



CAISSE REGIONALE DU CREDIT AGRICOLE MUTUEL DE CENTRE LOIRE

Eléments d'appréciation du prix de rachat des CCI émis par la CRCAM Centre Loire dans le cadre de l'approbation par l'assemblée générale des sociétaires, l'assemblée spéciale des porteurs de CCI ainsi que par le porteur unique de CCA, de la modification des contrats d'émission des CCI en vue d'y introduire une clause de rachat de la totalité des CCI à l'initiative de la CRCAM Centre Loire

SOMMAIRE

SOMMAIRE.....	2
1. METHODOLOGIE.....	4
1.1 APPROCHE GENERALE DE VALORISATION	4
1.2 INFORMATIONS MISES A DISPOSITION	4
1.3 HYPOTHESES RETENUES DANS LES TRAVAUX D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI.....	5
2. METHODES ET REFERENCES DE VALORISATION RETENUES DANS LE CADRE DES TRAVAUX D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI.....	7
2.1 METHODES DE VALORISATION RETENUES A TITRE PRINCIPAL	7
2.2 REFERENCES RETENUES A TITRE INDICATIF POUR LA VALORISATION GLOBALE DE LA CRCAM CENTRE LOIRE.....	8
3. METHODES ET REFERENCES DE VALORISATION ECARTEES DANS LE CADRE DES TRAVAUX D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI.....	10
4. SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI	11

Les éléments d'appréciation du prix du rachat des CCI présentés ci-dessous sont une synthèse des travaux d'évaluation réalisés par *Oddo Corporate Finance* pour le compte de la CRCAM Centre Loire dans le cadre d'un mandat de conseil signé en date du 16/02/2009, établis selon les méthodes d'évaluations usuelles.

La sélection des méthodes retenues a été établie en tenant compte des spécificités de la CRCAM Centre Loire et de son secteur d'activité. Les éléments d'appréciation du prix de rachat des CCI ont été réalisés dans les conditions de marché prévalant à la date du 15/09/2009, et reposent sur des informations fournies par la CRCAM Centre Loire. Celles-ci sont considérées comme fiables et exactes, et n'ont fait l'objet d'aucun audit de la part de *Oddo Corporate Finance*.

1. **METHODOLOGIE**

1.1 **Approche générale de valorisation**

La CRCAM Centre Loire a été valorisée comme la somme de deux activités distinctes :

- Une activité de banque de détail (activité *Retail*) : dépôts, prêts et assurances destinés à une clientèle de particuliers et de professionnels dans la région ;
- Une activité de type *Holding* (activité *Holding*) : la CRCAM Centre Loire détient une participation dans la SAS Rue La Boetie, actionnaire de référence de Crédit Agricole SA. Cette participation est composée d'actions SAS Rue La Boetie et d'une avance en compte courant d'actionnaire.

La valorisation des deux activités a été réalisée selon des approches distinctes :

- Une valorisation selon une analyse multicritères pour l'activité *Retail* à partir des méthodes de valorisation usuellement retenues dans le secteur bancaire ;
- Une valorisation à partir du cours de bourse de Crédit Agricole SA pour l'activité *Holding* afin de refléter une valeur de marché de la participation dans la SAS Rue La Boetie.

Dans les travaux d'appréciation du prix de rachat des CCI présentés ci-dessous, la valeur du CCI a été calculée à partir d'une approche globale de la CRCAM Centre Loire et d'une approche par la somme des parties (activité *Retail* et activité *Holding*)

Afin de prendre en compte l'absence de droits de vote attachés aux CCI, une décote de 20% a été appliquée à l'ensemble des résultats issus des méthodes et références de valorisation présentés, à l'exception des cours de bourse des CCI, présentés en lecture directe. Cette décote, correspond au précédent interne au Groupe Crédit Agricole. Une décote de 20%¹ avait été retenue en 2001 lors de l'offre faite aux porteurs de CCI pour racheter leurs titres à l'occasion de l'entrée de Crédit Agricole SA au capital des caisses régionales par souscription de CCA.

