

Liechtensteinische Landesbank

Bewertungsgutachten

28. Januar 2022

Nick Blaydes

Associate Partner
Corporate Finance, Financial Services
Tel: +41 79 771 05 35
Email: nick.blaydes@ch.ey.com

Mina Protitch, CFA

Director
Corporate Finance, Financial Services
Tel: +41 79 767 01 80
Email: mina.protitch@ch.ey.com

Inhaltsverzeichnis

Home	1 Einleitung
	2 Profil
	3 Wertüberlegungen
	4 Gesamtbeurteilung
	5 Anhänge
	6 Abkürzungsverzeichnis

1	Einleitung	3
<hr/>		
2	Profil	8
<hr/>		
3	Wertüberlegungen	16
<hr/>		
4	Gesamtbeurteilung	25
<hr/>		
5	Anhänge	27
<hr/>		
6	Abkürzungsverzeichnis	32
<hr/>		

1

Einleitung

LLB beabsichtigt ein Übernahmeangebot für die sich im Publikum befindenden Aktien von Bank Linth zu unterbreiten

Öffentliches Übernahmeangebot



- 1) 5 LLB Aktien zuzüglich CHF 323 netto in bar pro Bank Linth Aktie oder:
 2) Vollständige Baralternative von CHF 600 netto pro Bank Linth Aktie

Bank	Valor	Symbol	Börsenplatz
Liechtensteinische Landesbank AG	35514757	LLBN	SIX
Bank Linth LLB AG	130775	LINN	SIX

Übernahmeangebot & rechtliche Grundlagen

Die Liechtensteinische Landesbank AG (LLB) ist eine börsennotierte Gesellschaft mit Sitz in Vaduz, Fürstentum Liechtenstein. Die LLB Aktien sind an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange (SIX) kotiert.

Gemäss Voranmeldung vom 27. Januar 2022 beabsichtigt LLB ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Bank Linth LLB AG (Bank Linth) mit einem Nennwert von CHF 20.0 zu unterbreiten. Die Aktien von Bank Linth sind ebenfalls an der SIX kotiert.

Das Übernahmeangebot für die sich im Publikum befindenden Bank Linth Aktien besteht gemäss Voranmeldung vom 27. Januar 2022 wahlweise aus entweder 1) einem Teil-Tauschangebot von 5 LLB Aktien zuzüglich CHF 323 netto in bar pro Bank Linth Aktie oder 2) einer vollständigen Baralternative von CHF 600 netto pro Bank Linth Aktie. Das Übernahmeangebot wird voraussichtlich am 25. Februar 2022 unterbreitet.

Das Rundschreiben Nr. 2 der Übernahmekommission (UEK) vom 26. Februar 2010 regelt die Bestimmungen betreffend Liquidität eines Beteiligungspapiers im Sinne des Übernahmerechts. Ein Beteiligungspapier gilt als liquid, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens zehn von zwölf der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden, vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float; Streubesitz) ist.¹

Das Handelsvolumen der LLB Aktie lag im relevanten Betrachtungszeitraum vor der Voranmeldung (1. Januar 2021 bis 31. Dezember 2021) nur in sieben von zwölf Monaten über der Liquiditätsschwelle von 0.04% des Streubesitzes und ist somit als nicht liquid zu betrachten (siehe Analyse im Kapitel 2).

Sind die kotierten Beteiligungspapiere vor der Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung nicht liquid, ist gemäss Art. 42 Abs. 4 der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA vom 3. Dezember 2015 (FinfraV-FINMA) auf eine Bewertung einer Prüfstelle abzustellen. Gemäss Art. 46 FinfraV-FINMA gilt Art. 42 Abs. 2-4 FinfraV-FINMA für die Bestimmung des Wertes von zum Tausch angebotenen Effekten sinngemäss, wie im vorliegenden Fall.

1) Gemäss Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA
 Quelle: LLB, SIX, UEK Rundschreiben Nr. 2 «Liquidität im Sinn des Übernahmerechts»

Grundlage für unsere Bewertung sind von LLB zur Verfügung gestellte sowie öffentlich zugängliche Informationen

Wesentliche Datengrundlagen

Wesentliche Informationsgrundlagen

Jahresabschlüsse

- Geprüfte, konsolidierte Geschäftsberichte 2018 - 2020
- Nicht geprüfter, konsolidierter Halbjahresbericht 2021

Businessplan

- Mittelfristplan mit Planerfolgsrechnung und Planbilanz auf Stufe Marktdivision und auf konsolidierter Basis (bis 2026)

Finanzmarktdaten

- Capital IQ, SIX, Mergermarket, Oxford Economics

Weitere Informationen

- Öffentlich zugängliche Informationen
- Mündliche und schriftliche Informationen des Managements

Auftrag an EY & Informationsgrundlagen

Basierend auf dieser Ausgangslage hat LLB die Ernst & Young AG, Schweiz (EY oder uns) mit der Bewertung der Aktien von LLB beauftragt.

Die Details sind in der Auftragsbestätigung vom 3. Dezember 2021 festgehalten. Der Bewertungsstichtag ist der 26. Januar 2022. Dies ist der Handelstag vor Veröffentlichung der Voranmeldung am 27. Januar 2022.

Das Bewertungsgutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Übernahmeangebot anzunehmen oder abzulehnen. Das Bewertungsgutachten enthält keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Übernahmeangebots haben können, und macht auch keine Aussage über den zukünftigen Wert einer LLB Aktie und den Preis, zu welchem im Übernahmeangebot nicht angediente Bank Linth Aktien zukünftig gehandelt werden können.

Das Bewertungsgutachten darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

Die Grundlage für die Wertermittlung bilden historische Finanzdaten sowie zukunftsgerichtete Businessplandaten, welche uns vom Management von LLB (Management) zur Verfügung gestellt wurden. Eine Übersicht der erhaltenen Hauptdokumente und Informationen ist in der nebenstehenden Tabelle abgebildet.

Des Weiteren wurde uns Gelegenheiten gegeben, Fragen an das Management zu stellen und die erhaltenen Informationen und die geplante zukünftige Entwicklung kritisch zu diskutieren. Da unsere Bewertung weitgehend auf den Angaben des Managements beruht, beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen. Wir haben weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt.

Von der Bewertung pro Aktie ist die Anzahl der durch LLB gehaltenen eigene Aktien auszuschliessen

Anzahl ausstehende Aktien

Anzahl Aktien (#)	
Ausgegebene Aktien	30'800'000
Eigene Aktien	(232'935)
Ausstehende Aktien (bewertungsrelevant)	30'567'065

Beurteilungsvorgehen

Aufgrund der Illiquidität der LLB Aktie (siehe Analyse im Kapitel 2) kann der Eigenkapitalwert nicht direkt vom Aktienpreis abgeleitet werden. Das geringe Handelsvolumen kann den Aktienkurs verzerren, sodass nicht alle aktuellen und kursrelevanten Informationen direkt im Aktienkurs widerspiegelt sind.

Wir stellten für die Bewertung der LLB Aktien eigene Überlegungen an. Im Wesentlichen sind folgende Schritte Bestandteil unserer Arbeiten:

- ▶ Beschaffung und Analyse relevanter Informationen
- ▶ Durchführung von Interviews mit dem Management
- ▶ Marktrecherche zur Industrie (Vergleichsgruppenanalyse)
- ▶ Bewertung der LLB Aktien mittels angemessener Bewertungsmethoden
- ▶ Gesamtbeurteilung durch EY

Die vorliegende Bewertung wurde aus der Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt. Individuelle steuerliche und andere Effekte wurden in dieser Analyse nicht berücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Voraussetzungen der Aktionäre nicht möglich.

Anzahl berücksichtigter Aktien

Zum Bewertungszeitpunkt besteht das Aktienkapital von LLB aus 30'800'000 Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 5.0. Zur Berechnung des Wertes pro LLB Aktie wurden 30'567'065 Aktien berücksichtigt. Die Differenz entspricht den durch die Bank selbst gehaltenen 232'935 Aktien. Diese sind nicht relevant, um die Kontrolle über die Bank zu erlangen und sind daher bei unseren Bewertungsüberlegungen nicht berücksichtigt.

Die Aktien im eigenen Besitz werden vornehmlich zur Entschädigung der Mitarbeiter von LLB über die kommenden Jahre verwendet. Zugeteilte Aktien wurden durch Zukäufe durch die Bank in den letzten Jahren ersetzt. Somit wird die gesamte Anzahl eigener Aktien zum Zweck der Bewertung abgezogen.

Wir haben unterschiedliche Methoden für die Bewertung angewendet

Analyse- und Bewertungsmethoden

Ansätze

Dividend Discount Model (DDM) Methode

Marktmethode:
Trading- und Transaktions-Multiplikatoren

Marktmethode:
Regressionsanalyse

Analyse Kursentwicklung der LLB Aktie

Analyse VWAP (60 Tage) der LLB Aktie

Bewertungsgrundsätze

Für LLB wird der Wert pro Aktie zum 26. Januar 2022 ermittelt, für dessen Berechnung die unabhängige Weiterführung von LLB angenommen wurde.

Die Basis unserer Arbeiten ist eine «stand-alone» Betrachtung. Allfällige Synergiepotentiale mit einem Investor wurden nicht in die Bewertung einbezogen. Ferner wurden Effekte der geplanten, vollständigen Übernahme von Bank Linth nicht berücksichtigt.

Wahl der Bewertungsmethoden und Vorgehen

Grundsätzlich ist der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft die verlässlichste Indikation, um den Unternehmenswert zu bestimmen. Dies setzt voraus, dass der Handel hinreichend liquide ist. Wie erwähnt ist dies für die LLB Aktie nicht der Fall. Daher eignet sich der Börsenkurs der LLB Aktie nur eingeschränkt, um einen fairen Wert der Aktie zu ermitteln.

Um eine fundierte Beurteilung zu gewährleisten, kommen für die Bewertung von LLB daher weitere Analyse- und Bewertungsmethoden zur Anwendung. Diese sind in nebenstehender Tabelle aufgeführt.

