

Attestation d'équité („Fairness Opinion“)

**à l'attention du conseil d'administration de
Golay Buchel Holding SA,
Lausanne,**

relative à l'évaluation de l'équité financière
de l'offre publique d'échange

de

Norinvest Holding SA, Genève

portant sur la totalité des

actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 300

et

bons de participation au porteur d'une valeur nominale de CHF 50

de

Golay Buchel Holding SA, Lausanne

se trouvant en mains du public

Zurich, 15 octobre 2008

Table des matières

CHAPITRE 1	INTRODUCTION	3
1.1	SITUATION INITIALE	3
1.2	MANDAT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GOLAY BUCHEL HOLDING SA A BDO	5
CHAPITRE 2	BASES D'APPRECIATION	6
CHAPITRE 3	GOLAY BUCHEL HOLDING SA	8
3.1	ACTIVITE	8
3.2	STRUCTURE DU GROUPE	9
3.3.	EVOLUTION DES CHIFFRES CLES DES EXERCICES 2003 A 2007	9
3.4	DIVISIONS	10
CHAPITRE 4	NORINVEST HOLDING SA	13
4.1	ACTIVITE	13
4.2	DESCRIPTION DES PARTICIPATIONS	14
4.3	GOLAY BUCHEL HOLDING SA	14
4.4	BANQUE CRAMER & CIE SA	14
CHAPITRE 5	PROCEDURE ET ANALYSE D'EVALUATION	18
5.1	PORTEE DE L'EVALUATION	18
5.2	EVALUATION SEPARÉE (STAND-ALONE) / SYNERGIES	18
5.3	DATE D'EVALUATION	19
5.4	COMPTES PREVISIONNELS UTILISES	19
5.5	HORIZON DES PREVISIONS ET VALEUR RESIDUELLE	20
5.6	VRAISEMBLANCE ET COHERENCE DES COMPTES PREVISIONNELS	20
5.7	FACTEURS GENERATEURS DE VALEUR	21
5.8	METHODES D'EVALUATION	23
CHAPITRE 6	RESULTATS DE L'EVALUATION	24
6.1	METHODE DES DISCOUNTED CASH FLOWS	24
6.2	METHODE DU MARCHE (COMPARAISON DES CHIFFRES CLES DE L'EVALUATION AVEC D'AUTRES ENTREPRISES COTEES EN BOURSE – GROUPES DE REFERENCE)	30
6.3	REFLEXIONS CONCERNANT UNE EVALUATION SUR LA BASE DES VALEURS DE LIQUIDATION POUR VERIFIER LA VRAISEMBLANCE DES RESULTATS OBTENUS EN UTILISANT LA METHODE DCF	31
6.4	ANALYSE DE L'EVOLUTION DU COURS DE BOURSE DE GOLAY (ACTION AU PORTEUR ET BON DE PARTICIPATION)	31
CHAPITRE 7	APPRECIATION GLOBALE	33
7.1	RESUME DES RESULTATS	33
7.2	CONCLUSION	34

Annexes

Annexe 1 : Ratios d'évaluation d'entreprises comparables cotées en Bourse

Annexe 2 : Analyse des bêtas et de la structure en capital d'entreprises comparables cotées en bourse

Annexe 3 : Evolution du cours de l'action au porteur et du bon de participation de Golay

Annexe 4 : Calculs de sensibilités

Liste des abréviations

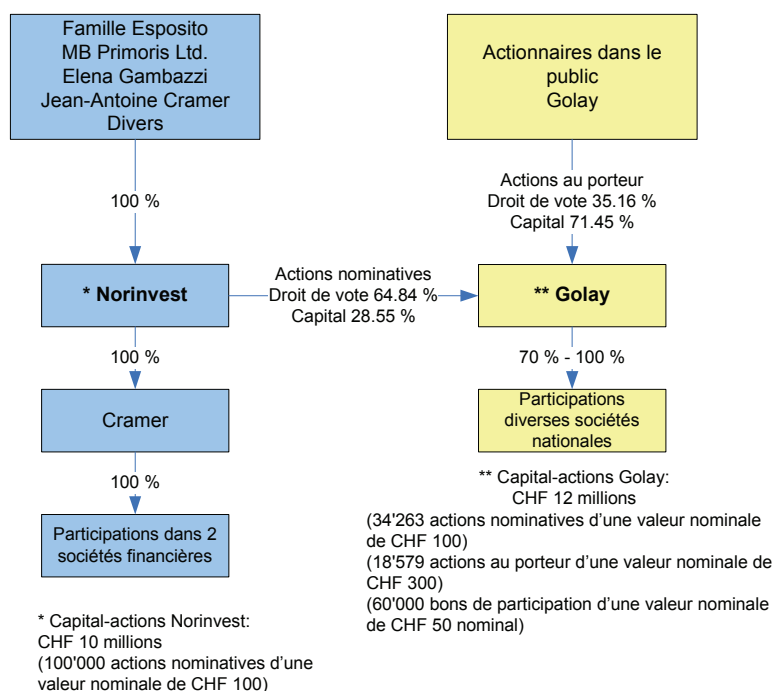
AuM	Assets under Management / actifs sous gestion
BDO	BDO Visura, Zurich
LBVM	Loi fédérale sur les Bourses et le commerce des valeurs mobilières
Beta	Risque relatif aux fonds propres
Resp.	Respectivement
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CH	Descriptif de la Suisse
CHF	Franc suisse
Cramer	Banque Cramer & Cie SA, Genève
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
CFB	Commission fédérale des banques
FP	Fonds propres
EV	Enterprise Value
FCF	Free Cash Flow
CE	Capitaux extérieurs
Golay	Golay Buchel Holding SA, Lausanne
Hairoun	Hairoun Holdings (BVI) Ltd, British Virgin Islands
Y comp.	Y compris
IPO	Initial Public Offering
Md	Milliards
Mn	Millions
Mont-Blanc	Mont-Blanc Financial Services SA, Genève
Norinvest	Norinvest Holding AG
LAG	LAG Finances SA, Lausanne
PE	Price Earnings Ratio
BP	Bons de participation
SIX	SIX Swiss Exchange
COPA	Commission des OPA
CA	Conseil d'administration
WACC	Weighted Average Cost of Capital
p.ex.	par exemple

Chapitre 1 Introduction

1.1 Situation initiale

Golay Buchel Holding SA, Lausanne (Golay) est une société anonyme de droit suisse dont les actions au porteur et les bons de participation sont cotés au SIX Swiss Exchange. Les actions nominatives, qui représentent 28.55% du capital social et 64.84% des droits de vote, ne sont pas cotées et sont détenues en totalité par Norinvest Holding SA, Genève (Norinvest) depuis décembre 2007. Cette dernière a pris l'initiative de soumettre une offre publique d'échange portant sur la totalité des actions se trouvant en mains du public. Au 1er octobre 2008, la capitalisation boursière du groupe Golay s'élevait à environ CHF 85 millions. Les principales activités de Golay sont le traitement et la commercialisation de perles de culture, de diamants, de pierres précieuses et de bijoux en or. Au 31 décembre 2007, Golay détenait directement ou indirectement des participations majoritaires dans 17 sociétés en Suisse et à l'étranger, dont certaines ne sont plus opérationnelles.

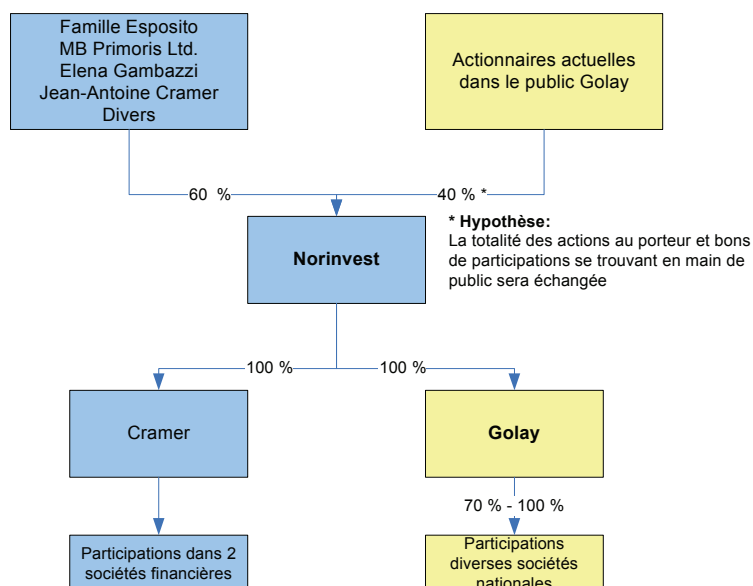
Norinvest, une société d'investissement en mains privées, est une société anonyme de droit suisse. Son principal actionnaire est la famille Esposito qui détient 36.12%. D'autres grands actionnaires sont MB Primoris Ltd. (16.28%), Mme Elena Gambazzi (9.17%), M. Jean-Antoine Cramer (7.08%), M. Pierino Lardi (7.01%) et M. Charles-François Thévenaz (6.06%). En dehors de sa participation dans Golay, Norinvest détient une seule autre participation directe de 100% dans la banque privée Banque Cramer & Cie SA dont le siège se trouve à Genève (Cramer). L'actionnariat de Golay et de Norinvest est réparti comme suit:



Dans un communiqué de presse du 25 juin 2007 et à l'occasion de l'assemblée générale ordinaire du 26 juin 2007, la société Golay a fait connaître son projet de diversification et son intention de s'engager dans un processus de rapprochement avec le groupe Norinvest. Cette réorientation recherchée a été confirmée dans un communiqué de presse du 27 juin 2008 et à l'assemblée générale ordinaire qui a eu lieu le même jour. Norinvest a l'intention de soumettre une offre publique d'échange portant sur la totalité des actions au porteur et bons de participation de Golay se trouvant en mains du public contre des actions de Norinvest.

Cette offre publique d'échange prévoit un rapport d'échange de 234 actions nominatives de Norinvest Holding SA contre 1 action au porteur de Golay Buchel Holding SA respectivement 39 actions nominatives de Norinvest Holding SA contre 1 bon de participation de Golay Buchel Holding SA. Les actions de Norinvest nécessaires à l'échange seront créées par une augmentation de capital. En cas de réalisation de l'offre d'échange, le capital-actions existant de Norinvest de 100'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 100 par action sera préalablement divisé dans une relation de 1 à 100. Avant la réalisation de cette augmentation de capital, le capital-actions de Norinvest de CHF 10 millions sera donc composé de 10'000'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 1 par action.

En cas de réalisation de l'offre d'échange, il est prévu selon les intentions de l'offrant que les actions de Golay seront retirées de la bourse et qu'en contrepartie les actions de Norinvest seront cotées au segment SWX local caps. Si l'offre publique d'échange aboutit et si la totalité des titres (actions au porteur et bons de participation) se trouvant en mains du public sont échangés respectivement en cas d'un éventuel retrait obligatoire (squeeze out) si le seuil requis par la loi est atteint, l'actionnariat se présentera schématiquement comme suit:



Après la réalisation de l'offre publique d'échange, la part des actions de Golay se trouvant aujourd'hui dans le public et qui pourront être échangées contre des actions Norinvest représenterait 40.07% du capital de Norinvest. Les actionnaires actuels de Norinvest détiendraient donc 59.93% des actions de Norinvest.

