitation, l'exercice 2017 a été marqué par différents événements exceptionnels qui rendent difficile la comparaison avec les années antérieures. Le changement de nom de « Banque Coop » en « Banque Cler » en mai 2017 a rendu nécessaire une importante offensive de marché qui a induit une forte hausse des frais généraux d'exploitation. De plus, la Banque Cler a décidé durant l'exercice 2017 de renforcer la caisse de pension avec une affectation ponctuelle supérieure à CHF 10 millions et de réduire le taux d'intérêt technique. Cela a engendré une augmentation correspondante des frais de personnel.

Le lancement des premiers produits financiers numériques et de la succursale virtuelle a commencé dès l'exercice 2016. Conjugué aux investissements liés à la transformation du siège social au Aeschenplatz à Bâle, cela a également conduit à une augmentation de la structure des coûts. La répercussion sur la rentabilité a été négative car les la modernisation de l'offre de la Banque Cler et l'atteinte de nouveaux segments de clientèle qui en découle ne peuvent pas avoir d'effet positif sur le produit d'exploitation avant les années suivantes.

Figure 2 montre l'évolution historique des charges d'exploitation de la Banque Cler durant les exercices 2015 à 2017 ainsi que le coefficient d'exploitation (avant amortissements, correctifs de valeur, provisions et pertes) réalisé pendant la même période. Malgré la croissance du produit d'exploitation réalisée par le passé, le coefficient d'exploitation n'a pas diminué à cause de l'augmentation disproportionnée des charges d'exploitation. Le coefficient a notamment subi une forte distorsion à la hausse due à des effets exceptionnels pendant l'exercice 2017.

### Charges d'exploitation

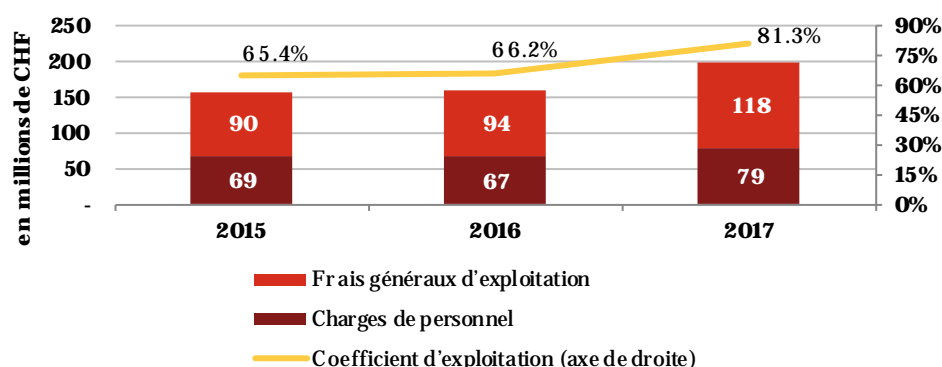


Figure 2 : Évolution historique des charges d'exploitation (source : Banque Cler)

Au premier semestre 2018, les charges d'exploitation ont marqué un net recul par rapport à l'année précédente à près de CHF 87 millions (réduction de coûts d'environ CHF 9 millions par rapport au premier semestre 2017). Cela était surtout dû à la disparition des coûts liés au changement de nom et au nouveau positionnement de la Banque Cler. Mais les investissements d'avenir dans la numérisation et le renouvellement du réseau de succursales continuent de peser sur les frais généraux d'exploitation.

#### 2.3.3 Situation patrimoniale et financière

Au niveau du bilan, la somme du bilan de la Banque Cler a augmenté de près de CHF 630 millions à CHF 17,5 milliards pendant l'exercice 2017. Cette croissance était marquée par une hausse des prêts à la clientèle et la disposition des liquidités disponibles à la fin de l'année. Une partie d'entre elles ont été logées sur le compte de virement auprès de la Banque nationale suisse, ce qui explique le montant encore élevé de CHF 2 milliards de liquidités. Le reste a été placé sur le marché interbancaire. En conséquence, la Banque Cler disposait d'un volant de liquidités confortable à fin 2017, comme en atteste le Liquidity Coverage Ratio de 185,0 %. Les prescriptions légales étaient donc largement respectées à fin 2017.

Au niveau des prêts à la clientèle, la Banque Cler a affiché une croissance qualitative pendant l'exercice 2017, avec une hausse d'environ CHF 556 millions des créances hypothécaires. Celle-ci était deux fois plus forte que l'année précédente et souligne la confiance durablement élevée de la clientèle envers la Banque Cler. En raison d'ajustements des conditions au marché pendant l'ensemble de l'année et de conditions relativement avantageuses sur les échéances à court et moyen terme, la clientèle a surtout privilégié les hypothèques à taux fixe. Leur part du portefeuille hypothécaire global a donc de nouveau augmenté pour atteindre 92,0 % (exercice 2016 : 90,6 %).

Les engagements résultant des dépôts de la clientèle ont poursuivi la tendance de l'année précédente pendant l'exercice 2017 et ont atteint un niveau de CHF 12,0 milliards (exercice 2016 : CHF 11,9 milliards). Cette hausse venait d'apports de dépôts à terme et à vue d'environ CHF 190 millions moins une baisse de quelque CHF 104 millions des engagements envers la clientèle sous forme d'épargne et de placement.

Les fonds du public, composés d'engagements résultant des dépôts de la clientèle, d'obligations de caisse et de crédits et prêts sur lettre de gage, ont progressé de plus de CHF 650 millions à CHF 15,5 milliards à fin 2017. Par ailleurs, le taux de refinancement II a atteint un nouveau record de 104,0 % (exercice 2016 : 102,4 %).

Les fonds propres publiés à fin 2017 s'élevaient à environ CHF 1180 millions (après répartition du bénéfice), ce qui représente une hausse malgré une année difficile (exercice 2016 : CHF 1166 millions). Ces fonds propres se composent du capital-actions de CHF 337,5 millions, de la réserve de capital de CHF 49,9 millions, de la réserve de bénéfices de CHF 364,0 millions et des réserves pour risques bancaires généraux de CHF 428,3 millions.

Figure 3 montre l'évolution historique d'une sélection d'autres ratios du bilan de la Banque Cler durant les exercices 2015 à 2017.

<b>Ratios du bilan de la Banque Cler</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Prêts à la clientèle en % de la somme du bilan	86.0%	86.0%	85.2%
Créances hypothécaires en % des prêts à la clientèle	96.8%	97.0%	98.1%
Dépôts des clients en % de la somme du bilan	71.2%	70.4%	68.4%
Taux de refinancement I (fonds des clients / prêts à la clientèle)	83.4%	82.3%	80.4%
Taux de refinancement II (fonds du public / prêts à la clientèle)	103.6%	102.4%	104.0%
Ratio de capitaux propres	7.0%	7.1%	6.9%
Ratio des fonds propres de base durs (ratio CET1)	16.3%	16.4%	16.3%
Ratio des fonds propres de base (ratio T1)	16.3%	16.4%	16.3%
Ratio de fonds propres globaux	16.3%	16.5%	16.3%

**Figure 3** : Évolution historique d'une sélection de ratios du bilan (source : Banque Cler)

Au premier semestre 2018, la somme de bilan de la Banque Cler a continué de progresser pour atteindre CHF 17,7 milliards. Cette évolution par rapport au début de l'année vient surtout d'une nouvelle expansion au niveau des prêts (hausse d'environ CHF 329 millions du volume hypothécaire). Par ailleurs, le niveau de liquidités requis a été optimisé au premier semestre 2018, du fait que les avoirs sur le compte de virement auprès de la Banque nationale suisse ont baissé et que moins d'intérêts négatifs ont donc dû être payés. Enfin, la Banque Cler disposait de fonds propres publiés d'environ CHF 1184 millions (sans prise en compte du bénéfice actuel) à fin juin 2018. Ceux-ci comprenaient des réserves pour risques bancaires généraux en hausse de plus de CHF 4 millions.