Um den Wert einer LLB Aktie zu ermitteln, haben wir die Dividend Discount Model (DDM) Methode als primäre Bewertungsmethode verwendet. Die DDM-Methode basiert auf der Annahme der Unternehmensfortführung und erlaubt es, unternehmensspezifische Faktoren zu berücksichtigen, da die Finanzwerte des Unternehmens im Detail abgebildet sind. Zudem eignet sich die DDM-Methode besonders für Banken, da die Methode die Kapitalanforderungen von Finanzunternehmen in der Herleitung des Eigenkapitalwertes berücksichtigt.

Zusätzlich wurden Marktmethoden wie Trading-Multiplikatoren oder die Regressionsanalyse zur Plausibilisierung des erhaltenen DDM-Wertes angewendet. Details zu den Methoden und dazugehörige Resultate finden sich im Kapitel 3.

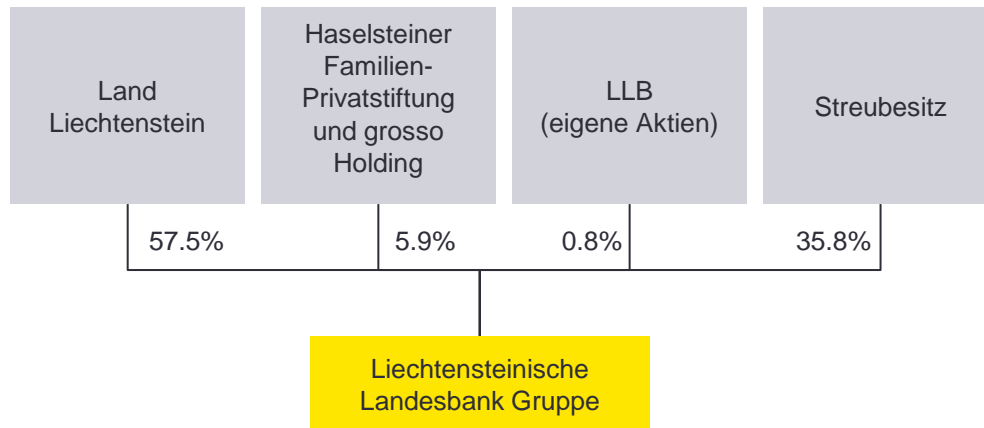
2

Profil

Das Land Liechtenstein ist Hauptaktionär von LLB

Organisationsstruktur (vereinfacht)

Aktionärsstruktur (per 31. Dezember 2021)



Wichtige Kennzahlen (konsolidierte Basis)

CHF Mio.	2020	HY2021 ¹
Geschäftsvolumen ²	92'892	101'857
Bilanzsumme	23'575	24'824
Bereinigtes Eigenkapital ³ exkl. Minderheitsanteile (TBV)	1'725	1'772
Geschäftsertrag	430.3	231.8
Ergebnis nach Steuern und Minderheiten	103.5	67.1

1) Per Bewertungszeitpunkt wurde der vollständige Jahresabschluss 2021 noch nicht veröffentlicht; 2) Summe von Kundenvermögen und Kreditausleihungen;

3) Ausgewiesenes Eigenkapital abzüglich Goodwill und anderen immateriellen Anlagen

Quelle: LLB

Unternehmensprofil

Die Liechtensteinische Landesbank mit Hauptsitz in Vaduz wurde im Jahr 1861 gegründet. LLB ist eine Aktiengesellschaft, deren Aktien an der SIX Swiss Exchange kotiert sind (Moody's Rating Aa2). Das Land Liechtenstein ist Mehrheitsaktionär von LLB mit einem aktuellen Anteil von 57.5%. Gemäss Gesetz hält das Land kapital- und stimmenmässig mindestens 51% der Aktien von LLB. Diese sind unveräusserlich. Die ursprüngliche Staatsgarantie zugunsten von LLB wurde 2019 abgeschafft.

Die zweitgrösste Aktionärsgruppe bildet die Haselsteiner Familien-Privatstiftung und die grosso Holding GmbH, welche einen gemeinsamen Anteil von 5.9% an LLB halten.

LLB bietet eine breite Palette von Finanzdienstleistungen an. Der Schwerpunkt liegt in den Bereichen Vermögensverwaltung und Anlageberatung für private und institutionelle Kunden sowie im Privat- und Firmenkundengeschäft. Die LLB-Gruppe besteht aus drei Banken, LLB in Vaduz, Bank Linth in Uznach, sowie LLB Österreich in Wien, sowie aus diversen weiteren Tochtergesellschaften. Alle drei Banken betreiben an ihrem Hauptsitz jeweils ein Buchungszentrum.

Der Fokus von LLB liegt auf den Onshore-Märkten Liechtenstein, Schweiz und Österreich, auf den traditionellen, grenzüberschreitenden Märkten Deutschland und übriges Westeuropa sowie auf den Wachstumsmärkten Zentral- und Osteuropa und Naher Osten.

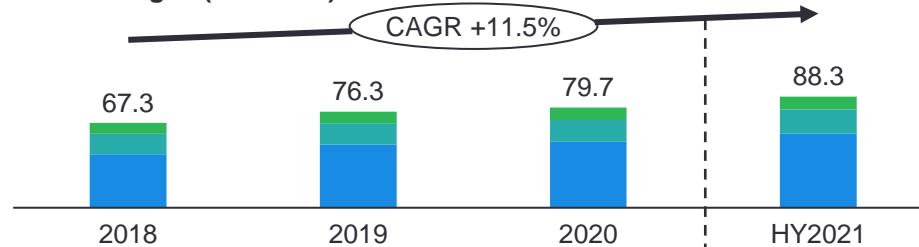
Per 30. Juni 2021 beschäftigt LLB 1'048 Mitarbeiter (in Vollzeitstellen).

Die regulatorischen Eigenmittel von LLB bestehen ausschliesslich aus hartem Kernkapital (CET1). Die Kapitalquote von LLB (20.8% per 30. Juni 2021) befindet sich verglichen mit anderen relevanten Banken auf einem hohen Niveau (siehe Anhang A).

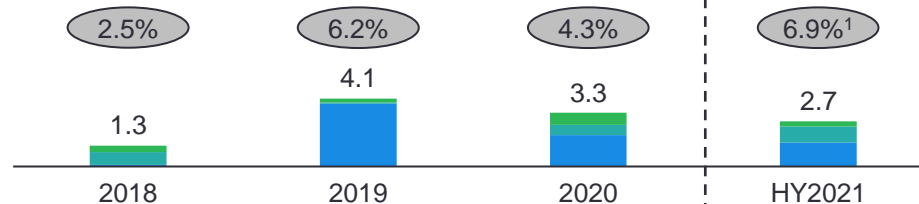
Das Geschäftsvolumen von LLB ist in den letzten Jahren deutlich angestiegen, auch dank M&A-Transaktionen

Ausgewählte Kennzahlen

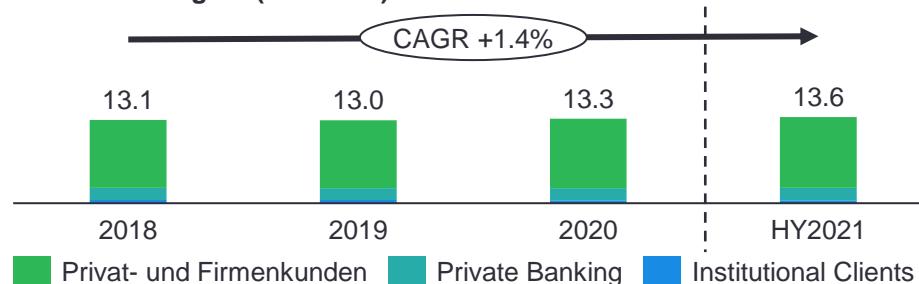
Kundenvermögen (CHF Mrd.)



Netto-Neugeld-Zufluss (CHF Mrd.)



Kundenausleihungen² (CHF Mrd.)



■ Privat- und Firmenkunden ■ Private Banking ■ Institutional Clients

x.x% Wachstum in % des Anfangsbestandes

1) Annualisiert; 2) Gemäss Segmentberichterstattung exkl. Wertberichtigungen für Kreditrisiken;

3) 10 Vermögensverwaltungsbanken mit Kundenvermögen zwischen CHF 30 Mrd. und CHF 450 Mrd. und eine Auswahl von 22 Kantonal- und Retailbanken in der Schweiz

Quelle: LLB, Geschäftsberichte, EY Analyse

Kommentar

Seit 2018 verzeichnete LLB ein jährliches Wachstum der Kundenvermögen von 11.5% auf ein Volumen von CHF 88.3 Mrd. per Juni 2021. Das Wachstum der letzten Jahre wurde auch dank Übernahmen gestärkt, unter anderen die Übernahme gewisser Kundenbeziehungen der österreichischen Niederlassung der Credit Suisse (Luxembourg) SA.

Neben der Marktpformance verzeichnete LLB auch einen positiven Netto-Neugeld-Zufluss in jedem der letzten Jahre; dessen Zunahme variiert zwischen 2.5% und 6.9% auf einer annualisierten Basis.

Die Kundenausleihungen² sind über die gleiche Periode ebenfalls gewachsen und erreichten ein Niveau von CHF 13.6 Mrd. per Juni 2021. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Kundenausleihungen beträgt 1.4%.