1.2 Mandat du conseil d'administration de Golay Buchel Holding SA à BDO

Le conseil d'administration de Golay a mandaté BDO Visura, Zurich (BDO) afin de réaliser une expertise indépendante (Fairness Opinion) en vue de l'évaluation de l'équité financière de l'offre publique d'échange de Norinvest pour toutes les actions au porteur et bons de participation de Golay se trouvant entre les mains du public.

Cette expertise est destinée à servir de base d'appréciation au conseil d'administration de Golay et à son rapport relatif à l'offre publique d'échange de Norinvest dans le sens de l'article 29 LBVM.

L'expertise, qui est destinée au conseil d'administration de Golay, n'a aucunement pour but de recommander à tel ou tel actionnaire dans le public d'accepter l'offre d'échange. L'expertise ne se réfère pas non plus à la recommandation du conseil d'administration aux actionnaires dans le public d'accepter l'offre d'échange et n'analyse pas l'utilité relative de certaines options stratégiques et financières qui pourraient être retenues par la société.

L'expertise ne s'étend pas à l'examen approfondi des avantages de cette opération pour les actionnaires de Golay. Elle ne contient pas non plus une appréciation des incidences de l'opération proposée et de l'offre soumise aux actionnaires dans le public qui n'accepteraient pas cette offre ni une estimation de la valeur future des actions non remises ou si et à quels cours de telles actions seront négociés après la réalisation de l'offre. L'expertise s'appuie sur une évaluation d'informations que nous avons présumées exactes et complètes et auxquelles nous nous sommes fiés sans les faire confirmer ou vérifier par un tiers. En ce qui concerne les indications, les informations et les données fournies qui ont été mises à notre disposition, nous avons présumé que celles-ci ont été établies correctement.

Notre expertise s'adresse exclusivement au conseil d'administration de Golay. A l'exception de sa publication dans le rapport relatif à la recommandation de l'offre publique d'échange de Norinvest que le conseil d'administration de Golay doit rédiger en application de l'article 29 LBMV, l'expertise ne pourra être utilisée à d'autres fins sans notre autorisation préalable.

Chapitre 2 Bases d'appréciation

Dans le cadre des réflexions en vue de son évaluation et de ses analyses, ainsi que pour les appréciations qui en découlent, BDO s'est appuyée sur les éléments suivants concernant les sociétés à évaluer, Golay et Norinvest:

- des informations sur Golay qui sont accessibles au public et qui à notre avis sont pertinentes pour les réflexions d'évaluation et l'appréciation de l'offre d'échange, notamment les rapports d'activité et de révision pour les années 2004 à 2007, des communiqués de presse, des rapports d'analystes, des articles parus dans la presse, etc.;
- des informations sur Cramer qui à notre avis sont pertinentes pour les réflexions d'évaluation et l'appréciation de l'offre d'échange, notamment les rapports d'activité des années 2004 à 2007 et le rapport semestriel 2008 ainsi que les rapports de révision pour les années 2005 à 2007 établis en vertu de la loi sur les banques;
- des arrêtés de comptes intermédiaires de l'entreprise et des estimations de Golay et de Cramer à différentes échéances pour l'exercice 2008;
- les budgets et les comptes prévisionnels pour l'exercice 2008 qui ont été élaborés par la direction de Golay et consolidés au niveau du groupe et sur lesquels reposent les prévisions pour les exercices 2009 et 2010. Discussion détaillée sur les comptes prévisionnels en cas de poursuite d'activité des différentes sociétés nationales jusqu'en 2010;
- les budgets et les comptes prévisionnels pour les exercices 2008 à 2010, qui ont été élaborés par la direction de Cramer;
- des entretiens avec des membres de la direction de Golay et de Cramer sur la situation financière, les hypothèses retenues en matière de planification financière à moyen terme, d'environnement de marché et de cadre concurrentiel, l'incidence de l'intégration de nouvelles acquisitions, des générateurs de valeur et des perspectives commerciales ainsi que l'incidence de l'actuelle crise financière sur la situation financière actuelle et future, tel que sur les fonds propres des deux sociétés;
- projet du prospectus de l'offre publique d'échange de Norinvest pour les actions au porteur et les bons de participation de Golay Buchel Holding SA se trouvant en mains du public;
- l'analyse historique des cours boursiers et des volumes de transaction sur l'action et le bon de participation de Golay;

- des données boursières et financières de sociétés cotées qui évoluent sur le même marché que les deux sociétés Golay et Cramer (groupes de référence);
- des analyses actuelles et historiques du marché financier en vue d'obtenir des paramètres pertinents pour l'évaluation.

BDO a vérifié la vraisemblance des informations commerciales et financières, y compris les plans stratégiques, les budgets financiers et les projections établis par les directions de Golay et de Cramer et en a discuté avec des représentants de la haute direction des deux sociétés.

Dans le cadre des travaux en vue de l'établissement de l'attestation d'équité, BDO n'a pas visité les bâtiments et équipements des deux sociétés. BDO n'a pas non plus réalisé ni fait réaliser d'estimations ou d'évaluations de leur actif et de leur passif. L'appréciation formulée par BDO repose sur les conditions du marché actuelles et les conditions d'exploitation et de gestion financière; elle tient compte de la situation sur le marché des capitaux ainsi que d'autres conditions qui existaient ou étaient prévisibles et évaluables au moment de l'appréciation.

Pour réaliser son expertise, BDO a présumé que les données financières et autres informations dont elle s'est servie étaient exactes et complètes. BDO s'y est fié sans les vérifier de manière détaillée, notamment en ce qui concerne les prévisions financières à moyen terme de Golay et de Cramer qui reposent sur des processus de budgétisation internes et ont été élaborées par leur management respectif à l'aide de différents scénarios.

De plus, BDO s'est fait remettre une déclaration d'intégralité établie par le conseil d'administration et la direction de Golay et de Cramer, dont il ressort que ces derniers n'avaient pas connaissance de faits ou de circonstances qui rendraient inexacts, trompeuses ou incomplètes les informations utilisées pour l'élaboration de l'attestation d'équité.

Chapitre 3 Golay Buchel Holding SA

3.1 Activité

La société Golay a été fondée en 1887 près de Lausanne. Son activité porte sur le commerce de perles naturelles, des pierres précieuses et autres produits destinés à la bijouterie et à l'horlogerie.

Après de longues années d'activité en tant qu'entreprise familiale, la société a réussi son introduction à la bourse suisse (Bourse de Lausanne) en 1985 par une IPO. Les familles fondatrices ont gardé le contrôle financier grâce à des actions à droit de vote privilégié. La transformation en une société cotée en bourse avait pour but d'élargir les débouchés et de se positionner en tant que marque vis-à-vis de la clientèle finale. En créant la chaîne de boutiques Oro Vivo, la société Golay a exploité des bijouteries dans le monde entier et poursuivi son expansion dans le commerce de détail de montres et de bijoux.

En 1999, la société Signity a été fondée dans le cadre d'une joint venture avec le groupe Swarovski. La spécialité de cette société nouvellement créée a été la commercialisation de pierres synthétiques pour la bijouterie. C'est dans le cadre de cette joint-venture que deux usines ont été exploitées aux Philippines.

En raison de la forte concurrence des pays asiatiques et notamment de la Chine, capables de produire à des prix inférieurs grâce à leur implantation, la société Golay a enregistré de plus en plus de pertes à la fin des années 90. N'ayant pas réussi son redressement avec sa stratégie de diversification, la société Golay a entamé depuis 2004 une stratégie de désinvestissement dans le but d'un recentrage sur son activité de base. C'est ainsi que la société a vendu en 2004 la chaîne de boutiques Oro Vivo et en 2006 sa part dans la joint venture Signity. Au cours de l'exercice 2007, plusieurs sociétés déficitaires ont été cédées ou liquidées. Ce processus de désinvestissement a entraîné une réduction continue des activités opérationnelles.

En 2007, Golay a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de CHF 101.2 millions et un EBIT de près de CHF 6.3 millions.

Fin décembre 2007, la société d'investissement Norinvest a acquis la majorité des droits de vote de Golay par la reprise de la totalité de l'actif et du passif de la société financière LAG Finances SA (LAG). Cette dernière était en possession de 100% des actions nominatives de Golay, ce qui correspond à 64.84% des droits de vote et à 28.55% du capital. Suite à une deuxième étape, consistant en la reprise de LAG par Golay par voie de fusion, Norinvest détient depuis juin 2008 directement 28.55% du capital social et 64.84% des droits de vote de Golay.

3.2 Structure du groupe

Au 31 décembre 2007, la structure des participations de Golay se présentait comme suit:



Source: Rapport d'activité 2007, Golay Buchel Holding SA

Observation de BDO:

* plus aucune activité opérationnelle depuis 2008

** plus aucune activité opérationnelle depuis 2007, cession des sociétés en 2008

3.3 Evolution des chiffres clés des exercices 2003 à 2007

Chiffres consolidés:

en CHF '000	2003	2004	2005	2006	2007
Chiffre d'affaires	230'412	224'579	136'265	138'896	101'209
Croissance du chiffre d'affaires	-10.4%	-2.5%	-39.3%	1.9%	-27.1%
EBITDA (Bénéfice avant amortissements)	5'475	9'868	5'225	3'150	7'445
Marge EBITDA	2.4%	4.4%	3.8%	2.3%	7.4%
EBIT (Bénéfice - perte d'exploitation avant inérêts et amortissements)	-7'686	-2'307	-586	-975	6'330
Marge EBIT	-3.3%	-1.0%	-0.4%	-0.7%	6.3%
Bénéfice - Perte du groupe consolidé (y compris les participations minoritaires)	-1'696	-17'100	491	14'346	11'950
Marge bénéficiaire	-0.7%	-7.6%	0.4%	10.3%	11.8%

Source: Rapports d'activité Golay Buchel Holding SA

La concentration sur le métier de base entamée en 2004 explique la régression continue du chiffre d'affaires et une augmentation de la marge EBIT dans les exercices suivants. La fermeture des sites de production aux Philippines et en France et la restructuration systématique des autres sociétés a permis de réduire de manière significative les coûts opérationnels à l'échelle du groupe et également au siège à Lausanne. A la fin de l'année 2007, les effectifs ne représentaient que 130 collaborateurs en terme de postes à plein temps par rapport à 804 collaborateurs en 2006. Les importants bénéfices réalisés par le groupe dans les années 2006 et 2007 sont dus à des revenus extraordinaires provenant de la cession et de la liquidation de filiales et de sites de production opérant dans le commerce de pierres synthétiques.

3.4 Divisions

A la suite de la restructuration drastique au cours de ces dernières années, la société Golay qui était à la fois fabricant de pierres synthétiques et commerçant a concentré ses activités sur le commerce de gros. Les derniers sites de production exploités par Golay ont été fermés ou cédés au cours de l'exercice 2007. La nouvelle orientation stratégique se reflète dans la part de chiffre d'affaires dégagée par ces deux divisions au cours des trois derniers exercices :

		2005	2006	2007
• Production:	Taille et polissage de pierres précieuses et de pierres synthétiques pour la bijouterie	34.4%	32.9%	14.4%
• Commerce de gros	Traitement et commercialisation de perles de culture, de diamants, de pierres précieuses et de bijoux en or	65.6%	67.1%	85.6%

Source : Rapports d'activité de Golay Buchel Holding SA

• Production

La société Golay a exploité des sites de production pour la taille et le polissage de pierres précieuses et de pierres synthétiques en France (R. Colin SAS) et aux Philippines. Les usines aux Philippines ont livré des produits pour la société Signity, une joint venture avec le groupe Swarovski qui remonte à 1999. Or, les pierres synthétiques subissent depuis plusieurs années sur le marché mondial une forte pression. Par ailleurs et compte tenu du bas niveau des salaires et des frais généraux, les producteurs notamment chinois ont inondé le marché de pierres de joaillerie en grandes quantités et à des prix très bas, ce qui a entraîné une véritable érosion des prix. Pour les acheteurs, le facteur déterminant est le prix, et ce malgré la qualité supérieure des produits Golay par rapport notamment aux

produits chinois. En raison d'une baisse continue des résultats de cette division, la direction de Golay a décidé en 2006 d'abandonner le traitement des pierres synthétiques et de se retirer de la joint venture avec Swarovski. La participation de 50% dans la joint venture a été cédée à Swarovski et les sites aux Philippines ont été fermés définitivement en 2007.