## ***2.4 Contexte de marché actuel et tendances dans le retail banking***

### ***2.4.1 Perspectives économiques***

Selon une analyse de la Banque nationale suisse<sup>1</sup>, l'économie mondiale a connu une forte expansion au premier trimestre 2018 grâce à une croissance économique vigoureuse sur une large base aux États-Unis et en Chine. Dans la zone euro en revanche, la croissance a ralenti, en partie à cause de facteurs temporaires comme des grèves et une météo rigoureuse. Selon la Banque nationale suisse, les signaux conjoncturels restent favorables pour les mois à venir et l'hypothèse est que la croissance de l'économie mondiale dépassera encore son potentiel estimé.

En Suisse, la reprise économique s'est poursuivie, si bien que la hausse du PIB, de 2,3 %, était supérieure au potentiel estimé. Dans le cadre de cette évolution positive, l'utilisation des capacités de production du pays a continué de s'améliorer et les entreprises recherchent donc de plus en plus de nouveaux collaborateurs. Par conséquent, l'emploi a largement progressé en Suisse au premier trimestre et le taux de chômage a continué de baisser. Les indicateurs avancés analysés par la Banque nationale suisse signalent une poursuite de la reprise conjoncturelle. Cela est en outre confirmé par les résultats des entretiens menés avec des entreprises. Pour l'année 2018, la Banque nationale suisse prévoit une croissance du PIB de 2 % et une réduction du taux de chômage.

<sup>1</sup>Source : Banque nationale suisse, conférence de presse du 21 juin 2018

### **2.4.2 Conditions-cadres monétaires**

La valeur du franc suisse a fluctué par rapport à l'euro et au dollar américain au premier semestre, mais les deux cours de change avoisinent actuellement leur niveau de décembre 2017. Par conséquent, le franc est encore surévalué selon l'estimation de la Banque nationale suisse et les mouvements parfois marqués sur les marchés des changes attestent que la situation reste fragile et que le franc suisse est encore recherché comme valeur refuge quand les incertitudes sont élevées.

En Suisse, la situation des taux de change et le niveau des taux d'intérêt déterminent les conditions de la politique monétaire. Les taux à court terme n'ont pratiquement pas changé depuis fin 2017 et restent proches de -0,75 %. Début 2018, le rendement des emprunts de la Confédération à dix ans a franchi le seuil de zéro avant de redescendre en territoire négatif à fin mai à cause des incertitudes en Italie.

Les anticipations inflationnistes à court terme en Suisse ont légèrement augmenté au premier semestre 2018. Mais à court terme, les ménages et les entreprises anticipent encore un taux d'inflation annuel d'à peine 1 %. Les anticipations inflationnistes se situent également à 1 % par an à long terme.

Dans le contexte des analyses effectuées, la Banque nationale suisse maintient sa politique monétaire expansionniste qui implique le taux d'intérêt négatif et sa disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. Cela devrait soutenir la reprise de l'économie et garantir la stabilité des prix. Le taux sur les avoirs à vue des banques à la Banque nationale suisse s'élève donc encore à -0,75 % et la marge de fluctuation du Libor à trois mois reste inchangée entre -1,25 % et -0,25 %.

### **2.4.3 Tendances dans le retail banking**

Une enquête menée par la Haute école de Lucerne auprès de directeurs généraux et une étude de l'IFBC ont esquissé un avenir difficile pour le *retail banking* en Suisse : La concurrence encore plus exacerbée, la pression accrue sur les marges découlant d'une moindre fidélité des clients et d'une sensibilité aux prix plus élevée, le recul de l'activité de construction et les exigences réglementaires de plus en plus complexes constituent les principaux défis auxquels le *retail banking* suisse est confronté. Mais en même temps, les banques sont obligées de faire des investissements plus importants afin de poursuivre la numérisation de leurs modèles d'affaires. La conjugaison de ces facteurs continue donc d'augmenter la pression sur la capacité de rendement des banques de détail suisses à l'avenir.

Mais la Haute école de Lucerne souligne le fait que les changements technologiques offrent aussi l'opportunité de réduire les coûts et de renforcer les revenus grâce à de nouveaux modèles d'affaires. La majorité des représentants de banques qui ont participé à l'enquête confirment cette opinion et estiment que les clients veulent de plus en plus effectuer leurs opérations bancaires eux-mêmes, ce qui permet des offres en libre-service à moindre coût. En outre, une réduction des pertes de valeur ajoutée est aussi prévue et devrait également conduire à des baisses de coûts. Pour les banques de détail suisses, de nouveaux potentiels de revenus devraient découler de la numérisation des modèles d'affaires, de l'utilisation de plus en plus forte d'appareils mobiles et de la disposition croissante des clients à mettre leurs données à disposition.

## **2.5 Explications relatives à la planification financière de la Banque Cler**

L'évaluation selon la méthode DDM se base sur la planification 2018 - 2021 approuvée par le conseil d'administration en novembre 2017. La planification a été discutée avec la Banque Cler en tenant compte des priorités stratégiques, du contexte de marché actuel et des tendances du *retail banking*.

En raison de nouvelles connaissances, la planification a été ajustée en accord avec le management, en particulier en ce qui concerne les aspects suivants :

- Pour l'année 2018, la planification a été remplacée par une extrapolation actuelle. De ce fait, le résultat d'exploitation de l'exercice entier a été augmenté d'environ CHF 5 millions.
- En raison du développement actuel des affaires et des nouvelles connaissances qui en découlent, l'exercice 2019 prévisionnel a été actualisé. Le résultat d'exploitation a ainsi été relevé d'environ CHF 1 million.
- La planification se base sur l'hypothèse qu'un emprunt Additional Tier 1 doit être émis en 2018. Mais il n'est pas strictement nécessaire que cet emprunt soit levé du point de vue réglementaire ou de l'évaluation. La planification a donc été ajustée en conséquence, ce qui a conduit à une hausse du résultat d'exploitation de plus de CHF 3 millions par an.
- Les économies de coûts visées par les efforts d'efficacité et d'harmonisation des processus n'ont pas été saisies en termes quantitatifs dans la planification. Selon les dernières estimations du management, les coûts peuvent être réduits d'environ CHF 5 millions par an à long terme.

D'autres hypothèses significatives concernant la planification de la Banque Cler sont décrites ci-dessous :

- Pour le résultat net des opérations d'intérêts, une croissance annuelle moyenne de 0,6 % est prévue de 2018 à 2021.
- Pour le résultat des commissions et des prestations de services, une croissance annuelle moyenne de 3,3 % est prévue de 2018 à 2021.
- Pour le résultat des activités de négoce, une croissance annuelle moyenne de 1,8 % est prévue de 2018 à 2021.
- Le produit des participations et le résultat des immeubles sont déjà pris en compte dans la planification au sein du résultat des autres opérations ordinaires.
- Le coefficient d'exploitation moyen de 2018 à 2021 s'élève à 67,6 %. L'hypothèse de coefficient d'exploitation durable est d'environ 64,0 %, un niveau inférieur à l'objectif de 66,0 % du conseil d'administration.
- Le calcul des dividendes distribuables se base sur une hypothèse d'un ratio des fonds propres globaux de 14,8 % qui correspond au seuil inférieur des exigences quantitatives internes approuvées par le conseil d'administration. Le niveau réglementaire minimal de couverture par les fonds propres de la Banque Cler est d'environ 13,3 % (12,0 % en vertu de l'ordonnance sur les fonds propres plus un supplément de 1,3 % pour le volant anticyclique de fonds propres).

