

## **Glarner Kantonalbank - Bewertungsbericht**

**18. Dezember 2006**



Ernst & Young AG  
Bleicherweg 21  
Postfach  
8022 Zürich

## INHALTSVERZEICHNIS

Einleitung .....	1
Ausgangslage .....	1
Auftrag der GLKB an Ernst & Young .....	1
Vermerk .....	1
Beurteilungsgrundlagen .....	2
Die Glarner Kantonalbank im Überblick .....	3
Analyse und Bewertung .....	5
Vorgehen .....	5
Bewertungsmethoden .....	5
Discounted Cash Flow Methode .....	5
Basis Finanzplanung .....	6
Alternative Finanzplanung 1 (tieferes Wachstum) .....	6
Alternative Finanzplanung 2 (höheres Wachstum) .....	7
Kapitalkosten .....	7
Residualwert .....	8
Bewertungsergebnisse .....	8
Wert des PS nach der DCF-Methode .....	8
Sensitivität der Bewertung .....	9

Marktbewertung anhand vergleichbarer, kotierter Unternehmen .....	9
Wert des PS nach der Methode der Marktmultiplikatoren .....	10
Gesamtbeurteilung der PS .....	11
Anhang 1 – Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen .....	12

## Abkürzungen

$\beta$	Beta
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Free Cash Flow
GLKB	Glarner Kantonalbank
K	Kapitalkosten
MCHF	Million Schweizer Franken
Pm	Marktrisikoprämie
PS	Partizipationsschein
Rf	Risikofreier Zinssatz
TCHF	Tausend Schweizer Franken

## Einleitung

### Ausgangslage

Die Glarner Kantonalbank („GLKB“) ist eine selbstständige Anstalt des öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit und Sitz in Glarus. Das Dotationskapital beträgt CHF 55 Millionen und wird zu 100% vom Kanton Glarus gehalten. Die GLKB ist eine Universalbank, welche hauptsächlich im Kanton Glarus und in der angrenzenden Region tätig ist.

Die GLKB beabsichtigt, sämtliche sich im Publikum befindenden Aktien der Bank Linth zu übernehmen und unterbreitet den Aktionären ein öffentliches Kaufangebot. Die Bank Linth, mit Sitz in Uznach, ist eine börsenkotierte Aktiengesellschaft dessen Aktien an der SWX Swiss Exchange im Segment „SWX Local Caps“ kotiert sind.

Um die Übernahme zu finanzieren, beabsichtigt die GLKB maximal 808'823 neue Partizipationsscheine mit einem Nennwert von CHF 34 („PS“) zu einem Emissionspreis von CHF 130 auszugeben. Dadurch wird nominelles Partizipationskapital von CHF 27.5 Millionen geschaffen. Die Details der Emission sind im Emissionsprospekt vom 23. November 2006 dargestellt.

Die GLKB bietet den Aktionären der Bank Linth pro Bank Linth Namenaktie CHF 350 in bar netto und einen neu auszugebenden PS der GLKB abzüglich des Bruttobetragtes allfälliger Verwässerungseffekte (z.B. Dividendenzahlungen, Kapitalerhöhungen mit einem Ausgabepreis pro Aktie unter dem Angebotspreis, Kapitalrückzahlungen, Verkauf und Ausgabe von eigenen Aktien unter dem Angebotspreis, Ausgabe von Optionen), die bis zum Vollzug des Angebots eintreten.

## Auftrag der GLKB an Ernst & Young

Da die angebotenen PS nicht an einer Börse kotiert sind, hat der Angebotsprospekt eine Bewertung der PS zu enthalten. Ernst & Young wurde damit beauftragt, eine unabhängige Bewertung der PS zu erstellen.

Diese Bewertung stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Es enthält auch keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebotes haben können.

## Vermerk

Wir haben unsere Arbeiten in den Monaten Oktober und November 2006 durchgeführt und am 2. November 2006 abgeschlossen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Bewertung und können Änderungen unterliegen. Es sind uns keine materiellen Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten der GLKB seit dem 2. November 2006 bekannt, welche einen Einfluss auf der Bewertung haben könnte. Die Marktwerte der vergleichbaren Unternehmen (Anhang 1) wurden per 14. Dezember 2006 aktualisiert. Bei unseren Bewertungsüberlegungen haben wir uns darauf verlassen, dass die uns zur Verfügung gestellten Informationen in allen wesentlichen Punkten vollständig und angemessen sind. Wir haben weder Prüfungshandlungen noch Due Diligence Arbeiten bezüglich Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen durchgeführt.