Die untenstehende Tabelle stellt die Entwicklungen dieser Kennzahlen (jeweils Medianwert) anhand ausgewählter Banken³ in der Schweiz und Liechtenstein dar:

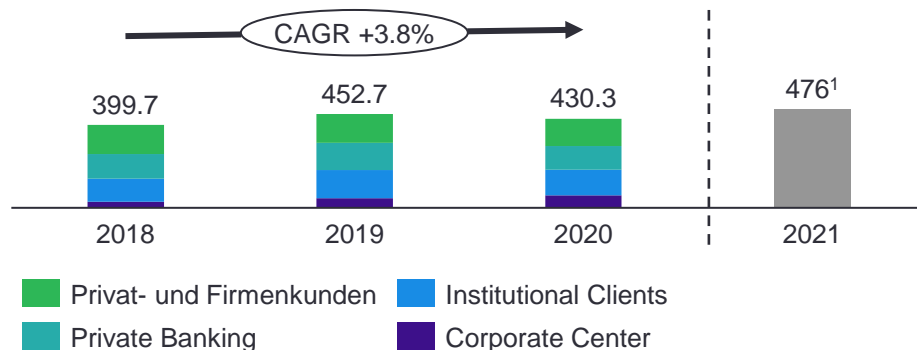
- Wachstum Kundenvermögen und Netto-Neugeld-Zufluss: Auswahl von 10 Vermögensverwaltungsbanken
- Wachstum Kundenausleihungen: Auswahl von 22 Retailbanken

Werte ausgewählter Banken	2018	2019	2020
Wachstum Kundenvermögen	3.8%	13.8%	3.8%
Netto-Neugeld-Zufluss	2.9%	4.0%	4.5%
Wachstum Kundenausleihungen	3.4%	7.4%	4.0%

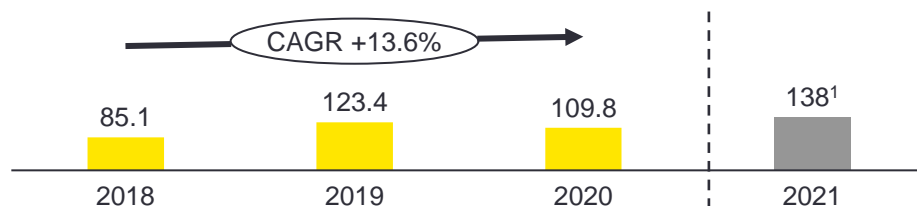
Das Konzernergebnis ist dank Volumenzuwachs und Skaleneffekten stark gestiegen

Entwicklung wichtiger Finanzkennzahlen

Geschäftsertrag (CHF Mio.)



Konzernergebnis (CHF Mio.)



Bruttomarge ² der Marktdivisionen	2018	2019	2020	HY2021
Privat- und Firmenkunden	0.70%	0.70%	0.67%	0.66%
Private Banking	0.69%	0.72%	0.65%	0.65%
Institutional Clients	0.31%	0.29%	0.26%	0.23%

1) Ungeprüfte Zahlen gemäss Medienmitteilung per 20. Januar 2022

2) Berechnung durch LLB: Geschäftsertrag (ohne erwartete Kreditverluste) zum durchschnittlichen monatlichen Geschäftsvolumen; Werte für HY2021 annualisiert

Quelle: LLB, EY Analyse

Kommentar

Ein Grossteil des Wachstums der Kundenvermögen über die letzten Jahre wurde in der Marktdivision Institutional Clients erwirtschaftet, wo die Bruttomarge niedriger als in den anderen Marktdivisionen liegt. Somit ist der Geschäftsertrag nur moderat mit 3.8% jährlich zwischen 2018 und 2020 gewachsen (Wachstum der Kundenvermögen bei 8.8% über die gleiche Periode).

Bei den zehn ausgewählten Vermögensverwaltungsbanken (vgl. vorherige Seite) hat sich der Geschäftsertrag im Schnitt von 2018 bis 2020 um 2.0% jährlich entwickelt. Bei den ausgewählten 22 Retailbanken betrug die jährliche Wachstumsrate des Geschäftsertrags von 2018 bis 2020 2.1%.

Unter anderem dank Skaleneffekten konnte LLB das Konzernergebnis um 13.6% jährlich zwischen 2018 und 2020 steigern. Die Verbesserung der Cost-Income-Ratio wird auf der nächsten Seite dargestellt.

Bruttomargen

Die Bruttomargen jeder Marktdivision von LLB sind seit 2018 gesunken, einerseits aufgrund einer Veränderung des Business-Mix von LLB nach den M&A-Transaktionen, andererseits durch den andauernden Margendruck im Markt.

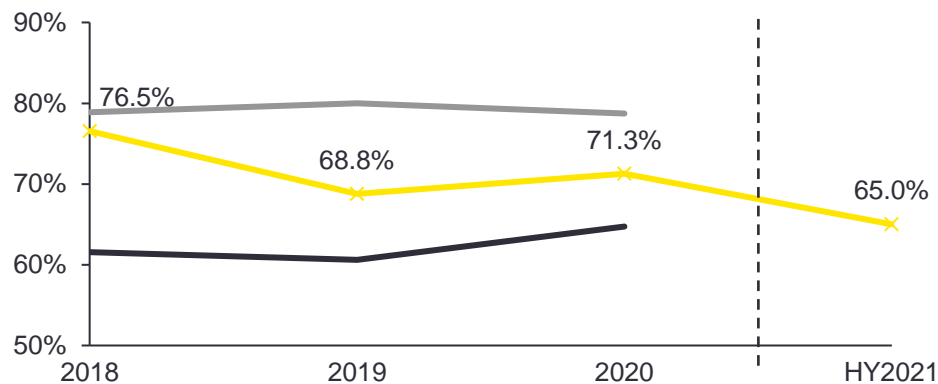
Bei den zehn ausgewählten Vermögensverwaltungsbanken ist die Bruttomarge zwischen 2018 und 2020 um 0.03 Prozentpunkte leicht zurückgegangen. Bei den ausgewählten 22 Retailbanken ist die Bruttomarge um 0.10 Prozentpunkte über die gleiche Periode gesunken.

Im Jahr 2021 zeichnet sich unter anderem dank stabiler Margen ein höherer Geschäftsertrag in den Marktdivisionen Privat- und Firmenkunden und Private Banking ab.

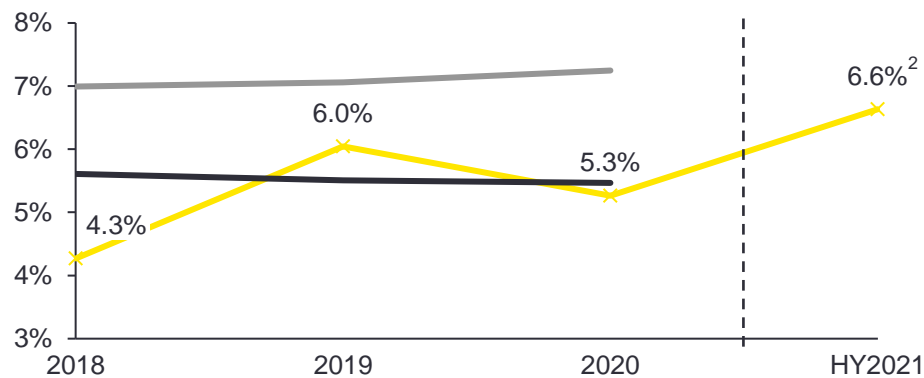
Die Eigenkapitalrendite von LLB wird auch von der vergleichsweise hohen CET1 Quote beeinflusst

Ausgewählte Kennziffern

Cost-Income-Ratio¹



Eigenkapitalrendite



—x— LLB — Ausgewählte VV-Banken — Ausgewählte Retailbanken

Kommentar

Cost-Income-Ratio

LLB konnte die Cost-Income-Ratio in den letzten Jahren reduzieren. Im Einklang mit ihrem gemischten Geschäftsmodell befindet sich die Ratio zwischen derjenigen der ausgewählten Vermögensverwaltungsbanken und derjenigen der ausgewählten Retailbanken. Das Niveau von 65% entspricht dem langfristigen Ziel von LLB.

Eigenkapitalrendite

Das Wachstum des Geschäftsertrags in Kombination mit der Verbesserung der Cost-Income-Ratio der letzten Jahre hat sich entsprechend in den steigenden Eigenkapitalrenditen widerspiegelt. Bis 2021 lag die Eigenkapitalrendite von LLB am unteren Ende derjenigen der Vermögensverwaltungsbanken (VV-Banken), was auch aufgrund der hohen CET1-Quote von LLB zu erklären ist.

Wichtige Bezugsgrößen

CHF Mio.	2020	2021	2022E
Bereinigtes Eigenkapital (exkl. Minderheitsanteile) (TBV)	1'725	1'772	n.v.
Ergebnis nach Steuern und Minderheiten	103.5	130.3 ³	146.3 ⁴
TBV-Rendite	6.2%	7.5% ³	n.v.

1) Cost-Income-Ratio = Geschäftsaufwand / Geschäftsertrag; leichte Differenzen gegenüber der von LLB publizierten Cost-Income-Ratio; 2) Annualisiert; 3) Konzernergebnis gemäss Medienmitteilung vom 20. Januar 2022 abzüglich der von EY geschätzten Minderheiten; 4) Basierend auf Analystenschätzungen
Quelle: LLB, Geschäftsberichte, Capital IQ, EY Analyse

Eine neue Gruppenstrategie (ACT-26) und Struktur der Marktdivisionen wurde im Oktober 2021 angekündigt

Umstrukturierung der Marktdivisionen in ACT-26

Bevor die Strategie ACT-26 im Jahr 2022 eingeführt wurde, war LLB in drei verschiedene Marktdivisionen organisiert:

Privat- und Firmenkunden umfasste das Universalbankengeschäft in den beiden Heimmärkten Liechtenstein und der Schweiz.

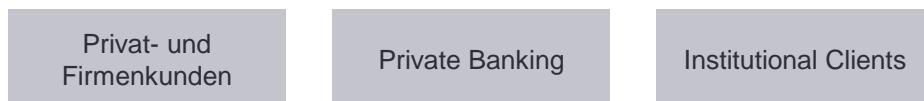
Im **Private Banking** waren Dienstleistungen von der Anlageberatung, Vermögensverwaltung, Vermögensstrukturierung bis zur Finanz- und Vorsorgeplanung enthalten.

Institutional Clients umfasste das Intermediär- und Fondsgeschäft sowie den Bereich Asset Management. Unter dem Dach des Fonds Powerhouse werden vier Fondsleitungen in drei Jurisdiktionen (Liechtenstein, Österreich und Schweiz) gebündelt.

ACT-26

Die neue Gruppenstrategie (ACT-26) bringt eine wichtige Änderung mit sich, welche in unserer Bewertung berücksichtigt wurde. LLB reduziert ihre Geschäftsstruktur von drei auf zwei Marktdivisionen auf Basis einer Neuordnung der bestehenden Geschäftsbereiche. In der Grafik unten ist die Umstrukturierung der Marktdivisionen dargestellt.

Historische Struktur der Marktdivisionen



Neue Struktur ab Januar 2022



Quelle: LLB

Berücksichtigung ACT-26 in der Bewertung

Änderung der Marktdivisionen von LLB

Durch die unterschiedlichen Risikoprofile, welche die zwei Marktdivisionen aufweisen, wurden für die Herleitung der Marktbetas sowie der Markt-Multiplikatoren zwei Vergleichsgruppen herangezogen.

