

## Fairness Opinion: Vindonissa

21. September 2010



**Louis Siegrist**  
Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 2131  
M +41 58 289 2131  
F +41 58 286 3025  
E [louis.siegrist@ch.ey.com](mailto:louis.siegrist@ch.ey.com)

**Thomas Fugmann**  
Senior Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 4542  
M +41 58 289 4542  
F +41 58 286 3025  
E [thomas.fugmann@ch.ey.com](mailto:thomas.fugmann@ch.ey.com)

## Abkürzungen

<b>1H10A</b>	Erstes Halbjahr 2010, aktuell
<b>AuM</b>	Verwaltete Kundenvermögen (Assets under Management)
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model
<b>CHF</b>	Schweizer Franken
<b>CSG</b>	Credit Suisse Gruppe
<b>DCF</b>	Barwert der Cashflows (Discounted Cashflows)
<b>DezxxA</b>	Jahresabschluss per 31. Dezember 20xx, aktuell
<b>DezxxB</b>	Jahresabschluss per 31. Dezember 20xx, budgetiert
<b>DezxxP</b>	Jahresabschluss per 31. Dezember 20xx, geplant
<b>EK</b>	Eigenkapital
<b>GJxxA</b>	Geschäftsjahr xx, aktuell
<b>GJxxB</b>	Geschäftsjahr xx, budgetiert
<b>GJxxP</b>	Geschäftsjahr xx, geplant
<b>Mio.</b>	Millionen
<b>n.a.</b>	nicht erhältlich (not available)
<b>NAB</b>	Neue Aargauer Bank AG
<b>P/B</b>	Preis / Buchwert (des Eigenkapitals)-Multiplikator
<b>P/E</b>	Preis / Nettogewinn-Multiplikator
<b>SLI</b>	Swiss Leadership Index
<b>SNB</b>	Schweizerische Nationalbank
<b>SPI</b>	Swiss Performance Index
<b>Stk.</b>	Stück
<b>VWAP</b>	Volumengewichteter Durchschnittskurs (Volume-weighted average price)

# Inhalt

## Zusammenfassung

---

1

1. Geplante Transaktion.....2
2. Ergebnisse der Bewertungsmethoden.....3
3. Fairness Opinion.....4

## Hintergrund

---

5

4. Die Bank.....6
5. Branchenanalyse und volkswirtschaftlicher Ausblick.....9
6. Vorgehen.....11

## Bewertung der Bank

---

12

7. Wert gemäss eigenem Börsenkurs.....13
8. Wert basierend auf den künftig erwarteten Dividenden.....15
9. Wert basierend auf anderen kotierten Schweizer Banken.....19
10. Wert auf Basis vergleichbarer Unternehmenstransaktionen.....27

## Appendices

---

- A. Bewertungsmethoden
- B. Ermittlung der Eigenkapitalkosten
- C. Informationsquellen

## Zusammenfassung

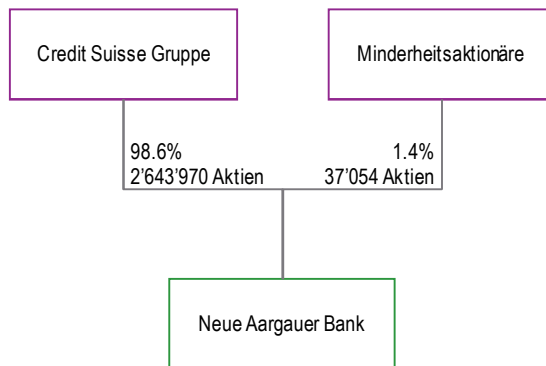
---

1. Geplante Transaktion
2. Ergebnisse der Bewertungsmethoden
3. Fairness Opinion

# Credit Suisse macht den Anteilseignern der Neuen Aargauer Bank ein öffentliches Übernahmeangebot

## Anteilseigner der NAB

Quelle: NAB



## Kapitalstruktur und Aktionäre

- ▶ Das Aktienkapital der NAB beträgt CHF134'051'200, welches in 2'681'024 Aktien zu CHF50 Nominalwert eingeteilt ist.
- ▶ Die Credit Suisse Gruppe (CSG) ist Hauptaktionär der NAB und hält 2'643'970 Aktien. Dies entspricht 98.6% des gesamten Aktienkapitals.
- ▶ Die verbleibenden 37'054 Aktien befinden sich im Streubesitz.

## Angebotskonditionen

- ▶ Die CSG macht den Minderheitsaktionären der NAB ein öffentliches Kaufangebot für ihre Aktien.
- ▶ Der Angebotspreis wird bei CHF1'000 liegen. Er wird in Form einer Barabfindung entrichtet.

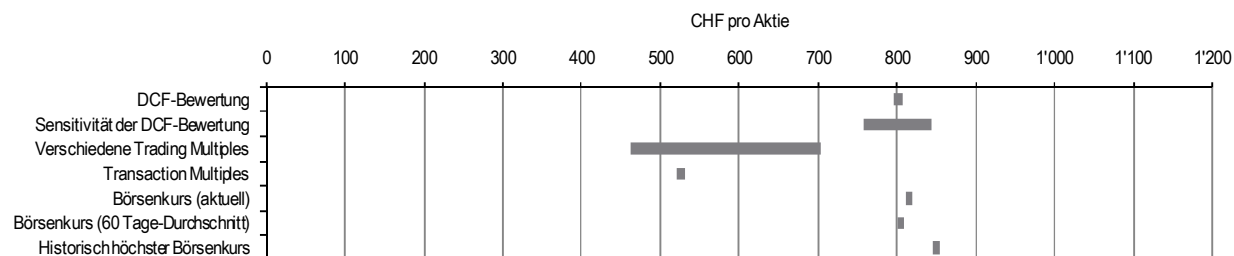
## Der aktuelle Börsenkurs der NAB-Aktie liegt 1.6% über dem von uns ermittelten Wert je Aktie von CHF802

### Übersicht der Bewertungsergebnisse

- In der folgenden Grafik stellen wir die Ergebnisse der von uns verwendeten Bewertungsmethoden dem aktuellen Börsenkurs sowie dem durchschnittlichen Börsenkurs der letzten 60 Handelstage gegenüber.

### Übersicht der Bewertungsergebnisse und Vergleich mit dem aktuellen Börsenkurs

Quelle: Ernst & Young



- Unsere primäre Bewertungsmethode ist die auf dem Businessplan der NAB basierende Bewertung mittels eines Dividendendiskontierungsmodells. Der Barwert der künftig erwarteten Dividenden beträgt CHF802. Mittels Sensitivitätsanalyse haben wir eine Bandbreite dieses Wertes von CHF758 bis CHF844 ermittelt. Der aktuelle Börsenkurs von CHF815 (Schlusskurs am Bewertungsdatum 3. September 2010) sowie der Durchschnitt der letzten 60 Handelstage von CHF804.30 liegen um 1.6% bzw. 0.3% über unserem primären Bewertungsergebnis.
- Zur Plausibilisierung haben wir die aktuellen Börsenkurse vergleichbarer Banken zum Buchwert des Eigenkapitals, dem Nettogewinn und der erwarteten Dividendenrendite ins Verhältnis gesetzt. Diese sogenannten Trading Multiples resultierten in Werten zwischen CHF462 und CHF703. Alle sechs mittels Trading Multiples bestimmten Werte liegen unter dem primären Bewertungsergebnis.
- Weiterhin haben wir Unternehmenstransaktionen analysiert, bei denen Schweizer Banken veräussert wurden. Aus diesen resultiert ein Wert von CHF525. Da wir nur zwei allenfalls geeignete Transaktionen identifizieren konnten und diese bereits in 2009 stattfanden, reflektiert dieser Wert das Preisniveau des letzten Jahres und hat deshalb aufgrund der ungenügenden Vergleichsbasis nur eingeschränkte Relevanz.

#### Point of view

Sämtliche von uns verwendeten Bewertungsmethoden resultieren in einem Wert der NAB-Aktie unter dem öffentlichen Kaufangebot der CSG an die Aktionäre der NAB.

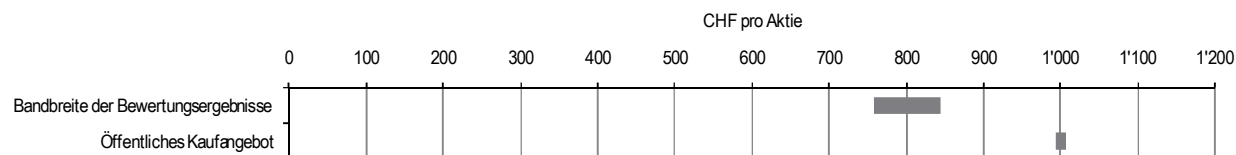
# Das öffentliche Kaufangebot von CHF1'000 pro ausstehender Aktie der Neuen Aargauer Bank ist fair

## Vergleich der Bewertungsergebnisse mit dem öffentlichen Kaufangebot

- Die mittels Sensitivitätsanalyse ermittelte Bandbreite unseres primären Bewertungsergebnisses liegt zwischen CHF758 und CHF844.
- Da das öffentliche Kaufangebot an die Aktionäre der NAB deutlich über dem primären Bewertungsergebnis liegt, haben wir für die Ergebnisdarstellung auf eine Gewichtung der primären DCF-Methode mit den Ergebnissen der Multiple-Methoden verzichtet.

## Vergleich der Bandbreite der Bewertungsergebnisse mit dem öffentlichen Kaufangebot

Quelle: Ernst & Young



- Gemäss dem öffentlichen Kaufangebot der CSG erhalten die Minderheitsaktionäre der NAB eine Barabfindung von CHF1'000. Dieses Angebot liegt 22.7% über dem Börsenkurs vom 3. September 2010 und 24.7% über unserem primären Bewertungsergebnis.

### Point of view

Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot der CSG an die Aktionäre der NAB als fair anzusehen.

Louis Siegrist  
Partner

Thomas Fugmann  
Senior Manager

## Hintergrund

---

- 4. Die Bank
- 5. Branchenanalyse und volkswirtschaftlicher Ausblick
- 6. Vorgehen



# Die NAB ist eine Universalbank mit Schwerpunkt auf dem Hypothekar- und Privatkundengeschäft

## Logo der Neuen Aargauer Bank

Quelle: Website der Bank



## Kurzer Abriss der Geschichte der Bank

- ▶ Die NAB ist aus einer Vielzahl von Zusammenschlüssen kleiner und mittlerer Banken entstanden. Die wegweisenden Zusammenschlüsse respektive Übernahmen waren
  - der Zusammenschluss der „Aargauische Hypotheken- und Handelsbank“ mit der „Allgemeinen Aargauischen Ersparniskasse“ Ende der 80er Jahre und
  - die Übernahme der „Gewerbebank Baden“ und der anschliessenden Integration der Schweizerischen Volksbank im Kanton Aargau und drei Filialen der „Schweizerischen Kreditanstalt“.
- ▶ Heute ist die NAB eine durch die CSG beherrschte Universalbank, welche hauptsächlich im Zinsdifferenzgeschäft tätig ist. Die Kundenbasis besteht vor allem aus Privat- und Geschäftskunden aus dem Kanton Aargau und der angrenzenden Regionen.
- ▶ Die NAB unterhält 33 Geschäftsstellen und ein Beratungsbüro und gilt als Nummer 1 im Hypothekengeschäft der Region. Der Hauptsitz befindet sich in Aarau.
- ▶ Gemessen an der Bilanzsumme von CHF19.3 Mrd. per 31. Dezember 2009 liegt die NAB auf Rang 18 der grössten Banken in der Schweiz.
- ▶ Seit dem 2. August 1996 sind die Aktien der NAB an der SIX Swiss Exchange kotiert.

## Die Haupteertragsquelle der Bank ist das Hypothekengeschäft, welches in 1H10A rund 73% der Einnahmen aus dem ordentlichen Bankengeschäft beisteuerte

### Erfolgsrechnung – CH GAAP

Währung: CHF Mio.	GJ08A	GJ09A	1H10A
Zins- und Diskontertrag	591.6	434.2	196.3
Zins- und Dividendenertrag aus Handelsbeständen	0.1	0.1	0.1
Zins- und Dividendenertrag aus Finanzanlagen	36.4	32.5	13.5
Zinsaufwand	(342.9)	(194.6)	(73.5)
<b>Erfolg aus dem Zinsengeschäft</b>	<b>285.2</b>	<b>272.2</b>	<b>136.4</b>
Kommissionsertrag Kreditgeschäft	3.8	3.9	1.7
Kommissionsertrag Wertschriften- und Anlagegeschäft	62.1	47.7	25.3
Kommissionsertrag übriges Dienstleistungsgeschäft	11.9	12.7	7.7
Kommissionsaufwand	(4.3)	(4.1)	(2.7)
<b>Erfolg aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft</b>	<b>73.5</b>	<b>60.2</b>	<b>32.0</b>
<b>Erfolg aus dem Handelsgeschäft</b>	<b>18.9</b>	<b>21.9</b>	<b>13.0</b>
Erfolg aus Veräusserungen von Finanzanlagen	2.1	2.5	2.6
Beteiligungsertrag	2.8	0.9	1.3
Liegenschaftenerfolg	3.8	3.7	1.5
Anderer ordentlicher Ertrag	1.4	3.0	1.5
Anderer ordentlicher Aufwand	(1.2)	(0.2)	(0.4)
<b>Übriger ordentlicher Erfolg</b>	<b>8.9</b>	<b>9.9</b>	<b>6.5</b>
Personalaufwand	(118.1)	(114.7)	(54.8)
Sachaufwand	(99.0)	(96.6)	(49.7)
<b>Geschäftsaufwand</b>	<b>(217.1)</b>	<b>(211.3)</b>	<b>(104.5)</b>
<b>Bruttogewinn</b>	<b>169.4</b>	<b>152.9</b>	<b>83.4</b>
Abschreibungen auf dem Anlagevermögen	(7.7)	(8.3)	(3.5)
Wertberichtigungen, Rückstellungen und Verluste	(17.5)	(12.2)	(1.4)
<b>Jahresgewinn vor ausserordentlichem Erfolg und Steuern</b>	<b>144.2</b>	<b>132.4</b>	<b>78.5</b>
Ausserordentlicher Ertrag	1.5	1.0	1.5
Ausserordentlicher Aufwand	-	(0.3)	-
Steuern	(30.3)	(25.6)	(15.2)
<b>Jahresgewinn</b>	<b>115.4</b>	<b>107.5</b>	<b>64.8</b>
<b>KPIs</b>			
Cost/income ratio I (vor Abschreibungen) in %	56	58	56
Eigenkapitalrendite (ROE) in %	12.1	10.8	12.5
Netto Zinseinkommen/Zinstragende Aktiven in bps	160	148	143
Zinsmarge in bps	155	144	139
Netto Kommissionsertrag/durchschn. AuM in bps	n.a.	38	40
AuM in CHF Mio.	15'207	16'174	n.a.
Netto Neugeldzufluss	525	363	279
FTE Durchschnitt	779	783	771
Personalaufwand/FTE in CHF Tsd.	152	146	142