Le ratio des fonds propres globaux de la Banque Cler avoisine actuellement 16,3 %. Une analyse de banques cantonales, régionales et de négoce comparables montre que la Banque Cler se situe ici dans le quart inférieur (1<sup>er</sup> quartile : 16,6 %) et que les autres banques de détail cotées comparables en Suisse disposent d'un ratio des fonds propres globaux nettement supérieur (3<sup>e</sup> quartile : 18,5 %) (voir annexe 1). On peut donc considérer que selon une pratique de marché admise, le ratio des fonds propres globaux des banques de détail en Suisse se situe parfois nettement au-dessus des exigences réglementaires. Cela garantit entre autres

qu'une banque dispose d'un volant de fonds propres suffisamment important pour pouvoir suivre des orientations stratégiques, comme p. ex. la croissance, et pour avoir une bonne position initiale en cas d'un éventuel renforcement des exigences de fonds propres en vertu de Bâle IV. En outre, une dotation en fonds propres solide est également un facteur concurrentiel important qui permet aux clients de considérer une banque comme une institution stable auprès de laquelle ils peuvent placer leurs fonds en sécurité.

Dans le contexte des objectifs stratégiques de croissance de la Banque Cler et de la comparaison des ratios de fonds propres réels de la Banque Cler avec d'autres banques, nous considérons l'utilisation du seuil inférieur de 14,8 % fixé par le conseil d'administration comme approprié pour évaluer la Banque Cler.

- Pour le calcul des impôts sur le bénéfice, un taux d'impôt de 24,0 % a été utilisé en accord avec le management.
- Il existe par ailleurs deux contrats-cadres entre l'offrant et de la Banque Cler qui prévoient une collaboration plus étroite entre l'offrant et de la Banque Cler grâce au regroupement de plusieurs fonctions et processus dans des domaines communs de l'infrastructure et des opérations. Les prestations individuelles sont régies par des accords sur les niveaux de service (*service level agreements*).

Les contrats-cadres et les *service level agreements* sont vérifiés en continu dans le cadre des processus internes ordinaires. Cela garantit qu'ils répondent aux exigences des normes internationales et des autorités de réglementation, ainsi qu'aux lois et aux spécificités actuelles du marché. De plus, les possibilités d'amélioration sont mises en œuvre en continu.

Au 1<sup>er</sup> trimestre 2018, la Banque Cler a chargé PwC d'effectuer une vérification approfondie des services de *sourcing* entre l'offrant et la Banque Cler. La vérification a couvert l'analyse et l'évaluation des contrats-cadres actuels et de trois *service level agreements* spécifiques. D'éventuelles possibilités d'amélioration ont été signalées à cette occasion. Ces possibilités d'amélioration concernent surtout les processus et la communication lors de la vérification périodique des prestations, mais sont peu significatives d'un point de vue pécuniaire. Les contrats-cadres et les trois *service level agreements* analysés respectent donc les conditions de pleine concurrence entre tiers indépendants et n'engendrent aucun transfert de bénéfices au sein du groupe. Dans ce contexte, aucun ajustement n'était nécessaire à cet égard pour établir la présente Fairness Opinion.



# ***3 Analyse de la valeur de la Banque Cler***

Afin de déterminer la valeur de la Banque Cler, des évaluations ont été effectuées à l'aide des méthodes suivantes :

- Méthode DDM ; ainsi que
- Évaluation de marché à l'aide de l'analyse de sociétés cotées en bourse comparables et de l'analyse de transactions comparables.

Nos réflexions sur la détermination de la valeur des fonds propres de la Banque Cler et de la valeur par action au porteur de la Banque Cler se basent en premier lieu sur les résultats de la méthode DDM. L'évaluation de marché avait pour but de vérifier et valider les résultats de cette méthode.

## ***3.1 Dividend Discount Model***

### ***3.1.1 Fondements théoriques***

La méthode DDM détermine la valeur actuelle d'une entreprise en escomptant les distributions de dividendes futures anticipées maximales théoriques de l'entreprise au coût des capitaux propres (« *cost of equity* » ou « CoE »), celui-ci étant obtenu grâce au *capital asset pricing model* (« CAPM »).

Pour les banques, les dividendes distribuables maximaux théoriques sont établis dans le contexte d'une capitalisation cible selon Bâle III conforme aux exigences réglementaires/légales ou choisie pour des motifs de stratégie financière et sont calculés comme suit : Résultat avant impôts selon la planification, plus ou moins le coût de refinancement avant impôts dans le cas d'une distribution ou d'un apport de fonds propres, moins les impôts, moins la thésaurisation du bénéfice de l'année réalisé pour atteindre la capitalisation cible ou plus une éventuelle distribution de fonds propres non requis.

Il en découle les résultats nets distribuables respectivement les résultats négatifs. En effet, les dividendes (hypothétiques) ne sont pas limités au bénéfice de l'année, mais peuvent le dépasser s'il existe des fonds propres réglementaires excédentaires en vertu de Bâle III.

Le fait que les dividendes distribuables maximaux identifiés (au maximum 100 % de l'excédent annuel) soient effectivement distribués ou thésaurisés est sans importance pour l'évaluation. Les excédents annuels sont ensuite escomptés au coût des capitaux propres déterminé par nos soins.

Le calcul de la valeur résiduelle se base sur la capitalisation de l'excédent annuel durable au coût des capitaux propres réduit du taux de croissance annuel sous-jacent à long terme. Ce calcul se base sur l'hypothèse d'une poursuite de l'activité et suppose un taux de croissance à l'infini correspondant au taux d'inflation anticipé à long terme.

Afin d'obtenir la valeur de l'entreprise, on additionne les excédents annuels futurs escomptés pendant la période de planification détaillée et la valeur résiduelle.



---

### **3.1.2 Application de la méthode DDM**

Pour l'évaluation de la Banque Cler selon la méthode DDM, les dividendes distribuables maximaux futurs ont été estimés pour la période de planification explicite (de 2018 à 2021). Ceux-ci se basent sur la planification financière décrite au paragraphe 2.5 et les hypothèses correspondantes.

La valeur résiduelle qui suppose la poursuite de l'activité comprend tous les dividendes librement distribuables à partir de l'exercice 2022. À cet effet, la valeur résiduelle a été calculée sur la base des hypothèses suivantes.

On anticipe un taux de croissance annuel durable de 1,0 %. Ce taux provient du taux d'inflation à long terme anticipé en Suisse selon les estimations du Fond monétaire international. Le point de départ pour la détermination des dividendes librement distribuables à l'infini est le résultat d'exploitation du dernier exercice prévisionnel 2021, auquel s'applique le taux de croissance annuel à l'infini de 1,0 %. Le taux de croissance annuel à l'infini est également appliqué aux charges d'exploitations.

De plus, on a supposé que les amortissements et les investissements durables seraient identiques.

Afin d'obtenir la valeur actuelle des dividendes librement distribuables à l'avenir et de la valeur résiduelle, ces montants ont été escomptés au coût des capitaux propres. Le coût des capitaux propres dérivé pour la Banque Cler a été estimé à environ 6,5 % (voir annexe 3).

Les paramètres individuels pour la déduction du coût des capitaux propres sont décrits brièvement ci-dessous :

---

#### **Taux d'intérêt sans risque**

Le taux d'intérêt sans risque correspond au rendement d'une obligation d'État suisse en CHF ayant une échéance de 15 ans. Sur cette base, un taux d'intérêt sans risque d'environ 0,2 % a été obtenu à la date d'évaluation.<sup>2</sup>

---

#### **Prime de risque de marché**

La prime de risque de marché pour les marchés des actions développés de 58 % au 30 juin 2018 se base sur la prime de risque de marché implicite calculée par PwC en tenant compte des primes utilisées par Aswath Damodaran et d'autres spécialistes de l'évaluation de premier plan, ainsi qu'en référence au comité technique d'évaluation des entreprises et de gestion (« FAUB ») de l'Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (« IdW »).