Für die Marktdivision International Wealth Management wurden kotierte Vermögensverwaltungsbanken aus der Schweiz und aus Liechtenstein herangezogen. Für die Marktdivision Privat- und Firmenkunden wurden kotierte Schweizer Retailbanken berücksichtigt.

Initiativen von LLB

ACT-26 zielt auf Wachstum, Effizienz und Nachhaltigkeit. LLB möchte dies durch einige Initiativen erreichen, die im Mittelfristplan abgebildet wurden, wie z.B.:

- ▶ LLB.ONE: Digitales Transformationsprogramm mit einem Investitionsvolumen von CHF 100 Mio., das Effizienzgewinne durch den Ausbau und die Modernisierung der Kundeninteraktion sowie durch die Digitalisierung und Skalierung der Prozesse realisieren soll
- ▶ Stärkung der Marktposition in Liechtenstein bei institutionellen Kunden
- ▶ Ausbau der Position als führende Vermögensverwaltungsbank in Österreich
- ▶ Ausbau des Fondsgeschäfts in Deutschland

Zusätzlich beinhaltet der Mittelfristplan Initiativen, die bereits vollzogen wurden, wie beispielsweise die Übernahme gewisser Kundenbeziehungen der österreichischen Niederlassung der Credit Suisse (Luxembourg) SA Anfang 2021.

Der vom Management erstellte Mittelfristplan bis 2026 beinhaltet die Ziele von ACT-26

Finanzziele ACT-26 und Mittelfristplan

Parameter	Ziel
Wachstum Net New Money p.a.	>3.0%
Wachstum Net New Loans p.a.	>3.0%
Langfristige Cost-Income-Ratio	65%
Tier-1-Ratio	>16%

Kommentare zum Mittelfristplan

Das Management von LLB hat uns den Mittelfristplan (Businessplan) in Excel-Format für die Jahre 2022 bis 2026 zur Verfügung gestellt. Der Mittelfristplan wurde im Oktober 2021 vom Verwaltungsrat genehmigt und reflektiert die Ambitionen der neuen Strategie ACT-26.

Der Mittelfristplan ist wie folgt aufgebaut:

- ▶ Bottom-up Prognose für jede einzelne Unterdivision der beiden (neuen) Marktdivisionen PFK und IWM sowie der Divisionen Group CEO, Group CDO und Group CFO, inklusive detaillierter Prognose zu Net New Money, Net New Loans, Bruttomarge und FTE-Entwicklung
- ▶ Annahmen zu makroökonomischen Werttreibern wie Zinsentwicklung und Markt-Performance
- ▶ Projektion der Finanzzahlen sowohl auf konsolidierter Ebene als auch für die einzelnen Divisionen
- ▶ Kostenallokation der Gemeinkosten auf die zwei Marktdivisionen, um eine Deckungsbeitragsrechnung pro Marktdivision abzubilden

Anzumerken ist, dass sich der relative Wertbeitrag der beiden Marktdivisionen über die Planperiode nicht wesentlich verändert.

Anpassungen durch EY

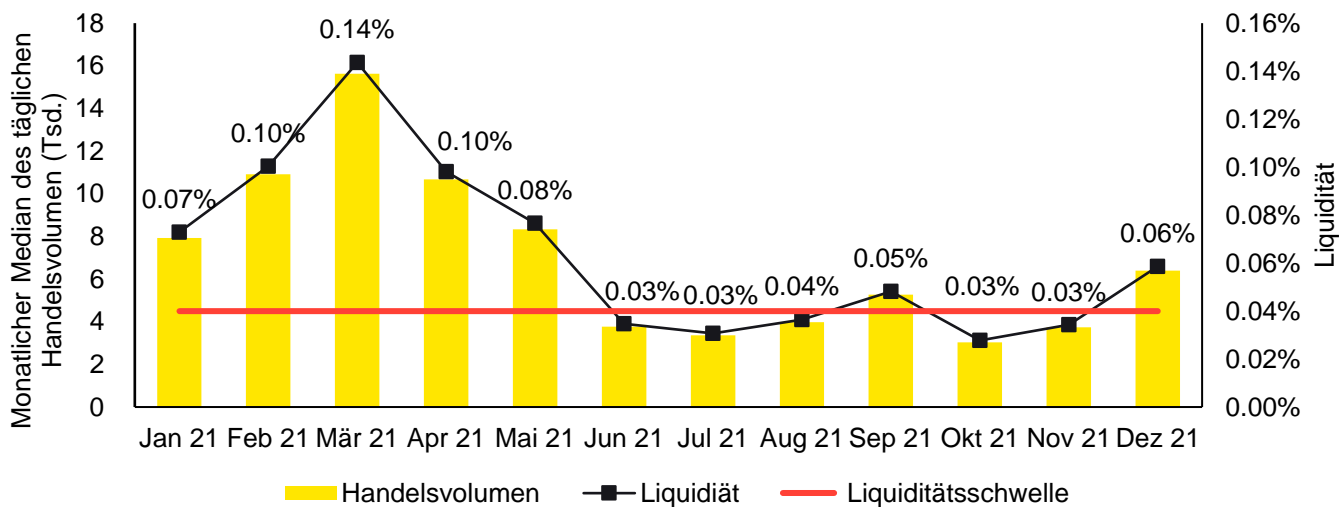
Wir haben die Annahmen des Mittelfristplans detailliert analysiert und mit dem Management diskutiert. Nach internen Analysen haben wir einige wenige Anpassungen am vom Management erstellten Mittelfristplan vorgenommen. Diese Anpassungen beziehen sich auf folgende Punkte:

- ▶ Kapitaloptimierung: Der Mittelfristplan beinhaltet einen Wertbeitrag durch optimiertes Anlegen von Teilen des Eigenmittelüberschusses. Da das von uns angewendete DDM-Methode den Eigenmittelüberschuss zum ermittelten NPV-Wert addiert (siehe Kapitel 3), haben wir diese Effekte auf Null gesetzt, um eine Doppelzählung bei unseren Bewertungsüberlegungen zu vermeiden.
- ▶ Initiativen: Wir haben einige wenige Initiativen, die sich in einem frühen Stadium der Planung befinden, nicht berücksichtigt, d.h. deren Wertbeitrag ebenfalls auf Null gesetzt.

Die von uns vorgenommenen Anpassungen des Mittelfristplans sind im relativen Vergleich zum Gesamtergebnis nicht wesentlich.

Gemäss Rundschreiben Nr. 2 der UEK ist die LLB Aktie als nicht liquid zu betrachten

Handelsvolumen und Liquidität der LLB Aktie



Die Grafik zeigt den monatlichen Median des täglichen Handelsvolumens und die Liquidität über den Betrachtungszeitraum 1. Januar 2021 bis 31. Dezember 2021.

Gemäss Rundschreiben Nr. 2 «Liquidität im Sinn des Übernahmerechts» der UEK gilt eine Aktie als liquid, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens zehn von zwölf der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des Streubesitzes ist. Diese Liquiditätsschwelle ist in obiger Grafik durch die rote Linie gekennzeichnet.

Analyse

Unsere Analyse hat ergeben, dass im relevanten Betrachtungszeitraum vor der Voranmeldung des Übernahmeangebots (1. Januar 2021 bis 31. Dezember 2021) das Handelsvolumen der LLB Aktie nur in sieben von zwölf Monaten über der Liquiditätsschwelle von 0.04% lag. Somit ist die LLB Aktie gemäss Definition der UEK nicht liquid.

Das geringe Handelsvolumen bedeutet, dass der Aktienkurs verzerrt sein kann, da sich bspw. nicht alle aktuellen und kursrelevanten Informationen direkt im Aktienkurs widerspiegeln.

Fazit

Der Aktienkurs von LLB ist aufgrund mangelnder Liquidität nur beschränkt aussagekräftig und dient folglich nur als Vergleichswert

3 Wertüberlegungen

Als primäre Bewertungsmethode verwenden wir die DDM-Methode basierend auf dem angepassten Mittelfristplan

Unterschiedliche Bewertungsansätze

Marktmethoden	Trading-Multiplikatoren
	Transaktions-Multiplikatoren
Ertragsmethoden	Discounted Cash Flows
	Ertragswert
Kostenmethoden	Substanzwert / NAV
	Wiederbeschaffungswert

Angewendete Methode

Markt-, Ertrags- und Kostenmethoden

Bei der Unternehmensbewertung kann grundsätzlich zwischen Marktmethoden, Ertragsmethoden und Kostenmethoden unterschieden werden:

- **Marktmethoden** leiten den Wert auf Grundlage dessen ab, was Marktteilnehmer im aktuellen Marktumfeld für vergleichbare Vermögenswerte oder Unternehmen tatsächlich bezahlt haben oder zu zahlen bereit sind.
- **Ertragsmethoden** bewerten ein Unternehmen anhand der erwarteten Ertragsströme, die das Unternehmen in Zukunft erwirtschaften soll. Die Ertragsströme werden dabei auf den Zeitpunkt der Bewertung diskontiert. Bei Bewertungen von Unternehmen aus dem Finanzdienstleistungssektor wird üblicherweise das Dividend Discount Model als eine besondere Form des Discounted Cash Flow Modells verwendet.
- **Kostenmethoden** basieren auf der Überlegung, dass ein umsichtiger Anleger für einen Vermögenswert nicht mehr zahlt als die Kosten, um ihn durch eine neue, identische oder ähnliche Einheit mit gleichwertigem Nutzen zu ersetzen. Kostenmethoden werden nur in besonderen Fällen bei Unternehmensbewertungen verwendet.