Quelle: NAB Geschäftsbericht, NAB ungeprüfter Halbjahresabschluss 2010.  
Ref: Erfolgsrechnung - Section PL - Profit and Loss Analysis

- Die NAB zeigte sich während der Jahre GJ08A, GJ09A sowie in 1H10A profitabel. Im ersten Halbjahr 2010 erwirtschaftete sie einen Reingewinn von CHF64.8 Mio. Das Cost/Income-Ratio bewegte sich zwischen 58% in GJ09A und 56% in GJ08A und 1H10A.
- Die Hauptaktivität der NAB liegt im Kreditgeschäft. Dementsprechend machte das Zinseinkommen im ersten Halbjahr 2010 mit CHF 136.4 Mio. 73% der operativen Einkünfte der NAB aus. Trotz des sinkenden Zinsniveaus und dem Druck auf die Zinsmargen blieb der Erfolg aus dem Zinsgeschäft zwischen 2008 und dem ersten Halbjahr 2010 relativ stabil, dies insbesondere wegen des zunehmenden Hypothekarvolumens.
- Der Einbruch des Börsenhandelsvolumens an der SIX um 41.5% in GJ09A spiegelte sich im Rückgang der Erträge aus dem Wertschriften- und Anlagegeschäft wider. Dennoch erzielte die NAB den Erfolg aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft von CHF32 Mio. auch in 1H10A primär aus dem Wertschriften- und Anlagegeschäft (CHF25.3 Mio.). Der Anteil der Bestandskommissionen ist im Vergleich zu GJ08A (58%) sowohl in GJ09A (62%) als auch in 1H10A (65%) angestiegen. In 2009 verzeichnete die NAB einen Nettoneugeldzufluss von CHF363 Mio. und verwaltete per 31. Dezember 2009 Kundenvermögen im Umfang von CHF16.2 Mrd.
- Den übrigen Dienstleistungsertrag konnte die Bank in 1H10A gegenüber den Vorjahren primär aufgrund erhöhter Gebührensätze und Weiterbelastung bisher von der Bank übernommener Spesen steigern.
- Das Handelsgeschäft konnte gegenüber der Vorperiode nach GJ09A (CHF22 Mio.) auch in 1H10A (CHF13 Mio.) gesteigert werden, was insbesondere auf die positiven Ergebnisse im Devisen- und Notenhandel von CHF10.8 Mio. zurückzuführen ist.
- Der Personalaufwand pro Vollzeitstelle verringerte sich von CHF152 Tsd. in GJ08A auf CHF146 Tsd. in GJ09A sowie auf CHF142 Tsd. in 1H10A. Allerdings rechnet die Bank im zweiten Halbjahr 2010 mit zusätzlichem Aufwand aufgrund einer einmaligen Zahlung an die Pensionskasse, um die Erhöhung der Ansprüche aus den erhöhten Fixlöhnen auszugleichen. In GJ08A ist im Personalaufwand eine Zahlung an die Pensionskasse von CHF6.8 Mio. enthalten.
- Der Sachaufwand zeigte sich zwischen GJ08A (CHF99.0 Mio.) und 1H10A (CHF49.7 Mio.) auf vergleichbarem Niveau. Wie auch in den Vorjahren waren Leistungsverrechnungen der Muttergesellschaft CSG von CHF32.1 Mio. (65%) ein wesentlicher Bestandteil des Sachaufwandes in 1H10A. Solche Leistungsverrechnungen basieren gemäss Aussagen des Managements auf Verhandlungen zwischen den beiden Parteien und sind in entsprechenden Service Level Agreements vertraglich geregelt.
- Wertberichtigungen und Verluste konnten in 1H10A im Vergleich zu GJ08A und GJ09A auf CHF1.5 Mio. reduziert werden.

## Die Aktiven der NAB bestehen per 30. Juni 2010 mit CHF17.7 Mrd. zu 89% aus Kundenausleihungen bei einem Refinanzierungsgrad von 69%

### Bilanz – CH GAAP

Währung: CHF Mio.	Dez08A	Dez09A	Jun10A
Flüssige Mittel	178.5	139.1	153.6
Forderungen aus Geldmarktpapieren	22.5	2.2	3.5
Forderungen gegenüber Banken	237.8	202.5	302.5
Forderungen gegenüber Kunden	1'172.5	1'091.1	1'031.4
Hypothekarkforderungen	15'309.5	16'127.4	16'661.1
Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen	1.8	8.6	4.8
Finanzanlagen	1'353.6	1'323.0	1'335.8
Beteiligungen	11.1	19.7	19.7
Sachanlagen	176.6	170.2	149.8
Rechnungsabgrenzungen	59.8	59.2	67.5
Sonstige Aktiven	101.8	121.3	188.3
<b>Total Aktiven</b>	<b>18'625.5</b>	<b>19'264.3</b>	<b>19'918.0</b>
Verpflichtungen gegenüber Banken	1'869.0	1'797.0	2'685.6
Verpflichtungen gegenüber Kunden in Spar- und Anlageform	6'249.6	6'947.2	6'982.1
Übrige Verpflichtungen gegenüber Kunden	4'900.2	4'799.7	4'819.7
Kassenobligationen	595.4	397.9	333.5
Anleihen und Pfandbriefdarlehen	3'721.9	4'023.7	3'682.7
Rechnungsabgrenzungen	101.3	77.0	83.4
Sonstige Passiven	158.1	155.6	253.6
Wertberichtigungen und Rückstellungen	11.0	7.4	7.2
Gesellschaftskapital	134.1	134.1	134.1
Allgemeine gesetzliche Reserve	167.8	173.9	178.6
Andere Reserven	600.7	642.9	691.9
Gewinnvortrag	1.5	0.7	0.9
Jahresgewinn	115.4	107.5	64.8
Eigene Beteiligungstitel	(0.5)	(0.3)	(0.1)
<b>Total Eigenkapital</b>	<b>1'019.0</b>	<b>1'058.8</b>	<b>1'070.2</b>
<b>Total Passiven</b>	<b>18'625.5</b>	<b>19'264.3</b>	<b>19'918.0</b>

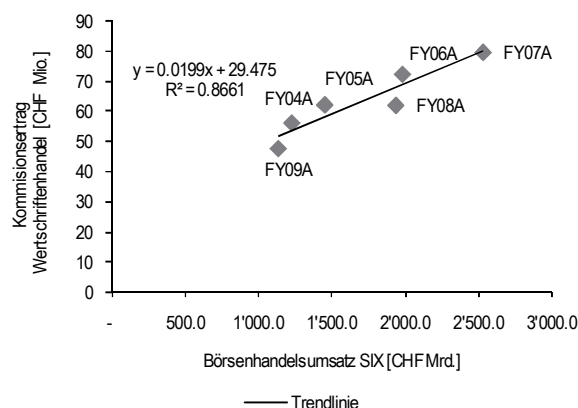
Quelle: Geschäftsbericht 2009 und Halbjahresabschluss 2010 der NAB  
Ref: Bilanz - Section BS - Balance Sheet Analysis

- Die Aktiven der NAB per 30. Juni 2010 bestehen mit knapp 84% (CHF16.7 Mrd.) der Bilanzsumme zum grössten Teil aus Hypothekarkforderungen. Hypothekarkredite stellen denn auch das Hauptgeschäft der NAB dar, welche gemäss Geschäftsbericht 2009 im Kanton Aargau jede vierte Hypothek finanziert.
- Während der Bestand an variablen Hypotheken in GJ09A und 1H10A rückläufig war, konnte insbesondere das Volumen an Fest-, aber auch an Rollover-Hypotheken in diesem Zeitraum erhöht werden. Per 30. Juni 2010 machten Festhypotheken mit Laufzeiten von zwei bis zehn Jahren mit CHF13.3 Mrd. rund 80% der Hypothekarkforderungen aus. Insgesamt ist das Hypothekarkvolumen von CHF15.3 Mrd. per 31. Dezember 2008 auf CHF16.7 Mrd. per 30. Juni 2010 angestiegen.
- Die Finanzanlagen von CHF1.3 Mrd. per 30. Juni 2010 dienen der NAB in erster Linie als Liquiditätsreserve und zur Erfüllung der gesetzlichen Liquiditätsvorschriften.
- Die Verbindlichkeiten gegenüber Banken beliefen sich per 30. Juni 2010 auf CHF2.7 Mrd. (31. Dezember 2009 CHF1.8 Mrd.). Gemäss Aussagen des Managements finanziert sich die NAB nebst Kundengeldern grösstenteils über die Muttergesellschaft CSG. Das Management bestätigt, dass die Refinanzierung bei der CSG zu Marktkonditionen geschieht. Zu einem geringeren Anteil hat die NAB aber auch Verpflichtungen gegenüber Drittbanken.
- Per 31. Dezember 2009 konnte die NAB das Volumen der Kundengelder durch einen Anstieg der Spar- und Anlagegelder auf CHF12.1 Mrd. steigern. Kunden suchten aufgrund der Turbulenzen am Finanzmarkt trotz tiefen Zinsen vermehrt sichere Anlageformen. Der Bestand der Kassenobligationen und übrigen Verpflichtungen war demgegenüber rückläufig. In 1H10A zeigten sich die Kundengelder stabil. Sie beliefen sich per 30. Juni 2010 auf CHF12.1 Mrd., was 69% der Forderungen gegenüber Kunden entspricht.
- Das Eigenkapital der NAB belief sich per 30. Juni 2010 auf CHF1.1 Mrd. (31. Dezember 2009 CHF1.1 Mrd.) oder 5.4% der Bilanzsumme. Die Eigenkapitalrendite (ROE) für 1H10A liegt mit 12.5% leicht über den Vorjahren von 10.8% in GJ09A und 12.1 % in GJ08A.

# Erwartete wirtschaftliche Entwicklung, Zinsen und Inflation

## Abhängigkeit des Kommissionsertrags aus Wertschriftenhandel vom Börsenhandelsumsatz an der SIX

Quelle: Geschäftsberichte SIX Group und NAB



## Wirtschaftsentwicklung

### Hypothekarmarkt

- ▶ Gegenwärtig prägen Unsicherheiten die Erwartungen über die Entwicklung des schweizerischen Hypothekarmarktes. Das gegenwärtig tiefe Zinsniveau sowie die seit Jahren steigenden Immobilienpreise könnten zu einer Überhitzung und daraus folgenden Korrektur des Hypothekarmarktes führen.
- ▶ Gemäss dem Financial Stability Report (FSR) der Schweizerischen Nationalbank (SNB) lag der durchschnittliche Zinssatz für in 2009 abgeschlossene Hypothekarkredite mit 2.75% p.a. deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt von beinahe 5% (1960-2008). Einerseits stimuliert das tiefe Zinsniveau Investitionen in Wohneigentum. Andererseits besteht die Gefahr, dass Schuldner wie auch Banken die Tragbarkeit einer Hypothekarschuld zu optimistisch einschätzen. Ein Anstieg der Zinsen um 200 Basispunkte könnte gemäss FSR die Ausfallraten bei einigen Banken bereits verfünffachen.
- ▶ Das aussergewöhnlich niedrige Zinsniveau hat zudem die Zinsmargen der Banken unter Druck gebracht und den Wettbewerb unter den Banken für Hypothekaranlagen verstärkt. Gemäss FSR lassen sich einige Schweizer Banken im Kampf um die Margen trotz einer während der letzten zwei Jahre steiler gewordenen Zinskurve dazu verleiten, höhere Kreditrisiken einzugehen.
- ▶ Die noch immer steigenden Immobilienpreise in Zusammenhang mit den tiefen Zinsen könnten insbesondere im Segment der Eigentumswohnungen zu einer Preisblase führen, die zum Platzen kommt, wenn eine Zinskorrektur die Nachfrage einbrechen lässt. Im Bereich der Einfamilienhäuser besteht eine generell geringere Gefahr einer Preisblase, da die Preise historisch moderater gestiegen sind.
- ▶ Durch die drohende Abschaffung der Besteuerung des Eigenmietwertes und die damit verbundene Streichung der entsprechenden Abzüge für Unterhaltskosten und Schuldzinsen befürchten laut Schweizerbank.ch zudem einige Banken eine verstärkte Amortisation von Hypotheken und dadurch einen Einbruch des Hypothekarvolumens von 5-15%. Nebst dem Volumenabgang würde dies bedeuten, dass vor allem Kredite von vermögenden Schuldnern zurückbezahlt werden und damit die durchschnittlichen Ausfallrisiken zunehmen könnten.

### Kommissionsertrag aus Wertschriftenhandel

- ▶ Der Kommissionsertrag aus dem Wertschriftengeschäft hängt stark von der Stimmung an den Börsen ab. Der Einbruch des Börsenhandelsumsatzes an der SIX um 41.5% in GJ09A spiegelte sich bei der NAB denn auch in einem Rückgang der Erträge aus dem Wertschriftengeschäft um 23% wider. Die Grafik links illustriert den historischen Zusammenhang zwischen dem Börsenhandelsumsatz und dem Ertrag aus dem Wertschriftengeschäft der NAB.