1.2 **Informations mises à disposition**

Afin de réaliser les travaux d'appréciation du prix de rachat des CCI, *Oddo Corporate Finance* a eu accès à de nombreuses sources d'information, notamment les suivantes :

- Rapports annuels 2007 et 2008 de la CRCAM Centre Loire
- Comptes semestriels 2008 et 2009 de la CRCAM Centre Loire
- Plan moyen terme de la CRCAM Centre Loire 2009e-2011e
- Simulations portant sur le RSE (Ratio de Solvabilité Européen)
- Détails sur la participation dans la SAS Rue La Boetie
- Extrait des comptes 2008 de la SAS Rue La Boetie
- Méthodologie de valorisation des CCA
- Actionnariat de la CRCAM Centre Loire
- Contrat de liquidité des CCI

¹ Décote appliquée par rapport à une approche de valorisation multicritères

- Statuts de la CRCAM Centre Loire

Par ailleurs, des bases de données usuelles ont été utilisées (Bloomberg, Datastream, Factset) pour les données de marché et les prévisions des analystes de recherche.

1.3 Hypothèses retenues dans les travaux d'appréciation du prix de rachat des CCI

Au 30/06/2009, le capital de la CRCAM Centre Loire était divisé en 16.208.936 titres de capital (parts sociales, CCI et CCA). Les résultats issus des références et méthodes de valorisation ont été divisés par le nombre total de titres de capital afin d'en déduire la valorisation d'un CCI.

Par ailleurs, la participation de la CRCAM Centre Loire dans la SAS Rue La Boetie était composée au 30/06/2009 de 31.898.422 actions SAS Rue La Boetie, et d'une avance en compte courant d'actionnaire de 134.177 K€.

Enfin, la CRCAM Centre Loire a établi un plan moyen terme (2009e – 2011e). Les principales hypothèses de ce plan sont les suivantes :

- Exercice 2009e : au cours du premier semestre 2009, la CRCAM Centre Loire a bénéficié de l'orientation favorable des taux et de la reconstitution des marges, permettant une relative résistance du PNB² par rapport au premier semestre 2008. La maîtrise des charges d'exploitation a permis d'enregistrer un RBE³ en légère diminution. Par ailleurs, la montée des encours douteux a eu un effet défavorable sur le coût du risque, traduisant l'impact de la crise sur la qualité de l'encours de crédits. Cette tendance devrait se poursuivre sur le second semestre. Le RBE 2009e est attendu en hausse par rapport à 2008, mais le montant de la charge de coût du risque devrait plus que compenser cet effet, malgré une certaine zone d'incertitude autour du montant final des charges de coût du risque.
- Horizon 2010e - 2011e : la CRCAM Centre Loire anticipe une croissance modérée du PNB en raison d'une légère progression des encours de crédit et d'une courbe des taux assez favorable. La maîtrise des charges d'exploitation devrait permettre d'augmenter progressivement la marge opérationnelle. Les encours douteux sont attendus en augmentation par rapport à la période 2001-2008 en raison de la crise ; la charge de coût du risque associé à ces encours devrait dès lors peser sur le résultat net de la CRCAM Centre Loire. Bien qu'en légère augmentation sur la période du plan d'affaires, le résultat net ne devrait pas retrouver les niveaux historiques constatés en 2004-2006.

Pour les besoins des travaux d'appréciation du prix de rachat des CCI, et notamment pour la méthode de l'actualisation des flux distribuables aux porteurs de titres de capital (cf. section 2.1), *Oddo Corporate Finance* a prolongé le plan moyen terme sur un horizon intermédiaire 2012e – 2019e selon les hypothèses suivantes :

- Croissance annuelle du RWA⁴ et du PNB de 1,5% ;
- Stabilité du coefficient d'exploitation⁵ par rapport à la moyenne des trois années du plan moyen terme de la CRCAM Centre Loire;

² PNB : Produit Net Bancaire

³ RBE : Résultat Brut d'Exploitation

⁴ RWA : Risk Weighted Assets, correspondant aux encours pondérés de la CRCAM Centre Loire

⁵ Quotient des charges d'exploitation et du PNB

- Stabilité du coût du risque par rapport à la moyenne des marges du RWA des trois années du plan moyen terme de la CRCAM Centre Loire ;
- Impôt normatif de 33%.

Enfin, le taux de croissance à l'infini retenu par *Oddo Corporate Finance* est de 1,5%.

METHODES ET REFERENCES DE VALORISATION RETENUES DANS LE CADRE DES TRAVAUX D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI

Afin d'apprécier le prix de rachat des CCI, des méthodes et références de valorisation ont été retenues à titre principal et indicatif. L'appréciation du prix de rachat proposé doit être effectuée en fonction des méthodes de valorisation retenues à titre principal, les méthodes retenues à titre indicatif étant communiquées à des fins d'information.