---

#### **Prime pour les sociétés à faible capitalisation**

La prime pour les sociétés à faible capitalisation reflète les anticipations de risque et de rendement plus élevés qui sont associées à un investissement dans des petites et moyennes entreprises. Elle correspond à la différence entre le rendement à long terme réellement observable des sociétés à faible capitalisation et le rendement de ces sociétés estimé à l'aide du CAPM.

La prime de 2,4 % utilisée dans notre analyse se base sur une étude annuelle de Duff & Phelps (Valuation Handbook 2017) et sur nos propres analyses.

---

<sup>2</sup>Source : Banque nationale suisse, analyse de rendement au 30 juin 2018.

## Bêta

Le bêta a été dérivé à partir de sociétés cotées comparables dans le segment du *retail banking*. Le bêta dérivé s'élève à 0,67. Les détails sur les valeurs de bêta des sociétés comparables et sur la valeur sectorielle comparable figurent à l'annexe 2.<sup>3</sup>

**Figure 4** : Aperçu des paramètres du coût des capitaux propres (analyses PwC)

La somme des valeurs actuelles de tous les dividendes librement distribuables de la période de planification explicite et de la valeur résiduelle donne une valeur des fonds propres de la Banque Cler d'environ CHF 877 millions. Cette valeur des fonds propres déduite inclut également des éléments d'actif opérationnels d'environ CHF 100 millions (fonds propres excédentaires et réserve de cotisations de l'employeur).

Afin de plausibiliser les résultats d'évaluation de la méthode DDM, des analyses de sensibilité ont été effectuées en faisant varier les principaux facteurs de valeur du modèle d'affaires de la Banque Cler. Le taux des fonds propres globaux supposé, le taux de croissance durable, le coefficient d'exploitation durable et le coût des capitaux propres ont été identifiés comme étant les principaux facteurs de valeur de la Banque Cler. Le tableau suivant résume les principaux résultats de l'analyse de sensibilité.

### Analyse de la sensibilité

Variation du coût des capitaux propres	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Variation de la valeur de l'action	3.8%	1.9%	0.0%	-1.8%	-3.5%
Variation du taux de croissance durable	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Variation de la valeur de l'action	0.9%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
Variation du ratio réglementaire des fonds propres glc	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Variation de la valeur de l'action	2.1%	1.1%	0.0%	-1.1%	-2.1%
Variation du coefficient d'exploitation durable	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Variation de la valeur de l'action	0.7%	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.7%

**Figure 4** : Analyses de sensibilité selon la méthode DDM (source : analyses PwC)

Sur la base de l'évaluation DDM et des analyses de sensibilité effectuées, on obtient une fourchette de CHF 827 millions à CHF 929 millions pour la valeur des fonds propres de la Banque Cler. Pour les 16 875 000<sup>4</sup> actions au porteur en circulation au 30 juin 2018, cela correspond à une fourchette de valeur considérée comme juste de CHF 49 à CHF 55 par action au porteur de la Banque Cler sur la base de l'évaluation DDM.

La fourchette de valeur de CHF 49 à CHF 55 par action au porteur de la Banque Cler dérivée à l'aide de la méthode DDM est inférieure à la valeur comptable d'environ CHF 71 par action au porteur de la Banque Cler au 30 juin 2018. Cette situation est principalement due au fait qu'au moins une partie des fonds propres disponibles de la Banque Cler fait l'objet d'un placement qui ne peut pas remplir le coût des capitaux propres de 6,5 % assumé dans le cadre de la méthode DDM. Cela se reflète entre autres au niveau du rendement des fonds propres de 3,2 % avant, et 4,6 % après, élimination des éléments exceptionnels réalisé par la Banque Cler en 2017, sachant que la médiane des rendements des fonds propres de sociétés cotées comparables (avant élimination des effets exceptionnels) était aussi de seulement 5,6 % en 2017 (voir annexe 4). L'analyse de banques de détail cotées comparables

<sup>3</sup> Source du bêta des sociétés comparables : Capital IQ, au 30 juin 2018.

<sup>4</sup> La Banque Cler détient au total 6779 actions propres au 30 juin 2018. Mais ces actions sont liées dans le cadre de programmes de participation des collaborateurs et ne sont donc pas des actifs de la Banque Cler. Par conséquent, les actions propres n'ont pas été déduites du nombre total d'actions pour évaluer la valeur par action.

en Suisse montre en outre que toutes les banques régionales et de négoce ont une valeur de marché inférieure à leur valeur comptable (voir annexe 5).

### **3.2 Évaluation de marché**

Les résultats issus de la méthode DDM sont plausibilisés à l'aide de la méthode d'évaluation de marché. Cette dernière inclut l'analyse des multiplicateurs de banques cotées comparables (les « *trading multiples* ») et l'analyse de transactions comparables très récentes (les « *transaction multiples* ») avec des banques similaires.

Lors de l'évaluation de marché sur la base de sociétés cotées comparables, la valeur de marché de l'entreprise cotée dérivée des fonds propres (capitalisation boursière) est mise en rapport avec divers chiffres financiers clés de la société concernée. Les multiplicateurs qui en résultent sont ensuite appliqués aux éléments financiers clés correspondants de la Banque Cler afin d'obtenir la valeur de marché hypothétique de la Banque Cler.

Les sociétés comparables sélectionnées sont cotées en Suisse et, tout comme la Banque Cler, opèrent majoritairement dans le secteur du *retail banking* (voir annexe 5). Mais la pertinence de cette analyse est limitée par le manque de liquidité des sociétés comparables.

Les différents multiplicateurs ont été calculés pour chacune des sociétés comparables cotées. Nous nous sommes concentrés sur l'analyse de multiplicateurs qui rapportent la capitalisation de marché au résultat brut, au résultat net et à la valeur comptable. La valeur médiane de ces multiplicateurs a ensuite été appliquée aux chiffres financiers clés retraités correspondants de la Banque Cler.

Pour compléter l'évaluation de marché basée sur des sociétés cotées comparables, nous avons effectué une analyse de transactions comparables des trois dernières années dans le *retail banking* en Suisse.