## Erwartete wirtschaftliche Entwicklung, Zinsen und Inflation

### Zinsen und Inflation

- ▶ IHS Global Insight erwartet, dass die SNB ihre gegenwärtige Geldpolitik beibehält und den Leitzinssatz bis Mitte 2011 auf dem historisch gesehen sehr tiefen Niveau von 0.25% hält. Ab 2011 wird für die Schweiz sowohl für kurzfristige wie auch für langfristige Zinsen wieder mit einem Anstieg gerechnet. Die langfristigen Zinsen sollen bereits ab 2012 wieder das Niveau von 2007 erreichen.
- ▶ Während sich in der Schweiz 2009 noch eine Deflation von 0.5% zeigte, sind die Inflationserwartungen für die nächsten Jahre ansteigend. Ausgehend von 0.8% für 2010 steigt die erwartete Inflation nach einem leichten Rückgang von 0.6% in 2011 stetig bis auf 1.4% in 2014 an. Langfristig erwartet IHS Global Insight für die Schweiz eine Inflationsrate in Höhe von 1.4%.

## Unser Vorgehen stützt sich auf drei voneinander unabhängige Bewertungsmethoden, deren Ergebnisse wir dem Börsenkurs der NAB-Aktien gegenüberstellen

### Methodik

- ▶ Grundsätzlich ist der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft die beste Indikation für den Wert eines Unternehmens. Dies setzt jedoch voraus, dass der Handel hinreichend liquide ist und sich der Börsenkurs als Ergebnis von Angebot und Nachfrage einer Vielzahl von Marktteilnehmern bildet.
- ▶ Wie im folgenden Abschnitt gezeigt wird, ist dies jedoch für die NAB nicht der Fall. Der Handel in NAB-Aktien ist illiquide. Daneben tritt die NAB in praktisch allen Transaktionen als *Market Maker* ihrer eigenen Aktien auf. Damit hat sie die Möglichkeit, auf die Preisentwicklung Einfluss zu nehmen.
- ▶ Aus den genannten Gründen eignet sich der Börsenkurs der NAB-Aktie nicht, um die Fairness des öffentlichen Kaufangebots der CSG zu beurteilen.
- ▶ Wir stützen unsere Überlegungen daher auf drei weitere Bewertungsmethoden.
- ▶ Erstens bewerten wir die NAB mittels eines Dividendendiskontierungsmodells. Basierend auf dem uns von der Bank zur Verfügung gestellten Businessplan und weiteren, im Anhang C dargestellten Unterlagen haben wir die künftig erwarteten ausschüttbaren Dividenden prognostiziert. Diese ergeben sich aus dem geplanten Jahresgewinn nach Steuern sowie der für das künftige Wachstum notwendigen Thesaurierung von Eigenmitteln. Der Barwert der künftigen Dividenden, ermittelt unter Verwendung einer adäquaten Diskontierungsrate, entspricht dem Wert der NAB-Aktien.
- ▶ Zur Plausibilisierung dieses Ergebnisses haben wir aus den Marktwerten anderer kotierter Schweizer Banken Multiplikatoren abgeleitet, die diese Marktwerte zu bestimmten Bezugsgrössen (z.B. dem Buchwert des Eigenkapitals) ins Verhältnis setzen. Die so ermittelten Multiplikatoren haben wir anschliessend auf verschiedene Bezugsgrössen der NAB angewendet, um deren Wert zu bestimmen.
- ▶ Schliesslich haben wir analysiert, ob es auf dem Schweizer Markt seit Anfang 2009 vergleichbare Unternehmenstransaktionen gegeben hat, aus denen sich Schlussfolgerungen für den Wert einer NAB-Aktie ziehen lassen.

#### Point of view

Basierend auf den Ergebnissen der verschiedenen Bewertungsmethoden haben wir eine Bandbreite für den fairen Marktwert einer NAB-Aktie ermittelt.

Um von uns als fair beurteilt zu werden, muss das öffentliche Kaufangebot der CSG innerhalb dieser Bandbreite oder darüber liegen.

## Bewertung der Bank

---

7. Wert gemäss eigenem Börsenkurs
8. Wert basierend auf den künftig erwarteten Dividenden
9. Wert basierend auf anderen kotierten Schweizer Banken
10. Wert auf Basis vergleichbarer Unternehmenstransaktionen

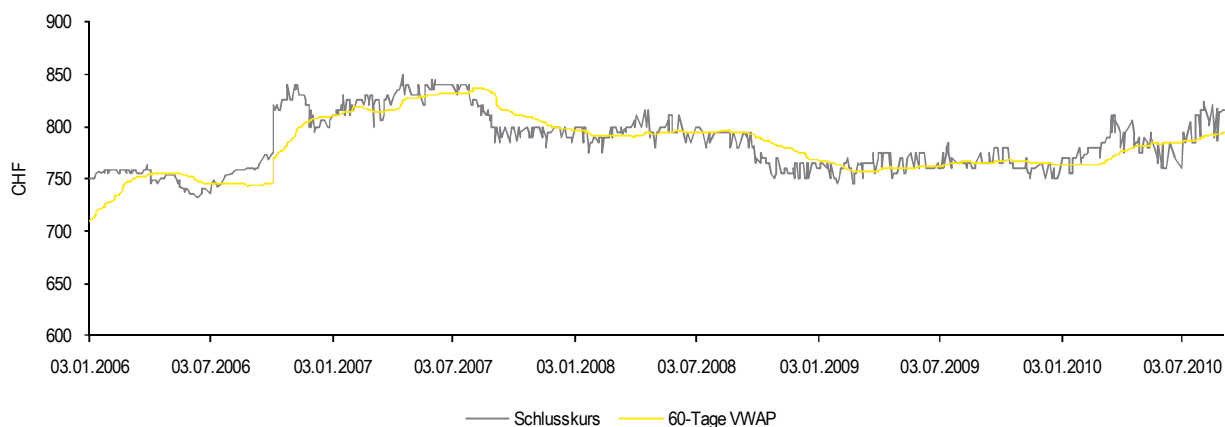
## Der Handel mit Aktien der NAB ist gekennzeichnet von Illiquidität

### Kursentwicklung

- Das Aktienkapital der NAB besteht aus 2'681'024 Aktien, die an der SIX Swiss Exchange kotiert sind. 98.6% dieser Aktien befinden sich jedoch im Besitz der CSG. Folglich werden nur 1.4% des Aktienkapitals oder ca. 37'000 Aktien an der Börse gehandelt. Unter Berücksichtigung der von der NAB derzeit gehaltenen eigenen Aktien liegt die Anzahl im Streubesitz befindlicher Aktien leicht tiefer.
- Die folgende Abbildung zeigt die Kursentwicklung der NAB-Aktie seit Anfang 2006 sowie den mit dem Handelsvolumen gewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Tage.

### Kursentwicklung der NAB seit 2006

Quelle: SIX Swiss Exchange



- Der Schlusskurs der NAB-Aktie am 3. September 2010 betrug CHF815, der mit dem Volumen gewichtete Durchschnittskurs lag bei CHF804.30. Der höchste in dieser Periode erreichte Kurs betrug CHF850, der tiefste lag bei CHF732.

### Liquidität

- Der Handel mit NAB-Aktien ist von Illiquidität geprägt. Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass sich nur 1.4% des Aktienkapitals im Streubesitz befinden.
- Das Kriterium der Übernahmekommission, wonach ein Titel als liquide anzusehen ist, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumen der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der



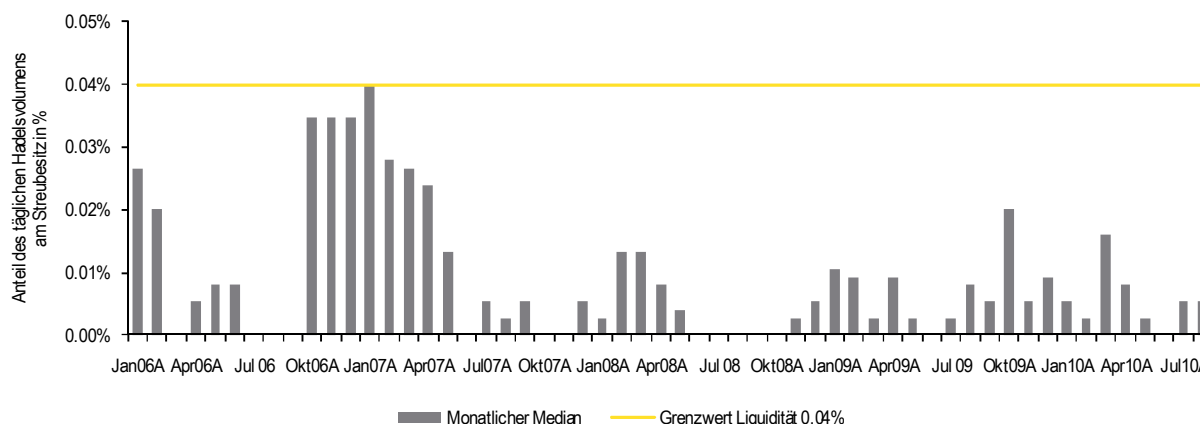
## Der Handel mit Aktien der NAB ist gekennzeichnet von Illiquidität

dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist, wird von der NAB-Aktie verfehlt.

- Die folgende Abbildung zeigt, dass dieses Kriterium der Übernahmekommission von der NAB-Aktie im Zeitraum seit Januar 2006 nie erfüllt wurde.

### Liquidität der NAB-Aktien

Quelle: SIX Swiss Exchange



- Die NAB betreibt aktives Market Making für ihre eigenen Aktien sowohl an der SIX Swiss Exchange als auch im ausserbörslichen Handel. Sie tritt faktisch bei allen Transaktionen in NAB-Aktien selbst als Partei auf. Gemäss ihrem publizierten Jahresabschluss kaufte die NAB im Jahr 2009 843 eigene Aktien zurück und verkaufte 1'275 eigene Aktien. Das Handelsvolumen in NAB-Aktien an der SIX Swiss Exchange lag im gesamten Jahr 2009 bei 1'889 Aktien. Ein Jahr zuvor war die Situation ähnlich (1'215 Käufe und 1'524 Verkäufe, während an der SIX Swiss Exchange 1'766 Aktien gehandelt wurden).
- Der Aktienkurs kann daher nicht als Referenzgrösse zur Beurteilung der Fairness des öffentlichen Kaufangebots herangezogen werden.

#### Point of view

Wir haben dem aktuellen Börsenkurs der NAB-Aktien bei der Beurteilung der Fairness des öffentlichen Kaufangebots keine Bedeutung beigemessen.

## Die Ermittlung des Barwerts der zukünftig erwarteten Dividenden ist unsere primäre Bewertungsmethode

### Methodik

- ▶ Unsere primäre Bewertungsmethode basiert auf einem Dividendendiskontierungsmodell, dem Standardmodell für die Cashflow-basierte Bewertung von Banken. Diese Methode ermittelt den Wert einer NAB-Aktie, indem die künftig erwarteten Dividenden mit einem dem Risiko angepassten Zinssatz diskontiert werden. Sie bestimmt demnach den Barwert aller Cashflows an den Eigenkapitalgeber der Bank (d.h. den Aktionär).
- ▶ Startpunkt unserer Bewertungsüberlegungen ist der von der NAB bereitgestellte Businessplan für die Periode von 2010 bis 2013. Diesen hat die NAB unter Berücksichtigung der Vorgaben der Hauptaktionärin CSG entwickelt. Zum Zeitpunkt dieser Berichterstattung war der Businessplan der NAB noch nicht durch die CSG genehmigt worden.
- ▶ Wir haben den Businessplan in Gesprächen mit dem Management der NAB sowie aufgrund von Vergleichen mit ähnlichen Schweizer Banken plausibilisiert.
- ▶ Aus dem Businessplan und den aktuellen Eigenmittelvorschriften für Banken haben wir ermittelt, wie hoch die künftig ausschüttbaren Dividenden während der explizit im Businessplan enthaltenen Perioden sind. Für den Zeitraum nach der expliziten Planungsperiode haben wir angenommen, dass die Eigenmittelanforderungen durch das wachsende Geschäftsvolumen stetig ansteigen. Für die thesaurierten Eigenmittel unterstellen wir eine Rendite in Höhe der Eigenkapitalkosten.
- ▶ Die ausschüttbaren Dividenden diskontieren wir mit einem dem Risiko angepassten Zinssatz. Diesen haben wir aus einer Vergleichsgruppe geeigneter Schweizer Banken ermittelt. Kriterien waren ein dem der NAB vergleichbares Geschäftsmodell sowie ausreichende Handelsliquidität in den Titeln der Vergleichsgruppe.
- ▶ Wir haben unterstellt, dass die Dividendenzahlungen jeweils Mitte April erfolgen, dem typischen Zeitpunkt der Dividendenzahlung durch die NAB.
- ▶ Die Summe der Barwerte der jährlichen Dividenden entspricht dem operativen Wert der NAB. Daneben haben wir untersucht, ob die Bank nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte besitzt, deren Erträge noch nicht im Businessplan enthalten sind. Derartige Vermögenswerte müssen als sogenannte Sonderwerte dem Barwert aller Dividendenzahlungen hinzugerechnet werden.