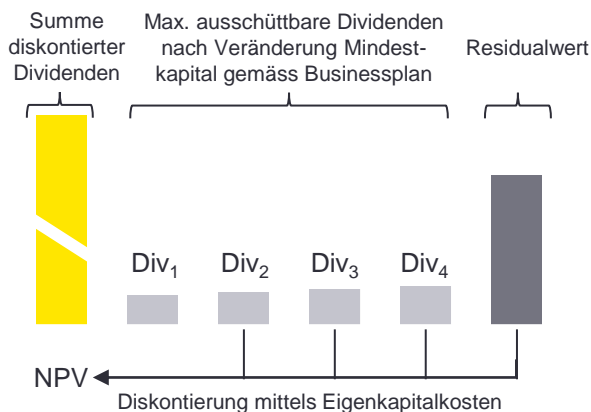
Primäre Bewertungsmethode: Dividend Discount Model (DDM)

Wie erwähnt werden Unternehmen aus dem Finanzdienstleistungssektor in der Regel anhand der DDM-Methode bewertet. Der Eigenkapitalwert basiert auf der Grundlage von maximal ausschüttbaren Dividenden, d.h. dem erzielten Gewinn nach Berücksichtigung der Veränderung von regulatorischen Kapitalanforderungen. Die Dividenden werden anhand des zugrunde liegenden Businessplans und nicht anhand der tatsächlichen Dividendenpolitik des Zielunternehmens hergeleitet. Wie in der Grafik links dargestellt, basiert unsere Bewertung auf den hergeleiteten maximal ausschüttbaren Dividenden, welche mit einem angemessenen Eigenkapitalkostensatz auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert werden. Zusätzlich wird ein sogenannter Residualwert basierend auf nachhaltig erzielbaren Dividenden berechnet und ebenfalls auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert. In Summe ergibt sich der NPV-Wert, d.h. der Eigenkapitalwert zum Bewertungszeitpunkt.

Im DDM wird ein operativ notwendiges Mindestkapital berücksichtigt. Sollte die Bank über mehr Eigenkapital als das operativ notwendige Mindestkapital verfügen, wird die Differenz als Eigenmittelüberschuss zum NPV-Wert addiert.

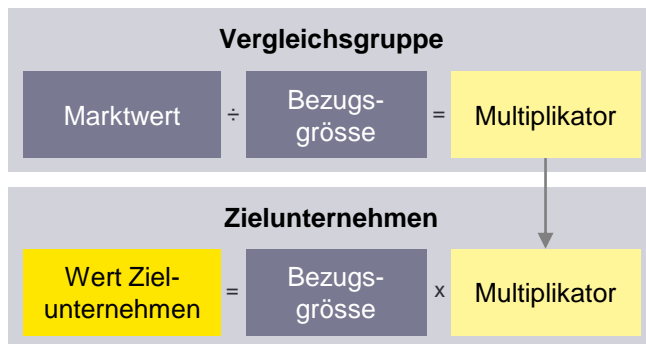
Die DDM-Bewertung wurde auf konsolidierter Basis durchgeführt und nicht als Sum-of-the-Parts. Der Einfluss der beiden künftigen Marktdivisionen von LLB (PFK und IWM) auf die konsolidierte Bewertung wurde über eine Gewichtung des adjustierten Betas in den Kapitalkosten bzw. bei der Herleitung der Trading-Multiplikatoren vorgenommen.

DDM-Bewertungsmethode



Zusätzlich verwenden wir die Marktmethode zur Plausibilisierung des DDM-Ergebnisses

Illustrative Vorgehensweise



Marktmethode: Trading- und Transaktions-Multiplikatoren

Zur Plausibilisierung und zum Vergleich des anhand der DDM-Methode ermittelten Wertes pro LLB Aktie wurde zusätzlich die Marktmethode verwendet. Die Marktmethode ist eine relative Bewertungsmethode, die in der Praxis zumeist zu Vergleichszwecken herangezogen wird. Dabei wird der jeweilige Unternehmenswert der Vergleichsunternehmen als ein Vielfaches («Multiplikator») von industriespezifischen Kennzahlen (bspw. Ergebnis nach Steuern) berechnet. Anschliessend wird der Median der Multiplikatoren mit der entsprechenden Kennzahl des zu bewertenden Unternehmens multipliziert, um den Unternehmenswert bzw. Bandbreiten für den Unternehmenswert zu ermitteln.

Multiplikatoren von gelisteten Vergleichsunternehmen (Trading-Multiplikatoren)

Diese Multiplikatoren basieren auf den aktuellen Kursen und den zuletzt verfügbaren Finanzzahlen vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen. Dabei wurden die gleichen Vergleichsgruppen wie zur Herleitung der Kapitalkosten für die DDM-Methode verwendet, nämlich Vermögensverwaltungsbanken und Retailbanken.

Bei der Auswahl der Banken dieser zwei Vergleichsgruppen wurden lediglich Aktientitel berücksichtigt, welche das Liquiditätskriterium der Übernahmekommission erfüllen. Genauere Details zu den Vergleichsgruppen resp. zur Liquiditätsanalyse finden sich im Anhang B.

Ausschluss LLB aus Vergleichsgruppen

LLB selbst wurde aus beiden Vergleichsgruppen ausgeschlossen, da die Aktien nicht liquid sind und das Geschäftsmodell von LLB einen Mix dieser beiden Bankengruppen darstellt.

Transaktions-Multiplikatoren

Diese stellen eine weitere Marktmethode zur Plausibilisierung der Ergebnisse dar. Zahlreiche Transaktionen der letzten Jahre auf dem Schweizer Bankenmarkt wurden durch eine stattfindende Marktkonsolidierung und einhergehende Realisierung von Synergiepotentialen getrieben. Die Profitabilität der akquirierten Banken war dabei nicht der primäre Fokus bei der Preisfestlegung. Zudem wurden viele der in jüngster Zeit getätigten Transaktionen (vor allem im Vermögensverwaltungsbankenbereich) als «Asset-Deals» strukturiert, so dass verlässliche Marktdaten nicht vorhanden sind. Daher wird auf Transaktions-Multiplikatoren verzichtet.

Berücksichtigung Dividende 2021

Sowohl das Ergebnis der DDM-Methode als auch das Ergebnis der Marktmethode beinhalten die noch nicht beantragten oder ausgeschütteten Dividenden des Finanzjahres 2021. In der DDM-Methode ist dies im Eigenmittelüberschuss enthalten und die Marktmultiplikatoren sind ebenfalls vor Dividendenzahlung.

Der Eigenkapitalkostensatz reflektiert im verwendeten, gewichteten Beta den Mix der Marktdivisionen von LLB

Eigenkapitalkosten und Beta

Zusammensetzung Eigenkapitalkosten

Parameter		Wert
Basiszins / «risikoloser» Zinssatz	a	0.00%
Marktrisikoprämie	b	6.50%
Gewichtetes, adjustiertes Beta	c	1.101x
Grössenprämie	d	1.43%
Länderrisikoprämie	e	0.00%
Eigenkapitalkosten (= a + b * c + d + e)		8.59%

Zusammensetzung Beta

Vergleichsgruppe	Gewichtung	Beta
VV-Banken	66.5%	1.325x
Retailbanken	33.5%	0.659x
Gewichtetes, adj. Beta	100%	1.101x

Komponenten der Eigenkapitalkosten

- a Als Basiszinssatz wurde der fünfjährige historische Durchschnitt (mit einer Untergrenze von Null) einer 10-jährigen Schweizer Staatsanleihe verwendet. Gemäss Management sind die im Mittelfristplan reflektierten Planzahlen, die in Fremdwährungen anfallen, mit Forward Rates budgetiert, so dass eine Diskontierung auf CHF-Basis konsistent ist.
- b Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des Aktienmarktes und dem risikolosen Zinssatz. Die verwendete Marktrisikoprämie basiert auf Marktstudien¹.
- c Das Beta reflektiert das systematische Risiko einer Aktie und wird am Kapitalmarkt beobachtet. Das adjustierte Beta² wird üblicherweise anhand des Medians einer Vergleichsgruppe abgeleitet.
 - Da LLB künftig die Marktdivisionen IWM und PFK führen wird, wurden im vorliegenden Fall zwei unterschiedliche Vergleichsgruppen gebildet, um das Rendite-/Risikoprofil besser abzubilden: eine Vergleichsgruppe bestehend aus gelisteten Vermögensverwaltungsbanken aus der Schweiz oder aus Liechtenstein und eine zweite Vergleichsgruppe bestehend aus gelisteten Schweizer Retailbanken. Das für die Bewertung verwendete Beta wurde anhand einer Gewichtung der ermittelten adjustierten Betas der beiden Vergleichsgruppen hergeleitet (siehe Anhang C).
 - Die Gewichtung wurde anhand der durchschnittlichen Anteile der jeweiligen Ergebnisbeiträge von 2020 bis 2026 der beiden Marktdivisionen ermittelt. Durch die unterschiedliche Kapitalbindung und somit unterschiedliche Dividendenkapazität der beiden Marktdivisionen wurden die Ergebnisbeiträge nach den durch LLB allozierten Risiko- und Kapitalkosten für die Gewichtung verwendet. Es ergibt sich eine Gewichtung von 66.5% für die Vergleichsgruppe Vermögensverwaltungsbanken resp. 33.5% für die Vergleichsgruppe Retailbanken.
- d Empirische Studien zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu grösseren Unternehmen langfristig höhere Renditen erzielen, jedoch auch mit höheren Risiken einhergehen, für die der Markt eine Kompensation fordert. Wir haben eine Grössenprämie gemäss 2021 Valuation Handbook von Duff & Phelps verwendet.
- e Der Mittelfristplan wurde auf CHF-Basis erstellt und etwaige Fremdwährungen mittels Forward Rates reflektiert. LLB ist überwiegend in Ländern aktiv (Liechtenstein, Schweiz, Österreich, Deutschland), für die keine Länderrisikoprämie angewendet wird.