## Beurteilungsgrundlagen

Wir haben zur Beurteilung namentlich die folgenden Grundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Geschäftsberichte (2003-2005) der GLKB;
- Öffentlich zugänglicher Halbjahresabschluss (2006) der GLKB;
- Bestimmte unternehmensinterne Informationen, welche für die Bewertung als relevant betrachtet wurden, insbesondere:
  - Mittelfristplanung 2007-2009
  - Interim-Abschluss per 30. September 2006
  - Bericht über die Rechnungsprüfung an den Bankrat über die Jahresrechnung 2005 (KPMG), vom 27.4.2006
  - Bericht über die Aufsichtsprüfung an den Bankrat für das Jahr 2005 von KPMG, vom 15.12.2005
  - Bericht über die Rechnungsprüfung an den Bankrat über die Jahresrechnung 2004 von KPMG, vom 27.4.2005
  - Zinsbericht per 30. September 2006, Zinsbudgetierung 2007
  - Fristigkeitsanalyse der Refinanzierung
  - Ratingentwicklung der Ausleihungen (internes Rating-system)
- Bestimmte Kapitalmarkt- und Finanzdaten sowie Geschäftsberichte ausgewählter kotierter Unternehmen (siehe Anhang 1)

## Die Glarner Kantonalbank im Überblick

Die GLKB ist als Universalbank im Kanton Glarus und in der angrenzenden Region tätig. Der Markt wird vom Hauptsitz in Glarus und von acht regionalen Geschäftsstellen bewirtschaftet. Das Hauptgeschäft besteht aus dem Kreditgeschäft. Per Ende 2005 wies die GLKB eine Bilanzsumme von knapp CHF 3 Milliarden aus. Davon entfielen CHF 2.3 Milliarden auf das Hypothekargeschäft. Im Geschäftsjahr 2005 wurde ein Bruttogewinn von CHF 26.6 Millionen erwirtschaftet. Der Jahresgewinn betrug CHF 16.1 Millionen.

Der Bruttogewinn hat sich im Jahr 2005 um 22% erhöht. Das Wachstum ist vor allem auf verbesserte Erträge und auf tiefere Personal- und Sachaufwendungen zurück zu führen.

Der Anteil des Erfolges aus dem Zinsgeschäft am Gesamtumsatz beträgt 77% im Jahr 2005 respektive 79% im Jahr 2004. Der Erfolg aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft konnte von CHF 9.8 Millionen im Jahr 2004 auf CHF 10.8 Millionen gesteigert werden.

Folgende Tabellen fassen Bilanz, Erfolgsrechnung und die wichtigsten Kennzahlen der GLKB zusammen.

### Bilanz

TCHF

Aktiven	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	30.09.2006 <sup>(1)</sup>
Flüssige Mittel	26'880	38'186	31'290	56'620	18'056
Forderungen aus Geldmarktpapieren	101	4'185	3'384	4'829	6'056
Forderungen gegenüber Banken	41'904	158'031	41'662	86'906	101'865
Forderungen gegenüber Kunden	238'840	225'774	217'997	314'406	446'226
Hypothekarforderungen	2'177'333	2'255'825	2'338'026	2'319'361	2'337'917
Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen	44	35	47	116	330
Finanzanlagen	129'083	136'785	139'591	150'622	155'821
Beteiligungen	3'715	3'595	1'955	1'856	5'823
Sachanlagen	25'578	24'060	22'821	21'557	18'348
Rechnungsabgrenzungen	11'117	9'263	9'402	9'344	6'723
Sonstige Aktiven	38'380	25'500	5'122	7'285	18'725
<b>Total Aktiven</b>	<b>2'692'975</b>	<b>2'881'239</b>	<b>2'811'297</b>	<b>2'972'902</b>	<b>3'115'890</b>

