

## **Fairness Opinion**

**zuhanden des Verwaltungsrates der  
Golay Buchel Holding SA,  
Lausanne**

betreffend Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des

**öffentlichen Umtauschangebots**

der

**Norinvest Holding SA, Genf**

für alle sich im Publikum befindenden

**Inhaberaktien mit einem Nennwert von CHF 300**

und

**Partizipationsscheine mit einem Nennwert von CHF 50**

der

**Golay Buchel Holding SA, Lausanne**

Zürich, 15. Oktober 2008

## **Inhaltsverzeichnis**

|                  |                                                                                                                                                 |           |
|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>KAPITEL 1</b> | <b>EINLEITUNG.....</b>                                                                                                                          | <b>3</b>  |
| 1.1              | AUSGANGSLAGE.....                                                                                                                               | 3         |
| 1.2              | AUFTRAG DES VERWALTUNGSRATES DER GOLAY BUCHEL HOLDING SA AN BDO .....                                                                           | 5         |
| <b>KAPITEL 2</b> | <b>BEURTEILUNGSGRUNDLAGEN.....</b>                                                                                                              | <b>6</b>  |
| <b>KAPITEL 3</b> | <b>GOLAY BUCHEL HOLDING SA .....</b>                                                                                                            | <b>8</b>  |
| 3.1              | GESCHÄFTSTÄTIGKEIT .....                                                                                                                        | 8         |
| 3.2              | KONZERNSTRUKTUR.....                                                                                                                            | 9         |
| 3.3              | ENTWICKLUNG DER KENNZAHLEN FÜR DIE GESCHÄFTSJAHRE 2003 BIS 2007 .....                                                                           | 9         |
| 3.4              | DIVISIONEN .....                                                                                                                                | 10        |
| <b>KAPITEL 4</b> | <b>NORINVEST HOLDING SA.....</b>                                                                                                                | <b>13</b> |
| 4.1              | GESCHÄFTSTÄTIGKEIT .....                                                                                                                        | 13        |
| 4.2              | BESCHREIBUNG DER BETEILIGUNGEN .....                                                                                                            | 14        |
| 4.3              | GOLAY BUCHEL HOLDING SA.....                                                                                                                    | 14        |
| 4.4              | BANQUE CRAMER & CIE SA.....                                                                                                                     | 14        |
| <b>KAPITEL 5</b> | <b>BEWERTUNGSVORGEHEN UND -ANALYSEN .....</b>                                                                                                   | <b>18</b> |
| 5.1              | BEWERTUNGSUMFANG .....                                                                                                                          | 18        |
| 5.2              | STAND-ALONE / SYNERGIEN.....                                                                                                                    | 18        |
| 5.3              | BEWERTUNGSSTICHTAG.....                                                                                                                         | 19        |
| 5.4              | VERWENDETE PLANRECHNUNGEN .....                                                                                                                 | 19        |
| 5.5              | PLANUNGSHORIZONT UND RESIDUALWERT .....                                                                                                         | 20        |
| 5.6              | PLAUSIBILITÄT UND KONSISTENZ DER PLANRECHNUNGEN .....                                                                                           | 20        |
| 5.7              | WERTTREIBER .....                                                                                                                               | 21        |
| 5.8              | BEWERTUNGSMETHODEN.....                                                                                                                         | 23        |
| <b>KAPITEL 6</b> | <b>BEWERTUNGSERGEBNISSE .....</b>                                                                                                               | <b>24</b> |
| 6.1              | DISCOUNTED CASH FLOW METHODE .....                                                                                                              | 24        |
| 6.2              | MARKTBEWERTUNG (VERGLEICH MIT BÖRSENKOTIERTEN UNTERNEHMEN IN<br>BEZUG AUF BEWERTUNGSKENNZAHLEN - PEER-GRUPPEN).....                             | 30        |
| 6.3              | ÜBERLEGUNGEN ZUR BEWERTUNG AUF DER BASIS VON LIQUIDATIONSWERTEN<br>ZUR PLAUSIBILISIERUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE MIT DER DCF-<br>METHODE ..... | 31        |
| 6.4              | ANALYSE DER ENTWICKLUNG DES BÖRSENKURSES VON GOLAY (INHABERAKTIE<br>UND PS).....                                                                | 31        |
| <b>KAPITEL 7</b> | <b>GESAMTBEURTEILUNG .....</b>                                                                                                                  | <b>33</b> |
| 7.1              | ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE UND RESULTATE .....                                                                                    | 33        |
| 7.2              | EINSCHÄTZUNG .....                                                                                                                              | 34        |