Les sites de production de la société R. Colin SAS en France ont été directement affectés par la fermeture des usines aux Philippines car c'est là où les commandes des machines destinées à la taille étaient exécutées. A la suite de cette cession, le chiffre d'affaires de R. Colin SAS s'est effondré. C'est pourquoi Golay a vendu cette société à un groupe d'investisseurs à la fin de l'année 2007. Il existe aujourd'hui encore un contrat de coopération entre Golay et R. Colin SAS pour la taille et le polissage de pierres précieuses qui sont livrés à l'industrie d'horlogerie.

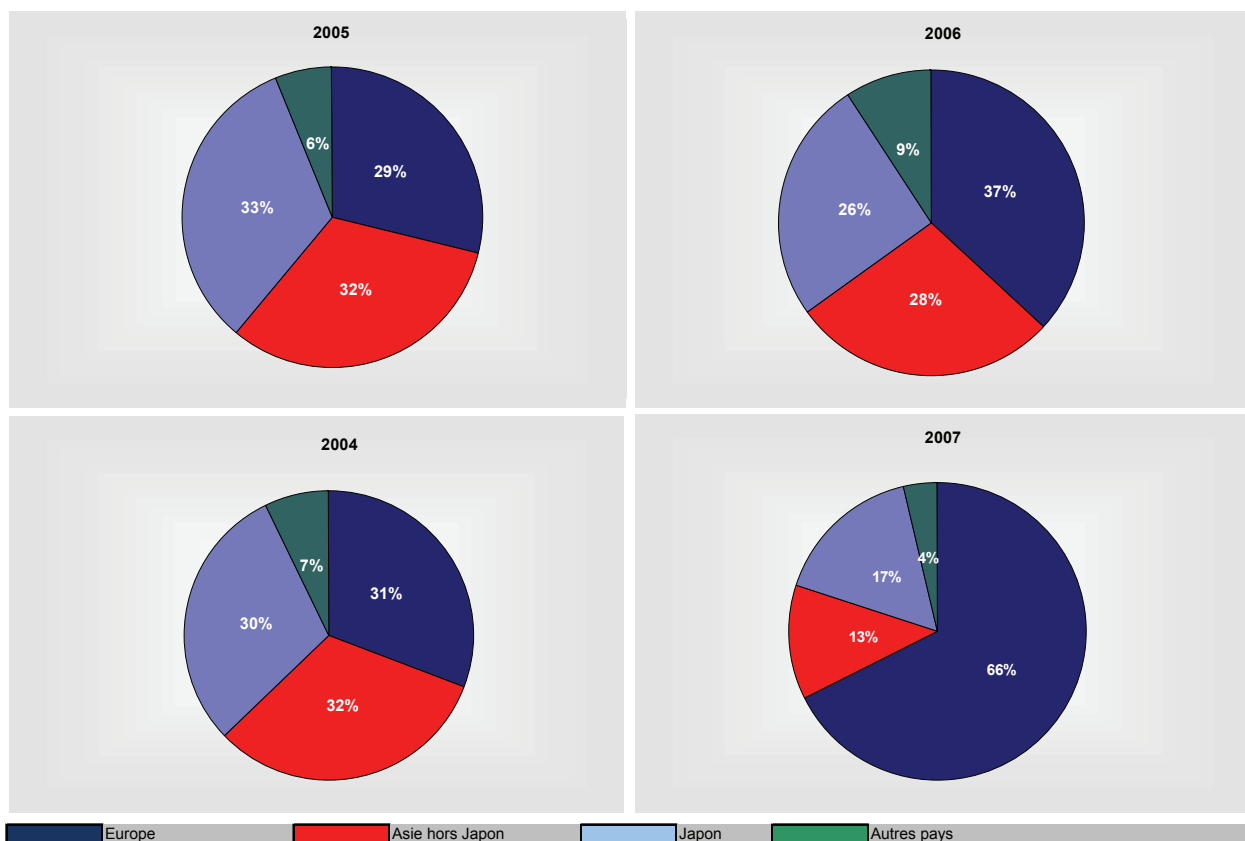
A la suite de la fermeture de la division production/du joint venture Signity, le nombre de salariés travaillant au siège à Lausanne a été réduit de près de la moitié.

- **Commerce de gros**

Le commerce de gros, la seule division qui a subsisté après la fermeture de la division production, a été entièrement restructuré au cours de l'année 2007. La société déficitaire Golay Buchel Paris a pu être cédée à des tiers, la société de Barcelone a été liquidée, l'activité bijoux en or de Hongkong a été cédée pour ne garder que l'activité commerciale. Les sociétés de Singapour et de Malaisie ont été redimensionnées et placée sous le contrôle du management des filiales à Kobé (Japon).

Les perles de culture et les bijoux en perles sont les principaux produits qui sont restés dans la gamme de Golay. Par ailleurs, le négoce de bijoux en or, de diamants et de pierres précieuses fournit une contribution au chiffre d'affaires global. Avec le lancement d'une gamme innovatrice de bijoux "Pearl2" au printemps 2008, Golay a l'intention de positionner de nouveaux produits sous son nom sur le segment des produits de luxe.

- **Répartition géographique du chiffre d'affaires en fonction des clients**



Source : Rapports d'activité de Golay Buchel Holding SA / 2004 sans la chaîne de boutiques Oro Vivo qui a été vendue

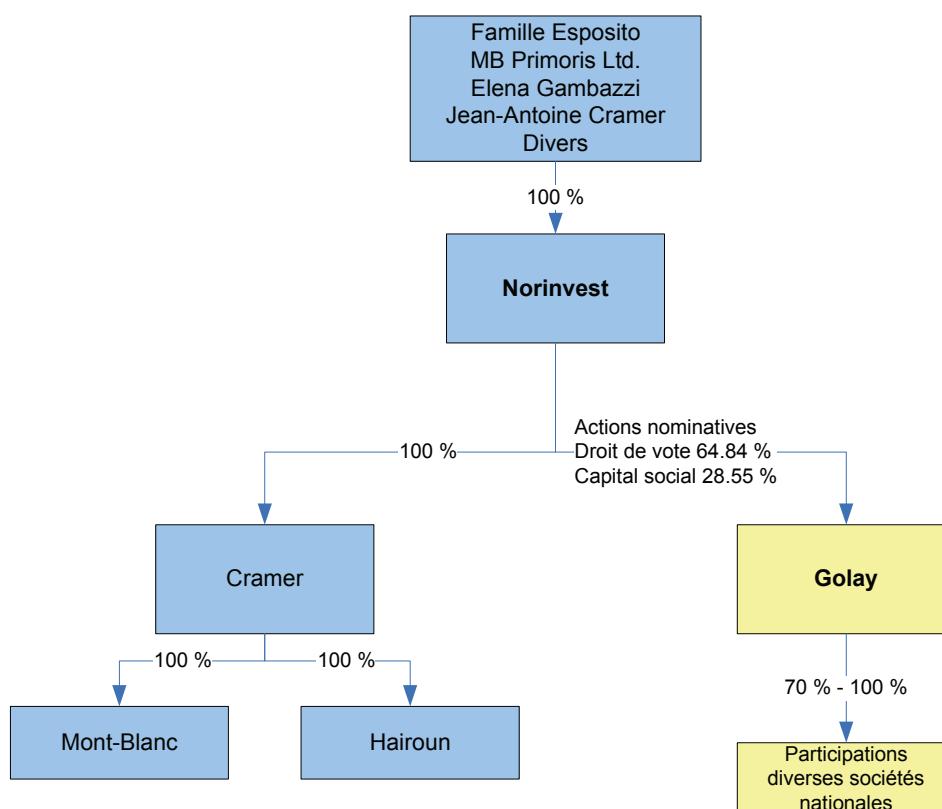
La transformation d'une entreprise de production et de commerce en une entreprise dont la seule activité est concentrée sur le commerce de gros s'est également traduite par un changement de la répartition géographique de la clientèle dans les années 2004 à 2007. En effet, le marché asiatique des pierres synthétiques pour la joaillerie a été perdu à la suite de la fermeture des sites de production. Les principaux clients pour les produits restants du portefeuille de Golay provenaient de la zone Europe. En 2007, ces derniers ont représenté environ deux tiers du chiffre d'affaires global. Or, dans les années 2004 et 2005 le chiffre d'affaires réalisé avec eux représentait encore un tiers du chiffre d'affaires global.

Chapitre 4 Norinvest Holding SA

4.1 Activité

Norinvest, une société d'investissement fondée en 1984 à Genève, est une holding pure, sans activité opérationnelle. En novembre 1991, M. Massimo Esposito, le président actuel du conseil d'administration de Golay et administrateur de Cramer, a pris les fonctions de président du conseil d'administration de la société Norba Invest Holding SA. En 1998, le nom de cette dernière a été changé pour devenir Norinvest Holding SA, qui est la raison sociale actuelle de la société. Ses participations comprennent aujourd'hui les actions nominatives non cotées de Golay et la banque privée Banque Cramer & Cie SA dont le siège se trouve à Genève.

Le diagramme ci-après présente la structure du portefeuille de Norinvest avec ses participations directes et indirectes :



M. Massimo Esposito et sa famille sont les principaux actionnaires de Norinvest et détiennent 36.13% du capital. La société MB Primoris Ltd., dont le siège se trouve à Stans et qui détient 16.28% du capital, est le deuxième actionnaire principal.

En septembre 2008, l'actionnariat est composé comme suit:

Actionnariat	Participation
Massimo Esposito-Sporrer	22.09%
Christiane Grandjean-Sporrer	7.02%
Jacqueline Esposito-Sporrer	7.02%
Total famille Esposito	36.13%
MB Primoris Ltd., Stans	16.28%
Elena Gambazzi	9.17%
Jean-Antoine Cramer	7.08%
Pierino Lardi	7.01%
Charles-François Thévenaz	6.06%
Alain Peytral	4.74%
Marco J. Netzer	4.42%
Bernard Allien	4.18%
MS INVEST	4.18%
Alain Sierro	0.76%
Total	100.00%

4.2 Description des participations

A la date de l'évaluation de la société Norinvest, cette dernière détenait deux participations:

- **Golay Buchel Holding SA:** 100% des actions nominatives (64.84% des droits de vote et 28.55% du capital) et
- **Banque Cramer & Cie SA:** 100% des actions, dont également des participations à 100% de Cramer dans Hairoun Holdings (BVI) Ltd, British Virgin Islands (Hairoun) et dans Mont-Blanc Financial Services Ltd. (Mont-Blanc).