## Unsere Prognose der künftigen Dividenden basiert auf dem Businessplan der Bank für die Periode 2011 bis 2013

### Zugrundeliegender Businessplan

- ▶ Die NAB erstellt eine Ergebnisprognose für das laufende Geschäftsjahr 2010 sowie einen Businessplan für die Periode 2011 bis 2013. Die Prognose wurde erstellt, indem das Halbjahresergebnis 2010 auf ein ganzes Geschäftsjahr hochgerechnet wurde.
- ▶ Der Businessplan basiert auf gewissen Vorgaben der CSG sowie der Einschätzung des laufenden und zukünftigen Geschäfts durch die Geschäftsleitung der NAB. Der uns zu Verfügung gestellte Businessplan, welcher noch nicht durch die CSG genehmigt wurde, enthält die folgenden Planungsannahmen für die Jahre 2011 bis 2013:

### Erträge

- ▶ Erfolg aus dem Zinsengeschäft: Für die Planungsperiode wurde mit konstant steigenden Volumen an Kundenausleihungen gerechnet. Trotz des Volumenwachstums rechnet die NAB mit einem tieferen Zinserfolg für das Jahr 2011 verglichen mit dem annualisierten Halbjahresresultat 2010. Diese Annahme beruht auf einem weiteren Druck auf die Zinsmarge aufgrund des anhaltend tiefen Zinsumfelds sowie erhöhter Konkurrenz im lokalen Hypothekarmarkt. Für die Jahre 2012 und 2013 werden steigende Zinserfolge erwartet, welche hauptsächlich auf die steigenden Volumen zurückzuführen sind.
- ▶ Erfolg aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft: Die NAB rechnet mit einem starken Anstieg der Nettokommissionsertrags im Jahr 2011 auf das Niveau vor Beginn der Finanzkrise, einerseits durch marktbedingtes Wachstum der verwalteten Vermögen sowie Neugeldzufluss und andererseits durch vermehrte Handelsaktivität an den Finanzmärkten, was zu höheren transaktionsbedingten Erträgen führt. Für die Jahre 2012 und 2013 wird mit einem Wachstum von etwa 4% gerechnet.
- ▶ Ertrag aus dem Handelsgeschäft: Da die NAB nur limitiert Eigengeschäfte mit Wertschriften betreibt, besteht der Ertrag aus dem Handelsgeschäft im Wesentlichen aus dem Erfolg aus dem Devisengeschäft. Dieser wiederum setzt sich aus dem Nostrohandel, dem Primärertrag mit Devisen und Noten und dem Sekundärertrag zusammen. Aufgrund der Annahme, dass sich die Konjunktur im Jahr 2011 weiter erholen wird, erwartet die NAB steigende Umsätze mit Wertschriften, was ebenfalls den Sekundärertrag erhöhen wird und somit während der Planperiode auch den Ertrag aus dem Handelsgeschäft wachsen lässt.
- ▶ Übriger ordentlicher Erfolg: Der übrige Erfolg wurde in der Planperiode konstant gehalten. Man rechnet mit einem Ergebnis, welches leicht unter demjenigen aus dem Jahr 2009 liegt.

### Aufwand

- ▶ Personalaufwand: Aufgrund der Effizienzsteigerungsprogramme konnte der Personalbestand im vierten Quartal 2009 reduziert werden. Weitere Programme sollen im Laufe des Jahres 2010 wirksam werden. Dies führte bereits zu tieferen Personalkosten im ersten Halbjahr 2010. Basierend auf den tieferen

## Unsere Prognose der künftigen Dividenden basiert auf dem Businessplan der Bank für die Periode 2011 bis 2013

Personalbeständen wurden die Personalkosten für das Jahr 2011 modelliert. Für die folgenden Jahre wird mit einem leichten Anstieg gerechnet, welcher die inflationsbedingten Lohnerhöhungen abdeckt.

- ▶ Sachaufwand: Der Sachaufwand setzt sich aus direktem Sachaufwand und Konzernverrechnungen zusammen. Die NAB plant, dass der Sachaufwand im Jahr 2011 aufgrund der wirtschaftlichen Erholung und somit gesteigerten Aktivitäten (Kommunikationsaufwand, Werbung, Reise- und Repräsentationsaufwand etc.) steigen wird und danach für den Rest der Planungsperiode konstant bleibt.
- ▶ Abschreibungen auf dem Anlagevermögen: Die NAB plant mit leicht höheren Abschreibungen verglichen mit dem im Jahr 2009 effektiv erzielten Wert. Der geplante Wert wird während der Planperiode konstant gehalten.
- ▶ Wertberichtigungen, Rückstellungen und Verluste: Der Aufwand für Wertberichtigungen, und Rückstellungen steigt während der Planperiode. Die Werte basieren auf Schätzungen des Managements, welche ebenfalls das Wachstum der Kundenausleihungen und das damit verbundene Wachstum der modellbasierten Kreditprovisionen berücksichtigen.
- ▶ Steuern: In der Planperiode wurde mit einem konstanten Steuersatz von 19.1% gerechnet.

### Plausibilisierung und Modifikationen

- ▶ Wir haben den Businessplan und dessen Annahmen in einem Interview mit dem Management der Bank diskutiert. Die Ziele betreffend das Volumenwachstum im Zinsdifferenzgeschäft und im Ausserbilanzgeschäft des Businessplans werden von der Bank als ambitioniert angesehen.
- ▶ Wir teilen diese Auffassung des Managements der Bank, insbesondere wenn die geplanten Erträge ohne eine systematische Erhöhung der eingegangenen Risiken (z.B. durch aktive Fristentransformation) und ohne eine signifikante Erhöhung des Geschäftsaufwands erreicht werden sollen.
- ▶ Ein ambitionierter Businessplan resultiert in einem höheren Wert der Bank. Da wir trotz Verwendung dieses ambitionierten Businessplans zum Schluss gekommen sind, dass das öffentliche Kaufangebot der CSG fair ist, haben wir von Modifikationen des Businessplans abgesehen, da sie keinen Einfluss auf unsere Schlussfolgerung gehabt hätten.

# Der Barwert der künftig erwarteten Dividenden beträgt CHF802

## Abhängigkeit des Barwerts der Dividenden von der Thesaurierungsquote und den Eigenkapitalkosten

		Eigenkapitalkosten		
		5.6%	5.8%	6.1%
Thesaurierung	45.0%	844	808	771
	50.0%	837	<b>802</b>	765
	55.0%	831	795	758

Quelle: Ernst & Young

Ref: Barwert der erwarteten Dividenden - Section DC - DCF

## Eigenkapitalkosten

- Wir haben die prognostizierten Dividenden mit dem Risiko angepassten Eigenkapitalkosten der NAB von 5.8% diskontiert. Die Herleitung dieses Zinssatzes wird im Anhang B ausführlich beschrieben.
- Für die Berechnung des Residualwerts haben wir eine Ausschüttungsquote von 50% des Jahresgewinns angenommen. Dieser Wert entspricht den für die Geschäftsjahre 2006 bis 2008 sowie für die Zukunft geplanten Ausschüttungsquoten (für das Geschäftsjahr 2009 wurden 40% des Jahresgewinns ausgeschüttet).
- Die verbleibenden, nicht ausgeschütteten 50% werden zur Erfüllung der regulatorischen Eigenmittelanforderungen thesauriert. Für den thesaurierten Gewinnanteil haben wir langfristig eine Rendite in Höhe der Eigenkapitalkosten unterstellt. Daraus resultiert ein implizites langfristiges Dividendenwachstum von 2.9% (50% der Eigenkapitalkosten).

## Nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte

- Die NAB besitzt keine wesentlichen nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte, deren Wert wir zum Barwert der künftigen Dividenden hinzurechnen müssten.

## Bewertungsergebnis

- Aus dem Barwert der Dividenden für die Geschäftsjahre 2010 bis 2013 von CHF84 und dem Barwert aller danach gezahlten Dividenden von CHF718 ergibt sich ein Gesamtwert je Aktie von CHF802.

## Sensitivität des Bewertungsergebnisses

- Die Tabelle links zeigt den Einfluss einer Veränderung wesentlicher Bewertungsannahmen auf den Barwert der künftig erwarteten Dividenden.
- Eine Verringerung der Thesaurierung (d.h. Erhöhung der Ausschüttungsquote) führt (ceteris paribus, insbesondere bei gleichbleibenden Eigenmittellkosten) zu einer Werterhöhung und vice versa.
- Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Annahme gleichbleibender Eigenmittellkosten bei erhöhter Ausschüttung nur für einen kleinen Variationsbereich Gültigkeit hat, weil aufgrund des steigenden Verschuldungsgrades und damit des höheren Betas das Risiko des Investors wächst.
- Einer Verringerung der Thesaurierung sind zudem aufgrund der Eigenmittelvorschriften für Banken enge Grenzen gesetzt, es sei denn man reduziert die Wachstumsziele des Unternehmens und damit dessen Wert.
- Tiefere Eigenkapitalkosten resultieren ebenfalls in einem höheren Eigenkapitalwert, und vice versa. Ein Anstieg des risikofreien Zinssatzes vom derzeit extrem tiefen Niveau von 1.28% würde dagegen zu einer Erhöhung der Eigenkapitalkosten und damit zu einem tieferen Bewertungsergebnis führen.

## Die Bewertung mithilfe sogenannter Trading Multiples dient uns zur Plausibilisierung der primären Bewertung

### Überblick über die verwendeten Multiplikatoren

Bezugsgrössen	2009	1H2010	2010 Prognose
Marktwert / Buchwert des Eigenkapitals	X	X	
Marktwert / Nettogewinn	X	X	X
Dividende / Preis			X

### Methodik

- Der an der Börse beobachtbare Marktwert einer kotierten Bank kann zu bestimmten Bezugsgrössen wie dem Nettogewinn oder dem Buchwert des Eigenkapitals ins Verhältnis gesetzt werden. Wird der so ermittelte Multiplikator auf die entsprechende Bezugsgrösse der NAB angewendet, lässt sich deren aktueller Unternehmenswert abschätzen.
- Die nebenstehende Tabelle zeigt, welche Multiplikatoren wir für welche Perioden berechnet haben. Auf dem Buchwert des Eigenkapitals basierende Multiplikatoren werden typischerweise nur für die Vergangenheit berechnet, während die Dividendenrendite (d.h. Dividende / Preis) in der Regel basierend auf der nächsten erwarteten Dividende ermittelt wird. Einzig das Verhältnis von Marktwert zum Nettogewinn wird üblicherweise für historische und für erwartete Grössen berechnet. Diesen Multiplikator haben wir daher für alle drei Perioden ermittelt.
- Wir haben jeweils den Median der Multiplikatoren berechnet, da dieser robust ist gegen Ausreisser (d.h. gegen extrem hohe oder tiefe Werte).
- Wir haben für unsere Berechnung des Marktwertes der Vergleichsunternehmen die Schlusskurse per 3. September 2010 verwendet.
- Als Massstab für Liquidität haben wir die Kriterien der Übernahmekommission angewendet. Danach ist eine nicht im Swiss Leadership Index (SLI) enthaltene Aktie dann als liquide anzusehen, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumen der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.
- Wir haben einen Illiquiditätsabschlag von 25.2% angewendet. Diesen haben wir mit Hilfe der Datenbank „Valuation Advisors' Lack of Marketability Discount Study™“ von Business Valuation Resources (BVR) ermittelt. Methodische Basis für die Ermittlung dieses Abschlags sind Börsengänge von Unternehmen (sog. Initial Public Offerings, IPO), bei denen private (d.h. illiquide) Unternehmen in kotierte (d.h. liquide) Unternehmen umgewandelt werden. Aus dem Unterschied zwischen dem Wert des Eigenkapitals vor und nach dem Börsengang lässt sich ein Abschlag bestimmen. Für die Ermittlung des Illiquiditätsabschlags haben wir den Median aller in der Datenbank enthaltenen Börsengänge von Banken herangezogen.

# Die Bewertung mithilfe sogenannter Trading Multiples dient uns zur Plausibilisierung der primären Bewertung

## Selektionskriterien für die Vergleichsunternehmen

Vergleichsunternehmen	Ausschliesslich kотиertes Aktienkapital	Liquide gemäss Übernahme- kommission
Banque Cantonale Vaudoise	Ja	Ja
Credit Suisse Group	Ja	Ja
Julius Bär	Ja	Ja
St. Galler Kantonalbank	Ja	Ja
UBS	Ja	Ja
Valiant	Ja	Ja
Bank CA St. Gallen	Ja	Nein
Bank Coop	Ja	Nein
Bank Linth	Ja	Nein
Banque Cantonale du Jura	Ja	Nein
Berner Kantonalbank	Ja	Nein
Hypo Lenzburg	Ja	Nein
Luzerner Kantonalbank	Ja	Nein
Zuger Kantonalbank	Ja	Nein
Bank Sarasin	Nein	
Basler Kantonalbank	Nein	
EFG International	Nein	
Basellandschaftliche	Nein	
BC Geneve	Nein	
Graubündner Kantonalbank	Nein	
Walliser Kantonalbank	Nein	

Quelle: Bloomberg, Jahresabschlüsse der Banken  
Ref: Liquidität - Section MA - Multiples Analysis

## Vergleichsgruppe

- Unsere Vergleichsgruppe besteht aus allen im Swiss Performance Index (SPI) enthaltenen Banken mit Ausnahme der Schweizer Nationalbank (SNB) sowie der Liechtensteinischen Banken.
- Für die Ableitung sinnvoller Multiplikatoren ist es erforderlich, dass das an der Börse gehandelte Eigenkapital in der Substanz dem Buchwert des Eigenkapitals entspricht. Hat eine Bank beispielsweise sowohl Namenaktien als auch Partizipationsscheine emittiert, von denen jedoch nur die Namenaktien an der Börse kotiert sind, kann kein sinnvolles Verhältnis zwischen dem Marktwert (der Namenaktien) und dem Buchwert (der Namenaktien und Partizipationsscheine) hergestellt werden. Aus diesem Grund haben wir für die Berechnung von Multiplikatoren nur diejenigen Banken berücksichtigt, die dieses Kriterium erfüllen. Diese sind in der nebenstehenden Tabelle ersichtlich.
- Einige Banken der Vergleichsgruppe zeichnen sich durch sehr geringe Liquidität ihrer Aktien aus. Wie wir bereits gezeigt haben, ist auch der Handel mit NAB-Aktien illiquide. Daher haben wir auf die Multiplikatoren aller liquiden Banken in unserer Vergleichsgruppe einen Abschlag angewendet, um die Illiquidität der zu bewertenden NAB-Aktien zu reflektieren. Welche Banken wir mit einem Abschlag berücksichtigt haben, geht ebenfalls aus der nebenstehenden Tabelle hervor.