### Passiven

Verpflichtungen aus Geldmarktpapieren	-	-	-	-	-
Verpflichtungen gegenüber Banken	123'343	86'255	150'804	180'275	252'687
Verpflichtungen ggn. Kunden in Spar- und Anlageform	1'220'819	1'422'149	1'321'517	1'333'781	1'260'793
Übrige Verpflichtungen gegenüber Kunden	497'965	624'401	653'530	734'135	800'695
Kassenobligationen	383'961	305'817	249'300	258'581	292'354
Anleihen und Pfandbriefdarlehen	154'000	144'000	145'000	158'000	188'000
Rechnungsabgrenzungen	21'517	19'800	19'410	22'192	24'685
Sonstige Passiven	43'413	29'625	11'176	10'062	15'222
Wertberichtigungen und Rückstellungen	76'490	73'350	76'092	80'787	77'339
Reserven für allgemeine Bankrisiken	75'500	75'500	75'500	75'500	75'500
Gesellschaftskapital	55'000	55'000	55'000	55'000	55'000
Allgemeine gesetzliche Reserve	33'270	34'770	35'830	37'143	38'753
Andere Reserven	-	-	5'010	11'323	19'333
Gewinnvortrag	686	506	2	2	3
Jahresgewinn	7'011	10'066	13'126	16'121	15'526
<b>Total Passiven</b>	<b>2'692'975</b>	<b>2'881'239</b>	<b>2'811'297</b>	<b>2'972'902</b>	<b>3'115'890</b>

<sup>(1)</sup> Ungeprüft

Total nachrangige Verpflichtungen	-	-	-	-	-
Total Verpflichtungen gegenüber dem Kanton Glarus	25'107	31'760	40'226	44'391	29'778

### Ausserbilanzgeschäfte

Eventualverpflichtungen	15'594	12'773	12'975	25'874	79'849
Unwiderrufliche Zusagen	10'012	10'406	33'526	20'710	32'938
Einzahlungs- und Nachschussverpflichtungen	6'088	6'088	6'000	6'000	6'000
Derivative Finanzinstrumente	166'429	344'530	329'923	369'510	430'985
Positive Wiederbeschaffungswerte	32'385	21'885	2'233	368	1'557
Negative Wiederbeschaffungswerte	33'374	22'349	17'386	9'920	11'122
Treuhandgeschäfte	14'062	11'694	16'130	11'202	10'905

# Glarner Kantonalbank – Bewertungsbericht

## Erfolgsrechnung

TCHF

	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	9 Monate bis zum 30.09.2006 <sup>(1)</sup>
<b>Erfolg aus dem Zinsengeschäft</b>					
Zins- und Diskontertrag	95'825	85'426	83'221	83'090	67'039
Zins- und Dividendenentrag aus Handelsbeständen	119	-	-	-	0
Zins- und Dividendenentrag aus Finanzanlagen	5'178	4'823	4'598	4'013	2'935
Zinsaufwand	-57'609	-47'267	-43'973	-43'223	-34'673
<b>Subtotal Erfolg Zinsengeschäft</b>	<b>43'513</b>	<b>42'982</b>	<b>43'846</b>	<b>43'880</b>	<b>35'301</b>
<b>Erfolg aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft</b>					
Kommissionsertrag Kreditgeschäft	242	394	396	517	299
Komm.sertrag Wertschriften und Anlagegeschäft	5'897	7'750	8'629	9'712	7'946
Komm.sertrag übriges Dienstleistungsgeschäft	728	2'315	2'237	2'387	1'764
Kommisionsaufwand	-1'418	-1'429	-1'474	-1'800	-1'492
<b>Subtotal Erfolg Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft</b>	<b>5'449</b>	<b>9'030</b>	<b>9'788</b>	<b>10'816</b>	<b>8'517</b>
<b>Erfolg aus dem Handelsgeschäft</b>	<b>354</b>	<b>1'615</b>	<b>1'725</b>	<b>2'059</b>	<b>1'348</b>
<b>Übriger ordentlicher Erfolg</b>					
Erfolg aus Veräusserungen von Finanzanlagen	1'522	24	1'522	1'651	144
Beteiligungsertrag	261	322	212	221	182
Liegenschaftenerfolg	-50	391	-58	318	226
Anderer ordentlicher Ertrag	2'734	867	130	168	20
Anderer ordentlicher Aufwand	-908	-950	-225	-100	0
<b>Subtotal übriger ordentlicher Erfolg</b>	<b>3'559</b>	<b>654</b>	<b>1'581</b>	<b>2'258</b>	<b>572</b>
<b>Betriebsertrag</b>	<b>52'875</b>	<b>54'281</b>	<b>56'940</b>	<b>59'013</b>	<b>45'738</b>
<b>Geschäftsaufwand</b>					
Personalaufwand	17'509	18'552	18'614	18'417	14'282
Sachaufwand	16'854	17'170	16'242	14'046	9'965
<b>Subtotal Geschäftsaufwand</b>	<b>34'363</b>	<b>35'722</b>	<b>34'856</b>	<b>32'463</b>	<b>24'247</b>
<b>Bruttogewinn</b>	<b>18'512</b>	<b>18'559</b>	<b>22'084</b>	<b>26'550</b>	<b>21'491</b>
Abschreibungen auf dem Anlagevermögen	-2'565	-1'759	-2'424	-2'061	-1'364
Wertberichtigungen, Rückstellungen und Verluste	-6'039	-17'605	-6'220	-7'473	-4'708
<b>Zwischentotal</b>	<b>9'908</b>	<b>-805</b>	<b>13'440</b>	<b>17'016</b>	<b>15'419</b>
Ausserordentlicher Ertrag	112	11'338	3'157	108	216
Ausserordentlicher Aufwand	-3'009	-462	-3'465	-1'003	-109
Steuern	0	-5	-6	0	0
<b>Periodengewinn</b>	<b>7'011</b>	<b>10'066</b>	<b>13'126</b>	<b>16'121</b>	<b>15'526</b>