4.3 Golay Buchel Holding SA

La participation dans Golay a été acquise le 27 décembre 2007 par la reprise de la totalité de l'actif et du passif de la holding LAG.

Pour d'autres informations sur la société Golay, son historique, son activité et son évolution, nous nous référons au chapitre 3.

4.4 Banque Cramer & Cie SA

Dans le monde des banques genevoises, le nom Cramer est connu et établi depuis le début du 18e siècle. Les origines de la banque Cramer sous sa forme actuelle remontent à l'année 1931 lorsque François Cramer a fondé la société de gestion de fortune dénommée Cramer & Wagnière, laquelle est devenue plus tard la société de gestion de fortune dénommée MM. Cramer & Cie. En juillet 2002 Norinvest a pris le contrôle de la société et l'activité a été poursuivie sous la forme d'une société anonyme dénommée Cramer & Cie SA. Le 19 mars 2003, la Commission Fédérale des Banques (CFB) a approuvé la création de Banque Cramer & Cie SA.

La succursale de Lugano a été créée en décembre 2004 en relation avec la reprise des éléments d'actif et de passif de la société de gestion de portefeuille Lexfin SA, Lugano.

Depuis 2007 Norinvest est l'unique actionnaire de Cramer. Les personnes bénéficiaires économiques sont mentionnées dans le tableau ci-dessus de l'actionnariat de Norinvest.

4.4.1 Stratégie et services

La banque Cramer est spécialisée dans la gestion de fortune et le conseil en placement aux particuliers. Depuis 2007, elle développe également une activité de financement de négoce international destinée à la clientèle du secteur private banking de la banque.

Ses principales activités englobent les secteurs suivants:

- Gestion de fortune;
- Planification patrimoniale;
- Conseil en placement;
- Plateforme pour les gérants externes;
- Assistance-conseil en matière immobilière;
- Crédits Lombard;
- Gestion de fonds;
- Trade Finance (gestion des financements pour le négoce international).

4.4.2 Evolution des chiffres clés pour les exercices 2003 à 2007

en CHF '000		2003	2004	2005	2006	2007
Hors-bilan	Actifs sous gestion (Assets under Management)	628'653	901'036	955'701	926'043	1'318'807
	Progression des actifs sous gestion	20.2%	43.3%	6.1%	-3.1%	42.4%
	Net new money	45'335	269'260	46'827	-15	283
Bilan	Total du bilan	95'459	130'098	126'675	128'813	155'119
	Progression du total du bilan	153.0%	36.3%	-2.6%	1.7%	20.4%
	Créances sur la clientèle	55'563	55'450	72'526	83'426	115'732
	Progression des créances sur la clientèle	191.0%	-0.2%	30.8%	15.0%	38.7%
	Engagements envers la clientèle	34'538	65'165	73'942	63'111	48'088
	Progression des engagements envers la clientèle	187.3%	88.7%	13.5%	-14.6%	-23.8%
Compte de résultat	Engagement envers les banques	35'415	38'140	19'305	30'351	72'267
	Progression des engagements envers les banques	114.5%	7.7%	-49.4%	57.2%	138.1%
	Résultat net	10'343	13'837	18'190	19'091	20'496
	Progression du résultat net	106.1%	33.8%	31.5%	5.0%	7.4%
Compte de résultat	Bénéfice brut (avant impôts et amortissements)	1'818	3'401	6'516	6'697	5'592
	Marge du bénéfice brut sur résultat net	17.6%	24.6%	35.8%	35.1%	27.3%
	Bénéfice / perte net	949	1'707	3'812	4'045	3'237
Compte de résultat	Marge du bénéfice sur résultat net	9.2%	12.3%	21.0%	21.2%	15.8%

Source: Rapport d'activité Banque Cramer & Cie SA

L'intégration de Lexfin SA en 2004 s'est traduite par une croissance significative du revenu net et du bénéfice net. En plus, grâce à cette intégration, la banque a enregistré un accroissement des actifs sous gestion (AuM) de près de CHF 230 millions et une progression du total des actifs sous gestion de CHF 269 millions au cours de l'exercice 2004.

En 2007, le total du bilan a progressé de 20% par rapport à l'année précédente. Cette croissance au niveau de l'actif s'explique par un élargissement des opérations bancaires et des créances sur la clientèle. Au niveau du passif, la progression du volume s'est traduite par une augmentation des engagements envers des banques.

En 2007, le développement du nouveau secteur d'activité "Trade Finance" s'est traduit par une croissance du revenu ainsi que par une augmentation des engagements hors bilan et des frais de personnel. A la date de clôture des comptes, les revenus, en hausse de près de 7% en 2007 par rapport à 2006, ne reflètent pas la totalité du potentiel des opérations de commissions résultant de l'accroissement substantiel des actifs sous gestion (AuM) qui s'est principalement matérialisé au quatrième trimestre. D'après le budget et la planification financière, la banque devrait être en mesure de profiter pleinement de cet afflux d'argent dès l'exercice 2008.

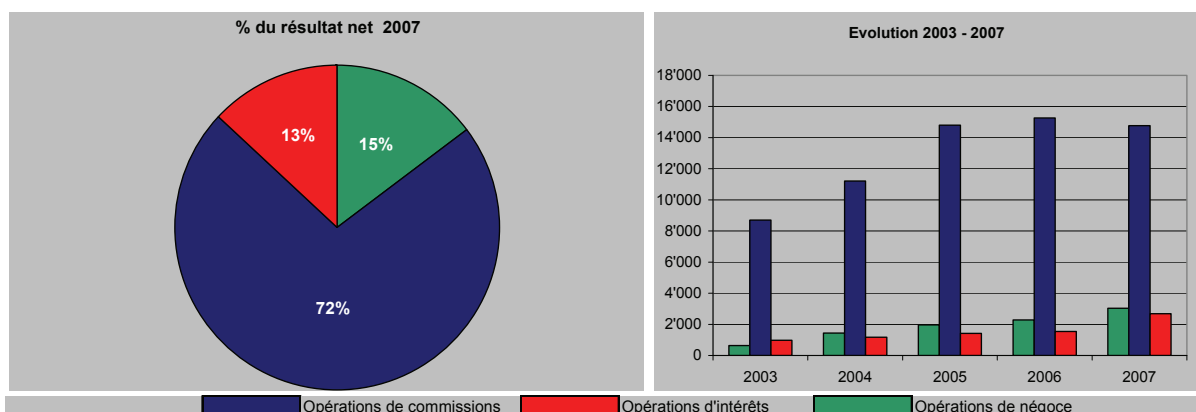
La baisse du bénéfice brut et net en 2007 s'explique par les frais de personnel qui ont accusé une augmentation nettement plus forte que les revenus. En effet, il a été nécessaire de recruter de nouveaux gestionnaires de fortune en 2007 afin de pouvoir faire face à l'augmentation des actifs sous gestion. En plus, pour développer l'activité "Trade Finance", les frais de personnel ont augmenté plus fortement que les revenus générés par cette activité en 2007. A la fin de l'exercice 2007, Cramer employait 47 salariés à plein temps par rapport à 43 en 2006.

4.4.3 Secteurs d'activité

Les trois principaux secteurs d'activité d'opérations bancaires de Cramer sont les suivants:

- opérations de commissions
- opérations d'intérêt
- opérations de négoce

Les graphiques ci-après présentent le pourcentage et les évolutions de ces différents secteurs d'activité par rapport au total du résultat de l'établissement bancaire:



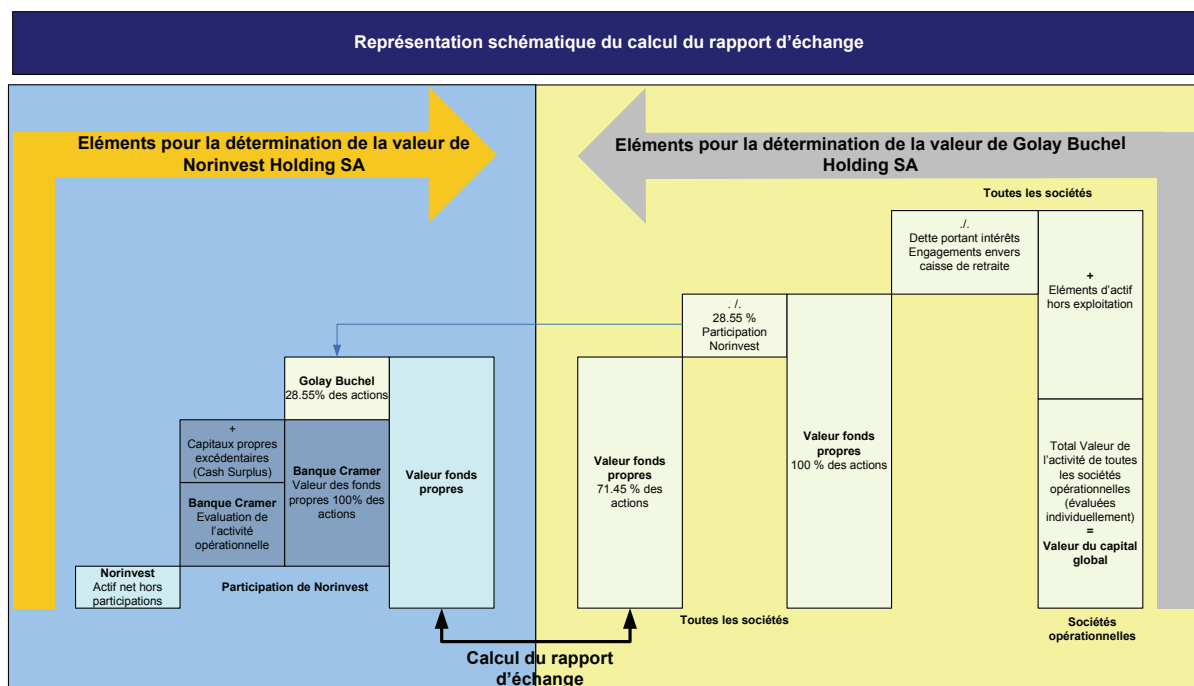
Source : Rapport d'activité Banque Cramer & Cie SA

Les opérations de commissions représentent environ trois quarts du résultat net des opérations bancaires ordinaires. La croissance annuelle (CAGR) pendant la période sous revue s'élève à 19% en moyenne. La plus forte progression a été réalisée avec les opérations d'intérêt (47%), suivies par les opérations de négoce (28%) et les opérations de commissions (14%).

Chapitre 5 Procédure et analyse d'évaluation

5.1 Portée de l'évaluation

Le diagramme ci-après indique la méthodologie utilisée par BDO pour son analyse de l'évaluation et les différents composants de valeur des sociétés Norinvest (y compris ses participations) et de Golay dont il convient de tenir compte dans le calcul du rapport d'échange:



Etant donné que Norinvest détient 28.55% du capital de Golay, cette participation doit être ajoutée à la valeur de Norinvest ou bien déduite de la valeur de Golay avant le calcul du rapport d'échange. En dehors de Golay, la seule participation de Norinvest ayant une activité opérationnelle est la Banque Cramer & Cie SA. Les explications ci-après s'appliquent donc aux activités opérationnelles de Golay et de Cramer.

5.2 Evaluation séparée (stand-alone) / Synergies

Dans les considérations retenues pour l'évaluation, il n'a pas été tenu compte d'éventuelles synergies futures résultant d'une fusion des deux sociétés Norinvest et Golay. Dans les hypothèses prévisionnelles retenues par les deux sociétés qui ont servi de base à l'évaluation et au calcul du rapport d'échange dans le cadre de la présente expertise, l'évolution future des sociétés Golay et Cramer a été prise en compte séparément (stand-alone).