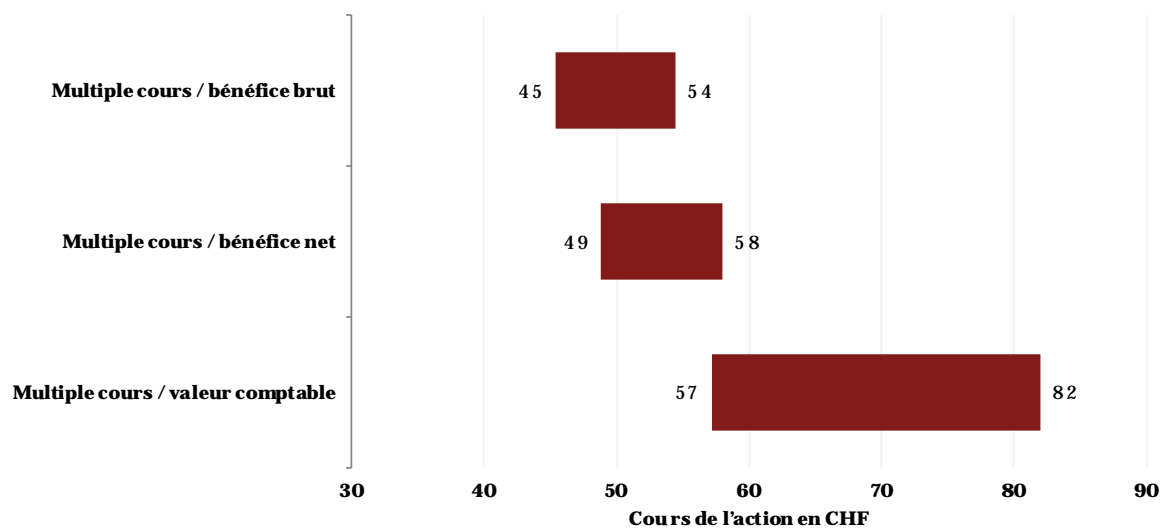
Il convient de souligner que contrairement aux multiplicateurs basés sur des sociétés cotées comparables, les multiplicateurs basés sur les transactions peuvent être biaisés par les primes payées pour acquérir une majorité de contrôle ou par les décotes appliquées aux ventes forcées dans le cadre de restructurations. La pertinence des transactions disponibles et des multiplicateurs qui en découlent peut donc s'avérer limitée. Ajoutons par ailleurs que les transactions comparables historiquement ne reflètent pas forcément les multiples d'évaluation actuels sur les marchés des capitaux, ce qui peut également relativiser leur pertinence dans le contexte actuel.

Sur la base de nos analyses des données de Mergermarket et de Capital IQ, nous n'avons pas pu identifier de transactions dans le *retail banking* suisse. Toutes les transactions dans le secteur bancaire suisse étaient dans le domaine du *private banking* ou concernaient des fusions bancaires dans le *retail banking* pour lesquelles aucun prix de transaction n'est disponible et aucun multiplicateur ne peut être calculé.

Parmi les *trading multiples*, nous estimons que le multiplicateur du résultat brut est le plus pertinent. Cela est dû au fait que le multiplicateur du résultat brut tient compte des différences de rentabilité entre les sociétés comparables, mais que, contrairement au multiplicateur du résultat net, il n'est pas biaisé par les différences de pratiques en matière d'amortissement, l'incidence de produits/charges hors exploitation ou les éléments exceptionnels. De plus, les impôts peuvent également provoquer des distorsions et limiter la comparabilité. Le multiplicateur de la valeur comptable ne tient pas compte des différences de rentabilité. En outre, des réserves latentes, p. ex. liées à des différences de pratiques en matière d'amortissement et de valorisation du bilan, peuvent provoquer

des distorsions importantes. Il en est de même pour d'éventuelles différences de prescriptions internes aux banques concernant la thésaurisation ou la distribution des bénéfices.

Figure 5 résume les résultats de l'évaluation de marché. Sur la base de l'évaluation à l'aide de multiplicateurs, la fourchette de valeurs de CHF 49 à CHF 55 par action au porteur de la Banque Cler dérivée de la méthode DDM peut être plausibilisée de manière suffisante.



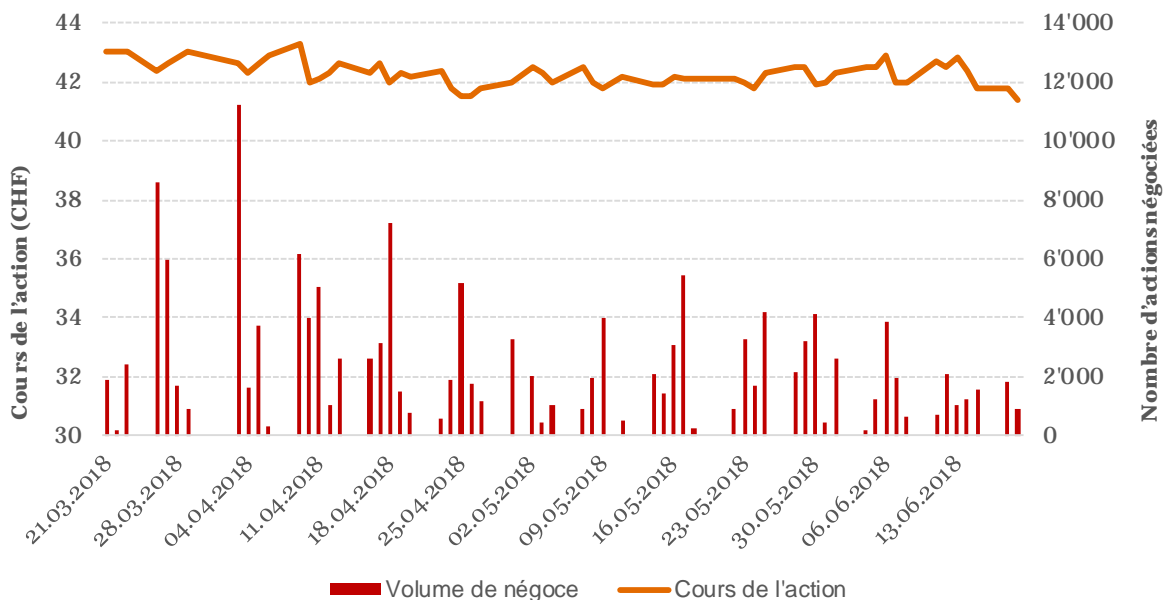
**Figure 5** : Résultats de l'évaluation de marché (source : analyses PwC)

Comme cela a été expliqué plus haut, le multiplicateur de la valeur comptable ne tient pas compte des différences de rentabilité. L'analyse du coefficient d'exploitation de banques cotées comparables en 2017 montre que la Banque Cler, avec 81,3 % avant, et 67,2 % après, élimination des éléments exceptionnels, affiche le coefficient d'exploitation le plus élevé (médiane : 56,1 %) (voir annexe 6). En raison d'une rentabilité plus élevée, les banques comparables ont tendance à coter à un multiplicateur supérieur, ce qui conduit au fait que l'évaluation basée sur le multiplicateur de la valeur comptable est supérieure à celles obtenues avec les autres multiplicateurs ou avec la méthode DDM. La large fourchette des évaluations basées sur le multiplicateur de la valeur comptable s'explique au moins en partie par les grandes différences de rentabilité entre les sociétés comparables (l'écart entre le coefficient d'exploitation le plus bas et le plus haut est d'environ 36 %).

## 4 Analyse du cours de l'action et du volume de négoce

Le prix offert dans le cadre de l'offre publique d'acquisition de la Banque cantonale de Bâle de CHF 52,00 par action au porteur de la Banque Cler se situe 25,6 % au-dessus du cours de clôture de CHF 41,40 par action au porteur au 19 juin 2018 (jour avant l'annonce préalable) et 22,9 % au-dessus du cours moyen pondéré des volumes de l'action de la Banque Cler pendant les 60 derniers jours de négoce précédant l'annonce préalable (CHF 42,30 par action au porteur de la Banque Cler).

L'action de la Banque Cler a été négociée chacun de ces 60 jours de négoce, pendant lesquels son cours est resté inchangé dix fois (16,7 % du temps), a baissé 24 fois (40,0 % du temps) et a progressé 26 fois (43,3 % du temps). Le graphique suivant illustre l'évolution historique du cours de l'action et le volume de négoce quotidien pendant les 60 jours de négoce précédant l'annonce préalable le 20 juin 2018.



**Figure 6 :** Cours de l'action et volume de négoce (source : Capital IQ)

La liquidité des actions de la Banque Cler a été analysée afin d'évaluer la pertinence du cours de l'action. À cette fin, nous nous sommes référés aux prescriptions de la Circulaire COPA n° 2 « Liquidité au sens du droit des OPA ». Selon la Circulaire COPA, un titre de participation qui ne fait pas partie du SLI (Swiss Leader Index) est considéré comme liquide au sens de l'art. 42, al. 4, OIMF-FINMA si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04 % de la fraction librement négociable du titre de participation (*free float*).