<sup>(1)</sup> Ungeprüft

	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	9 Monate bis zum 30.09.2006 <sup>(1)</sup>
<b>Schlüsselkennzahlen</b>					
TCHF					
Subtotal Erfolg Zinsengeschäft	43'513	42'982	43'846	43'880	35'301
Erfolg aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft	5'449	9'030	9'788	10'816	8'517
Erfolg aus dem Handelsgeschäft	354	1'615	1'725	2'059	1'348
Subtotal übriger ordentlicher Erfolg	3'559	654	1'581	2'258	572
Total Netto Umsatz	52'875	54'281	56'940	59'013	45'738
Geschäftsaufwand	-34'363	-35'722	-34'856	-32'463	-24'247
Bruttogewinn	18'512	18'559	22'084	26'550	21'491
Wachstum Nettogewinn	43.6%	30.4%	22.8%		
Wachstum Bilanzsumme (%)	7.0%	-2.4%	5.7%		
Wachstum Bilanzsumme (TCHF)	188'264	-69'942	161'605		
Kundengelder / Kredite	87.0%	94.8%	87.0%	88.3%	84.5%
Wertberichtigungen in % der Kreditsumme	-0.25%	-0.71%	-0.24%	-0.28%	
Zinsmarge	158	157	154		157
Kosten/Ertrag Ratio	62.0%	65.8%	61.2%	55.0%	53.0%
Kosten/Ertrag Ratio inkl. Abschreibung	69.8%	69.0%	65.5%	58.5%	56.0%

<sup>(1)</sup> Ungeprüft

## Analyse und Bewertung

### Vorgehen

Um den Wert der PS zu berechnen haben wir eine Bewertung der GLKB als Ganzes durchgeführt. Dabei haben wir umfassende eigene Analysen vorgenommen und insbesondere folgende Tätigkeiten ausgeführt:

- Durchsicht und Analyse interner Finanzinformationen bezüglich der vergangenen, gegenwärtigen und insbesondere zukünftigen Entwicklung, sowie eingehende Besprechungen dieser Unterlagen und Bewertungsannahmen mit dem Management der GLKB. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die weitere Entwicklung der GLKB zwar weiteres Potenzial birgt, aber auch mit Risiken verbunden ist (z.B. gesamtwirtschaftliche Entwicklung, lokale Wirtschaftsentwicklung, Marktrisiken, operationellen Risiken, rechtlichen und Reputationsrisiken).
- Beurteilung und Bewertung der erwarteten betrieblichen freien Cash Flows (oder Free Cash Flows) der GLKB aufgrund der Discounted Cash Flow Methode (DCF-Methode).
- Plausibilisierung der Wertbandbreite für die GLKB mittels Bildung von Szenarien und deren Einbezug in die Bewertung.
- Ermittlung der Wertbandbreite für die GLKB unter Berücksichtigung der Markt- und DCF-Bewertungsmethode.
- Durchsicht und Analyse öffentlich zugänglicher Geschäfts- und Finanzinformationen von vergleichbaren, börsenkotierten Unterneh-

men der GLKB und deren Märkte. Vergleich der GLKB mit den Finanzdaten und Kennzahlen von vergleichbaren, börsenkotierten Unternehmen. Bewertung der GLKB auf der Basis von Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen.

### Bewertungsmethoden

Für die Ermittlung des Wertes der GLKB wurden die folgenden Methoden angewendet:

- Discounted Cash Flow Methode
- Marktwertmethode / Multiplikatorenmethode

#### Discounted Cash Flow Methode

Der Unternehmenswert wird durch die Diskontierung von künftigen freien Cash Flows berechnet. Die Diskontierung berücksichtigt den Zeitwert des Geldes und das unternehmensspezifische Risiko. Für die Bewertung der GLKB haben wir den Equity-Approach angewendet. Somit ist die Basis für die DCF-Methode die Ermittlung der in der Zukunft anfallenden Free Cash Flows nach Abzug der Zahlungen an Fremdkapitalgeber.