La reprise de Golay en totalité, telle qu'elle est envisagée, pourrait permettre à Norinvest de bénéficier de synergies potentielles pour sa croissance économique et de réaliser des revenus supérieurs à l'avenir.

5.3 Date d'évaluation

C'est le 1er octobre 2008 qui a été retenu comme date d'évaluation.

Les budgets 2008 à 2010 ainsi que les comptes annuels des deux sociétés à évaluer, arrêtés au 31 décembre 2007, ont servi de base à l'établissement des comptes prévisionnels et des évaluations qui reposent sur ceux-ci. Les derniers comptes intermédiaires publiés datent du 30 juin 2008. La vraisemblance des hypothèses et des paramètres des comptes prévisionnels utilisés a été établie en s'appuyant sur les comptes intermédiaires arrêtés au 30 juin 2008 ainsi que sur les informations disponibles des clôtures intermédiaires à fin septembre 2008, qui ont été plausibilisés, discutés avec les directions et actualisés en tant que de besoin.

Les directions des deux sociétés ont confirmé à BDO que depuis la date de référence aucun événement n'est survenu dont il n'aurait pas été tenu compte dans les chiffres prévisionnels et qui pourrait avoir une incidence matérielle sur les comptes prévisionnels et les réflexions d'évaluation. Les observations au cours des travaux d'actualisation effectués confirment cette affirmation.

5.4 Comptes prévisionnels utilisés

La valeur d'une entreprise se détermine à partir de l'utilité que l'entreprise peut dégager dans l'avenir du fait de ses générateurs de valeur existants au moment de l'évaluation, y compris sa valeur intrinsèque, sa capacité d'innovation, ses produits et sa position sur le marché, la structure de l'entreprise, ses collaborateurs et son management. Sur la base de ces facteurs et en tenant compte de ses évaluations et de ses connaissances du marché, la direction élabore pour les années futures des comptes prévisionnels. Les prévisions partent du principe que la société sera en mesure de dégager à l'avenir des surplus financiers en faveur des propriétaires de la société, c'est-à-dire des actionnaires.

5.5 Horizon des prévisions et valeur résiduelle

Pour calculer les surplus financiers futurs, BDO s'est servi pour ses évaluations de la planification financière des deux sociétés Golay et Cramer, des extrapolations pour 2008 et des évolutions historiques. Ce sont les exercices 2008 à 2010 qui ont été définis comme horizon pertinent des prévisions. A la fin de l'horizon des prévisions se trouve l'année standard dont les paramètres prévisionnels résultent des hypothèses retenues dans la planification et des entretiens menés avec la direction des deux entreprises. Nous avons notamment surveillé la vraisemblance de la croissance, des marges ainsi que des amortissements et des investissements attendus par la direction. Le surplus financier déterminé pour l'année standard à l'aide des projections sert de base à la détermination de la valeur résiduelle, qui se calcule à l'aide de la formule de la rente perpétuelle.¹

5.6 Vraisemblance et cohérence des comptes prévisionnels

Les comptes prévisionnels 2009 à 2010 et les projections pour l'exercice 2008 ont servi de base pour déterminer les excédents financiers futurs des deux sociétés Golay et Cramer. Par ailleurs, nous avons examiné les comptes annuels pour l'exercice 2007 et les résultats semestriels 2008. Les extrapolations actuelles pour 2008 ont été rendues vraisemblables et ont fait l'objet de discussions avec les managements des deux sociétés. Sur la base des comptes intermédiaires au 30 septembre 2008 et dans le cadre de la crise financière actuelle, les possibles impacts sur les états financiers et fonds propres actuels et futurs des deux sociétés ont été analysés et considérés.

Les comptes prévisionnels de Golay ont été établis en 2007 et reflètent les attentes pour l'exercice 2008 des sociétés qui sont encore opérationnelles. Sur la base de ces comptes, la direction a établi des projections allant jusqu'en 2010. En ce qui concerne les sociétés qui ne sont plus opérationnelles, leurs liquidités, leurs stocks de marchandises et leur endettement net (créances moins les dettes au prix de marché) ont été évalués et donc pris en compte pour déterminer la valeur de Golay. Le ralentissement économique et la crise financière actuelle influencent de manière négative les activités dans le domaine des produits de luxe. A fin septembre 2008 on constate, particulièrement dans les sociétés asiatiques (Japon et Hong-Kong), que les budgets annuels concernant le chiffre d'affaires pour 2008 ne pourront pas être atteints. Ceci influence également de manière négative les marges opérationnelles et les résultats nets pour l'ensemble de l'année 2008. En se basant sur des extrapolations à fin septembre 2008, les comptes prévisionnels ont été ajustés en conséquence.

¹ Valeur résiduelle = cash-flow libre durable / (coût du capital – taux de croissance à long terme)

Les prévisions de Cramer pour la période 2008 à 2010 ont été établies par la direction de la banque au début de l'exercice 2008 et révisées en mai 2008 en vue du lancement de l'offre d'échange. En ce qui concerne les activités dans le secteur "Trade Finance", il convient de préciser que plusieurs scénarios ont été élaborés pour les exercices 2009 et 2010 et pris en considération dans les comptes prévisionnels. Par ailleurs, nous avons éliminé les effets de synergie résultant d'un rapprochement avec Golay et dont il a été tenu compte dans la budgétisation afin de garantir que les conditions d'une évaluation séparée (stand-alone) soient remplies. L'influence de la crise financière actuelle sur l'activité, ainsi que les états financiers de la banque ont été analysés au début du mois d'octobre. La banque ne détient quasiment pas de portefeuille pour propre compte et ne détient pas d'autres actifs qui nécessiteraient une adaptation de valeur en lien direct avec la crise financière. Par la part importante de son activité dans la gestion de fortune, la banque Cramer est essentiellement touchée par la crise financière de manière indirecte. Une augmentation continue du nombre de clients venant compenser positivement les baisses de valeurs des portefeuilles existants a permis de maintenir un trend à la hausse en termes de masse sous gestion pour les premiers neuf mois de l'exercice 2008. A cause de la crise financière et des marchés boursiers difficiles, les revenus de commissions sont en dessous des attentes. Ainsi le bénéfice opérationnel extrapolé pour l'année 2008 sera également influencé de manière négative. Un ajustement correspondant a été considéré dans les comptes prévisionnels 2008.

5.7 Facteurs générateurs de valeur

Golay et Cramer opèrent sur des marchés totalement différents. Golay fait du commerce avec des produits de luxe tandis que Cramer, banque privée, s'occupe principalement de particuliers fortunés. Les facteurs générateurs de valeur de ces deux sociétés sont donc différents et leurs évolutions prévisibles ont eu une incidence sur les pronostics pour les exercices 2008 à 2010. Les principaux facteurs générateurs de valeur de ces deux sociétés sont décrits ci-après:

- **Golay:** Chez Golay, le principal générateur de valeur est la marge EBITDA, notamment en ce qui concerne le coût des achats et les charges de personnel. Ces dernières années, le coût des achats a représenté 72% à 75% du chiffre d'affaires. L'évolution du coût des achats dépend surtout de l'évolution des prix sur les marchés de perles. Les perles sont négociées par lots définis. Une seule offre est admise par lot et l'offre la plus élevée l'emporte. Etant donné que chaque lot comporte des perles de qualités et de couleurs différentes, il faut souvent acheter plusieurs lots

pour obtenir le nombre de perles souhaitées de la même qualité et de la même nuance de couleur. Un grand nombre de petites sociétés privées locales interviennent sur le marché des négociants de perles. Golay est une des rares sociétés qui agit à l'échelle mondiale comme acheteur de perles. Ce qui explique les fortes fluctuations de prix lorsque Golay participe à une vente aux enchères. Il est donc difficile de chiffrer à l'avance le coût des achats. S'agissant de la période de projection, il a été admis qu'à l'avenir le coût des achats se situera plus ou moins dans la même fourchette que dans le passé.

Les charges de personnel représentent un autre facteur générateur de valeur. Grâce à la fermeture de la production, à la cession de la chaîne de magasins Oro Vivo et à la restructuration de sociétés nationales non rentables, il a été possible de réduire de manière significative les charges de personnel. En 2007, les charges de personnel ont pu être réduites de moitié par rapport à 2006. La direction estime qu'il sera possible de se concentrer sur le métier de base avec les effectifs encore en place fin 2007. Pour la période couverte par les prévisions, il a été supposé qu'à l'avenir le rapport entre les charges de personnel et le chiffre d'affaires correspondra approximativement aux charges de personnel récurrentes et corrigées de l'exercice 2007.

- **Cramer:** Le résultat de Cramer dépend essentiellement du volume des fortunes gérées de la clientèle, mais également de l'évolution des taux d'intérêt et de la marge sur les opérations d'intérêts. La progression des actifs sous gestion permet à Cramer de dégager des produits plus importants en provenance des commissions et des rétrocessions. Afin d'accroître la gestion patrimoniale, de nouveaux conseillers de clientèle ont été recrutés et les relations commerciales existantes ont été élargies. Pour la période de projection, nous nous sommes basés sur une progression moyenne (CAGR) des actifs sous gestion de près de 11.5%.
Une hausse des taux d'intérêt se traduirait par une augmentation du coût des engagements envers des banques, ce qui pourrait entraîner une pression sur la marge d'intérêts et donc un produit net en baisse des opérations d'intérêts. En particulier les activités dans le secteur "Trade Finance" sont classées comme sensibles au niveau des taux d'intérêt. Pour la période de projection, il a été présumé que ni le niveau des taux d'intérêt ni la marge d'intérêt ne changerait de manière significative en raison d'une modification du niveau des taux d'intérêt.

S'agissant des charges de personnel, il a été admis pour la période de projection qu'après élimination des effets spéciaux la valeur de référence de l'exercice 2007

correspondant à 40% du revenu net, peut servir de valeur de base et que ce pourcentage pourra également être maintenu à l'avenir.

5.8 Méthodes d'évaluation

Pour déterminer la valeur des fonds propres de Golay et de Cramer et pour apprécier l'équité financière de l'offre d'échange de Norinvest, les méthodes d'analyse et d'évaluation suivantes ont été utilisées :

- Méthode de l'actualisation des cash flows (méthode DCF);
- Evaluation du marché (comparaison avec des sociétés cotées en bourse, par rapport aux ratios d'évaluation);
- Réflexions concernant une évaluation sur la base des valeurs de liquidation;
- Analyse de l'évolution du cours de bourse de Golay (action au porteur et bon de participation).

La valeur des fonds propres déterminée au moyen de la méthode DCF est au centre des analyses d'évaluation et des réflexions conduisant à la détermination de la valeur. La méthode repose sur le principe théorique que la valeur d'une entreprise est égale au résultat net attendu par l'investisseur après actualisation en fonction du coût du capital et du risque. Dans la pratique, on part de la prévision du cash-flow libre qui est ensuite actualisée selon la méthode DCF au moyen du taux du coût du capital.

D'autres méthodes d'évaluation et/ou réflexions ont été utilisées pour vérifier la vraisemblance des résultats obtenus par la méthode DCF. Il s'agissait notamment de vérifier la plausibilité des résultats de l'évaluation par rapport à des variantes d'évaluation alternatives et ajustées pour tenir compte de la situation initiale.

