

## **Glarner Kantonalbank - Bewertungsbericht**

**27. November 2006**



Ernst & Young AG  
Bleicherweg 21  
Postfach  
8022 Zürich

## INHALTSVERZEICHNIS

|   |   |   |    |
|---|---|---|----|
| Einleitung .....                            | 1 | Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierten Unternehmen .....      | 8  |
| Ausgangslage .....                          | 1 | Wert des PS nach der Methode der Marktmultiplikatoren .....           | 8  |
| Auftrag der GLKB an Ernst & Young .....     | 1 | Gesamtbeurteilung der PS .....  | 9  |
| Vermerk .....                               | 1 | Anhang 1 – Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen ..... | 10 |
| 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 Finanzplanungen .....           | 6 |   |    |
| Kapitalkosten .....                         | 6 |   |    |
| Wert des PS nach der DCF-Methode .....      | 7 |   |    |

## 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. 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<br>bis zum<br>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 Dividendenenertrag aus Handelsbeständen               | 119           | -             | -             | -             | 0  |
| Zins- und Dividendenenertrag 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<br>bis zum<br>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        | 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.
- 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 Unternehmen der GLKB und deren Märkte. Vergleich der GLKB mit den Finanzdaten und Kennzahlen von vergleichbaren, börsenkotierten Un-

ternehmen. 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.

Somit ist die Basis für die DCF-Methode die Ermittlung der in der Zukunft anfallenden Net Free Cash Flows. Vereinfacht formuliert, setzen sich diese Free Cash Flows für den Kapitalgeber aus den betrieblichen Cash Flows der Unternehmung abzüglich der notwendigen Investitionen zusammen.

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. Wir gehen von der Annahme aus, dass sich die jährlichen Abschrei-



bungen auf die Höhe der jährlichen Investitionen in das Anlagevermögen belaufen. Somit entsprechen die Unternehmensgewinne dem Free Cash Flow.

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 Finanzplanungen*

Um die Planungsunsicherheiten zu berücksichtigen, wurden zwei alternativen Finanzplanungen vorbereitet:

Die erste alternative Planung geht von einer tendenziellen Verschlechterung der Marktbedingungen und einem moderaten Wachstum aus. Insbesondere werden das Wachstum des Zinsgeschäftes und die Kommissionseinnahmen leicht nach unten revidiert. Der Geschäftsaufwand wird, trotz reduziertem Geschäft, auf gleich bleibendem Niveau wie in der Basisplanung berücksichtigt.

Die zweite alternative Planung geht von verbesserten Marktbedingungen und einem höheren Wachstum als in der Basisplanung aus. Insbesondere wurde ein höheres Wachstum des Ausleihungsvolumens angenommen. Die Kosten werden grundsätzlich unverändert aus der Basisplanung übernommen (was eine Steigerung der Kosteneffizienz und eine Verbesserung der Kreditqualität impliziert).

#### *Kapitalkosten*

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>.*

Die DCF-Bewertung basierend auf den Finanzplanungen des Managements ergab eine Wertbandbreite für die GLKB von CHF 318 bis 366 Millionen. Der Durchschnitt lag somit bei CHF 342 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. 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; 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.

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

Die Bewertung des PS präsentiert sich somit wie folgt:

| CHF Mio.                       | Tief       | Hoch       |
|--------------------------------|------------|------------|
| <b>Bewertungsergebnisse</b>    |            |            |
| DCF Wert von GLKB              | 318        | 366        |
| Bargeldmittel aus Emission     | 105        | 105        |
| <b>Gesamtwert (Post-money)</b> | <b>424</b> | <b>471</b> |
| Nominal Dotationskapital       | 55         | 55         |
| Nominal PS-Emission            | 28         | 28         |
| <b>Gesamt Nominalkapital</b>   | <b>83</b>  | <b>83</b>  |
| Nominalwert pro PS (CHF)       | 34         | 34         |
| Minderheitsabschlag            | 25%        | 25%        |
| <b>Wert des PS (CHF)</b>       | <b>131</b> | <b>146</b> |

### 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 Finanzzahlen 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 Vergleichs-

unternehmen. 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) | 14.9x <sup>1</sup> | 16.7x      |
| Nettogewinn GLKB (TCHF)       | 21 <sup>2</sup>    | 17         |
| <b>Wert GLKB</b>              | <b>310</b>         | <b>284</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 310 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 aus-

serbörslichen 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 präsentiert sich somit wie folgt:

|   | CHF Mio.   |
|---|------------|
| <b>Bewertungsergebnisse</b>             |            |
| Wert von GLKB nach Marktmultiplikatoren | 310        |
| Bargeldmittel aus Emission              | 105        |
| <b>Gesamtwert (Post-money)</b>          | <b>415</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>171</b> |

## Gesamtbeurteilung der PS

Unter Berücksichtigung aller Analysen, Bewertungsüberlegungen und der getroffenen Annahmen schätzen wir den Wert des Partizipationscheins der GLKB, mit einem Nominalwert von CHF 34, auf CHF 131 bis 171.