Sur la base de nos analyses, le critère défini dans la Circulaire COPA est uniquement rempli pendant 9 des 12 mois et il n'y a pas de liquidité au sens du droit des OPA. Pour cette raison, nous estimons que la pertinence de l'analyse des cours et des volumes est limitée.

## 5 Récapitulatif

Le graphique suivant résume les résultats des analyses de valeur et de l'analyse du cours de l'action.

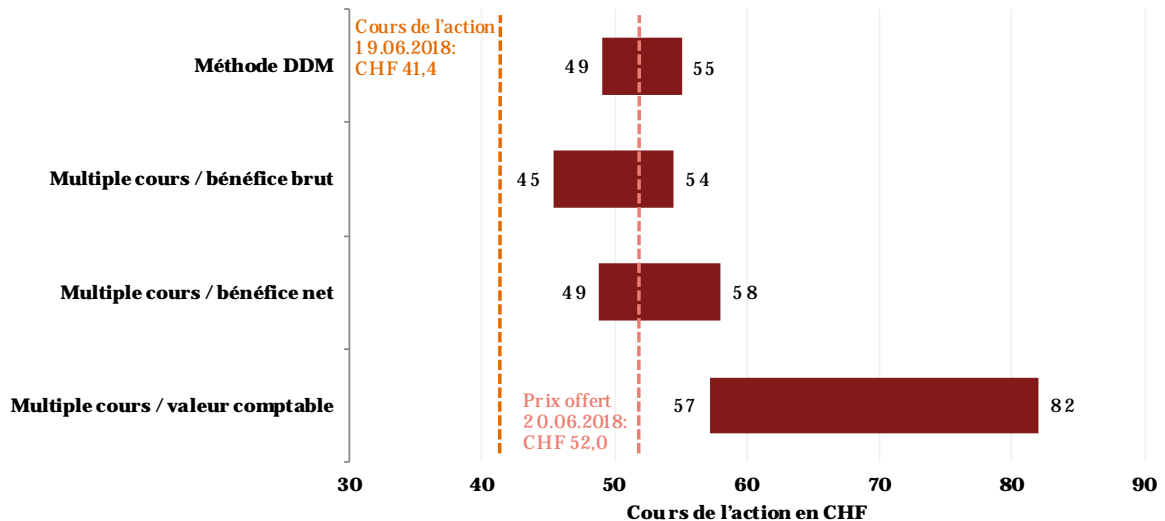


Figure 7 : Résumé des résultats (source : analyses PwC)

Sur la base des analyses d'évaluation présentées dans la présente Fairness Opinion, on obtient une fourchette de CHF 827 millions à CHF 929 millions pour la valeur des fonds propres de la Banque Cler. Pour les 16 875 000 actions au porteur en circulation au 30 juin 2018, cela correspond à une fourchette de valeur de CHF 49 à CHF 55 par action au porteur de la Banque Cler. Ces valeurs se basent sur la fourchette de valeurs obtenue à l'aide de la méthode DDM en tenant compte des différentes analyses de sensibilité effectuées.

Les résultats des calculs DDM ont été vérifiés à l'aide des résultats issus de l'évaluation de marché et ont pu être plausibilisés de manière suffisante, bien que la pertinence de l'évaluation de marché soit en partie limitée.

Sur la base des analyses présentées, nous estimons que le prix offert dans le cadre de l'offre publique d'acquisition de la Banque cantonale de Bâle de CHF 52,00 par action au porteur de la Banque Cler ayant une valeur nominale de CHF 20,00 est juste et approprié du point de vue financier.

La présente Fairness Opinion se base sur des travaux et analyses qui ont été réalisés dans le cadre de notre mandat jusqu'à son achèvement le 31 juillet 2018.