Für die Realisierung der berücksichtigten Unternehmensplanung der GLKB sind keine Erweiterungsinvestition ins Anlagevermögen notwendig. Wir gehen von der Annahme aus, dass der durchschnittliche Bedarf an Erneuerungsinvestitionen sich in der Höhe der jährlichen Abschreibungen auf das Anlagevermögen belaufen wird. Wir haben angenommen, dass das Geschäftswachstum den Bedarf an Eigenmittel erhöhen wird. Das Wachstum der Eigenmittel wurde so angenommen, dass das Eigenkapitalverhältnis (Eigenmittel / Bilanzsumme) stabil bleibt.



Somit entsprechen die Unternehmensgewinne reduziert um das Wachstum der erforderlichen Eigenmittel dem Free Cash Flow:

Free Cash Flow =  
Nettogewinn  
+ Abschreibungen  
- Investitionen im Anlagevermögen  
- Erhöhung der Eigenmittel

Die der Bewertung zugrunde liegenden zukünftigen Free Cash Flows basieren auf der vom Management der GLKB erstellten Finanzplanung. Diese sieht drei verschiedene Szenarien vor, welche die Auswirkungen auf die Finanzzahlen bei unterschiedlicher Geschäftsentwicklung abbilden. Bei diesen Szenarien wurden alle wesentlichen Werttreiber (Entwicklung des Zins- und Kommissionsgeschäfts sowie des Geschäftsaufwands) variiert um den unterschiedlichen angenommenen Geschäftsentwicklungen Rechnung zu tragen. Der Diskontierungsfaktor und die Wachstumsrate für die Berechnung des Residualwertes sind bei allen Szenarien gleich.

In den folgenden Abschnitten werden die Annahmen der drei Planungsrechnungen zusammengefasst.

#### ***Basis Finanzplanung***

Die Finanzplanung für die Periode 2007 bis 2009 wurde durch das Management der GLKB erstellt. Basierend auf dem Wachstum der vergangenen Jahre und im laufenden Jahr sieht die Planung für die nächsten drei Jahre weiterhin ein Wachstum des Geschäftes und somit auch der Free Cash Flows vor, welches insbesondere auf den folgenden Annahmen beruht:

1. Wachstum Zinsgeschäft: Erhöhung der Ausleihungen um ca. 2-3% pro Jahr. Es ist geplant, dass das neue Kreditvolumen insbesondere aus dem Firmenkundengeschäft ausserhalb des Kantons generiert wird.
2. Kommission- und Dienstleistungsgeschäft: durch die Optimierung der Kundenportfolio-Bewirtschaftung soll eine Erhöhung der durchschnittlichen Kommissions-Erträge erwirtschaftet werden.
3. Durch die Einführung der neuen IT-Plattform wird mit einer wesentlichen Reduktion der IT-Kosten gerechnet.
4. Zusätzliche Kostenreduktion im Administrations- und Produktionsbereich werden durch Effizienzsteigerungen in bereits identifizierten Bereichen angenommen.
5. Die Einführung eines neuen Ratingsystems im Bereich des Kreditgeschäftes ermöglicht es, die Kreditrisiken besser zu überwachen. Dadurch wird mit leicht rückläufigem Wertberichtigungsaufwand geplant.

#### ***Alternative Finanzplanung 1 (tieferes Wachstum)***

Die alternative Finanzplanung geht von einem moderaten Wachstum aus. Insbesondere werden die folgenden, oben erwähnten Wachstumsfaktoren modifiziert:

1. Wachstum Zinsgeschäft: in diesem Szenario sind die Wachstumsraten der neuen Ausleihungen reduziert. Zusätzlich wird die Zinsmarge bei den bestehenden Ausleihungen leicht reduziert.
2. Wachstum Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft: in diesem Szenario geht man von einem Nullwachstum ab dem Jahr 2007 aus.

3. Geschäftsaufwand: das Szenario geht davon aus, dass die geplanten Kosteneinsparungen nicht vollumfänglich realisiert werden können. Trotz schwächerem Wachstum bleibt der Geschäftsaufwand auf demselben Niveau wie in der Basisplanung.
4. Entwicklung Wertberichtigung: die angenommenen Abflachung der Konjunktur führt zu höheren Wertberichtigungen.