Chapitre 6 Résultats de l'évaluation

6.1 Méthode des Discounted Cash Flows

Selon l'approche théorique de l'évaluation d'un investissement en vue de l'évaluation d'entreprise, la valeur de cette dernière est égale au résultat net attendu par l'investisseur, actualisé à un taux tenant compte à la fois de la valeur de l'argent dans le temps et des risques. Dans la pratique, cette valeur est estimée sur la base des flux de trésorerie libres anticipés (FCF), lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût du capital en utilisant la méthode DCF. Le coût du capital correspond au coût moyen pondéré de la dette et des fonds propres (Weighted Average Cost of Capital - WACC). Le WACC tient compte du rendement approprié des fonds propres ainsi que du coût anticipé de la dette, pondéré en fonction de la structure financière cible à long terme de l'entreprise. Le rendement des fonds propres est calculé selon le modèle CAPM (Capital Asset Pricing Model – Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers). S'agissant du coût de la dette, c'est le taux d'intérêt effectif après impôts qu'il convient de retenir, tandis que le coût des fonds propres repose sur le modèle de marché du CAPM. Selon l'approche théorique du CAPM, la prime de risque spécifique à une entreprise est égale aux « levered » bêtas multipliés par la prime de risque du marché. Le "levered" bêta est une mesure du risque spécifique d'une entreprise par rapport au risque du marché et dépend entre autres de la structure de financement de l'entreprise à évaluer.

Lors de l'utilisation de la méthode DCF pour l'évaluation d'entreprises industrielles ou commerciales, on retient en règle générale la méthode brute (appelée également modèle de la valeur globale ou méthode « entity »). Selon la méthode brute, les FCF correspondent au cash flow opérationnel et aux investissements sans tenir compte du coût de la dette. Pour le calcul du coût du capital, le taux d'intérêt après impôts est pris en compte. Les dettes portant intérêts sont déduites de la valeur globale (valeur du capital global) obtenue par la somme des Cash Flows Libres futurs actualisés de la période de projection et de la valeur terminale (valeur résiduelle), éventuellement après addition des actifs non opérationnels après impôts et des excédents de trésorerie. Cette méthode a été retenue pour l'évaluation de Golay, qui est essentiellement une entreprise commerciale.

S'agissant de l'évaluation d'une banque par la méthode DCF et contrairement à l'évaluation d'entreprises industrielles et commerciale, il est préférable d'appliquer la méthode nette (également appelée méthode « equity »). Compte tenu de ses activités, il convient de retenir pour une banque une approche reposant sur le coût des fonds propres et de déduire du cash flow libre les intérêts payables sur les dettes. Après addition des actifs non opérationnels à cette valeur globale, on obtient la valeur des fonds propres. Dans ce cas, le

coût du capital correspond au coût des fonds propres qui est estimé à l'aide de la méthode CAPM. L'application de la méthode nette pour l'évaluation des banques, au lieu de la méthode brute, est également décrite dans les ouvrages de référence. Ainsi Copeland écrit dans son manuel „Valeur d'entreprise²“ : »Il est vrai qu'on obtient d'un point de vue mathématique le même résultat par le modèle de la valeur globale et par la méthode des fonds propres. Cette dernière est toutefois plus facile à appliquer pour une évaluation de banques car elle tient compte du fait que les banques peuvent générer de la valeur au niveau du passif du bilan. C'est pourquoi nous recommandons d'anticiper pour les banques le cash-flow libre destiné aux actionnaires et de l'actualiser ensuite au coût des fonds propres. Le modèle de la valeur globale est moins approprié aux banques, du fait que l'une de leurs principales sources de financement est constituée par les dépôts des particuliers ne portant pas d'intérêts et non par des capitaux empruntés sur le marché. Il est souvent difficile de déterminer le coût du capital pour ces dépôts de la clientèle."

En s'appuyant sur cette argumentation, c'est la méthode nette qui a été retenue pour l'évaluation de Cramer.

6.1.1 Paramètres du WACC et valeur résiduelle

Les paramètres retenus dans la détermination du WACC sont décrits ci-après dans le cadre des réflexions sur la valeur.

a) Bêta

Golay : 1.76	Cramer : 0.58
<p>Le bêta « relevered » pour Golay repose sur la structure financière cible de Golay et sur le bêta moyen « unlevered » d'entreprises similaires cotées en bourse dans le domaine de l'industrie de produits de luxe.</p> <p>Les entreprises suivantes ont été sélectionnées:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Hermes International • Burberry Group PLC • Bulgari SPA • Bijou Brigitte Modische Accessoires AG • LVMH Group • CIE Financière Richemont SA 	<p>Le bêta pour Cramer repose sur le bêta moyen « unlevered » de banques privées gestionnaires de fortune similaires cotées en bourse.</p> <p>Ont été sélectionnés les banques privées et gestionnaires de fortune suivants:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Banque Privée Edmond Rothschild SA • Bank Sarasin & Cie AG • EFG International • Vontobel Holding AG • Julius Bär Holding AG • Liechtensteinische Landesbank • Verwaltungs- und Privatbank AG

² T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, McKinsey & Company, Inc., "Unternehmenswert", 3. Edition 2002, Campus-Verlag GmbH, D-Frankfurt/Main, P. 501ff

b) **Taux d'intérêt sans risque**

Golay : 2.10%	Cramer : 3.08%
Golay opère surtout en Suisse et au Japon. C'est pourquoi le taux d'intérêt sans risque retenu sur la base de la pondération du chiffre d'affaires ³ Suisse / Japon selon le budget 2008 correspond à celui des emprunts d'Etat à long terme de la Suisse et du Japon.	Le taux d'intérêt sans risque retenu pour l'évaluation correspond au rendement actuel des obligations de la Confédération suisse à échéance de 20 ans ⁴ .

c) **Prime de risque du marché**

Golay : 8.73%	Cramer : 4.68%
<p>Comme pour le taux d'intérêt sans risque, la prime de risque du marché correspond à la pondération du chiffre d'affaires Suisse / Japon selon le budget 2008.</p> <p>Le calcul de la prime de risque du marché pour la Suisse correspond à la différence entre le rendement du marché suisse des actions selon l'étude Pictet⁵ et le rendement sans risque des obligations de la Confédération à échéance de 20 ans. Pour le Japon nous avons retenu le risque de pays selon Bloomberg.</p>	La prime estimée du risque du marché correspond à la différence du rendement du marché suisse des actions selon l'étude Pictet et le rendement sans risque des obligations de la Confédération à échéance de 20 ans.

d) **Prime pour petite capitalisation**

Golay : 2.56%	Cramer : 3.65%
<p>La prime liée à la taille de l'entreprise reflète l'attente accrue en termes de risque/rendement qui est liée à un investissement dans des petites et moyennes entreprises en relation avec leur capitalisation boursière. Elle se calcule en tant que différence entre les rendements à long terme effectivement observés des entreprises faiblement capitalisées et les rendements estimés pour ces entreprises à l'aide du CAPM. Les primes retenues ressortent d'une étude annuelle établie par Ibbotson Associates⁶. La base de l'analyse empirique est le marché américain des capitaux.</p>	

³ Bloomberg⁴ Bloomberg⁵ Pictet & Cie; Performance des actions et des obligations en Suisse (1926-2007), janvier 2008⁶ Morningstar, 2008 Ibbotson Risk Premia Over Time Report (Estimates for 1926-2007), janvier 2008

e) **Coût de la dette**

Golay : 3.5%	Cramer : 0.00%
Le coût avant impôt de la dette de Golay correspond en moyenne au service effectif des intérêts que Golay en tant que groupe global s'acquitte sur la base de la structure actuelle de sa dette respectivement de ses fonds propres.	Comme précisé ci-dessus, la banque Cramer est évaluée selon la méthode equity. C'est donc le taux du coût des fonds propres qui est utilisé pour l'actualisation car le coût de la dette ne serait pas pertinent pour la détermination du taux de capitalisation.

f) **Taux de l'impôt sur le bénéfice**

Golay : 20%	Cramer : 25.70%
<p>Le taux de l'impôt sur le bénéfice retenu pour les sociétés opérationnelles selon la projection de la direction correspond aux taux d'imposition spécifiques applicables dans les différents pays :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Suisse (Lausanne) 20% • Kobé (Japon) 38% • Tokyo (Japon) 25% • Osaka (Japon) 37% • Hongkong (HK) 18% • Singapour (SG) 20% 	Cramer est imposable à Genève. Le taux de l'impôt sur le bénéfice correspond au taux d'imposition moyen retenu par la direction dans sa projection en tenant compte de la répartition cantonale de l'impôt pour la succursale à Lugano.

g) **Structure de financement cible**

Golay : CE 50% / FP 50%	Cramer : FP 100%
Le rapport à long terme entre capitaux extérieurs et fonds propres retenu pour la détermination de la valeur (Gearing 1.00) de Golay repose d'une part sur la capacité d'endettement estimée à long terme, et d'autre part, sur la structure de financement souhaitée par l'entreprise en tenant compte de la stratégie future. Les engagements de pensions sont pris en compte dans la dette.	L'évaluation de Cramer a été réalisée selon la méthode « equity ». Pour l'application de cette méthode un autofinancement intégral a été supposé.

h) Croissance valeur résiduelle

Golay : 2.50%	Cramer : 2.00%
Après concertation avec la direction sur la stratégie future de l'entreprise et en tenant compte de l'inflation anticipée dans les différents secteurs d'activité, une croissance à l'infini de 2.50% a été retenue dans la valeur résiduelle au niveau de chaque société du groupe.	Après discussions approfondies avec la direction, nous avons retenu pour l'évaluation de la valeur résiduelle de Cramer une croissance supplémentaire de 1% s'ajoutant à une inflation modérée de 1% pour calculer la valeur résiduelle.

Dans le tableau ci-après figurent les taux d'actualisation (WACC) appliqués à Golay et à Cramer, déterminés à l'aide des paramètres décrits ci-dessus (sans le point h) :

Détermination du coût du capital (WACC)	Golay	Cramer	Sources:
Bêta unlevered	0.88	0.58	Bloomberg Analyse du groupe de référence Harris/Pringle selon la formule du bêta unlevered = levered bêta / (1+(CE/FP))
Bêta levered	1.76	0.58	bêta levered = bêta unlevered * (1+(CE/FP))
Taux d'intérêt hors risque	2.10%	3.08%	Rendements des emprunts d'Etat suisses et japonais en tenant compte de la pondération du chiffre d'affaires
Prime de risque du marché	8.73%	4.68%	(rendement du marché des actions - taux d'intérêt hors risque), étude de Pictet pour la Suisse, Bloomberg pour le Japon
Prime de faible capitalisation	2.56%	3.65%	Selon Morningstar Ibbotson Risk Premia Over Time Report
Prime de risque / professional judgement	0.00%	3.00%	BDO prime pour une vendabilité difficile et des restrictions aux distributions
Coût des fonds propres	20.01%	12.45%	= Taux d'intérêt hors risque +(Prime de risque du marché * Bêta levered)+Prime de faible capitalisation+Prime de risque
Coût de la dette	3.50%	0.00%	Selon le management
Coût de la dette (après impôt)	2.80%	0.00%	= coût de la dette * (1-taux d'imposition)
Fonds propres	50%	100%	Selon le management
Dette	50%	0%	Selon le management
WACC	11.40%	12.45%	

Les Cash Flows Libres futurs de la période de projection de 2008 à 2010 ont été déterminés à l'aide de procédés de calcul détaillés sur la base des extrapolations pour 2008, des comptes prévisionnels pour 2008 à 2010 et des informations fournies par la direction de chacune des deux sociétés opérationnelles.