1) EY Benchmarking Studien und eigene Analyse; 2) Adjustiertes Beta = (2/3) regressiertes Beta + (1/3)*1, Adjustierung gemäss Blume
Quelle: Capital IQ, EY, Damodaran 2021, Duff & Phelps 2021

Die DDM-Methode resultiert in eine Punktschätzung von CHF 61.3 pro LLB Aktie

Übersicht Wertkomponenten

CHF Mio.	
NPV-Wert	1'525.9
Eigenmittelüberschuss	484.2
Nicht-betriebliche Vermögenswerte	-
Buchwert der Minderheitsanteile	(137.1)
Eigenkapitalwert (nach Minderheiten)	1'873.1
Ausstehende Aktien (#)	30'567'065
Wert pro LLB Aktie (CHF)	61.3

Illustrative Herleitung Eigenmittelüberschuss	
Eigenkapital (gemäss IFRS)	a
Operativ notwendiges Mindestkapital	b
Eigenmittelüberschuss	c = a - b

Wesentliche Annahmen und Herleitung DDM-Wert

Die Bewertung erfolgt auf konsolidierter Stufe basierend auf dem angepassten Mittelfristplan 2022 - 2026 von LLB. Dabei wurden folgende Annahmen berücksichtigt:

- Bewertungsdatum: 26. Januar 2022
- Gruppensteuersatz: 13% - 14% (mittelfristig erwarteter Steuersatz gemäss Management)
- Ewige Wachstumsrate für Herleitung Residualwert: 0.5%. Üblicherweise wird die langfristig erwartete Inflationsrate als ewige Wachstumsrate angewendet. Allerdings kann die ewige Wachstumsrate nicht isoliert betrachtet werden, sondern muss konsistent zu den angewendeten Kapitalkosten angesetzt werden. Daher haben wir den Mittelwert aus der langfristigen Inflationserwartung und dem Basiszins gewählt
- Cost-Income-Ratio für Herleitung Residualwert: 65% (Zielwert gemäss ACT-26 Strategieplan und in Anlehnung an Marktanalysen)

Der NPV-Wert aus dem DDM ergibt sich als die Summe der diskontierten Dividenden über die explizite Planperiode sowie des diskontierten Residualwertes.

Das DDM berücksichtigt ein operativ notwendiges Zielmindestkapital von 16% der risikogewichteten Aktiva. Diese Zielgrösse liegt oberhalb des regulatorischen Mindestkapitals von LLB und entspricht der intern gesetzten Mindestgrenze der Tier-1 Ratio gemäss ACT-26 Strategie. Basierend auf der Zielgrösse von 16% ergibt sich per Bewertungsdatum ein Eigenmittelüberschuss von CHF 484.2 Mio., die zum NPV-Wert addiert werden. Eine illustrative Herleitung des Eigenmittelüberschusses findet sich in der Tabelle links.

Gemäss Management gibt es keine nicht-betrieblichen Vermögenswerte, die bewertungsrelevant wären. Ebenfalls bestehen keine Eventualverbindlichkeiten.

Um den Wert einer LLB Aktie herzuleiten, wurde zudem der Buchwert der Minderheitsanteile per 30. Juni 2021 vom NPV-Wert abgezogen. Dies entspricht grösstenteils den Minderheiten an Bank Linth.

Basierend auf den beschriebenen zugrunde liegenden Annahmen, den Informationen des Managements sowie eigenen Überlegungen haben wir unter Anwendung der DDM-Methode einen Eigenkapitalwert (nach Minderheiten) von CHF 1'873.1 Mio. per 26. Januar 2022 für LLB ermittelt. Unter Berücksichtigung der Anzahl ausstehender Aktien ergibt sich ein Wert von CHF 61.3 pro LLB Aktie.

Basierend auf Sensitivitätsanalysen ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 56.7 bis CHF 66.5 pro LLB Aktie

Sensitivitätstabellen

CHF	Eigenkapitalkosten					
		7.59%	8.09%	8.59%	9.09%	9.59%
Ewige Wachstumsrate	1.00%	70.7	66.0	61.9	58.3	55.1
	0.75%	70.1	65.6	61.6	58.1	55.0
	0.50%	69.6	65.1	61.3	57.9	54.9
	0.25%	69.0	64.8	61.0	57.7	54.7
	0.00%	68.5	64.4	60.7	57.5	54.6

CHF	Eigenkapitalkosten					
		7.59%	8.09%	8.59%	9.09%	9.59%
Cost-Income-Ratio im Residualwert	63%	72.5	67.8	63.8	60.2	57.0
	64%	71.0	66.5	62.5	59.0	55.9
	65%	69.6	65.1	61.3	57.9	54.9
	66%	68.1	63.8	60.0	56.7	53.8
	67%	66.6	62.4	58.8	55.6	52.8

Herleitung der Wertbandbreite

Sensitivitätsanalyse

Zur breiteren Abstützung unseres Ergebnisses aus der DDM-Methode haben wir zwei Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro LLB Aktie durchgeführt. Die Analysen zeigen die Sensitivitäten des Aktienwertes auf Veränderung grundlegender Annahmen der Bewertung (siehe nebenstehende Tabellen).

Bei einer Veränderung der Eigenkapitalkosten und der ewigen Wachstumsrate um jeweils +/- 0.50 bzw. +/- 0.25 Prozentpunkte resultiert eine Wertbandbreite von CHF 57.7 bis CHF 65.6 pro LLB Aktie.

Die zweite Sensitivitätsanalyse zeigt bei einer Veränderung der Eigenkapitalkosten und der Cost-Income-Ratio um jeweils +/- 0.50 bzw. +/- 1.0 Prozentpunkt eine Wertbandbreite von CHF 56.7 bis CHF 66.5 pro LLB Aktie.

Unter Berücksichtigung beider Sensitivitätsanalysen resultiert somit eine Wertbandbreite von CHF 56.7 und CHF 66.5 pro LLB Aktie.

Fazit

Unter Anwendung der DDM-Methode haben wir eine Punktschätzung von CHF 61.3 und eine Wertbandbreite von CHF 56.7 bis CHF 66.5 pro LLB Aktie ermittelt

Die Marktmethode resultiert in eine Wertbandbreite zwischen CHF 52.3 und CHF 58.1 pro LLB Aktie

Trading-Multiplikatoren Resultate

CHF	P/E 2020A	P/E 2021E	P/E 2022E	P/TBV HY2021
Gewichteter Multiplikator	17.2x	12.3x	11.6x	1.7x
Bezugsgrösse (Mio.)	103.5	130.3 ¹	146.3 ²	1'771.6
Wert pro LLB Aktie	58.1	52.3	55.7	99.5



Fazit

Basierend auf den Trading-Multiplikatoren resultiert eine Wertbandbreite von CHF 52.3 bis CHF 58.1 pro LLB Aktie

Marktmethode

Zur Herleitung der Multiplikatoren haben wir uns auf die marktdivisionsspezifischen Vergleichsgruppen abgestützt, welche bereits zur Herleitung des Betas zur Anwendung kamen. Die aus den Vergleichsgruppen resultierenden Multiplikatoren (siehe Anhang D) wurden gemäss der hergeleiteten Anteile anhand der Ergebnisbeiträge (siehe Seite 19) zusammengesetzt, um gewichtete Multiplikatoren zu ermitteln und auf die konsolidierten Finanzzahlen von LLB anzuwenden.

Grundsätzlich gibt es vergangenheits- und zukunftsorientierte Multiplikatoren. Unsere Analyse stützt sich auf das Ergebnis nach Steuern und nach Minderheiten (sowohl vergangenheits- als auch zukunftsorientiert) und auf dem bereinigten Eigenkapital nach Minderheitsanteilen (vergangenheitsorientiert) als relative Bezugsgrösse ab.

Die Anwendung von P/E-Multiplikatoren ist in der Bewertungspraxis von Banken weit verbreitet und akzeptiert, da es die Profitabilität einer Bank direkt mit einem im Markt beobachtbaren Preis ins Verhältnis setzt.

Der P/TBV ist ein weiterer Multiplikator, welcher in der Bewertungspraxis weit verbreitet ist. Der P/TBV bezieht sich auf das rapportierte Eigenkapital, das um immaterielle Vermögenswerte (inkl. Goodwill) bereinigt wurde («bereinigtes Eigenkapital»), da immaterielle Vermögenswerte aus regulatorischer Sicht ebenfalls vom anrechenbaren Eigenkapital abgezogen werden müssen. Das bereinigte Eigenkapital verringert Verzerrungen aufgrund von unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards. Beispielsweise wird unter IFRS Goodwill nicht abgeschrieben (vorbehaltlich positivem Impairment Test), wohingegen bei Rechnungslegungsvorschriften des Bankengesetzes und Richtlinien der FINMA die Abschreibung von Goodwill über einen bestimmten Zeitraum oder auch die Verrechnung mit dem Eigenkapital erlaubt ist.

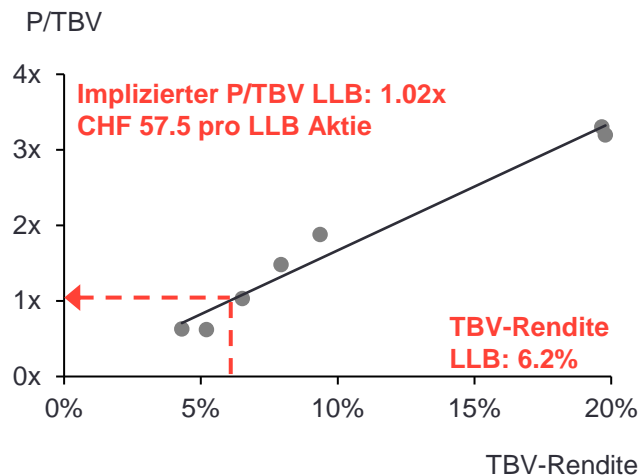
Der P/TBV berücksichtigt allerdings keine Unterschiede in der Profitabilität zwischen den einzelnen Banken in der Vergleichsgruppe. Eine direkte Anwendung des P/TBV kann – wie im vorliegenden Fall – auch zu einer Bewertungsverzerrung führen, weshalb auf eine solche Anwendung verzichtet und stattdessen auf eine P/TBV mittels Regressionsanalyse zurückgegriffen wird (siehe nachfolgende Seite).