#### *Alternative Finanzplanung 2 (höheres Wachstum)*

Je nach Konjunkturverlauf und Erfolg in der weiteren Umsetzung der Wachstumsstrategien ist ein höheres Wachstum als in der Basis Finanzplanung möglich. Bei diesem zweiten alternativen Szenario wurde von einem Wachstum des Zinsergebnisses ausgegangen, wobei die übrigen Planzahlen unverändert vom Basisszenario übernommen worden sind (was eine Steigerung der Kosteneffizienz und eine Verbesserung der Kreditqualität impliziert).

#### *Kapitalkosten*

Da wir die GLKB mit einem Equity-Approach bewertet haben, entsprechen die Kapitalkosten den Eigenkapitalkosten. Die Bestimmung der risikogerechten Eigenkapitalkosten erfolgt mittels dem Capital Asset Pricing Model („CAPM“). Gemäss diesem Modell setzen sich die Eigenkapitalkosten aus der Summe des risikolosen Zinssatzes und der Marktrisikoprämie der GLKB zusammen.

$$K_{GLKB} = r_f + \beta_{GLKB} * P_M$$

Im Falle der GLKB wurden die Eigenkapitalkosten auf 7.5% geschätzt.

Im Folgenden werden die einzelnen Parameter zur Herleitung der Eigenkapitalkosten kurz zusammengefasst.

Risikoloser Zinssatz: 2.5%

*Der risikolose Zinssatz entspricht der aktuellen Rendite der 10-jährigen Schweizerischen Bundesobligation.*

Beta: 1

*Die Betas der von uns verwendeten vergleichbaren Unternehmen liegen allesamt unter dem Beta von 1 für den Schweizer Gesamtmarkt. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass diese Betas nur bedingt anzuwenden sind, da die meisten Aktien der vergleichbaren Institute sehr illiquide sind.*

*Aufgrund der eingeschränkten Aussagekraft des Betas für vergleichbare Unternehmen, haben wir für das Beta der GLKB 1 verwendet. Somit wird angenommen, dass das Risiko der GLKB dem Risiko des gesamten Schweizer Marktes entspricht.*

Marktrisikoprämie: 5%

*Die geschätzte Marktrisikoprämie entspricht der Differenz der langfristigen durchschnittlichen Rendite des Schweizerischen Aktienmarktes*

*und der risikolosen Rendite von Bundesobligationen<sup>1</sup>.*

#### **Residualwert**

Der Residualwert wurde nach dem Konzept einer ewigen Rente anhand des geplanten Free Cash Flow 2009 unter Berücksichtigung eines ewigen Wachstums von 2% berechnet. Dabei wurde der gleiche Diskontierungsfaktor wie für die explizite Planungsperiode 2007-2008 berücksichtigt. Der Residualwert macht 87% des Unternehmenswerts aus.

#### **Bewertungsergebnisse**

Die DCF-Bewertung basierend auf den Szenarien der Finanzplanung des Managements ergab eine Wertbandbreite für die GLKB von CHF 318 (Szenario tieferes Wachstum) bis 366 Millionen (Szenario höheres Wachstum). Das Basis-Szenario ergab einen Wert von CHF 351 Millionen.

#### **Wert des PS nach der DCF-Methode**

Die Inhaber der Partizipationsscheine werden an der Generalversammlung der GLKB kein Stimmrecht ausüben können. Somit partizipieren sie am Ergebnis der GLKB, besitzen jedoch keine Einflussmöglichkeiten.

ten. Insbesondere können sie nicht über strategische Entscheidungen und/oder über die Ausschüttungspolitik mitbestimmen. Das Partizipationskapital wird somit ähnliche Eigenschaften besitzen wie Minderheitsbeteiligungen an Aktiengesellschaften.

Lehre und Praxis der Unternehmensbewertung berücksichtigen eine derartige Situation mit Minderheitsabschlägen. Verschiedene empirische Studien haben versucht, diese Abschläge zu quantifizieren<sup>2</sup>; typischerweise werden diese zwischen 20 und 30% gesetzt.

Bei der Festlegung des Wertes der einzelnen PS haben wir entsprechend einen Abschlag von 25% vom DCF-Wert berücksichtigt.

Für die Bewertung des PS haben wir den Gesamtwert der Bank nach der Emission der Partizipationsscheine im Verhältnis der Nennwerte des Dotationskapitals und des Partizipationscheinkapitals verteilt. Der Erlös von CHF 105 Millionen aus der Emission der PS wird zum Teil in Bargeld und zum Teil in kotierten Aktien der Bank Linth einfließen. Aus Sicht der Bewertung der PS der GLKB vor der angestrebten Übernahme der Bank Linth wird der Erlös der Emission als werthaltiges Mittel betrachtet.