## Verwendete Trading Multiples

- Als Bezugsgrössen haben wir den Nettogewinn, den Buchwert des Eigenkapitals sowie die erwarteten Dividenden verwendet. Die Höhe der betreuten Kundenvermögen (Assets under Management, AuM) haben wir jedoch nicht als Bezugsgrösse verwendet, da die NAB einen signifikanten Teil ihrer Erträge aus Hypotheken erzielt. Diese Erträge würden bei einer Bewertung mit AuM-Multiplikatoren nicht erfasst.
- Als Bezugsgrössen kommen sowohl historische Kennzahlen als auch Schätzungen über die künftige Ertragskraft in Frage. Da der Wert der NAB sich aus den künftigen gezahlten Dividenden ergibt, sind zukunftsgerichtete Bezugsgrössen grundsätzlich relevanter als historische. Wir haben als Bezugsgrössen Finanzdaten aus den Finanzberichten für 2009 und das erste Halbjahr 2010 verwendet. Daneben haben wir uns auf Analystenschätzungen für 2010 abgestützt. Nicht jede unserer Bezugsgrössen war jedoch für jede Periode verfügbar.
- Einige Banken erstellen ihre Finanzinformationen gemäss Schweizer Rechnungslegungsstandards und verfügen über eine Reserve für allgemeine Bankrisiken. Die Zuweisung bzw. Auflösung dieser Reserve dient häufig zur Steuerung des publizierten Jahresgewinns. Die Reserve hat damit den Charakter von Eigenkapital. Wir haben sie deshalb im Buchwert des Eigenkapitals berücksichtigt. Zusätzlich haben wir den Einfluss von Veränderungen dieser Bilanzposition auf die Gewinn- und Verlustrechnung eliminiert.



## Marktwert / Buchwert des Eigenkapitals per 31. Dezember 2009

### Berechnung des Marktwert / Buchwert-Multiplikators

	Marktwert des Eigen- kapitals 03.09.2010	Buchwert des Eigen- kapitals 31.12.2009	Marktwert / Buchwert	Marktwert / Buchwert nach Kor- rektur für Illiquidität
<i>Währung: CHF Mio.</i>				
<b>Liquide Vergleichsunternehmen</b>				
UBS	69'840	41'013	1.7	1.3
Credit Suisse Group	55'850	37'517	1.5	1.1
Julius Bär	7'910	4'190	1.9	1.4
Valiant	3'140	1'670	1.9	1.4
Banque Cantonale Vaudoise	4'260	3'207	1.3	1.0
St. Galler Kantonalbank	2'560	1'796	1.4	1.1
<b>Illiquide Vergleichsunternehmen</b>				
Berner Kantonalbank	2'230	1'885	1.2	1.2
Luzerner Kantonalbank	2'660	1'803	1.5	1.5
Zuger Kantonalbank	1'450	1'039	1.4	1.4
Bank Coop	1'160	883	1.3	1.3
Hypo Lenzburg	318	336	0.9	0.9
Bank CA St. Gallen	246	190	1.3	1.3
Bank Linth	395	356	1.1	1.1
Banque Cantonale du Jura	178	180	1.0	1.0
<b>Durchschnitt</b>				<b>1.2</b>
<b>Median</b>				<b>1.2</b>

Quelle: Geschäftsberichte, SIX Homepage  
Ref: Trading multiples - Marktwert / Buchwert GJ09A -  
Section MA - Multiples Analysis

### Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels Marktwert / Buchwert-Multiplikator

Währung: CHF	Wert
Buchwert des EK per 31.12.2009 (CHF Mio.)	1'059
Anzahl ausstehender Aktien	2'681'024
Buchwert des EK pro Aktie	395
Median des Marktwert / Buchwert-Multiplikators	1.2
<b>Wert pro NAB-Aktie</b>	<b>485</b>

Quelle: Ernst & Young  
Ref: Trading multiples - Marktwert / Buchwert GJ09A - Section MA - Multiples Analysis

### Herleitung des Multiplikators

- Der Marktwert / Buchwert-Multiplikator setzt den aktuellen Marktwert des Eigenkapitals zu dessen Buchwert ins Verhältnis. Durch Anwendung dieses Multiplikators auf den Buchwert des Eigenkapitals der NAB kann deren aktueller Wert pro Aktie abgeschätzt werden.
- Die nebenstehende Tabelle zeigt die Berechnung der Multiplikatoren der Vergleichsgruppe. Wir haben diese in liquide und illiquide Vergleichsunternehmen aufgeteilt. Da die NAB illiquide ist, korrigieren wir die Multiplikatoren der liquiden Vergleichsunternehmen um einen Abschlag von 25.2%.
- Innerhalb der liquiden Vergleichsunternehmen liegen die Multiplikatoren zwischen 1.3 und 1.9 (vor Korrektur für Illiquidität) bzw. zwischen 1.0 und 1.4 (nach Korrektur).
- Die Multiplikatoren der illiquiden Vergleichsunternehmen liegen zwischen 0.9 und 1.5.
- Sowohl der Durchschnitt als auch der Median aller Marktwert / Buchwert-Multiplikatoren liegen bei 1.2.

### Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels Multiplikator

- Der Buchwert des Eigenkapitals der NAB lag per 31.12.2009 bei CHF1'059 Mio. Daraus ergibt sich ein Buchwert pro Aktie von CHF395.
- Wendet man den Marktwert / Buchwert-Multiplikator auf den Buchwert pro Aktie an, resultiert ein Marktwert je Aktie von CHF485.

### Wertung

- Bei einem Börsenkurs von CHF815 per 3. September 2010 und einem Buchwert des Eigenkapitals pro Aktie von CHF395 resultiert ein Marktwert / Buchwert-Multiplikator der NAB von ca. 2.1. Da die Vergleichsunternehmen jedoch einen deutlich tieferen Marktwert / Buchwert-Multiplikator von 1.2 aufweisen, resultiert diese Bewertungsmethode in einem Marktwert der NAB-Aktie signifikant unter dem aktuellen Börsenkurs.

#### Point of view

Das tiefe Bewertungsergebnis könnte darauf zurückzuführen sein, dass die Banken unserer Vergleichsgruppe über eine höhere Eigenkapitalausstattung verfügen als die NAB.



# Marktwert / Buchwert des Eigenkapitals per 30. Juni 2010

## Berechnung des Marktwert / Buchwert-Multiplikators

	Marktwert des Eigen- kapitals 03.09.2010	Buchwert des Eigen- kapitals 30.06.2010	Marktwert / Buchwert	Marktwert / Buchwert nach Kor- rektur für Illiquidität
<i>Währung: CHF Mio.</i>				
<b>Liquide Vergleichsunternehmen</b>				
UBS	69'840	46'017	1.5	1.1
Credit Suisse Group	55'850	35'633	1.6	1.2
Julius Bär	7'910	4'307	1.8	1.4
Valiant	3'140	1'621	1.9	1.4
Banque Cantonale Vaudoise	4'260	3'191	1.3	1.0
St. Galler Kantonalbank	2'560	1'756	1.5	1.1
<b>Illiquide Vergleichsunternehmen</b>				
Berner Kantonalbank	2'230	1'949	1.1	1.1
Luzerner Kantonalbank	2'660	1'809	1.5	1.5
Zuger Kantonalbank	1'450	1'031	1.4	1.4
Bank Coop	1'160	874	1.3	1.3
Hypo Lenzburg	318	343	0.9	0.9
Bank CA St. Gallen	246	185	1.3	1.3
Bank Linth	395	358	1.1	1.1
Banque Cantonale du Jura	178	182	1.0	1.0
<b>Durchschnitt</b>				<b>1.2</b>
<b>Median</b>				<b>1.2</b>

Quelle: Geschäftsberichte, SIX Homepage

Ref: Trading multiples - Marktwert / Buchwert 1H2010 - Section MA - Multiples Analysis

## Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels Marktwert / Buchwert-Multiplikator

Währung: CHF	Wert
Buchwert des EK per 30.06.2010 (CHF Mio.)	1'070
Anzahl ausstehender Aktien	2'681'024
Buchwert des EK pro Aktie	399
Median des Marktwert / Buchwert-Multiplikators	1.2
<b>Wert pro NAB-Aktie</b>	<b>462</b>

Quelle: Ernst & Young

Ref: Trading multiples - Marktwert / Buchwert 1H2010 - Section MA - Multiples Analysis

## Herleitung des Multiplikators

- Der Marktwert / Buchwert-Multiplikator setzt den aktuellen Marktwert des Eigenkapitals zu dessen Buchwert ins Verhältnis. Durch Anwendung dieses Multiplikators auf den Buchwert des Eigenkapitals der NAB kann deren aktueller Wert pro Aktie abgeschätzt werden.
- Die nebenstehende Tabelle zeigt die Berechnung der Multiplikatoren der Vergleichsgruppe. Wir haben diese in liquide und illiquide Vergleichsunternehmen aufgeteilt. Da die NAB illiquide ist, korrigieren wir die Multiplikatoren der liquiden Vergleichsunternehmen um einen Abschlag von 25.2%.
- Innerhalb der liquiden Vergleichsunternehmen liegen die Multiplikatoren zwischen 1.3 und 1.9 (vor Korrektur für Illiquidität) bzw. zwischen 1.0 und 1.4 (nach Korrektur).
- Die Multiplikatoren der illiquiden Vergleichsunternehmen liegen zwischen 0.9 und 1.5.
- Der Durchschnitt aller Marktwert / Buchwert-Multiplikatoren wie auch der Median liegen bei 1.2.

## Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels Multiplikator

- Der Buchwert des Eigenkapitals der NAB lag per 30.06.2010 bei CHF1'070 Mio. Daraus ergibt sich ein Buchwert pro Aktie von CHF399.
- Wendet man den Marktwert / Buchwert-Multiplikator auf den Buchwert pro Aktie an, resultiert ein Marktwert je Aktie von CHF462.

## Wertung

- Bei einem Börsenkurs von CHF815 per 3. September 2010 und einem Buchwert des Eigenkapitals pro Aktie von CHF399 resultiert ein Marktwert / Buchwert-Multiplikator der NAB von ca. 2.0. Da die Vergleichsunternehmen jedoch einen deutlich tieferen Median des Marktwert / Buchwert-Multiplikators von 1.2 aufweisen, resultiert diese Bewertungsmethode in einem Marktwert der NAB-Aktie signifikant unter dem aktuellen Börsenkurs.

### Point of view

Das tiefe Bewertungsergebnis könnte darauf zurückzuführen sein, dass die Banken unserer Vergleichsgruppe über eine höhere Eigenkapitalausstattung verfügen als die NAB.

# Marktwert / Nettogewinn per 2009

## Berechnung des Marktwert / Nettogewinn-Multiplikators

Währung: CHF Mio.	Marktwert des Eigen- kapitals 03.09.2010	Netto- gewinn 2009	Marktwert / Netto- gewinn	Marktwert / Netto- gewinn nach Kor- rektur für Illiquidität
<b>Liquide Vergleichsunternehmen</b>				
UBS	69'840	(2'736)	(25.5)	(19.1)
Credit Suisse Group	55'850	6'724	8.3	6.2
Julius Bär	7'910	389	20.3	15.2
Valiant	3'140	149	21.1	15.8
Banque Cantonale Vaudoise	4'260	301	14.2	10.6
St. Galler Kantonalbank	2'560	165	15.5	11.6
<b>Illiquide Vergleichsunternehmen</b>				
Berner Kantonalbank	2'230	179	12.4	12.4
Luzerner Kantonalbank	2'660	165	16.1	16.1
Zuger Kantonalbank	1'450	87	16.6	16.6
Bank Coop	1'160	38	30.6	30.6
Hypo Lenzburg	318	27	11.6	11.6
Bank CA St. Gallen	246	12	20.3	20.3
Bank Linth	395	29	13.4	13.4
Banque Cantonale du Jura	178	10	17.2	17.2
<b>Durchschnitt</b>				<b>12.8</b>
<b>Median</b>				<b>14.3</b>

Quelle: Geschäftsberichte, SIX Homepage

Ref: Trading multiples - Nettogewinn GJ09A - Section MA - Multiples Analysis

## Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator

Währung: CHF	Wert
Nettogewinn 2009 (CHF Mio.)	107.5
Anzahl ausstehender Aktien	2'681'024
Nettogewinn pro Aktie	40.1
Median des Marktwert / Nettogewinn-Multiplikators	14.3
<b>Wert pro NAB-Aktie</b>	<b>575</b>

Quelle: Ernst & Young

Ref: Trading multiples - Nettogewinn GJ09A - Section MA - Multiples Analysis

## Herleitung des Multiplikators

- Der Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator setzt den aktuellen Marktwert des Eigenkapitals zum erzielten Nettogewinn ins Verhältnis. Durch Anwendung dieses Multiplikators auf den Nettogewinn der NAB kann deren aktueller Wert pro Aktie abgeschätzt werden.
- Die nebenstehende Tabelle zeigt die Berechnung der Multiplikatoren der Vergleichsgruppe. Wir haben diese in liquide und illiquide Vergleichsunternehmen aufgeteilt. Da die NAB illiquide ist, korrigieren wir die Multiplikatoren der liquiden Vergleichsunternehmen um einen Abschlag von 25.2%.
- Der in der Tabelle ausgewiesene Nettogewinn entspricht dem im Jahresabschluss publizierten, wurde jedoch um Zuweisungen in die bzw. Auflösung von Reserven für allgemeine Bankrisiken korrigiert.
- Innerhalb der liquiden Vergleichsunternehmen liegen die Multiplikatoren zwischen -25.5 und 21.1 (vor Korrektur für Illiquidität) bzw. zwischen -19.1 und 15.8 (nach Korrektur).
- Die Multiplikatoren der illiquiden Vergleichsunternehmen liegen zwischen 11.6 und 30.6.
- Der Durchschnitt aller Marktwert / Nettogewinn-Multiplikatoren liegt bei 12.8, der Median bei 14.3.

## Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels Multiplikator

- Unter den Multiplikatoren der Vergleichsgruppe sind zwei Extremwerte enthalten. Die UBS hat im Jahr 2009 als einziges Unternehmen der Vergleichsgruppe einen negativen Nettogewinn erwirtschaftet. Daraus resultiert ein negativer Multiplikator. Der zweite Ausreisser betrifft die Bank Coop, welche im Jahr 2009 einen sehr tiefen Nettogewinn auswies, was in einem hohen Multiplikator resultiert. Mit der Benützung des Median wurde der Multiplikator robust gegen diese Ausreisser.
- Der Nettogewinn der NAB im Jahr 2009 betrug CHF107.5 Mio. bzw. CHF40.10 je Aktie.
- Wendet man den Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator auf den Nettogewinn pro NAB-Aktie an, resultiert ein Marktwert je Aktie von CHF575.