Compte tenu de l'évolution du marché et en concertation avec la direction, une année standard a été déterminée pour la valeur résiduelle à compter de l'exercice 2011, en retenant l'hypothèse d'une croissance à l'infini. Dans le cadre de l'évaluation, les futurs Cash Flows Libres et la valeur résiduelle ont été actualisés à la date de référence en appliquant le WACC de chacune des sociétés.

Pour déterminer la valeur des fonds propres de Norinvest et de Golay, nous avons corrigé les valeurs globales des deux sociétés opérationnelles obtenues par la méthode DCF, en déduisant les engagements financiers (nets) ainsi qu'en ajoutant les fonds propres non opérationnels et les éléments d'actif non opérationnels et/ou les actifs nets (voir également le graphique du chapitre 5.1).

6.1.2 Sensibilités

Afin d'apprécier l'impact des différents générateurs de valeur sur le rapport d'échange, nous avons effectué une analyse de sensibilité pour les deux entreprises sur la base de la fourchette de valeurs déterminée à l'aide de la méthode DCF.

Dans le cadre de cette analyse de sensibilité, nous avons fait varier les générateurs de valeur des deux sociétés à l'intérieur d'une fourchette de valeurs. S'agissant de deux sociétés opérant dans des secteurs d'activité différents, les générateurs de valeur retenus pour Golay et Cramer dans l'analyse de sensibilité doivent être comparables. Dans ce contexte, le WACC, la croissance à l'infini et le bénéfice opérationnel prévisionnel avant amortissements et impôts de la valeur résiduelle ont été retenus comme générateurs de valeur.

Les résultats détaillés des calculs de sensibilités sont présentés dans l'annexe 4. Nous avons retenu trois scénarios différents pour calculer les sensibilités et les fourchettes de valeurs du rapport d'échange qui en découlent et qui sont exprimées en pourcentage. Nous avons fait varier les générateurs de valeur des deux sociétés en tenant compte séparément des modifications des générateurs de valeur pour chacune des sociétés.

Le graphique ci-après récapitule les valeurs extrêmes des différents scénarios de sensibilité et, selon les fourchettes de valeurs calculées sur cette base, l'évolution du rapport d'échange du bon de participation et de l'action au porteur de Golay Buchel Holding SA:

Récapitulation des sensibilités	Valeurs extrêmes en %				Fourchette de valeur du rapport d'échange			
Variation des générateurs de valeur	Golay		Norinvest		Bons de participation		Actions au porteur	
- chez Golay et Cramer	40.24%	42.19%	59.76%	57.81%	39	40	234	240
- chez Golay	39.66%	42.77%	60.34%	57.23%	38	43	228	258
- chez Cramer	40.11%	41.28%	59.89%	58.72%	39	41	234	246

6.1.3 Appréciation

Sur la base des analyses de sensibilité s'appuyant sur les valeurs d'entreprise déterminées à l'aide de la méthode des Discounted Cash Flows, le rapport d'échange en pourcentages s'établit pour les deux sociétés dans la fourchette de valeurs suivante (valeurs « equity »):

Norinvest / Golay → 57.5% / 42.5% à 60.5% / 39.5%.

S'agissant des deux catégories de titres de participation, le rapport d'échange s'établit dans les fourchettes de valeur du rapport d'échange suivantes:

- **Actions au porteur:** 228 à 258 actions nominatives de Norinvest Holding SA pour une action au porteur de Golay Buchel Holding SA;
- **Bons de participation:** 38 à 43 actions nominatives de Norinvest Holding SA pour un bon de participation de Golay Buchel Holding SA.

6.2 Méthode du marché (comparaison des chiffres clés de l'évaluation avec d'autres entreprises cotées en bourse – groupes de référence)

Ainsi que décrit au chapitre précédent, les deux sociétés opérationnelles Golay et Cramer ne sont pas traitées de la même façon dans les réflexions de valeur et dans les analyses d'évaluation, ce en raison de la différence de leurs secteurs d'activité respectifs. C'est pourquoi deux groupes de référence ont été constitués pour effectuer une analyse de sociétés similaires cotées en bourse et pour déterminer les paramètres d'évaluation applicables.

La présentation en Annexe 1 montre un aperçu des ratios courants d'évaluation des actions (EV/EBITA, EV/EBIT, EV/Sales, PE etc.) d'entreprises comparables cotées en bourse. Les ratios reposent sur des estimations⁷ d'analystes financiers pour les années 2008 et 2009.

6.2.1 Appréciation

S'agissant de Norinvest et la banque Cramer Cie SA, une filiale à 100% ayant une activité opérationnelle, nous avons vérifié la vraisemblance de nos évaluations effectuées au moyen de la méthode DCF et des analyses sur la base des valeurs de référence d'un groupe de sociétés similaires.

Nous avons également tenu compte des opérations intervenues au sein de l'actionnariat de Norinvest au cours des 12 derniers mois et des prix payés pour les actions pour vérifier la vraisemblance de la valeur d'entreprise déterminée sur la base de la méthode DCF.

S'agissant de Golay, une comparaison avec les valeurs de référence du groupe de sociétés similaires a ses limites. En effet, cette dernière se trouve depuis quelque temps dans une phase de réorientation et de restructuration. C'est pourquoi les valeurs et les ratios déterminés à l'aide de la méthode DCF ne peuvent être comparés à ceux du groupe de référence que dans un cadre étroit.

⁷ Source : Bloomberg, Datastream

6.3 Réflexions concernant une évaluation sur la base des valeurs de liquidation pour vérifier la vraisemblance des résultats obtenus en utilisant la méthode DCF

Depuis l'exercice 2004, Golay traverse une phase de restructuration en profondeur de toutes ses branches et de redimensionnement de tous ses secteurs d'activités.

En vérifiant la vraisemblance des résultats de l'évaluation concernant la valeur des fonds propres du groupe Golay obtenue par la méthode DCF, nous avons effectué au niveau du groupe des analyses de la valeur de liquidation des éléments d'actif et de passif. A cette fin, nous avons procédé à des estimations d'une augmentation ou d'une réduction des éléments d'actif et de passif ainsi que du montant d'éventuels frais supplémentaires et de liquidation. Les variations les plus importantes par rapport aux valeurs comptables corrigées apparaissent en particulier au niveau du stock de marchandises et des créances.

6.3.1 Appréciation

Il ressort des réflexions d'évaluation concernant les valeurs de liquidation du groupe Golay que la valeur de liquidation estimée se situe au dessous de la fourchette de valeurs calculée à l'aide de la méthode DCF.

6.4 Analyse de l'évolution du cours de bourse de Golay (action au porteur et bon de participation)

L'évolution du cours de l'action au porteur et du bon de participation de Golay depuis septembre 2007 figure en annexe 3. L'évolution du SPI (Swiss Performance Index) est indiquée en tant que valeur comparative.

Les transactions en bourse portant sur les actions et sur les bons de participation de Golay sont irrégulières. Les deux catégories de titres ne sont négociées que sporadiquement. Selon les critères de la communication n° 2 de la Commission des OPA du 3 septembre 2007, les titres ne sont pas liquides au sens de l'article 37 al. 4 de l'ordonnance de la Commission Fédérale des Banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (OBVM-CFB).

L'analyse de l'évolution des cours fait apparaître une forte corrélation entre les deux titres cotés. Il est vrai qu'on constate une légère décote des bons de participation, mais on ne saurait la qualifier comme étant significative compte tenu du marché étroit des deux titres et de la différence de leurs valeurs nominales.

6.4.1 Appréciation

En raison du manque de liquidité des deux catégories de titres cotés ainsi que du marché étroit et compte tenu des actions nominatives qui ne sont pas cotées en bourse, mais qui se trouvent entièrement en mains de Norinvest et qui représentent un droit de vote de 64.84%, nos évaluations et nos analyses ne reposent pas sur les cours de bourse des deux catégories de titres cotées. L'évolution des cours de bourse et les appréciations et réflexions qui en découlent servent seulement à vérifier la vraisemblance des résultats de l'évaluation obtenus par la méthode DCF.

Norinvest détient 34'263 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 100 par action qui représentent 28.55% du capital de Golay, mais dispose d'un droit de vote de 64.84% et contrôle donc la société. Les droits de vote des actions au porteur cotées en bourse d'une valeur nominale de CHF 300 n'ont guère d'importance. Les bons de participation d'une valeur nominale de CHF 50 n'ont par définition pas de droit de vote. Dans ce contexte et compte tenu de la situation initiale particulière, il semble justifié et approprié de traiter de la même manière les deux catégories de titres cotés pour la détermination du rapport d'échange en tenant compte de leurs parts respectives du capital social. Sur la base de leurs valeurs nominales, il en résulte donc un rapport de six entre les deux catégories de titres pour le calcul des actions de l'offrante à échanger.

Chapitre 7 Appréciation globale

7.1 Résumé des résultats

Notre appréciation de l'équité de l'offre publique d'échange repose principalement sur le résultat de l'évaluation selon la méthode des Discounted Cash Flows et des réflexions supplémentaires sur la valeur permettant de vérifier sa vraisemblance.

Les évaluations basées sur la méthode DCF et la fourchette de valeurs qui en découle pour le rapport d'échange des deux catégories de titres font apparaître que l'offre de Norinvest se situe à l'intérieur de la fourchette de valeur déterminée, dans sa partie inférieure.

Le graphique ci-après présente un aperçu de cet état de faits.

Aperçu: Fourchette de valeur du rapport d'échange déterminé / Offre d'échange																
Catégorie de titre	Fourchette de valeur du nombre d'actions nominatives de Norinvest pour un titre coté de Golay															
Bons de participation	38			39			40			41			42			43
Actions au porteur	228	230	232	234	236	238	240	242	244	246	248	250	252	254	256	258
				Offre de Norinvest												

Les méthodes d'évaluation complémentaires et les autres analyses que nous avons utilisées en vue de vérifier la vraisemblance confirment les résultats d'évaluation obtenus au moyen de la méthode DCF et l'adéquation de la démarche choisie. Les réflexions portant sur une valeur de liquidation et sur les cours de bourse des titres Golay confirment également notre recours à la méthode DCF pour réaliser cette expertise.

Par ailleurs, le contrôle de Golay par un actionnaire majoritaire et l'évolution des cours de bourse de ses deux titres cotés justifient la démarche appliquée pour déterminer le rapport d'échange, à savoir de traiter de la même manière les actions au porteur et les bons de participation sur la base de leurs valeurs nominales.

7.2 Conclusion

Sur la base des analyses effectuées et de nos réflexions sur la valeur, nous estimons que l'offre d'échange soumise par la société Norinvest Holding SA aux actionnaires dans le public de Golay Buchel Holding SA portant sur 234 actions nominatives de Norinvest Holding SA contre 1 action au porteur de Golay Buchel Holding SA ou bien 39 actions nominatives de Norinvest Holding SA contre 1 bon de participation de Golay Buchel Holding SA se situe dans la fourchette identifiée et est donc équitable d'un point de vue financier.