2.1 Méthodes de valorisation retenues à titre principal

(a) Valorisation globale de la CRCAM Centre Loire

- **Actif Net Comptable (ANC)** : l'Actif Net Comptable correspond à la valeur des capitaux propres de la CRCAM Centre Loire. Il permet d'apprécier la valeur intrinsèque de la CRCAM Centre Loire à long terme. La situation nette de la CRCAM Centre Loire a été calculée à partir des comptes individuels au 30/06/2009 arrêtés par le Conseil d'administration.
- **Actif Net Réévalué (ANR)** : la méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à réévaluer la situation nette de la CRCAM Centre Loire en réévaluant les postes d'actif et de passif selon une valeur de marché. Dans le cadre des travaux réalisés, un seul actif a été valorisé selon une approche de marché, il s'agit de la participation la SAS Rue La Boetie. L'ANR de la CRCAM Centre Loire a été établi à partir des comptes individuels au 30/06/2009 et d'une valeur de marché de la participation dans la SAS Rue La Boetie au 15/09/2009.

(b) Valorisation de la CRCAM Centre Loire par la somme des parties

- **Activité Retail - Actualisation des flux distribuables aux porteurs de titres de capital** : cette méthode consiste à distribuer à l'ensemble des porteurs de titres de capital l'intégralité des excédents annuels de fonds propres dans le respect d'un ratio RSE cible⁶. Cette méthode permet de prendre en compte la capacité distributive maximale de la CRCAM Centre Loire pour les porteurs de titres de capital.

Deux types d'excédents / déficits ont été identifiés :

- Les excédents / déficits initiaux, valorisés à partir des fonds propres issus des comptes individuels au 31/12/2008, derniers états financiers disponibles incluant un calcul de RWA ;
- Les excédents à venir, calculés sur l'horizon du plan d'affaires et sur son prolongement.

Les excédents à venir sont actualisés au coût du capital de la CRCAM Centre Loire (CoE)⁷.

- **Activité Retail - Warranted Equity Value (WEV)** : cette méthode consiste à comparer la rentabilité des fonds propres (RoE⁸) alloués à l'activité *Retail* à leur coût (CoE), en fonction de la croissance du résultat net à long terme modélisée (g).

⁶ Un ratio cible de 10% a été retenu afin de maintenir un niveau de marge par rapport au ratio réglementaire de 8% (RSE) et de financer la croissance des engagements pondérés de la CRCAM Centre Loire

⁷ Le Coût des fonds propres alloués à l'activité *Retail* (CoE) a été estimé à 8,94% (taux sans risque de 3,54%, Bêta de 0,9 et prime de risque de 6%)

⁸ Quotient du résultat net *Retail* et des fonds propres alloués à l'activité *Retail*

Le rapport entre la rentabilité et le coût des fonds propres est calculé comme suit :

- Calcul du coût des fonds propres alloués à l'activité *Retail* (CoE) ainsi que de la rentabilité attendue (RoE) ;
- Calcul du *Price to Book Ratio* théorique de l'activité *Retail* : $Price\ to\ Book\ Ratio = (RoE - g) / (CoE - g)$

La valorisation de l'activité *Retail* est obtenue en appliquant le ratio *Price to Book* aux fonds propres alloués à l'activité *Retail*.

- Activité *Retail* - Méthode analogique – comparables boursiers : la méthode des comparables boursiers consiste à appliquer aux agrégats de la CRCAM Centre Loire les multiples de valorisation d'un échantillon de sociétés cotées comparables.

Dans cette méthode, l'activité *Retail* a été valorisée à partir d'un échantillon de banques généralistes européennes (cours moyens pondérés par les volumes sur une période d'un mois au 15/09/2009) en prenant en compte les agrégats 2010e et 2011e des sociétés, selon deux approches :

- Un multiple de résultat net : le *Price Earning Ratio*⁹ ;
 - Une analyse de régression linéaire en fonction de la *Price to Book Value* et du *Return On Equity* (RoE).
- Activité *Holding* - Valeur de la participation de la CRCAM Centre Loire dans la SAS Rue La Boetie par transparence du cours de Crédit Agricole SA : cette méthode consiste à valoriser la participation de la CRCAM Centre Loire dans la SAS Rue La Boetie à partir d'une approche de marché.

Les deux composantes de la participation dans la SAS Rue La Boetie (actions SAS Rue La Boetie et avance en compte courant d'actionnaire) ont été valorisées comme suit :

- Actions SAS Rue La Boetie : les titres de la SAS Rue La Boetie ont été réévalués à partir du cours de bourse moyen pondéré par les volumes de Crédit Agricole SA sur une durée de un mois au 15/09/2009. L'avance en compte courant d'actionnaire consentie à Crédit Agricole SA par la SAS Rue La Boetie a été valorisée selon le coût historique (pas de réévaluation) ;
- Avance en compte courant d'actionnaire consentie à la SAS Rue La Boetie par la CRCAM Centre Loire : l'avance a été valorisée selon le coût historique (pas de réévaluation).