## Wertung

- Bei einem Börsenkurs von CHF815 per 3. September 2010 und einem Nettogewinn je Aktie von CHF40.10 resultiert ein Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator der NAB von ca. 20.3. Da die Vergleichsunternehmen jedoch einen deutlich tieferen Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator von 14.3 (Median) aufweisen, resultiert diese Bewertungsmethode in einem Marktwert der NAB-Aktie signifikant unter dem aktuellen Börsenkurs.

# Marktwert / Nettogewinn per 1H2010

## Berechnung des Marktwert / Nettogewinn-Multiplikators

Währung: CHF Mio.	Marktwert des Eigen- kapitals 03.09.2010	Netto- gewinn 1H2010	Marktwert / Netto- gewinn	Marktwert / Netto- gewinn nach Kor- rektur für Illiquidität
<b>Liquide Vergleichsunternehmen</b>				
UBS	69'840	2'005	34.8	26.1
Credit Suisse Group	55'850	3'648	15.3	11.5
Julius Bär	7'910	185	42.8	32.0
Valiant	3'140	70	44.8	33.5
Banque Cantonale Vaudoise	4'260	145	29.3	21.9
St. Galler Kantonalbank	2'560	70	36.4	27.3
<b>Illiquide Vergleichsunternehmen</b>				
Berner Kantonalbank	2'230	85	26.2	26.2
Luzerner Kantonalbank	2'660	86	30.9	30.9
Zuger Kantonalbank	1'450	42	34.7	34.7
Bank Coop	1'160	26	44.8	44.8
Hypo Lenzburg	318	14	22.2	22.2
Bank CA St. Gallen	246	5	53.8	53.8
Bank Linth	395	12	33.2	33.2
Banque Cantonale du Jura	178	7	27.3	27.3
<b>Durchschnitt</b>				<b>30.4</b>
<b>Median</b>				<b>29.1</b>

Quelle: Geschäftsberichte, SIX Homepage

Ref: Trading multiples - Nettogewinn 1H2010 - Section MA - Multiples Analysis

## Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator

Währung: CHF	Wert
Nettogewinn 1H2010 (CHF Mio.)	64.8
Anzahl ausstehender Aktien	2'681'024
Nettogewinn pro Aktie	24.2
Median des Marktwert / Nettogewinn-Multiplikators	29.1
<b>Wert pro NAB-Aktie</b>	<b>703</b>

Quelle: Ernst & Young

Ref: Trading multiples - Nettogewinn 1H2010 - Section MA - Multiples Analysis

## Herleitung des Multiplikators

- Der Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator setzt den aktuellen Marktwert des Eigenkapitals zum erzielten Nettogewinn ins Verhältnis. Durch Anwendung dieses Multiplikators auf den Nettogewinn der NAB kann deren aktueller Wert pro Aktie abgeschätzt werden.
- Die nebenstehende Tabelle zeigt die Berechnung der Multiplikatoren der Vergleichsgruppe. Wir haben diese in liquide und illiquide Vergleichsunternehmen aufgeteilt. Da die NAB illiquide ist, korrigieren wir die Multiplikatoren der liquiden Vergleichsunternehmen um einen Abschlag von 25.2%.
- Der in der Tabelle ausgewiesene Nettogewinn entspricht dem im Halbjahresabschluss publizierten, wurde jedoch um Zuweisungen in die bzw. Auflösung von Reserven für allgemeine Bankrisiken korrigiert.
- Innerhalb der liquiden Vergleichsunternehmen liegen die Multiplikatoren zwischen 15.3 und 44.8 (vor Korrektur für Illiquidität) bzw. zwischen 11.5 und 33.5 (nach Korrektur).
- Die Multiplikatoren der illiquiden Vergleichsunternehmen liegen zwischen 22.2 und 53.8.
- Der Durchschnitt aller Marktwert / Nettogewinn-Multiplikatoren liegt bei 30.4, der Median bei 29.1.
- Der Multiplikator der Bank Coop liegt wie schon im Jahr 2009 deutlich über denen der anderen Banken. Grund ist ein IT-Projekt, dessen Aufwand das Halbjahresergebnis belastet hat. Die Credit Suisse hat dagegen im Vergleich einen sehr tiefen Multiplikator, da sie einen sehr hohen Gewinn ausweisen konnte.

## Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels Multiplikator

- Der Nettogewinn der NAB im ersten Halbjahr 2010 betrug CHF64.8 Mio. bzw. CHF24.20 je Aktie.
- Wendet man den Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator auf den Nettogewinn pro NAB-Aktie an, resultiert ein Marktwert je Aktie von CHF703.

## Wertung

- Bei einem Börsenkurs von CHF815 per 3. September 2010 und einem Nettogewinn je Aktie von CHF24.20 resultiert ein Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator der NAB von ca. 33.7. Da die Vergleichsunternehmen nur einen leicht tieferen Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator von 29.1 (Median) aufweisen, resultiert diese Bewertungsmethode in einem Marktwert der NAB-Aktie unter dem aktuellen Börsenkurs.

## Marktwert / erwarteter Nettogewinn 2010

### Berechnung des Marktwert / Nettogewinn-Multiplikators

	Börsen- kurs CHF	Erwarteter Netto- gewinn pro Aktie 2010	Marktwert / Netto- gewinn	Marktwert / Netto- gewinn nach Kor- rektur für Illiquidität
Währung: CHF Mio.				
<b>Liquide Vergleichsunternehmen</b>				
UBS	18.23	1.8	10.1	7.6
Credit Suisse Group	47.09	5.2	9.1	6.8
Julius Bär	38.26	2.4	15.8	11.8
Valiant	199.00	8.9	22.4	16.8
Banque Cantonale Vaudoise	494.75	35.1	14.1	10.5
St. Galler Kantonalbank	460.00	29.3	15.7	11.7
<b>Illiquide Vergleichsunternehmen</b>				
Luzerner Kantonalbank	313.00	19.0	16.4	16.4
Zuger Kantonalbank	5'030.00	210.0	24.0	24.0
<b>Durchschnitt</b>				<b>13.2</b>
<b>Median</b>				<b>11.8</b>

Quelle: Geschäftsberichte, SIX Homepage

Ref: Trading multiples - Nettogewinn Adjusted 2010 - Section MA - Multiples Analysis

### Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator

Währung: CHF	Wert
Erwarteter Nettogewinn 2010 (CHF Mio.)	122.4
Anzahl ausstehender Aktien	2'681'024
Erwarteter Nettogewinn pro Aktie	45.7
Median des Marktwert / Nettogewinn-Multiplikators	11.8
<b>Wert pro NAB-Aktie</b>	<b>538</b>

Quelle: Ernst & Young

Ref: Trading multiples - Nettogewinn Adjusted 2010 - Section MA - Multiples Analysis

### Herleitung des Multiplikators

- Der Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator setzt den aktuellen Marktwert des Eigenkapitals zum von Analysten für das Geschäftsjahr 2010 erwarteten Nettogewinn ins Verhältnis. Durch Anwendung dieses Multiplikators auf den erwarteten Nettogewinn der NAB kann deren aktueller Wert pro Aktie abgeschätzt werden.
- Die nebenstehende Tabelle zeigt die Berechnung der Multiplikatoren der Vergleichsgruppe. Wir haben diese in liquide und illiquide Vergleichsunternehmen aufgeteilt. Da die NAB illiquide ist, korrigieren wir die Multiplikatoren der liquiden Vergleichsunternehmen um einen Abschlag von 25.2%.
- Die Analystenschätzungen haben wir dem Informationssystem Bloomberg entnommen. Da nur ein Teil der Vergleichsunternehmen von Analysten abgedeckt wird, ist unsere Vergleichsgruppe relativ klein.
- Innerhalb der liquiden Vergleichsunternehmen liegen die Multiplikatoren zwischen 9.1 und 22.4 (vor Korrektur für Illiquidität) bzw. zwischen 6.8 und 16.8 (nach Korrektur).
- Die Multiplikatoren der illiquiden Vergleichsunternehmen liegen zwischen 16.4 und 24.0.
- Der Durchschnitt aller Marktwert / Nettogewinn-Multiplikatoren liegt bei 13.2, der Median bei 11.8.

### Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels Multiplikator

- Das Management der NAB erwartet, dass der Nettogewinn der NAB im Jahr 2010 bei ca. 122.4 Mio. bzw. bei CHF45.70 je Aktie liegen wird.
- Wendet man den Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator auf den erwarteten Nettogewinn pro NAB-Aktie an, resultiert ein Marktwert je Aktie von CHF538.

### Wertung

- Bei einem Börsenkurs von CHF815 per 3. September 2010 und einem erwarteten Nettogewinn je Aktie von CHF45.70 resultiert ein Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator der NAB von ca. 17.8. Da die Vergleichsunternehmen einen deutlich tieferen Marktwert / Nettogewinn-Multiplikator von 11.8 (Median) aufweisen, resultiert diese Bewertungsmethode in einem Marktwert der NAB-Aktie signifikant unter dem aktuellen Börsenkurs.

## Marktwert / erwartete Dividendenrendite 2010

### Berechnung der erwarteten Dividendenrendite der Vergleichsgruppe

	Preis pro Aktie 03.09.2010	Erwartete Dividende pro Aktie 2010	Dividenden- rendite	Dividenden- rendite nach Korrektur für Illiquidität
<i>Währung: CHF</i>				
<b>Liquide Vergleichsunternehmen</b>				
UBS	18.23	0.06	0.3%	0.4%
Credit Suisse Group	47.09	2.04	4.3%	5.8%
Julius Bär	38.26	0.43	1.1%	1.5%
Valiant	199.00	3.25	1.6%	2.2%
Banque Cantonale Vaudoise	494.75	27.50	5.6%	7.4%
St. Galler Kantonalbank	460.00	20.00	4.3%	5.8%
<b>Illiquide Vergleichsunternehmen</b>				
Luzerner Kantonalbank	313.00	11.00	3.5%	3.5%
Zuger Kantonalbank	5'030.00	175.00	3.5%	3.5%
<b>Durchschnitt</b>				<b>3.8%</b>
<b>Median</b>				<b>3.5%</b>

Quelle: Geschäftsberichte, SIX Homepage

Ref: Trading multiples - Dividende 2010 - Section MA - Multiples Analysis

### Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels der erwarteten Dividendenrendite

<i>Währung: CHF</i>	<i>Wert</i>
Erwartete Dividende für 2010	23
Median der Dividendenrendite	3.5%
<b>Wert pro NAB-Aktie</b>	<b>653</b>

Quelle: Ernst & Young

Ref: Trading multiples - Dividende 2010 - Section MA - Multiples Analysis

### Herleitung der Dividendenrendite

- Die erwartete Dividendenrendite setzt die für das laufende Jahr erwartete Dividende zum aktuellen Aktienkurs ins Verhältnis. Durch Anwendung dieses Werts auf die für 2010 erwartete Dividende der NAB kann deren aktueller Wert pro Aktie abgeschätzt werden.
- Die nebenstehende Tabelle zeigt die Berechnung der Dividendenrendite der Vergleichsgruppe. Wir haben diese in liquide und illiquide Vergleichsunternehmen aufgeteilt. Da die NAB illiquide ist, korrigieren wir die Multiplikatoren der liquiden Vergleichsunternehmen um einen Abschlag von 25.2%.
- Die Analystenschätzungen haben wir dem Informationssystem Bloomberg entnommen. Da nur ein Teil der Vergleichsunternehmen von Analysten abgedeckt wird, ist unsere Vergleichsgruppe relativ klein.
- Innerhalb der liquiden Vergleichsunternehmen liegt die Dividendenrendite zwischen 0.3% und 5.6% (vor Korrektur für Illiquidität) bzw. zwischen 0.4% und 7.4% (nach Korrektur).
- Die Dividendenrendite der illiquiden Vergleichsunternehmen liegt bei 3.5%.
- Der Durchschnitt aller Dividendenrenditen liegt bei 3.8%, der Median bei 3.5%.

### Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels der Dividendenrendite

- Wir erwarten, dass die NAB für das Geschäftsjahr 2010 eine Dividende von CHF23 je Aktie ausschütten wird.
- Wendet man die Dividendenrendite der Vergleichsgruppe auf die erwartete NAB-Dividende an, resultiert ein Marktwert je Aktie von CHF653.

### Wertung

- Bei einem Börsenkurs von CHF815 per 3. September 2010 und einer erwarteten Dividende von CHF23 resultiert eine Dividendenrendite der NAB von ca. 2.8%. Da die Vergleichsunternehmen eine höhere Dividendenrendite von 3.5% (Median) aufweisen, resultiert diese Bewertungsmethode in einem Marktwert der NAB-Aktie signifikant unter dem aktuellen Börsenkurs.

## Seit Januar 2009 hat es in der Schweiz 17 M&A-Transaktionen im Bankensektor gegeben

### Methodik

- ▶ Der bei M&A-Transaktionen für eine Bank gezahlte Kaufpreis kann zu bestimmten Bezugsgrössen wie dem Nettogewinn oder den verwalteten Kundenvermögen in Relation gesetzt werden. Wird der so ermittelte Multiplikator auf die entsprechende Bezugsgrösse der NAB angewendet, lässt sich deren Unternehmenswert abschätzen.
- ▶ Wenn bei M&A-Transaktionen die Kontrolle über das Zielunternehmen erworben wird, zahlt der Käufer in der Regel eine Prämie. Da die CSG bereits die Kontrolle über die NAB besitzt, sollte in der Bewertung der NAB jedoch keine Kontrollprämie berücksichtigt werden. Der mittels Transaktionsmultiplikator ermittelte Unternehmenswert der NAB muss deshalb noch um die implizite Kontrollprämie reduziert werden.

### Datenquellen und Suchkriterien

- ▶ Für unsere Suche nach vergleichbaren Unternehmenstransaktionen haben wir die beiden kommerziellen Datenbanken Mergermarket und Capital IQ verwendet.
- ▶ Unsere Suche beschränkte sich auf Transaktionen im Industriesektor Financial Services, Subsektor Banking.
- ▶ Wir haben ausschliesslich Transaktionen berücksichtigt, bei denen das Zielunternehmen in der Schweiz domiziliert ist.
- ▶ Zeitlich haben wir unsere Suche auf Transaktionen eingeschränkt, die nach dem 1. Januar 2009 angekündigt wurden.