Freundliche Grüsse

Ernst & Young AG



Cataldo Castagna

Partner



Flavio Kurzo

Senior Manager

# Anhang 1 – Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

|                                   | Marktwert<br>MCHF | Jahresgewinn<br>MCHF | P/G                        | Jahresgewinn<br>MCHF | P/G          | Eigenkapital<br>MCHF | P/EK         | Eigenkapital<br>MCHF | P/EK         |
|-----------------------------------|-------------------|----------------------|----------------------------|----------------------|--------------|----------------------|--------------|----------------------|--------------|
|                                   |                   | 30.06.2006           | 30.06.2006<br>annualisiert | 31.12.2005           | 31.12.2005   | 30.06.2006           | 30.06.2006   | 31.12.2005           | 31.12.2005   |
| Bank Coop AG                      | 1'366'875         | 37'046               | 18.4x                      | 57'199               | 23.9x        | 759'821              | 1.8x         | 760'489              | 1.8x         |
| Banque Cantonale de Genève        | 860'400           | 34'954               | 12.3x                      | 55'123               | 15.6x        | 727'088              | 1.2x         | 705'206              | 1.2x         |
| Banque Cantonale du Jura          | 137'700           | 6'018                | 11.4x                      | 7'844                | 17.6x        | 144'382              | 1.0x         | 144'484              | 1.0x         |
| Basellandschaftliche Kantonalbank | 2'416'800         | 84'186               | 14.4x                      | 164'903              | 14.7x        | 1'324'405            | 1.8x         | 1'219'255            | 2.0x         |
| Basler Kantonalbank               | 3'244'150         | 135'020              | 12.0x                      | 230'800              | 14.1x        | 2'358'875            | 1.4x         | 2'255'872            | 1.4x         |
| Graubündner Kantonalbank          | 2'912'500         | 99'462               | 14.6x                      | 176'533              | 16.5x        | 1'450'000            | 2.0x         | 1'536'000            | 1.9x         |
| Luzerner Kantonalbank             | 2'671'429         | 81'690               | 16.4x                      | 158'936              | 16.8x        | 1'603'393            | 1.7x         | 1'533'972            | 1.7x         |
| Neue Aargauer Bank                | 2'231'470         | 78'720               | 14.2x                      | 135'440              | 16.5x        | 726'401              | n.m          | 725'201              | n.m          |
| St. Galler Kantonalbank           | 2'700'327         | 109'603              | 12.3x                      | 188'874              | 14.3x        | 1'594'159            | 1.7x         | 1'561'681            | 1.7x         |
| Walliser Kantonalbank             | 723'000           | 34'410               | 10.5x                      | 60'139               | 12.0x        | 528'583              | 1.4x         | 514'127              | 1.4x         |
| Zuger Kantonalbank AG             | 1'050'810         | 31'388               | 16.7x                      | 57'142               | 18.4x        | 884'811              | 1.2x         | 873'372              | 1.2x         |
| Bank CA St. Gallen                | 292'160           | 6'881                | 21.2x                      | 12'170               | 24.0x        | 149'036              | 2.0x         | 143'212              | 2.0x         |
| Bank Linth                        | 350'348           | 11'084               | 15.8x                      | 22'112               | 15.8x        | 292'160              | 1.2x         | 281'665              | 1.2x         |
| Berner Kantonalbank               | 1'905'940         | 51'986               | 18.3x                      | 120'007              | 15.9x        | 1'594'311            | 1.2x         | 1'510'539            | 1.3x         |
| Hypothekarbank Lenzburg           | 285'120           | 12'058               | 11.8x                      | 23'681               | 12.0x        | 262'075              | 1.1x         | 256'497              | 1.1x         |
| Valiant Holding                   | 2'271'856         | 63'934               | 17.8x                      | 117'908              | 19.3x        | 1'577'225            | 1.4x         | 1'533'819            | 1.5x         |
| <b>Durchschnittswert</b>          |                   |                      | <b>14.9x</b>               |                      | <b>16.7x</b> |                      | <b>1.46x</b> |                      | <b>1.50x</b> |
| <b>Median</b>                     |                   |                      | <b>14.5x</b>               |                      | <b>16.2x</b> |                      | <b>1.38x</b> |                      | <b>1.44x</b> |

P/G= Preis / Gewinn

P/EK= Preis / Eigenkapital

n.m = nicht aussagekräftig