Bei der Bewertung des Partizipationsscheins ist die Zeichnung / der Umtausch aller Partizipationsscheine berücksichtigt.

<sup>1</sup> The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (2006), Pictet, Jan 2006

<sup>2</sup> Vgl. 1999 Mergerstat Review - Houlihan, Lockey, Howard & Zukin, Los Angeles und 2001, Business Valuation – Discounts and Premiums, Shannon P. Pratt

CHF Mio.	Szenario tieferes Wachstum	Basis- Szenario	Szenario höheres Wachstum
<b>Bewertungsergebnisse</b>			
DCF Wert von GLKB	318	351	366
Wert der Emission	105	105	105
<b>Gesamtwert (Post-money)</b>	<b>424</b>	<b>456</b>	<b>471</b>
Nominal Dotationskapital	55	55	55
Nominal PS-Emission	28	28	28
<b>Gesamt Nominalkapital</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>83</b>
Nominalwert pro PS (CHF)	34	34	34
Minderheitsabschlag	25%	25%	25%
<b>Wert des PS (CHF)</b>	<b>131</b>	<b>141</b>	<b>146</b>

### Sensitivität der Bewertung

Im Rahmen unserer Bewertungsüberlegungen haben wir die Sensitivität des PS-Wertes zum Betriebsergebnis und zum Geschäftsaufwand der Bank ermittelt, welche die wesentlichen Werttreiber der GLKB sind. Folgende Tabelle zeigt die Entwicklung des PS-Wertes nach dem Basis-Szenario.

		Betriebsergebnis				
		-4%	-2%	0%	2%	4%
Geschäfts- aufwand	-4%	140	144	148	151	155
	-2%	137	141	144	148	152
	0%	134	137	<b>141</b>	145	148
	2%	131	134	138	141	145
	4%	127	131	134	138	141

### Marktbewertung anhand vergleichbarer, kotierter Unternehmen

Der Marktwertansatz beinhaltet grundsätzlich zwei Methoden: den sogenannten „Trading Multiples Ansatz“ und den „Transaction Multiples Ansatz“. Der Trading Multiples Ansatz fokussiert auf vergleichbare Unternehmen, deren Finanzaufgaben mit denjenigen des Zielunternehmens verglichen werden. Die Auswahl geeigneter Unternehmen erfolgt aufgrund diverser Kriterien wie Branche, Markt, Unternehmensgrösse, Kapitalstruktur, Eigentümerschaft etc. Die erhaltenen Daten werden dann um statistische Ausreisser und Auffälligkeiten korrigiert. Häufig verwendete Multiples sind umsatz- (Verhältnis Unternehmenswert/Umsatz) und ertragsorientierte Kennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert/Gewinn oder Cash Flow); für die Bewertung von Banken erachten wir das Verhältnis Preis/Gewinn („P/G“) als aussagekräftiger.

Bei den folgenden Bewertungen haben wir den Trading Multiples Ansatz verwendet. Anhang 1 zeigt die von uns gewählten kotierten Vergleichsunternehmen. Um die Multiplikatoren zu bestimmen, wurde die aktuelle Börsenkapitalisierung durch den historischen Jahresgewinn dividiert. Für jeden so erhaltenen Multiplikator wurde der Durchschnitt bestimmt und dieser mit den aktuellen, respektive erwarteten, Kennzahlen der GLKB multipliziert.

	2006	2005
P/G Verhältnis (durchschnitt)	14.7x <sup>1</sup>	16.5x
Nettogewinn GLKB (TCHF)	21 <sup>2</sup>	17
<b>Wert GLKB</b>	<b>306</b>	<b>281</b>

<sup>1</sup> Annualisierte Halbjahreszahlen

<sup>2</sup> Forecast auf Basis der ersten 6 Monate

Nettogewinne bereinigt um ausserordentliche Positionen

Bei der Festlegung des Wertes haben wir uns auf das Ergebnis der P/G 2006 Berechnung abgestützt, da dieses auf aktuelleren Werten und Beobachtungen basiert.

Aus dem Marktbewertungsansatz für die GLKB ergibt sich ein Wert von CHF 306 Millionen.

#### *Wert des PS nach der Methode der Marktmultiplikatoren*

Die Bewertung nach der Multiplikatormethode ist auf der Basis von Transaktionen mit Minderheiten berechnet. Im Gegensatz zur DCF-Bewertung braucht diese Bewertung keinen Minderheitsabschlag, da dieser bereits in den verwendeten Multiplikatoren berücksichtigt ist.