PricewaterhouseCoopers SA

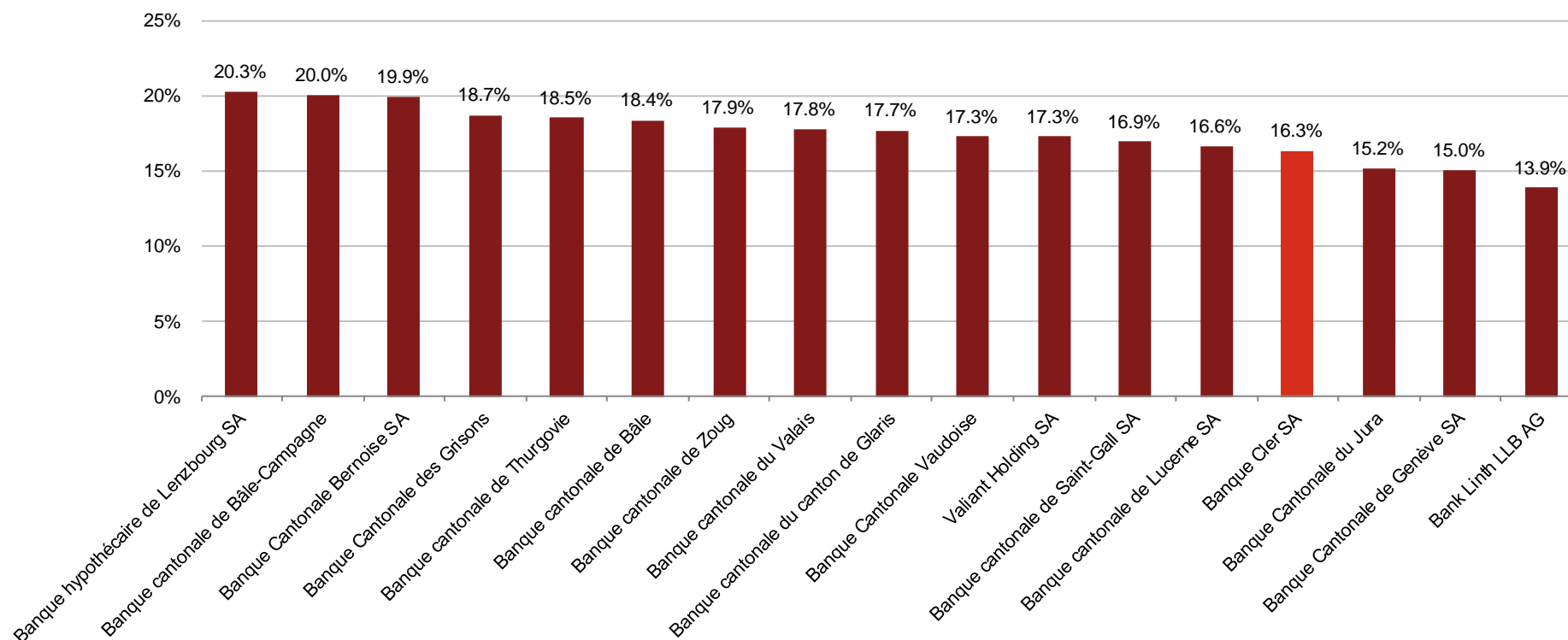
Marc Schmidli, CFA  
Associé

Martin Schilling  
Directeur

# 6 Annexe

## Annexe 1 : Analyse du ratio des fonds propres globaux

### Comparaison des ratios de fonds propres globaux



Source : rapports annuels et Capital IQ, au 31 décembre 2017

## Annexe 2 : Analyse du bêta

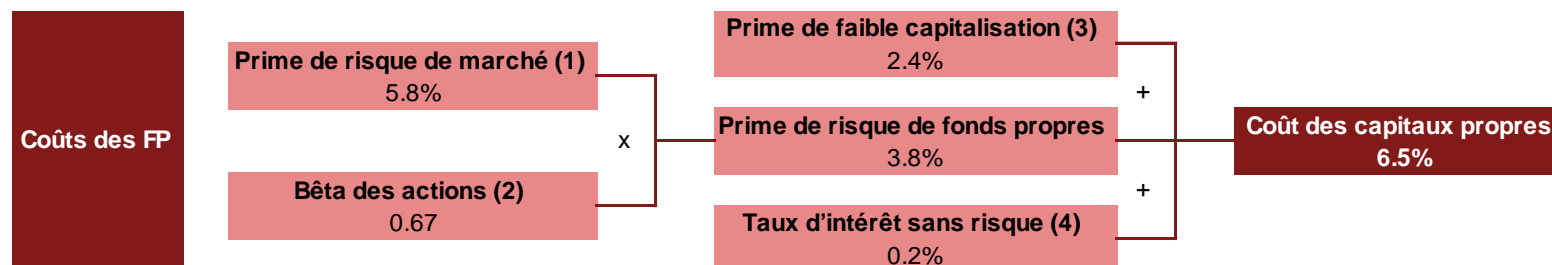
Nom de la société comparable	Monnaie de la régression	Bêta	Valeur t bêta	Points de régression	Liquidité du titre	Conclusion
<b>Banques régionales et de négoce Suisse</b>						
Banque Cler SA	CHF	0.31	1.68	60	Pas liquide	Exclusion
Bank Linth LLB AG	CHF	0.13	1.00	60	Pas liquide	Exclusion
Banque hypothécaire de Lenzbourg	CHF	(0.08)	(1.00)	60	Pas liquide	Exclusion
Valiant Holding SA	CHF	0.25	1.11	60	Liquide	Exclusion
<b>Banques cantonales suisses</b>						
Banque Cantonale de Genève SA	CHF	0.34	1.12	16	Pas liquide	Exclusion
Banque Cantonale du Jura	CHF	0.65	1.82	13	Pas liquide	Exclusion
Banque Cantonale Vaudoise	CHF	0.35	2.90	60	Liquide	Inclusion
Banque cantonale de Bâle-Campar	CHF	0.05	0.84	60	Pas liquide	Exclusion
Banque cantonale de Bâle	CHF	0.26	1.53	60	Pas liquide	Exclusion
Banque Cantonale Bernoise SA	CHF	0.24	2.07	60	Pas liquide	Exclusion
Banque cantonale du canton de Gl	CHF	0.06	0.44	48	Liquide	Exclusion
La Banque Cantonale des Grisons	CHF	0.03	0.23	60	Pas liquide	Exclusion
Banque cantonale de Lucerne SA	CHF	0.11	1.23	60	Pas liquide	Exclusion
Banque cantonale de Saint-Gall SA	CHF	0.16	1.26	60	Liquide	Exclusion
Banque cantonale de Thurgovie	CHF	0.01	0.13	50	Pas liquide	Exclusion
Banque cantonale du Valais	CHF	0.28	0.91	29	Pas liquide	Exclusion
Banque cantonale de Zoug	CHF	0.11	1.13	60	Pas liquide	Exclusion
<b>Médiane des bêtas (uniquement pairs inclus)</b>		<b>0.35</b>				<b>Non significatif</b>
<b>Bêta choisi (analyse sectorielle des banques régionales européennes)</b>		<b>0.67</b>				

Dans une première étape, l'analyse du bêta a été réalisée sur la base de banques de détail suisses cotées. Dans ce cadre, nous avons entre autres déterminé si les résultats étaient statistiquement significatifs (sur la base d'un test t). En outre, la liquidité des différentes sociétés au sens du droit des OPA a également été prise en compte. Cela est pertinent puisque si le volume de négoce est limité, le cours de l'action peut rester inchangé pendant de longues périodes et les facteurs de bêta font alors l'objet d'une distorsion à la baisse (stale price bias).

Sachant que d'après l'analyse des banques de détail suisses cotées, seules deux banques ont rempli les critères de signification statistique et de liquidité, l'analyse a été complétée par une analyse sectorielle. À cette fin, des banques de détail européennes ont été analysées sur la base du groupe de comparaison utilisé par le Professeur Damodaran. Au total, 69 banques de détail ont été analysées en termes de signification statistique et de liquidité.



### Annexe 3 : Déduction du coût des capitaux propres

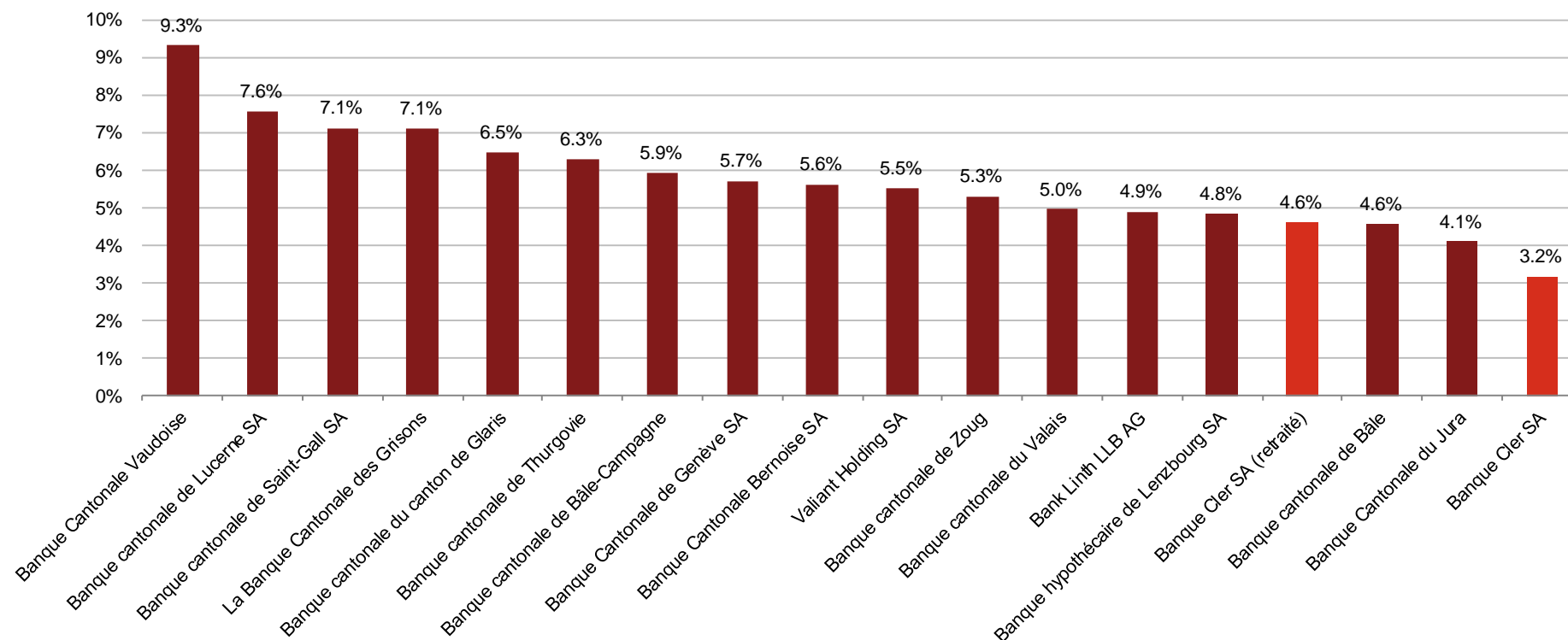


**Sources :**

- (1) Prime de risque de marché pour les marchés des actions développés à la date d'évaluation du 30.06.2018 sur la base de la prime de risque de marché implicite calculée par PwC en tenant compte des primes de risque de marché utilisées par Damodaran et d'autres spécialistes de l'évaluation de premier plan, ainsi qu'en référence au comité technique d'évaluation des entreprises et de
- (2) Basé sur l'analyse de banques régionales cotées comparables en Europe (pays développés) (période: 5 ans; données mensuelles). Les titres ayant un bêta (valeur t) non significatif statistiquement et un liquidité insuffisante ont été exclus.
- (3) Source : Duff&Phelps Valuation Handbook (2017) et analyses PwC.
- (4) Taux d'intérêt sans risque de la monnaie des cash flows pertinentes (CHF). Source: Banque nationale suisse