## **Anhang**

- Anhang 1: Bewertungskennzahlen vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen
- Anhang 2: Analyse der Betas und der Kapitalstruktur vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen
- Anhang 3: Kursentwicklung der Inhaberaktie und des Partizipationsscheines von Golay
- Anhang 4: Sensitivitätsberechnungen

## Abkürzungsverzeichnis

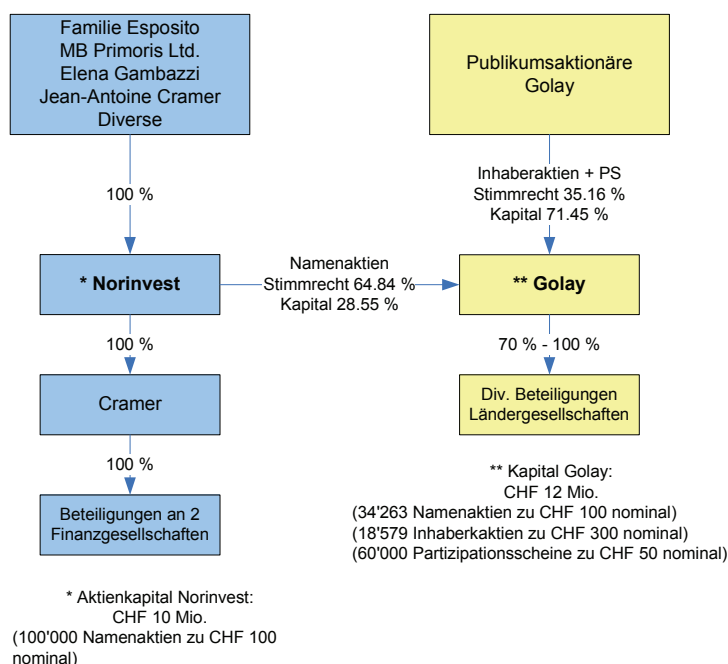
|            |                                                                |
|------------|----------------------------------------------------------------|
| AuM        | Assets under Management / Verwaltetes Vermögen                 |
| BDO        | BDO Visura, Zürich                                             |
| BEHG       | Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel            |
| Beta       | Relatives Eigenkapitalrisiko                                   |
| bzw.       | beziehungsweise                                                |
| CAGR       | Compound Annual Growth Rate                                    |
| CAPM       | Capital Asset Pricing Model                                    |
| CH         | Bezeichnung für Schweiz                                        |
| CHF        | Schweizer Franken                                              |
| Cramer     | Banque Cramer & Cie SA, Genf                                   |
| DCF        | Discounted Cash Flow                                           |
| EBIT       | Earnings before interest and taxes                             |
| EBITDA     | Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization |
| EBK        | Eidgenössische Bankenkommission                                |
| EK         | Eigenkapital                                                   |
| EV         | Enterprise Value                                               |
| FCF        | Free Cash Flow                                                 |
| FK         | Fremdkapital                                                   |
| Golay      | Golay Buchel Holding SA, Lausanne                              |
| Hairoun    | Hairoun Holdings (BVI) Ltd, British Virgin Islands             |
| inkl.      | inklusive                                                      |
| IPO        | Initial Public Offerering                                      |
| Mia.       | Milliarden                                                     |
| Mio.       | Millionen                                                      |
| Mont-Blanc | Mont-Blanc Financial Services SA, Genf                         |
| Norinvest  | Norinvest Holding AG                                           |
| LAG        | LAG Finances SA, Lausanne                                      |
| PE         | Price Earnings Ratio                                           |
| PS         | Partizipationsscheine                                          |
| SIX        | SIX Swiss Exchange                                             |
| UEK        | Übernahmekommission                                            |
| VR         | Verwaltungsrat                                                 |
| WACC       | Weighted Average Cost of Capital                               |
| z.Bsp.     | zum Beispiel                                                   |