1) Konzernergebnis gemäss Medienmitteilung vom 20. Januar 2022 abzüglich der von EY geschätzten Minderheiten;
2) Zukunftsorientierte Bezugsgrösse gemäss publizierten Analystenschätzungen
Quelle: LLB, Capital IQ, EY Analyse

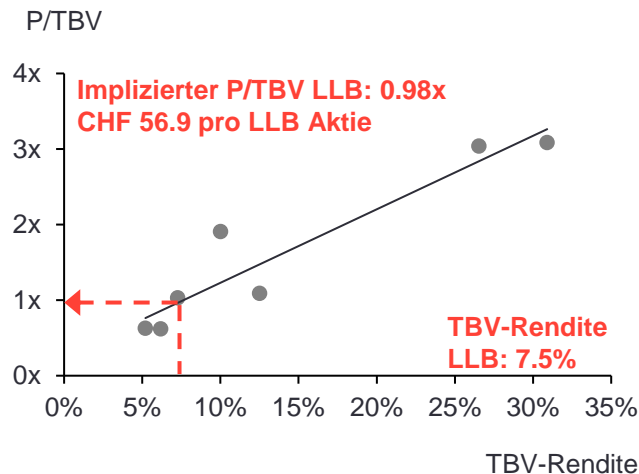
Die Regressionsanalyse resultiert in eine Wertbandbreite zwischen CHF 56.9 und CHF 57.5 pro LLB Aktie

Graphische Darstellungen

P/TBV, TBV-Rendite (2020)



P/TBV, TBV-Rendite (HY2021)



Regressionsanalyse

Wie auf der vorherigen Seite erläutert, ist der P/TBV-Multiplikator in der Bewertungspraxis bei Banken weit verbreitet. Allerdings berücksichtigt dieser Multiplikator nicht die unterschiedliche Profitabilität (TBV-Rendite) der einzelnen Banken, weshalb eine direkte Anwendung zu Bewertungsverzerrungen führen kann. Die Regressionsanalyse hebt diese Ungleichheit auf, indem sie das Verhältnis zwischen dem im Markt beobachteten P/TBV-Multiplikator und der erzielten TBV-Rendite sichtbar macht.

Damit die Regressionsanalyse die aktuellsten Erwartungen des Marktes bezüglich der finanziellen Performance von LLB berücksichtigt, stützen wir uns auf die aktuellsten, verfügbaren Finanzinformationen (2020 und HY2021 auf annualisierter Basis). Unsere Vergleichsgruppen-Analysen der TBV-Rendite für das Geschäftsjahr 2020 (obere Grafik) und für das Halbjahresergebnis 2021 (untere Grafik) zeigen einen starken Zusammenhang zwischen P/TBV-Multiplikator und TBV-Rendite: der Korrelationskoeffizient liegt bei 97.2% für 2020 resp. 89.0% für HY2021.

Aufgrund der TBV-Rendite von LLB resultiert ein implizierter P/TBV-Multiplikator von 1.02x für 2020 resp. von 0.98x für HY2021. Angewendet auf dem jeweiligen bereinigten Eigenkapital nach Minderheitsanteilen von LLB per 31. Dezember 2020 resp. per 30. Juni 2021 ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 56.9 bis CHF 57.5 pro LLB Aktie.

Fazit

Unter Anwendung der Regressionsanalyse haben wir eine Wertbandbreite von CHF 56.9 bis CHF 57.5 pro LLB Aktie ermittelt

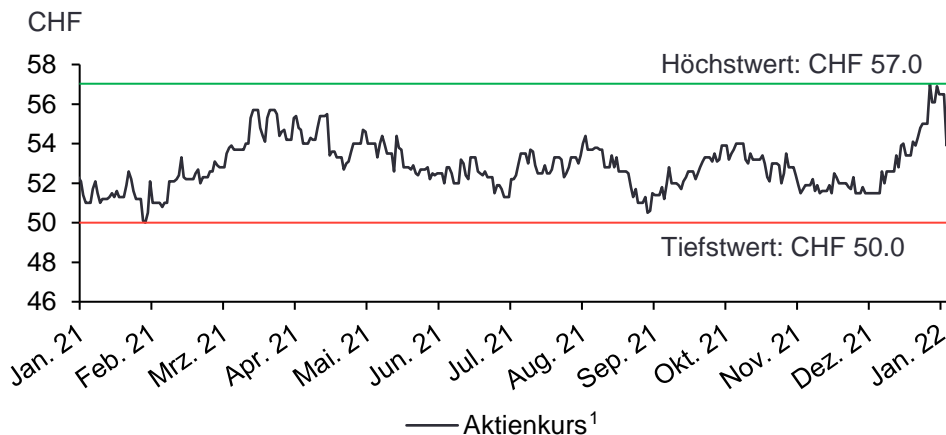
Der Wert der LLB Aktie bewegte sich in den letzten zwölf Monaten innerhalb der Bandbreite von CHF 50.0 bis CHF 57.0

Entwicklung des Aktienkurses

Die untenstehende Grafik zeigt die Kursentwicklung der LLB Aktie über den Betrachtungszeitraum vom 27. Januar 2021 bis 26. Januar 2022.

Der tiefste Schlusskurs der letzten zwölf Monate lag bei CHF 50.0 und wurde am 23. Februar 2021 beobachtet.

Der höchste Schlusskurs der letzten zwölf Monate lag bei CHF 57.0 und wurde am 17. Januar 2022 beobachtet.



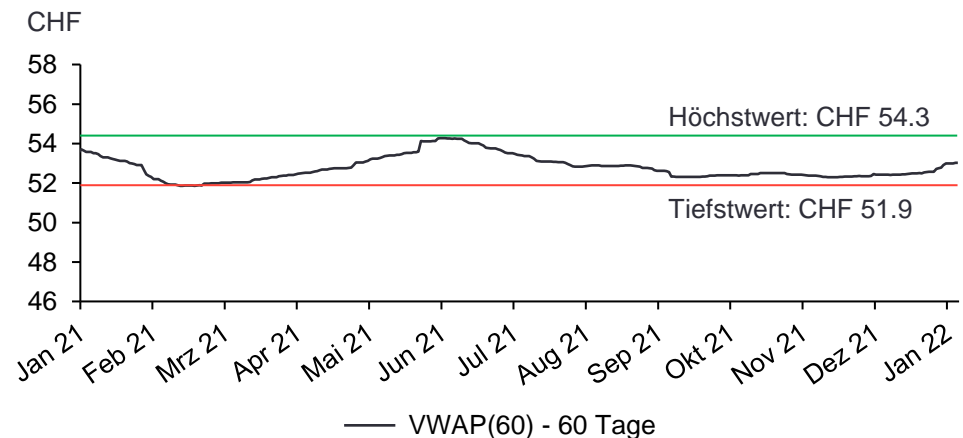
Am 26. Januar 2022 lag der Schlusskurs der LLB Aktie bei CHF 55.9

Entwicklung des VWAP(60)

Die untenstehende Grafik zeigt den volumengewichteten Durchschnittspreis über 60 Tage (VWAP(60)) der LLB Aktie über den Betrachtungszeitraum vom 27. Januar 2021 bis 26. Januar 2022.

Der tiefste Wert des VWAP(60) lag in den letzten zwölf Monaten bei CHF 51.9 und wurde vom 4. März bis zum 18. März 2021 gemessen.

Der höchste Wert des VWAP(60) lag in den letzten zwölf Monaten bei CHF 54.3 und wurde vom 24. Juni bis zum 1. Juli 2021 gemessen.



Am 26. Januar 2022 lag der VWAP(60) der LLB Aktie bei CHF 53.0

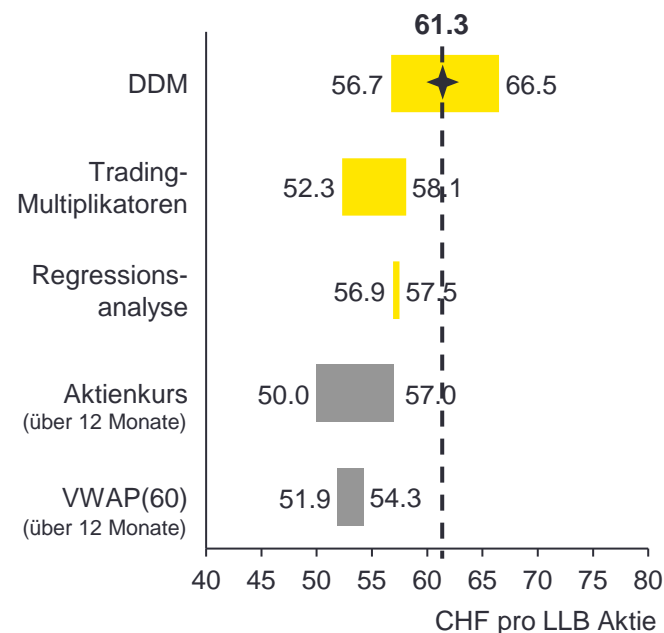
1) Schlusskurs des jeweiligen Handelstags
Quelle: Capital IQ, EY Analyse

4

Gesamtbeurteilung

Bei der Verwendung der DDM-Methode ergibt sich eine Punktschätzung von CHF 61.3 pro LLB Aktie

Übersicht der Bewertungsergebnisse



Schlussfolgerung

Nebenstehende Grafik zeigt unsere Bewertungsergebnisse per 26. Januar 2022.

Bei Anwendung der DDM-Methode ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 56.7 bis CHF 66.5. Die DDM-Methode basiert auf der Annahme der Unternehmensfortführung und erlaubt es, im Gegensatz zu den Marktmethoden, unternehmensspezifische Faktoren zu berücksichtigen. Diese bildet somit unsere primäre Bewertungsmethode.

Die Anwendung der Marktmethode führt bei den Trading-Multiplikatoren zu einer Wertbandbreite der LLB Aktie von CHF 52.3 bis CHF 58.1. Die Regressionsanalyse wird verwendet, um gewisse Ungleichheiten bei der Anwendung des P/TBV-Multiplikators aufzuheben, indem sie das Verhältnis zwischen dem im Markt beobachteten P/TBV-Multiplikator und der erzielten TBV-Rendite sichtbar macht. Daraus ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 56.9 bis CHF 57.5 pro LLB Aktie. Die ermittelten Resultate der Marktmethoden liegen unterhalb des Resultats der DDM-Methode, da sie das Wachstumspotenzial und die erwarteten Effizienzgewinne von LLB gemäss Mittelfristplan nicht vollumfänglich berücksichtigen und somit nicht auf nachhaltigen Erfolgsgrössen basieren.

Nebenstehende Grafik zeigt zusätzlich zu unseren eigenen Überlegungen die zwölf-monatige Bandbreite des Aktienkurses sowie des volumengewichteten Durchschnittskurses. Aufgrund der nicht ausreichenden Liquidität des Titels besitzen diese Werte allerdings nur eine eingeschränkte Aussagekraft und werden somit für die Wertbestimmung einer LLB Aktie nicht berücksichtigt.