## Annexe 4 : Analyse du rendement des fonds propres

### Comparaison du rendement des fonds propres



Source : rapports annuels au 31 décembre 2017

Rendement des fonds propres = (résultat net FY17) / [(total des fonds propres avant affectation des résultats FY16) + (total des fonds propres avant affectation des résultats FY17)] / 2

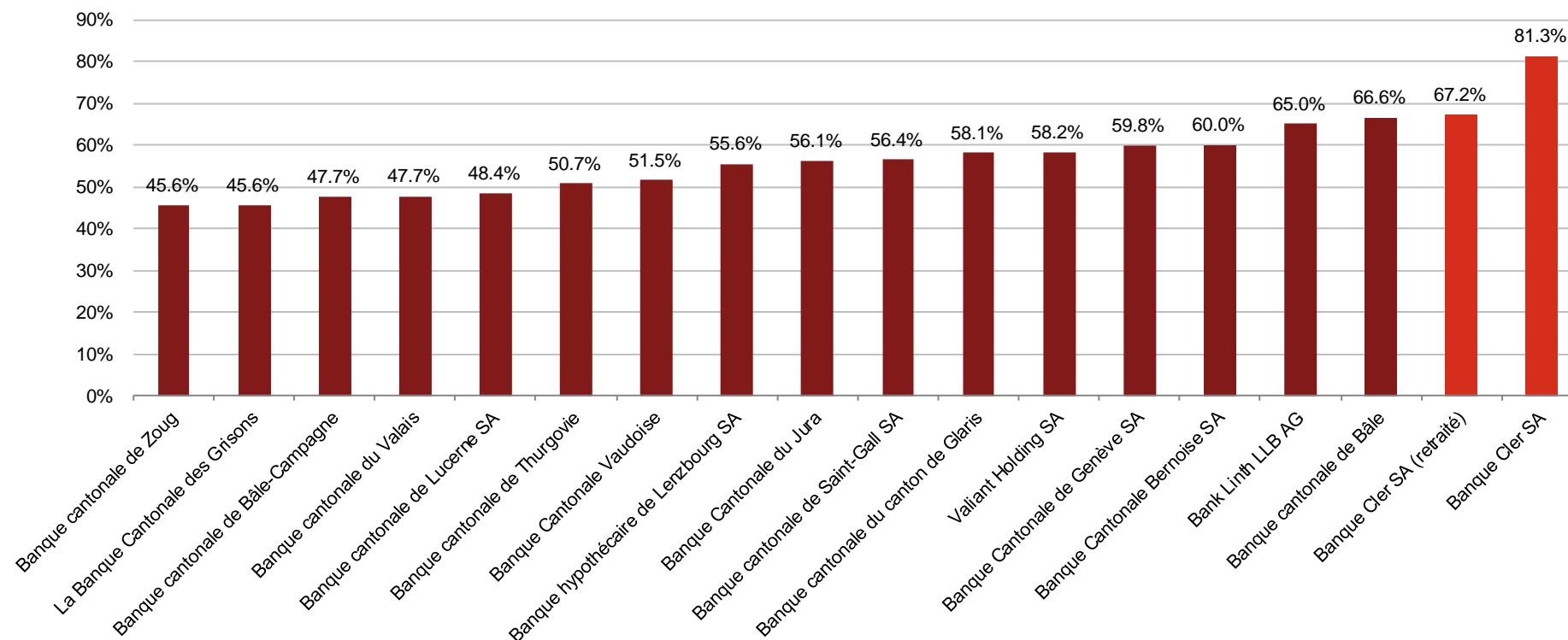
## Annexe 5 : Multiplicateurs de sociétés cotées comparables

en millions de CHF	Capital IQ Symbole	Monnaie	Capitalisation de marché	Bénéfice brut	Bénéfice	Valeur comptable
<b>Banques régionales et de négoce</b>						
Bank Linth LLB AG	SWX:LINN	CHF	376	12.5 x	16.6 x	0.8 x
Banque hypothécaire de Lenzbourg SA	SWX:HBLN	CHF	326	9.6 x	14.8 x	0.7 x
Valiant Holding SA	SWX:VATN	CHF	1'775	7.0 x	14.6 x	0.8 x
<b>Moyenne</b>				<b>9.7x</b>	<b>15.3x</b>	<b>0.8x</b>
<b>Médiane</b>				<b>9.6x</b>	<b>14.8x</b>	<b>0.8x</b>
<b>Banques cantonales</b>						
Banque Cantonale de Genève SA	SWX:BCGE	CHF	1'325	5.7 x	16.2 x	0.9 x
Banque Cantonale du Jura	SWX:BCJ	CHF	169	6.0 x	17.6 x	0.7 x
Banque Cantonale Vaudoise	SWX:BCVN	CHF	6'535	10.8 x	20.4 x	1.9 x
Banque cantonale de Bâle-Campagne	SWX:BLKB	CHF	1'985	8.6 x	14.9 x	0.9 x
Banque cantonale de Bâle	SWX:BSKP	CHF	3'100	12.5 x	17.5 x	0.8 x
Banque Cantonale Bernoise SA	SWX:BEKN	CHF	1'693	10.8 x	12.3 x	0.7 x
Banque cantonale du canton de Glaris	SWX:GLKBN	CHF	353	12.3 x	17.3 x	1.1 x
La Banque Cantonale des Grisons	SWX:GRKP	CHF	3'641	16.9 x	20.5 x	1.4 x
Banque cantonale de Lucerne SA	SWX:LUKN	CHF	4'365	18.2 x	21.7 x	1.6 x
Banque cantonale de Saint-Gall SA	SWX:SGKN	CHF	2'871	14.3 x	18.4 x	1.3 x
Banque cantonale de Thurgovie	SWX:TKBP	CHF	414	2.3 x	3.2 x	0.2 x
Banque cantonale du Valais	SWX:WKBN	CHF	1'832	11.5 x	28.6 x	1.4 x
Banque cantonale de Zoug	SWX:ZG	CHF	1'696	16.3 x	24.9 x	1.3 x
<b>Moyenne</b>				<b>11.2x</b>	<b>18.0x</b>	<b>1.1x</b>
<b>Médiane</b>				<b>11.5x</b>	<b>17.6x</b>	<b>1.1x</b>
<b>Toutes les banques comparables</b>						
<b>Moyenne</b>				<b>11.0x</b>	<b>17.5x</b>	<b>1.0x</b>
<b>Médiane</b>				<b>11.2x</b>	<b>17.4x</b>	<b>0.9x</b>

Sources: rapports annuels et Capital IQ, au 30.06.2018

## Annexe 6 : Analyse du coefficient d'exploitation

### Comparaison des coefficients d'exploitation



Source : rapports annuels au 31 décembre 2017

Coefficient d'exploitation (avant amortissements) = (charges d'exploitation) / (résultat d'exploitation avant variations des correctifs de valeur pour risque de défaillance et pertes des opérations d'intérêts)