Zurich, 15 octobre 2008

BDO Visura



Markus Egli



Oliver Ambs

ANNEXES

Annexe 1 : Ratios d'évaluation d'entreprises comparables cotées en bourse

Annexe 2 : Analyse des bêtas et de la structure en capital d'entreprises comparables cotées en bourse

Annexe 3 : Evolution du cours de l'action au porteur et du bon de participation de Golay

Annexe 4 : Calculs de sensibilités

Annexe 1 : Ratios d'évaluation d'entreprises comparables cotées en bourse

Golay Buchel Holding SA

Groupe d'entreprises similaires	État	Monnaie	Capitalisation boursière en Mio Monnaie	Sales Multiples		EBITDA Multiples		EBIT Multiples		P/E Multiples	
				2008 E	2009 E	2008 E	2009 E	2008 E	2009 E	2008 E	2009 E
HERMES INTERNATIONAL	France	EUR	10'114.79	5.71	5.27	19.41	17.91	22.17	20.37	35.44	32.41
BURBERRY GROUP PLC	Angleterre	GBp	1'366.89	1.27	1.18	5.50	4.95	6.37	5.74	8.52	7.50
BULGARI SPA	Italie	EUR	1'564.53	1.51	1.43	7.87	7.34	10.27	9.53	11.13	10.74
BIJOU BRIGITTE MODISCHE ACCESSOIRES AG	Allemagne	EUR	512.73	0.99	0.96	3.16	3.26	3.51	3.67	7.50	8.01
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON SA	France	EUR	26'500.91	1.83	1.71	7.27	6.77	8.51	7.90	12.73	11.81
CIE FINANCIERE RICHEMONT SA	Suisse	EUR	24'047.50	4.05	3.81	17.06	15.65	19.55	18.56	10.97	10.48
Moyenne			10'684.56	2.56	2.39	10.04	9.32	11.73	10.96	14.38	13.49
Médian			5'839.66	1.67	1.57	7.57	7.06	9.39	8.71	11.05	10.61

Banque Cramer SA

Groupe d'entreprises similaires	État	Monnaie	Capitalisation boursière en Mio Monnaie	P/E Multiples	
				2008 E	2009 E
BANQUE PRIVEE EDMOND ROTHSCHILD	Suisse	CHF	2'970.00	n.a.	n.a.
BANK SARASIN & CIE AG	Suisse	CHF	1'751.75	15.52	11.54
EFG INTERNATIONAL	Suisse	CHF	3'908.76	10.79	8.40
VONTOBEL HOLDING AG	Suisse	CHF	2'080.00	10.42	9.50
JULIUS BAER HOLDING AG	Suisse	CHF	10'247.82	11.77	10.76
LIECHTENSTEIN LANDESBANK	Suisse	CHF	2'117.50	9.50	8.19
VERWALTUNGS-UND PRIVAT-BANK	Suisse	CHF	937.49	11.38	8.84
Moyenne			3'430.47	11.56	9.54
Médian			2'117.50	11.09	9.17

Source: Bloomberg

Annexe 2 : Analyse des bêtas et de la structure en capital d'entreprises comparables cotées en bourse

Golay Buchel Holding SA

Groupe d'entreprises similaires	Indice de Bêta	Monnaie	Structure de financement ¹⁾	Adjusted Bêta 3 ans ²⁾	Adjusted Bêta 5 ans ²⁾	Unlevered Bêta 3 ans	Unlevered Bêta 5 ans
HERMES INTERNATIONAL	CAC 40 Index	EUR	-0.69%	0.87	0.86	0.87	0.86
BURBERRY GROUP PLC	FTSE 100 Index	GBp	4.70%	1.00	0.95	0.95	0.90
BULGARI SPA	S&P/MIB Index	EUR	9.91%	0.97	1.03	0.88	0.94
BIJOU BRIGITTE MODISCHE ACCESSOIRES AG	DAX Index	EUR	-27.38%	0.55	0.58	0.75	0.80
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON SA	CAC 40 Index	EUR	15.49%	0.93	0.97	0.81	0.84
CIE FINANCIERE RICHEMONT SA	Swiss Market Index	EUR	-5.18%	1.11	1.13	1.17	1.19
Moyenne			-0.53%	0.90	0.92	0.91	0.92
Médian			2.00%	0.95	0.96	0.88	0.88

Banque Cramer SA

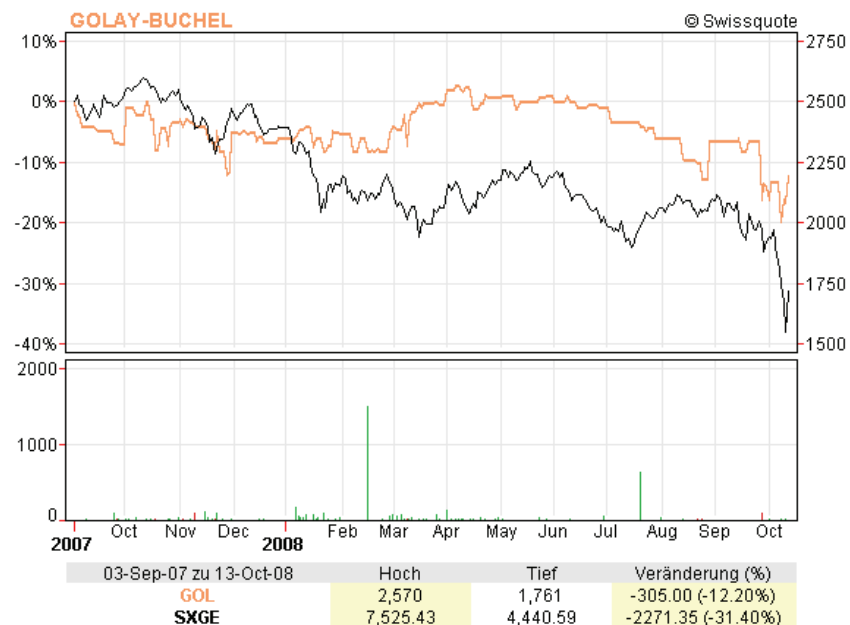
Groupe d'entreprises similaires	Indice de Bêta	Monnaie	Structure de financement ¹⁾	Adjusted Bêta 3 ans ²⁾	Adjusted Bêta 5 ans ²⁾	Unlevered Bêta 3 ans	Unlevered Bêta 5 ans
BANQUE PRIVEE EDMOND ROTHSCHILD	Swiss Market Index	CHF	20.23%	0.72	0.71	0.60	0.59
BANK SARASIN & CIE AG	Swiss Market Index	CHF	56.83%	0.91	0.91	0.58	0.58
EFG INTERNATIONAL	Swiss Market Index	CHF	22.81%	1.08	1.08	0.88	0.88
VONTOBEL HOLDING AG	Swiss Market Index	CHF	496.47%	1.13	1.12	0.19	0.19
JULIUS BAER HOLDING AG	Swiss Market Index	CHF	55.85%	1.20	1.21	0.77	0.78
LIECHTENSTEIN LANDESBANK	Swiss Market Index	CHF	130.01%	0.81	0.78	0.35	0.34
VERWALTUNGS-UND PRIVAT-BANK	Swiss Market Index	CHF	62.38%	0.66	0.69	0.41	0.42
Moyenne			120.7%	0.93	0.93	0.54	0.54
Médian			56.8%	0.91	0.91	0.58	0.58

¹⁾ Structure de financement: Net Debt / Capitalisation boursière

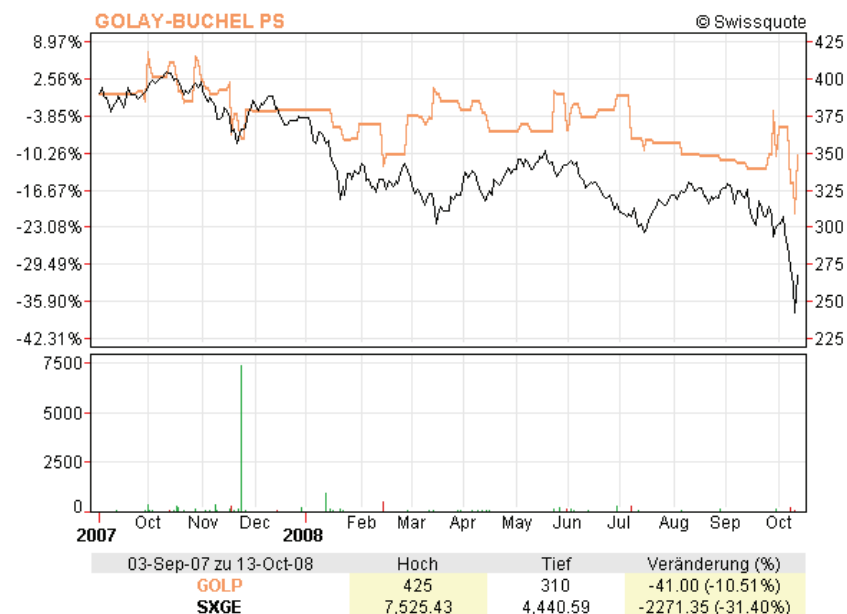
²⁾ Source: Bloomberg

Annexe 3 : Evolution du cours de l'action au porteur et du bon de participation de Golay

Action au porteur : Depuis septembre 2007



Bon de participation : Depuis septembre 2007



Annexe 4 : Calculs de sensibilités

1. Variation des générateurs de valeur chez Golay et Cramer:

Analyse sensibilité			
Générateurs de valeur	Variation des générateurs de valeur Golay et Cramer	* Rapport 'échange Golay	** Rapport 'échange Norinvest
WACC	+ 0.60 %	40.24%	59.76%
	- 0.60 %	42.19%	57.81%
Croissance à l'infini	+ 0.25 %	40.76%	59.24%
	- 0.25 %	40.66%	59.34%
Bénéfice opérationnel	+ 0.30 %	40.66%	59.34%
	- 0.30 %	40.74%	59.26%

* Part de la valeur globale revenant aux détenteurs d'actions au porteur et des bons de participations Golay après échange

** Part de la valeur globale revenant aux détenteurs d'actions Norinvest après échange

2. Variation des générateurs de valeur chez Golay:

Analyse sensibilité			
Générateurs de valeur	Variation des générateurs de valeur Seulement Golay	* Rapport 'échange Golay	** Rapport 'échange Norinvest
WACC	+ 0.60 %	39.66%	60.34%
	- 0.60 %	42.77%	57.23%
Croissance à l'infini	+ 0.25 %	40.92%	59.08%
	- 0.25 %	40.50%	59.50%
Bénéfice opérationnel	+ 0.30 %	40.71%	59.29%
	- 0.30 %	40.69%	59.31%

* Part de la valeur globale revenant aux détenteurs d'actions au porteur et des bons de participations Golay après échange

** Part de la valeur globale revenant aux détenteurs d'actions Norinvest après échange

3. Variation des générateurs de valeur chez Cramer:

Analyse sensibilité			
Générateurs de valeur	Variation des générateurs de valeur Seulement Cramer	* Rapport 'échange Golay	** Rapport 'échange Norinvest
WACC	+ 0.60 %	41.28%	58.72%
	- 0.60 %	40.11%	59.89%
Croissance à l'infini	+ 0.25 %	40.54%	59.46%
	- 0.25 %	40.86%	59.14%
Bénéfice opérationnel	+ 0.30 %	40.65%	59.35%
	- 0.30 %	40.75%	59.25%

* Part de la valeur globale revenant aux détenteurs d'actions au porteur et des bons de participations Golay après échange

** Part de la valeur globale revenant aux détenteurs d'actions Norinvest après échange