2.2 Références retenues à titre indicatif pour la valorisation globale de la CRCAM Centre Loire

- Cours de bourse des CCI de la CRCAM Centre Loire : les CCI sont cotés sur le compartiment C de NYSE-Euronext Paris. Malgré l'importance du flottant (les CCI de la CRCAM Centre Loire sont exclusivement placés dans le public, à l'exception de ceux souscrits par Crédit Agricole SA, soit 5,7%, et des CCI autodétenus dédiés à l'animation du titre par le biais d'un contrat de liquidité), la liquidité du titre demeure très restreinte. Par exemple, au cours des trois derniers mois (précédant le 15/09/2009), environ 200 titres ont été échangés quotidiennement. En cumulé sur la période, 12.400 titres environ ont été échangés, induisant une rotation du capital de

⁹ Quotient de la capitalisation boursière et du résultat net des sociétés de l'échantillon

0,43%. Pour ce motif, le cours de bourse n'a pas été considéré comme représentatif de la valeur des CCI et n'est présenté qu'à titre indicatif.

- Méthode de valorisation interne au Groupe Crédit Agricole des CCA (Certificats Coopératifs d'Associés) : les CCA sont des titres de capital proches des CCI mais qui ne sont pas cotés. Le Groupe Crédit Agricole a mis en place une méthode interne de valorisation multicritères permettant d'apprécier la valeur des CCA émis par appel public à l'épargne.

La méthode utilisée est une pondération des méthodes fondées respectivement sur les éléments suivants :

- L'Actif Net Réévalué de la CRCAM Centre Loire : Actif Net Comptable corrigé des plus ou moins values latentes. Cette méthode est retenue selon une pondération de 50% ;
- La rentabilité attendue par les investisseurs : quotient du dernier résultat net et d'un taux d'actualisation. Cette méthode est retenue selon une pondération de 25% ;
- La rentabilité des fonds propres de la CRCAM Centre Loire : quotient du dernier résultat net et du RoE moyen des caisses régionales cotées. Cette méthode est retenue selon une pondération de 25%.

Il convient de noter que cette méthode, utilisée afin de valoriser les CCA émis par appel public à l'épargne, diffère quelque peu de celle retenue en 2001 lors de la souscription des CCA des caisses régionales par Crédit Agricole SA¹⁰.

¹⁰ Divergence notamment pour (i) la méthode de la rentabilité des fonds propres : la méthode de 2001 est basée sur un multiple de fonds propres déterminé à partir d'une régression entre multiple de fonds propres et rendement des fonds propres d'un échantillon de banques européennes ; et (ii) pour la méthode de la rentabilité attendue par les investisseurs : la méthode de 2001 est basée sur un multiple de résultat net.

METHODES ET REFERENCES DE VALORISATION ECARTEES DANS LE CADRE DES TRAVAUX D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI

Les méthodes et références suivantes n'ont pas été jugées pertinentes pour apprécier le prix de rachat des CCI :

- Valorisation globale - Opérations récentes sur le capital : à la connaissance de la CRCAM Centre Loire, il n'y a pas eu de transaction récente de taille significative sur les CCI. Pour cette raison, cette référence de valorisation n'a pas pu être retenue.
- Valorisation globale - Objectif de cours des analystes : la CRCAM Centre Loire n'est pas suivie pas des analystes de recherche publiant à intervalles réguliers des recommandations et des objectifs de cours. Cette référence de valorisation a donc été écartée.
- Valorisation globale – Approche par le rendement : le dividende versé aux porteurs de CCI a augmenté progressivement entre 2002 (0,98 euro par CCI) et 2009 (1,46 euro par CCI) avec un pic en 2008 (1,55 euro par CCI). En raison de la baisse du cours de bourse du CCI, le rendement implicite actuel de 5,57% (dernier dividende de 1,46 euro par CCI sur la base du cours de bourse au 15/09/2009 de 26,20 euros) n'est pas représentatif d'une valeur de rendement dans le cadre d'une approche de valorisation. Par ailleurs, les flux disponibles pour le porteur de titres de capital ont été appréhendés dans la méthode de l'actualisation des flux distribuables aux porteurs de titres de capital. Pour ces motifs, cette méthode de valorisation n'a pas été retenue.
- Activité Retail - Méthode analogique – transactions comparables : la méthode des transactions de sociétés comparables consiste à appliquer aux agrégats de la CRCAM Centre Loire les multiples de valorisation extériorisés à l'occasion de transactions récentes de sociétés comparables. Les transactions comparables identifiées ont été réalisées dans un contexte de marché très différent (opérations effectuées avant la crise financière et/ou intégrant une prime de contrôle) et ne reflètent pas les niveaux de valorisation actuels constatés sur le marché. Pour ces raisons, cette méthode de valorisation n'a pas été retenue.

4. SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI

Les éléments d'appréciation du prix de rachat des CCI sont synthétisés dans le tableau ci-dessous. Il reprend les résultats obtenus pour chacune des méthodes et références de valorisation retenues à titre principal et indicatif, et précise les primes et décotes extériorisées par le prix de rachat par rapport à la valorisation obtenue après prise en compte de la décote de 20%.

CRCAM Centre Loire	Valeur par CCI après décote de 20% (€)	Prime / Décote induite Prix de rachat de 58.00€
METHODES & REFERENCES DE VALORISATION A TITRE PRINCIPAL		
Actualisation des flux distribuables aux porteurs de titres de capital		
Actualisation des flux distribuables issus du plan d'affaires de la Caisse Régionale	54.16	7.1%
Warranted Equity Value		
Price to Book Value des fonds propres de la Caisse Régionale	45.26	28.2%
Méthodes Analogiques - Multiples boursiers		
P/E		
2010e	50.70	14.4%
2011e	45.84	26.5%
Droite de régression RoE / Price to Book Value		
2010e	55.91	3.7%
2011e	49.60	16.9%
Actif net réévalué		
Actif net comptable au 15/09/2009	58.85	-1.4%
Actif net comptable		
Actif net comptable au 30/06/2009	59.50	-2.5%
METHODES & REFERENCES DE VALORISATION A TITRE INDICATIF		
Données boursières au 15/09/2009		
Cours spot	26.20	121.4%
Cours moyen pondéré par les volumes - 1 mois	24.36	138.1%
Cours moyen pondéré par les volumes - 3 mois	23.85	143.2%
Cours moyen pondéré par les volumes - 6 mois	23.12	150.9%
Cours moyen pondéré par les volumes - 12 mois	23.01	152.1%
Plus haut sur 12 mois	32.70	77.4%
Plus bas sur 12 mois	20.75	179.5%
Valorisation multicritères des CCA interne au Groupe Crédit Agricole		
Total pondéré	52.74	10.0%
Méthode de l'ANR	58.85	
Méthode de la rentabilité	42.53	
Méthode du RoE	50.71	

* sauf pour les cours de bourse en lecture directe

Le prix de rachat doit prioritairement être apprécié par rapport aux méthodes de valorisation retenues à titre principal :

- le prix de rachat de 58,00 euros extériorise une prime de 7,1% par rapport à la valeur centrale issue de la méthode de l'actualisation des flux distribuables aux porteurs de titres de capital de 54,16 euros ;
- la méthode de la *Warrented Equity Value* fait ressortir une valorisation inférieure au prix de rachat, à 45,26 euros. Le prix de rachat extériorise alors une prime de 28,2% ;
- la méthode des comparables boursiers aboutit à des résultats compris entre 45,84 euros et 55,91 euros en fonction de l'année (2010 ou 2011) et de la méthode (*Price Earning Ratio* ou droite de régression). Les primes extériorisées sont comprises entre 3,7% et 26,5% ;
- les méthodes patrimoniales, l'Actif Net Comptable et l'Actif Net Réévalué, aboutissent à des résultats légèrement supérieurs au prix de rachat, respectivement 59,50 euros et 58,85 euros. Les décotes associées sont de 2,5% et 1,4%.

Le prix de rachat peut également être comparé aux méthodes et références de valorisation retenues à titre indicatif. Ces éléments, présentés dans un but informatif, ne permettent d'apprécier le prix de rachat qu'à titre secondaire :

- l'analyse du cours de bourse du CCI fait ressortir des valeurs entre 20,75 euros et 32,70 euros sur la période étudiée. Sur cette base, le prix de rachat extériorise des

primes respectives de 179,5% et 77,4%. Par rapport au dernier cours de bourse pris en compte dans l'analyse (26,20 euros au 15/09/2009), la prime atteint 121,4% ;

- la méthode de valorisation des CCA, interne au Groupe Crédit Agricole, aboutit à un prix de 52,74 euros. La prime induite ressort à 10,0%.