### Suchergebnisse

- ▶ Wir haben 17 Transaktionen identifiziert, die die oben genannten Kriterien erfüllen. Nur für drei dieser Transaktionen sind jedoch sowohl der Transaktionswert (Kaufpreis) als auch eine relevante Bezugsgrösse wie der letzte vor der Transaktion publizierte Nettogewinn bekannt, so dass ein Multiplikator errechnet werden kann.
- ▶ Die Tabelle auf der folgenden Seite zeigt die relevanten Transaktionsdaten.



## Nur für drei der identifizierten Transaktionen sind Daten verfügbar, um Transaktionsmultiplikatoren zu berechnen

### M&A-Transaktionen im Bankensektor seit Januar 2009

Datum	Zielgesellschaft	Käufer	Verkäufer	Transaktionswert	Unternehmenswert	Preis/Gewinn-Multiplikator	Beschreibung
26.02.2009	Bank Jura Laufen AG (86.8% Stake)	Valiant Holding AG		83.0	95.9	16.7	Valiant Holding AG has agreed to acquire a 86.8 % stake in Bank Jura Laufen AG, the Switzerland based bank and subsidiary of Clientis AG, the Switzerland based retail banking services provider, for a cash and stock consideration of CHF 97.025m (EUR 65.32m). Norinvest Holding SA, the Switzerland based holding company engaged in banking and asset management business, has acquired Banque de Patrimoines Prives Geneve SA (BPP), the Switzerland based asset management company, for an undisclosed consideration.
16.03.2009	Banque de Patrimoines Prives Geneve SA	Norinvest Holding SA					
20.05.2009	Julius Baer Group Ltd.	Julius Baer Holding AG (Shareholders)	GAM Holding Ltd	7'218.0	7'218.3	17.1	The board of directors of Julius Baer Holding has agreed to split the company into two separate listed entities.
09.06.2009	Russische Kommerzbank AG	Gazprombank OJSC	VTB Bank JSC				Gazprombank OJSC, the Russian bank and a subsidiary of OAO Gazprom has acquired Russische Kommerzbank AG, the Switzerland based commercial bank, from JSC VTB Bank, the listed Russia based commercial bank, for an undisclosed consideration.
21.07.2009	AAM Privatbank AG	Basler Kantonalbank AG	Basellandschaftliche Kantonalbank (BLKB)				Basler Kantonalbank AG has acquired AAM Privatbank AG, the Switzerland based bank providing a range of financial and advisory services, from Basellandschaftliche Kantonalbank, the listed Switzerland based commercial bank, for an undisclosed consideration.
27.07.2009	Dresdner Bank (Switzerland) Ltd	Liechtenstein Global Trust	Commerzbank AG				Liechtenstein Global Trust (LGT Group), the Liechtenstein based wealth and asset management group, has agreed to acquire Dresdner Bank (Switzerland) Ltd, the Switzerland based private bank, from Commerzbank AG, the listed Germany based investment and commercial bank, for an undisclosed cash consideration.
30.07.2009	Commerzbank (Schweiz) AG	Vontobel Holding AG	Commerzbank AG				Vontobel Holding AG has agreed to acquire Commerzbank (Schweiz) AG from Commerzbank AG, the listed Germany based investment and commercial bank, for a undisclosed consideration.
26.08.2009	SPAR + LEIHKASSE STEFFISBURG AG	Valiant Holding AG		69.0	69.1		Valiant Holding AG, the Switzerland based provider of banking services, has agreed to acquire SPAR + LEIHKASSE STEFFISBURG, the Switzerland based regional commercial bank, for a total equity consideration of CHF 73.6m (EUR 48.5m).
26.08.2009	Caisse d'Epargne de Siviliez SA	Banque Romande Valiant	-				As of October 26, 2009, Caisse d'Epargne de Siviliez SA operates as a subsidiary of Banque Romande Valiant. Caisse d'Epargne de Siviliez SA offers personal and business banking services.
07.10.2009	ING Bank (Switzerland) Ltd	Julius Baer Group Ltd.	ING Group NV	506.0	505.7	14.4	Julius Baer Holding AG, the listed Switzerland based holding company for the Julius Baer Group that manages assets for private and institutional clients, has agreed to acquire ING Bank (Switzerland) Ltd from ING Group NV for a cash consideration of CHF 520m (EUR 344.14m).
13.11.2009	LB(Swiss) Privatbank AG (50% Stake)	Helaba Landesbank Hessen Thuringen Girozentrale	Bayerische Landesbank				Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale has agreed to acquire a 50% of LB(Swiss) Privatbank AG from Bayerische Landesbank in exchange of a 25% plus one share stake of Banque LBLux.
31.12.2009	Fortis Banque (Suisse) S.A.	BNP Paribas (Suisse) S.A.	BGL Société Anonyme	178.4			As of May 25, 2010, Fortis Banque (Suisse) S.A. operates as a subsidiary of BNP Paribas (Suisse) S.A. Fortis Banque (Suisse) S.A. operates as a bank in Switzerland.
12.02.2010	Banca Commerciale di Lugano	Hinduja Bank (Switzerland) Ltd					Hinduja Bank (Switzerland) Ltd, the Switzerland based private banking entity and a subsidiary of The Hinduja Group, the India based conglomerate, has acquired Banca Commerciale di Lugano (BCL), the Switzerland based bank, for an undisclosed consideration.
12.02.2010	Sarasin Colombo Gestioni Patrimoniali SA	Colombo Family	Bank Sarasin & Cie AG				Colombo Family, the Switzerland based bankers and founders of Colombo Gestioni Patrimoniali SA, have agreed to acquire Sarasin Colombo Gestioni Patrimoniali SA, the Switzerland based private bank, from Bank Sarasin & Cie AG for an undisclosed consideration.
07.04.2010	Clientis Triba Partner Bank AG	Valiant Holding AG (SWX:VATN)	Clientis Zuercher Regionalbank	13.3	73.8		Clientis Triba Partner Bank AG provides financial products and services for private persons, small to medium-sized companies, and institutions. Clientis Triba Partner Bank AG was incorporated in 1900 and is based in Triengen, Switzerland.
29.04.2010	Raiffeisenbank Albula	Raiffeisenbank Mittelbünden Genossenschaft	-				Raiffeisenbank Albula offers commercial and personal banking services. The company is based in Tiefencastel, Switzerland.
15.06.2010	Atlantic Vermögensverwaltungsbank	Bank von Roll AG	Bankhaus Lampe KG				Bank von Roll AG, the Switzerland based bank, has acquired Atlantic Vermögensverwaltungsbank, the Switzerland based bank, from Bankhaus Lampe KG, the Germany based Commercial bank under the ownership of Oetker family, for an undisclosed consideration.

Quelle: Mergermarket, Capital IQ

Ref: Transaction multiples - Section MA - Multiples Analysis

## Auf der Basis von Transaktionsmultiplikatoren ergibt sich ein Wert der NAB von CHF525 pro Aktie

### Berechnung des Transaktionsmultiplikators

Zielgesellschaft	Käufer	Preis/ Gewinn-Multiplikator
Bank Jura Laufen AG	Valiant Holding AG	16.7
ING Bank (Switzerland) Ltd	Julius Baer Group Ltd.	14.4
<b>Durchschnittlicher Multiplikator</b>		<b>15.6</b>
<b>abzüglich Minderheitsabschlag</b>	<b>21.6%</b>	<b>12.2</b>

Quelle: Ernst & Young

Ref: Transaction multiples - Section MA - Multiples Analysis

### Bestimmung des Werts der NAB-Aktie mittels Transaktionsmultiplikator

Währung: CHF	Wert
Nettogewinn 2008 (CHF Mio.)	115.4
Nettogewinn pro Aktie	43
Preis/ Gewinn-Multiplikator vor Minderheitsabschlag	15.6
<b>Wert pro Aktie vor Minderheitsabschlag</b>	<b>670</b>
Preis/ Gewinn-Multiplikator nach Minderheitsabschlag	12.2
<b>Wert pro Aktie nach Minderheitsabschlag</b>	<b>525</b>

Quelle: Ernst & Young

Ref: Transaction multiples - Section MA - Multiples Analysis

### Beschreibung der Transaktionen

► Für die folgenden drei Transaktionen sind genügend Daten verfügbar, um Multiplikatoren zu berechnen.

- 1 Im Frühjahr 2009 erwarb die Valiant Holding 86.6% der Clientis Bank Jura Laufen zum Preis von CHF 97 Mio., nachdem Valiant vorher bereits einen Anteil von 13.2% am Aktienkapital besass. Die Bank Jura Laufen wurde als selbständige Tochtergesellschaft der Valiant fortgeführt. Zweck der Akquisition war die Expansion von Valiant in der Westschweiz. Zum Zeitpunkt der Akquisition erwirtschaftete die Bank Jura Laufen mit 88 Mitarbeitern einen Nettogewinn von CHF6.1 Mio.
- 2 Im Sommer 2009 wurde die Julius Bär Group in die beiden Teile Private Banking und Asset Management aufgespalten. Der Asset Management-Teil verblieb in der Hülle der alten Julius Bär Group und wurde in GAM Holding umbenannt, während das Private Banking in eine neue Gesellschaft transferiert und an der SIX Swiss Exchange kotiert wurde. Die Abspaltung war jedoch keine M&A-Transaktion unter Dritten, sondern ein Spin-off zu Marktwerten. Daher ist die Transaktion nicht verwendbar, um daraus Schlussfolgerungen für den Wert der NAB zu ziehen.
- 3 ING Bank (Suisse) SA wurde im Herbst 2009 zum Preis von CHF506 Mio. von der Bank Julius Bär erworben. Die Transaktion beinhaltete die Niederlassungen von ING in Monaco und Jersey. Zum Zeitpunkt der Übernahme betreute ING mit ca. 310 Mitarbeitern Kundenvermögen von CHF15 Mrd. und erwirtschaftete einen Nettogewinn von ca. CHF35 Mio.

### Bewertungsergebnis

- Die obere Tabelle zeigt den auf der Basis der beiden als relevant identifizierten Transaktionen ermittelten durchschnittliche Preis/Gewinn-Multiplikator. Die Aufspaltung von Julius Bär in GAM und Bank Julius Bär wurde aufgrund der oben genannten Gründe nicht einbezogen. Es resultiert ein Multiplikator von 15.6.
- Bei beiden Transaktionen wurde jeweils die Kontrolle über das Zielunternehmen erworben. Da die CSG bereits die Kontrolle über die NAB besitzt, muss der oben ermittelte Multiplikator noch um einen Minderheitsabschlag korrigiert werden. Dieser wurde auf der Basis historischer Transaktionen im amerikanischen Bankensektor ermittelt und beträgt 21.6%. Hierzu wurde die Datenbank "Mergerstat® / BVR Control Premium Study™" von Business Valuation Resources (BVR) herangezogen. Unter Berücksichtigung des Minderheitsabschlags beträgt der Preis/Gewinn-Multiplikator 12.2.
- Die untere Tabelle zeigt die Berechnung des Unternehmenswertes der NAB mittels dieses Preis/Gewinn-Multiplikators. Da die Multiplikatoren beider Transaktionen unter Verwendung des Nettogewinns des Jahres 2008 ermittelt wurden, wenden wir unseren Multiplikator auf den Nettogewinn 2008 der NAB an. Unter Berücksichtigung des Minderheitsabschlags haben wir einen Wert pro NAB-Aktie von CHF525 ermittelt.



## Appendix A

---

### Bewertungsmethoden

# Bewertungsmethoden

## Beschreibung der Discounted Cashflow-Methode

- ▶ Die Discounted Cashflow-Methode (DCF) bestimmt den operativen Wert eines Unternehmens durch Diskontierung der geplanten zukünftigen Dividenden mit dem Eigenkapitalkostensatz.
- ▶ Grundsätzlich existieren zwei Varianten der DCF-Methode. Einerseits kann man den Barwert aller Cashflows an das Unternehmen ermitteln und davon das Fremdkapital abziehen, um zum Wert des Eigenkapitals zu kommen. Andererseits kann man auch direkt den Barwert aller Cashflows an den Eigenkapitalgeber berechnen und erhält so direkt den Wert des Eigenkapitals. Während die erste Methode in der Regel für Industrieunternehmen verwendet wird, ist die zweite Methode Standard für die Bewertung von Banken.
- ▶ Die Parameter der Eigenkapitalkosten werden basierend auf Marktdaten ermittelt, so z. B. das systematische Risiko (Beta), siehe hierzu Anhang B – Ermittlung der Eigenkapitalkosten.
- ▶ Im Rahmen der DCF-Methode wird nach der Businessplanperiode eine Annahme über die Höhe der nachhaltigen Dividenden getroffen, welche zur Herleitung des Residualwertes herangezogen werden. Dieser Residualwert beinhaltet den Wert aller zukünftigen Dividenden, die auf die explizit im Businessplan enthaltenen Perioden folgen.
- ▶ Da die DCF-Methode den operativen Wert ermittelt, sind nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände oder Verpflichtungen (sofern vorhanden) im Zuge der Herleitung des Gesamtwertes des Eigenkapitals zusätzlich zu berücksichtigen.

## Marktwertansatz

- ▶ Zur Plausibilisierung der primären Bewertungsmethode (DCF-Methode) wurde der Wert des Eigenkapitals der NAB zusätzlich basierend auf anderen börsenkotierten Schweizer Banken ermittelt. Der sogenannte Marktwertansatz beinhaltet grundsätzlich zwei Methoden:
  - den „Trading Multiple-Ansatz“ und
  - den „Transaction Multiple-Ansatz“
- ▶ Der Trading Multiple-Ansatz betrachtet Finanzkennzahlen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (Vergleichsgruppe), deren Kennzahlen mit denjenigen des Zielunternehmens verglichen werden. Die Auswahl geeigneter Unternehmen erfolgt aufgrund von Kriterien wie Branche, Markt, Unternehmensgrösse, Kapitalstruktur, Eigentümerschaft. Die erhaltenen Daten werden dann um auffällige statistische Ausreisser (beispielsweise nur marginaler Umsatzanteil in der gleichen Branche) korrigiert.