Hingegen wird bei der Bewertung von nicht-kotierten Beteiligungstiteln normalerweise ein Abschlag aufgrund mangelnder Liquidität berücksichtigt. Wir haben bewusst auf diesen verzichtet, da die GLKB einen ausserbörslichen Handel auf telefonischer Basis sicherstellen wird. Zudem wird ein solcher Abschlag bereits in den Multiplikatoren berücksichtigt, da die Vergleichsunternehmen ebenfalls eine limitierte Liquidität aufweisen.

Die Bewertung der PS wurde analog wie bei der Bewertung nach der DCF-Methode vorgenommen und präsentiert sich wie folgt:

	CHF Mio.
<b>Bewertungsergebnisse</b>	
Wert von GLKB nach Marktmultiplikatoren	306
Wert der Emission	105
<b>Gesamtwert (Post-money)</b>	<b>412</b>
Nominal Dotationskapital	55
Nominal PS-Emission	28
<b>Gesamt Nominalkapital</b>	<b>83</b>
Nominalwert pro PS (CHF)	34
<b>Wert des PS (CHF)</b>	<b>170</b>

### Gesamtbeurteilung der PS

Unter Berücksichtigung aller Analysen, Bewertungsüberlegungen und der getroffenen Annahmen schätzen wir den Wert des Partizipations-scheins der GLKB, mit einem Nominalwert von CHF 34, auf CHF 131 bis 170.

Freundliche Grüsse

Ernst & Young AG



Cataldo Castagna

Partner



Flavio Kurzo

Senior Manager

# Anhang 1 – Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

	Marktwert 14.12.06 MCHF	Halbjahres- gewinn 06 * MCHF	P/G 06 annualisiert	Jahres- gewinn 05 * MCHF	P/G 05	Eigenkapital 30.06.06 ** MCHF	P/EK (30.06.06)	Eigenkapital 31.12.05 ** MCHF	P/EK (31.12.05)
Bank Coop AG	1'369	37	18.5x	57	23.9x	760	1.8x	760	1.8x
Banque Cantonale de Genève	882	35	12.6x	55	16.0x	727	1.2x	705	1.3x
Banque Cantonale du Jura	128	6	10.6x	8	16.3x	144	0.9x	144	0.9x
Basellandschaftliche Kantonalbank	2'405	84	14.3x	165	14.6x	1'324	1.8x	1'219	2.0x
Basler Kantonalbank	3'250	135	12.0x	231	14.1x	2'359	1.4x	2'256	1.4x
Graubündner Kantonalbank	2'765	99	13.9x	177	15.7x	1'450	1.9x	1'536	1.8x
Luzerner Kantonalbank	2'197	82	13.4x	159	13.8x	1'603	1.4x	1'534	1.4x
Neue Aargauer Bank	2'190	79	13.9x	135	16.2x	726	n.m	725	n.m
St. Galler Kantonalbank	2'770	110	12.6x	189	14.7x	1'594	1.7x	1'562	1.8x
Walliser Kantonalbank	723	34	10.5x	60	12.0x	529	1.4x	514	1.4x
Zuger Kantonalbank AG	1'067	31	17.0x	57	18.7x	885	1.2x	873	1.2x
Bank CA St. Gallen	297	7	21.5x	12	24.4x	149	2.0x	143	2.1x
Bank Linth ***	354	11	16.0x	22	16.0x	292	1.2x	282	1.3x
Berner Kantonalbank	1'900	52	18.3x	120	15.8x	1'594	1.2x	1'511	1.3x
Hypothekarbank Lenzburg	310	12	12.8x	24	13.1x	262	1.2x	256	1.2x
Valiant Holding	2'275	64	17.8x	118	19.3x	1'577	1.4x	1'534	1.5x
<b>Durchschnittswert</b>			<b>14.7x</b>		<b>16.5x</b>		<b>1.4x</b>		<b>1.5x</b>
<b>Median</b>			<b>13.9x</b>		<b>15.9x</b>		<b>1.4x</b>		<b>1.4x</b>

\* Ajoustiert um die ausserordentlichen Positionen

\*\* Inklusive Reserve für allgemeine Bankrisiken

\*\*\* für die Bank Linth wurde den letzten Preis bevor Ankündigung des Übernahmeangebots berücksichtigt

P/G= Preis / Gewinn

P/EK= Preis / Eigenkapital

n.m = nicht aussagekräftig