Basierend auf den angewendeten Bewertungsmethoden und den oben angestellten Überlegungen gehen wir vom Ergebnis der DDM-Bewertung als wertbestimmende Basis aus und ermitteln daher eine Punktschätzung von CHF 61.3 pro LLB Aktie. Es ist anzumerken, dass die ermittelte Punktschätzung die noch nicht beantragten oder ausgeschütteten Dividenden des Finanzjahres 2021 beinhaltet. Somit wäre der Wert pro LLB Aktie nach einer allfälligen Dividendenauszahlung anzupassen.

Das Bewertungsgutachten wurde am 28. Januar 2022 fertiggestellt.

Ernst & Young AG

Nick Blaydes

Nick Blaydes
Associate Partner

M. Protitch

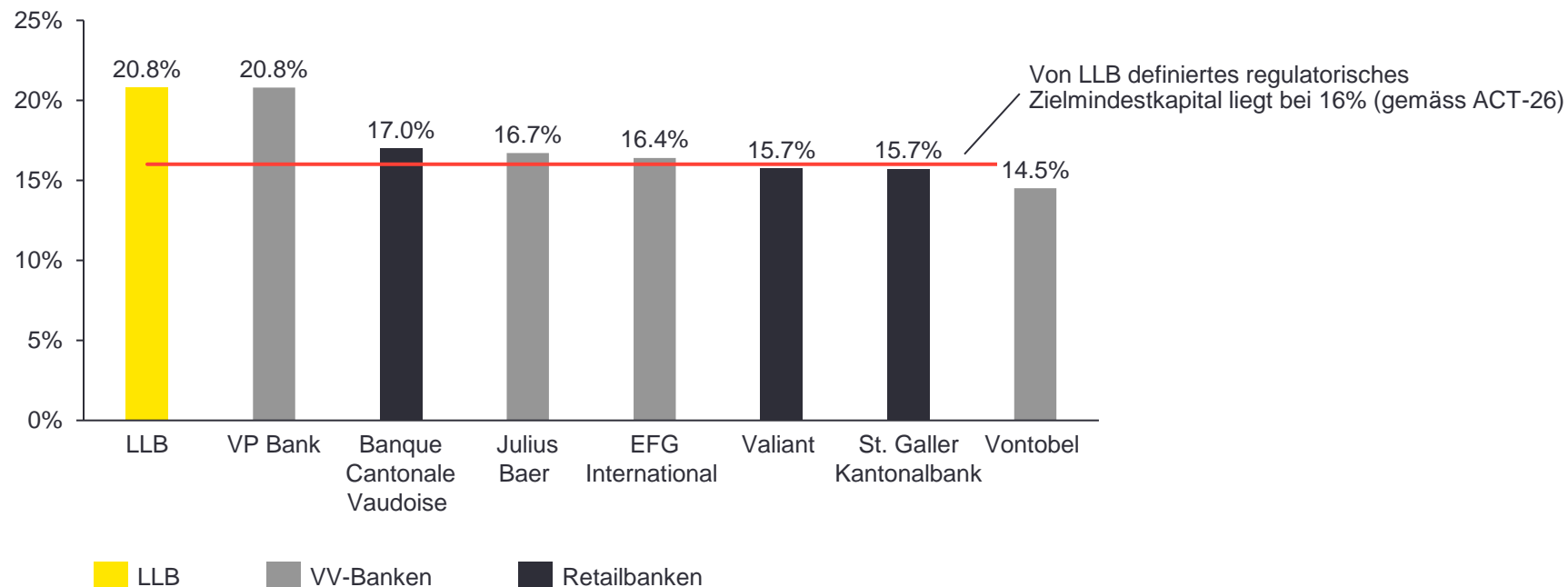
Mina Protitch, CFA
Director

5

Anhänge

Anhang A: LLB weist verglichen mit den Banken der zwei Vergleichsgruppen eine hohe CET1 Quote auf

CET1 Quote der Vergleichsgruppen, HY2021



Anhang B: Es wurden lediglich liquide Aktientitel in die Vergleichsgruppen einbezogen

Vermögensverwaltungsbanken

Bank	Anzahl Monate über der Liquiditätsschwelle	Kriterium ¹ erfüllt?
Julius Baer	12	Ja
EFG International	12	Ja
Vontobel	12	Ja
VP Bank	11	Ja

Retailbanken

Bank	Anzahl Monate über der Liquiditätsschwelle	Kriterium ¹ erfüllt?
Bank Linth	0	Nein
Banque Cantonale de Genève	2	Nein
Banque Cantonale Vaudoise	12	Ja
Basellandschaftliche Kantonalbank	3	Nein
Basler Kantonalbank	0	Nein
Berner Kantonalbank	7	Nein
Glarner Kantonalbank	9	Nein
Graubündner Kantonalbank	0	Nein
Hypothekarbank Lenzburg	0	Nein
Luzerner Kantonalbank	5	Nein
St. Galler Kantonalbank	12	Ja
Thurgauer Kantonalbank	0	Nein
Valiant	12	Ja
Walliser Kantonalbank	0	Nein
Zuger Kantonalbank	0	Nein

1) Kriterium gemäss Rundschreiben Nr. 2 der UEK
Quelle: Capital IQ, EY Analyse

Anhang C: Das gewichtete, adjustierte Beta lässt sich mittels zweier Vergleichsgruppen herleiten

Vermögensverwaltungsbanken

Bank	Adjustiertes Beta ¹
Julius Baer	1.531
EFG International	1.215
Vontobel	1.435
VP Bank	0.846
Median	1.325

Retailbanken

Bank	Adjustiertes Beta ¹
Banque Cantonale Vaudoise	0.565
St. Galler Kantonalbank	0.659
Valiant	0.888
Median	0.659

Vergleichsgruppen	Gewichtung	Adjustiertes Beta
Vermögensverwaltungsbanken	66.5%	1.325
Retailbanken	33.5%	0.659
Gewichtetes, adjustiertes Beta	100.0%	1.101

1) Adjustiertes Beta = (2/3) regressiertes Beta + (1/3)*1, Adjustierung gemäss Blume
Quelle: Capital IQ, EY Analyse

Anhang D: Die gewichteten Multiplikatoren lassen sich mittels zweier Vergleichsgruppen herleiten

Home	1 Einleitung
	2 Profil
	3 Wertüberlegungen
	4 Gesamtbeurteilung
	5 Anhänge
	6 Abkürzungsverzeichnis

Vermögensverwaltungsbanken

Bank	Land	Kurs (CHF) per 26. Jan. 22	Marktkap. (CHF Mrd.)	TBV (CHF Mrd.) HY2021	TBV-Rendite		P/E			P/TBV	
					2020	HY2021	2020A	2021E	2022E	2020	HY2021
Julius Baer	Schweiz	60.62	12.51	4.05	19.7%	30.9%	17.9x	10.8x	10.9x	3.3x	3.1x
EFG International	Schweiz	7.04	2.14	1.96	7.9%	12.5%	18.5x	11.9x	9.4x	1.5x	1.1x
Vontobel	Schweiz	76.05	4.27	1.40	19.8%	26.5%	17.6x	11.3x	11.3x	3.2x	3.0x
VP Bank	Liechtenstein	99.00	0.60	0.97	4.3%	6.2%	14.5x	9.9x	8.1x	0.6x	0.6x
Median							17.8x	11.1x	10.1x	2.3x	2.1x

Retailbanken

Bank	Land	Kurs (CHF) per 26. Jan. 22	Marktkap. (CHF Mrd.)	TBV (CHF Mrd.) HY2021	TBV-Rendite		P/E			P/TBV	
					2020	HY2021	2020A	2021E	2022E	2020	HY2021
Banque Cantonale Vaudoise	Schweiz	76.40	6.56	3.44	9.4%	10.0%	19.8x	18.7x	18.2x	1.9x	1.9x
St. Galler Kantonalbank	Schweiz	446.00	2.67	2.59	6.5%	7.3%	16.0x	14.7x	14.6x	1.0x	1.0x
Valiant	Schweiz	92.90	1.47	2.34	5.2%	5.2%	12.0x	11.8x	11.6x	0.6x	0.6x
Median							16.0x	14.7x	14.6x	1.0x	1.0x

Gewichtete Multiplikatoren

Vergleichsgruppen	Gewichtung	P/E			P/TBV	
		2020A	2021E	2022E	2020	HY2021
Vermögensverwaltungsbanken	66.5%	17.8x	11.1x	10.1x	2.3x	2.1x
Retailbanken	33.5%	16.0x	14.7x	14.6x	1.0x	1.0x
Gewichtet	100.0%	17.2x	12.3x	11.6x	1.9x	1.7x

Quelle: Capital IQ, EY Analyse

6 Abkürzungsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft	P/E	Kurs-Gewinn-Verhältnis (engl. Price-to-Earnings)
CAGR	Kumulierte jährliche Wachstumsrate (engl. Compound Annual Growth Rate)	P/TBV	Kurs-TBV-Verhältnis
CET1	Hartes Kernkapital (engl. Common Equity Tier 1)	PFK	Privat- und Firmenkunden
CIR	Aufwand-Ertrags-Verhältnis (engl. Cost-Income-Ratio)	p.a.	Per annum
CHF	Schweizer Franken	SA	Aktiengesellschaft (franz. Société anonyme)
DDM	Dividend Discount Model	SIX	Schweizer Börse SIX Swiss Exchange
EY	Ernst & Young AG, Schweiz	TBV	Ausgewiesenes Eigenkapital abzüglich Goodwill und anderen immateriellen Anlagen, exkl. Minderheitsanteile (engl. Tangible Book Value)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht	Tsd.	Tausend
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung	UEK	Übernahmekommission
HYXX	Halbjahresabschluss 20XX	VWAP(60)	Volumengewichteter Durchschnittskurs der letzten 60 Tage (engl. Volume-Weighted Average Price 60 Days)
IFRS	International Financial Reporting Standards	VV-Banken	Vermögensverwaltungsbanken
IWM	Internationale Vermögensverwaltung (engl. International Wealth Management)		
LLB	Liechtensteinische Landesbank AG		
Mio.	Million(en)		
Mrd.	Milliarde(n)		
Net New Loans	Nettokreditvergabe		
Net New Money	Netto-Neugeld-Zufluss		
NPV	Nettobarwert (engl. Net Present Value)		
n.v.	Nicht verfügbar		