## Bewertungsmethoden

- ▶ Für Banken häufig verwendete Multiples sind ertragsorientierte Kennzahlen wie Unternehmenswert / Nettogewinn oder das Verhältnis Unternehmenswert / Buchwert des Eigenkapitals. Wir haben für die Bewertung die Multiplikatoren:
  - Preis pro Aktie / Nettogewinn pro Aktie;
  - Börsenkapitalisierung / Buchwert des Eigenkapitals und;
  - Dividende pro Aktie / Preis pro Aktie angewendet.
- ▶ Der Transaction Multiple Ansatz bezieht sich auf Preise für effektiv abgeschlossene Unternehmenstransaktionen. Aufgrund von publizierten Transaktionen, bei denen vergleichbare Unternehmen übernommen wurden, ergeben sich ebenfalls „Marktindizes“, die für die Verifizierung bzw. zur Herleitung eines Unternehmenswerts verwendet werden können. Häufig werden ebenfalls ertragsorientierte Kennzahlen (Verhältnis bezahlter Unternehmenswert / Reingewinn) als Multiplikator verwendet.
- ▶ Zentral bei den Marktwertansätzen ist, dass die Herleitung des Multiplikators sowie die Rückberechnung des Unternehmenswertes des zu bewertenden Unternehmens einer konsistenten Logik folgen. Dies ist insbesondere bei nicht betrieblichen Vermögensgegenständen und Bilanzpositionen wie liquiden Mitteln oder Rückstellungen von grosser Bedeutung.

## Appendix B

---

### Ermittlung der Eigenkapitalkosten

# Ermittlung der Eigenkapitalkosten

## Betaanalyse Vergleichsgruppe per 3. September 2010

Unternehmen	Ticker	Adjustiertes Beta	Verwendetes Beta
St Galler Kantonalbank AG	SGKN SW	0.891	0.891
Banque Cantonale Vaudoise	BCVN SW	0.929	0.929
Bank Sarasin & Cie AG	BSAN SW	1.206	Geschäftsmodell
Credit Suisse Group AG	CSGN VX	1.326	Geschäftsmodell
EFG International AG	EFGN SW	1.858	Geschäftsmodell
Julius Baer Group Ltd	BAER VX	1.650	Geschäftsmodell
UBS AG	UBSN VX	1.736	Geschäftsmodell
Bank CA St Gallen AG	BCAN SW	0.500	Liquidität
Bank Coop AG	BC SW	0.456	Liquidität
Bank Linth	LINN SW	0.471	Liquidität
Banque Cantonale de Geneve	BCGE SW	0.741	Liquidität
Banque Cantonale du Jura	BCJ SW	0.322	Liquidität
Basellandschaftliche Kantonalbank	BLKB SW	0.366	Liquidität
Berner Kantonalbank AG	BEKN SW	0.428	Liquidität
Graubündner Kantonalbank	GRKP SW	0.548	Liquidität
Hypothekbank Lenzburg	HBLN SW	0.370	Liquidität
Luzerner Kantonalbank AG	LUKN SW	0.444	Liquidität
Walliser Kantonalbank	WKB SW	0.447	Liquidität
Zuger Kantonalbank AG	ZG SW	0.349	Liquidität
Basler Kantonalbank	BSKP SW	0.338	Signifikanz
Valiant Holding	VATN SW	0.377	Signifikanz
Tiefst		<b>0.322</b>	<b>0.891</b>
Höchst		<b>1.858</b>	<b>0.929</b>
Durchschnitt		<b>0.750</b>	<b>0.910</b>
Median		<b>0.471</b>	<b>0.910</b>

Quelle: Bloomberg

Bewertungsdatum: 3. September 2010

## Eigenkapitalkosten

- Da wir zur Bewertung des Eigenkapitals der NAB eine Ertragswertmethode verwenden, müssen die zukünftigen Gewinne mit dem Eigenkapitalkostensatz diskontiert werden.
- Der Eigenkapitalkostensatz ist die benötigte Rendite auf das Eigenkapital einer Unternehmung. Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) ist ein allgemein anerkanntes Modell, um die theoretisch angemessene benötigte Rendite auf das Eigenkapital zu bestimmen. Das CAPM besagt, dass die Rendite risikobehafteter Vermögenswerte der Rendite risikofreier Vermögenswerten ( $R_f$ ) zuzüglich einer mit dem Betafaktor ( $\beta$ ) angepassten Risikoprämie ( $R_m$ ) entspricht. Der Betafaktor beschreibt, wie die Rendite einer Aktie oder eines Portfolios mit der Rendite des Gesamtmarktes korreliert ist.

## Risikofreier Zinssatz

- Ausgangspunkt der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist eine Alternativanlage in festverzinslichen (risikolose) Wertpapieren, wobei zu diesem Zweck zumeist die Anlage in langfristige Bundesobligationen gewählt wird. Im vorliegenden Fall haben wir als Basiszinssatz die durchschnittliche Rendite einer 10-jährigen Schweizer Bundesobligation angesetzt, welche zum Bewertungszeitpunkt bei 1.28% lag.

## Marktrisikoprämie

- Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der erwarteten Rendite des Aktienmarktes und dem risikolosen Basiszinssatz. Historische Kapitalmarktstudien zeigen, dass Investitionen in Eigenkapital zwischen 4.0% und 6.0% höhere Renditen erzielen als Investitionen in risikolose Anlagen wie Bundesobligationen. Basierend auf historischen Risikoprämien für Eigenkapital in der Schweiz wurde eine Risikoprämie von 5.0% angewendet.

## Beta

- Die durchschnittliche Risikoprämie muss dem unternehmensspezifischen Risikoprofil der zu bewertenden Unternehmung angepasst werden. Das CAPM berücksichtigt solche unternehmensspezifischen Risiken durch den Betafaktor. Der Betafaktor ist ein Gewichtungsfaktor, der die Sensitivität eines Wertpapiers auf Entwicklungen des Kapitalmarktes misst. Der Betafaktor ist somit ein Mass für das systematische Risiko eines Unternehmens.
- Die Betaanalyse wurde auf der Basis monatlicher Daten für fünf Jahre durchgeführt, wobei für jede Vergleichsbank eine Regressionsanalyse gegen den SPI vorgenommen wurde.
- Unsere Vergleichsgruppe besteht aus Schweizer Kredit- und Vermögensverwaltungsbanken. Die Vergleichsgruppe sowie die Resultate der Betaanalyse sind in der Tabelle links dargestellt.

# Ermittlung der Eigenkapitalkosten

## Betaanalyse Vergleichsgruppe per 3. September 2010

Unternehmen	Ticker	Adjustiertes Beta	Verwendetes Beta
St Galler Kantonalbank AG	SGKN SW	0.891	0.891
Banque Cantonale Vaudoise	BCVN SW	0.929	0.929
Bank Sarasin & Cie AG	BSAN SW	1.206	Geschäftsmodell
Credit Suisse Group AG	CSGN VX	1.326	Geschäftsmodell
EFG International AG	EFGN SW	1.858	Geschäftsmodell
Julius Baer Group Ltd	BAER VX	1.650	Geschäftsmodell
UBS AG	UBSN VX	1.736	Geschäftsmodell
Bank CA St Gallen AG	BCAN SW	0.500	Liquidität
Bank Coop AG	BC SW	0.456	Liquidität
Bank Linth	LINN SW	0.471	Liquidität
Banque Cantonale de Geneve	BCGE SW	0.741	Liquidität
Banque Cantonale du Jura	BCJ SW	0.322	Liquidität
Basellandschaftliche Kantonalbank	BLKB SW	0.366	Liquidität
Berner Kantonalbank AG	BEKN SW	0.428	Liquidität
Graubündner Kantonalbank	GRKP SW	0.548	Liquidität
Hypothekbank Lenzburg	HBLN SW	0.370	Liquidität
Luzerner Kantonalbank AG	LUKN SW	0.444	Liquidität
Walliser Kantonalbank	WKB SW	0.447	Liquidität
Zuger Kantonalbank AG	ZG SW	0.349	Liquidität
Basler Kantonalbank	BSKP SW	0.338	Signifikanz
Valiant Holding	VATN SW	0.377	Signifikanz
Tiefst		<b>0.322</b>	<b>0.891</b>
Höchst		<b>1.858</b>	<b>0.929</b>
Durchschnitt		<b>0.750</b>	<b>0.910</b>
Median		<b>0.471</b>	<b>0.910</b>

Quelle: Bloomberg

Bewertungsdatum: 3. September 2010

- Aufgrund ihrer geringen Liquidität, welche bereits weiter oben in diesem Bericht diskutiert wurde, haben wir zwölf Gesellschaften in der Betaanalyse nicht berücksichtigt. Illiquidität führt dazu, dass sich der Wert eines Unternehmens kaum verändert, während der Gesamtmarkt Wertschwankungen unterliegt. Dies liegt jedoch nicht an der Robustheit dieses Unternehmens gegenüber der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung, sondern nur an der Tatsache, dass dessen Aktien kaum gehandelt werden. Die Betas illiquider Unternehmen können daher nicht verwendet werden.
- Zudem haben wir fünf Banken aufgrund des nicht mit demjenigen der NAB vergleichbaren Geschäftsmodells ausgeschlossen. Im Vergleich zur NAB, deren Einkünfte primär aus dem relativ stabilen Kreditgeschäft stammen, unterliegt das Geschäft der UBS und der Credit Suisse einer grösseren Volatilität, insbesondere durch den Geschäftsbereich Investment Banking. Bank Julius Bär, Bank Sarasin und EFG sind aufgrund ihrer auf Private Banking fokussierten Geschäftsmodelle nicht berücksichtigt worden.
- Die Betakoeffizienten der Basler Kantonalbank sowie der Valiant haben wir aufgrund fehlender statistischer Signifikanz ausgeschlossen.
- Dementsprechend haben wir für die Herleitung der Eigenkapitalkosten nur die St.Galler Kantonalbank sowie die Banque Cantonale Vaudoise berücksichtigt. Deren durchschnittliches Beta liegt bei 0.91.
- Bei beiden Banken ist der Anteil des stabileren Zinsdifferenzgeschäfts tiefer als bei der NAB, während der Anteil des volatileren Kommissionsergebnisses höher ist. Aufgrund der daraus resultierenden Volatilität der gesamten Erträge der NAB liesse sich ein tieferes Beta rechtfertigen, welches ceteris paribus zu einem höheren Barwert der künftigen Dividenden führt. Wir haben jedoch in unserer Bewertung auf eine Korrektur des Betas der Vergleichsgruppe nach unten verzichtet. Stattdessen haben wir eine Sensitivitätsanalyse vorgenommen, um zu zeigen, wie eine Veränderung der Eigenkapitalkosten den Barwert der Dividenden beeinflusst hätte.

## Eigenkapitalkostensatz

- Unter Verwendung obenstehender Parameter haben wir für die Bewertung der NAB einen Eigenkapitalkostensatz von 5.83% ermittelt.

## Eigenkapitalkostensatz NAB

Währung: CHF Mio.	03.09.2010	Quelle
Risikofreier Zinssatz, $R_f$	1.28%	Staatsanleihe Schweizerische Eidgenossenschaft mit einer Laufzeit von 10 Jahren (Quelle: Bloomberg)
Marktrisikoprämie, $R_m$	5.00%	Langjähriger historischer Durchschnittswert
Beta, $\beta$	0.91	Abgeleitet aus der Vergleichsgruppe
<b>Eigenkapitalkosten</b>	<b>5.83%</b>	<b><math>R_f + (\beta \times R_m)</math></b>

Quelle: Ernst & Young

Ref: Ermittlung der Eigenkapitalkosten - Section DC - DCF

## Appendix C

---

### Informationsquellen

# Informationsquellen

## Finanzzahlen der NAB

Die verwendeten Finanzzahlen der NAB wurden in Übereinstimmung mit dem im Bundesgesetz und in der Verordnung über die Banken und Sparkassen enthaltenen Rechnungslegungsvorschriften, den Richtlinien der FINMA (RS 2008/2) zu den Rechnungslegungsvorschriften sowie den Rechnungslegungsvorschriften des Kotierungsreglements der Schweizer Börse erstellt.

Wir haben für unsere Bewertungsüberlegungen die folgenden Informationen der NAB verwendet:

- ▶ Publierte Geschäftsberichte der Jahre 2007, 2008 und 2009
- ▶ Ungeprüfter Halbjahresabschluss 2010
- ▶ Planungsrechnung 2011 bis 2013 (von CSG zum Zeitpunkt dieses Berichtes noch nicht genehmigt)
- ▶ Interview mit dem Management vom 2. August 2010
- ▶ Interne Präsentation „Bankenvergleich Rechnungsjahr 2009“

## Kapitalmarkt- und bewertungsspezifische Informationen

- ▶ Business Valuation Resources (BVR): Public Company Transaction Data “Mergerstat®/BVR Control Premium Study™”, URL: <http://www.bvmarketdata.com/>
- ▶ Business Valuation Resources (BVR): Lack of Marketability Discount Data “Valuation Advisors' Lack of Marketability Discount Study™”, URL: <http://www.bvmarketdata.com/>
- ▶ Bloomberg
- ▶ Capital IQ, URL: <https://www.capitaliq.com/main.asp>
- ▶ Merger Market, URL: <http://www.mergermarket.com/home/>



## Informationsquellen

### Wirtschaftliche Entwicklung

- ▶ IHS Global Insight: Country Report Switzerland,  
URL: <http://myinsight.ihsglobalinsight.com>, [Stand: 4. August 2010]
- ▶ Schweizer Bank (2010): "Hypothekenmarkt Schweiz: Dumpingverdacht",  
URL: <http://www.schweizerbank.ch/de/artikelanzeige/artikelanzeige.asp?pkBerichtNr=180471>  
[Stand 4. August 2010]
- ▶ Schweizerische Nationalbank (2010): „Financial Stability Report“  
URL: [http://www.snb.ch/n/mmr/reference/stabrep\\_2010/source/stabrep\\_2010.n.pdf](http://www.snb.ch/n/mmr/reference/stabrep_2010/source/stabrep_2010.n.pdf)  
[Stand: 4. August 2010]