## Kapitel 1 Einleitung

### 1.1 Ausgangslage

Golay Buchel Holding SA, Lausanne (Golay) ist eine Aktiengesellschaft nach schweizerischem Recht, deren Inhaberaktien und Partizipationsscheine an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden. Die Namenaktien, welche einem Anteil von 28.55% am Kapital der Gesellschaft und einem solchen von 64.84% an den Stimmrechten entsprechen, sind nicht kotiert und seit Dezember 2007 vollständig im Besitz der Norinvest Holding SA, Genf (Norinvest), Initiantin eines Umtauschangebotes an die Publikumsaktionäre der Gesellschaft. Per 1. Oktober 2008 betrug die Marktkapitalisierung der Golay-Gruppe rund CHF 85 Mio. Die Aktivitäten von Golay fokussieren sich auf die Verarbeitung und den Vertrieb von Kulturperlen, Diamanten, Farbedelsteinen und Goldschmuck. Golay war per 31. Dezember 2007 direkt und indirekt als Mehrheitsaktionärin an 17 Gesellschaften im In- und Ausland beteiligt, wovon nicht mehr alle operativ tätig sind.

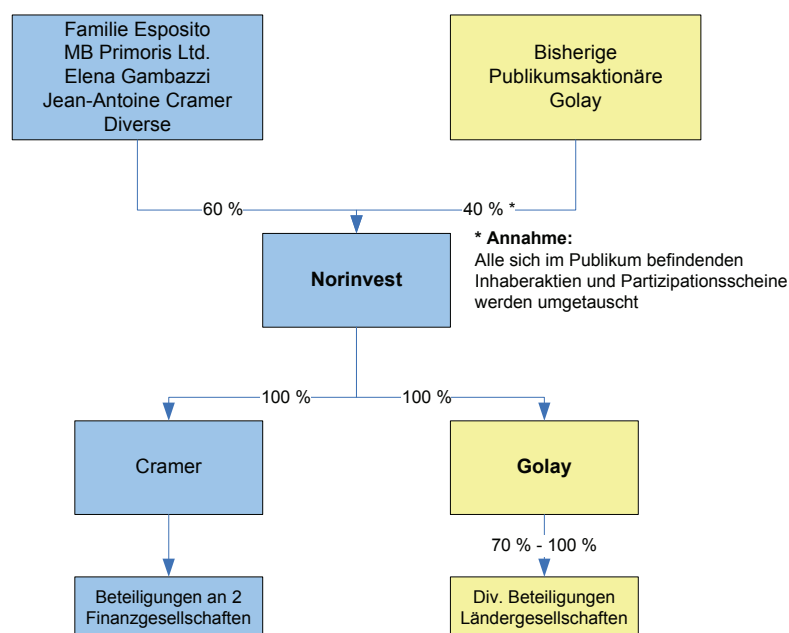
Norinvest ist eine privat gehaltene Investmentgesellschaft in Form einer Aktiengesellschaft nach schweizerischem Recht. Grösster Einzelaktionär ist die Familie Esposito, die einen Anteil von insgesamt 36.12% hält. Weitere wesentliche Aktionäre sind MB Primoris Ltd. (16.28%), Frau Elena Gambazzi (9.17%), Herr Jean-Antoine Cramer (7.08%), Herr Pierino Lardi (7.01%) und Herr Charles-François Thévenaz (6.06%). Nebst der Beteiligung an Golay hält Norinvest als einzige weitere direkte Beteiligung 100% an der Privatbank Banque Cramer & Cie SA mit Sitz in Genf (Cramer). Die aktuellen Beteiligungsverhältnisse von Golay und Norinvest präsentieren sich wie folgt:



In einer Pressemitteilung vom 25. Juni 2007 und anlässlich der ordentlichen Generalversammlung vom 26. Juni 2007 hat Golay einen Diversifikationsplan und den beabsichtigten Annäherungsprozess an die Gruppe Norinvest kommuniziert. Die angestrebte Neuausrichtung wurde in einer Pressemitteilung vom 27. Juni 2008 und der gleichentags durchgeführten ordentlichen Generalversammlung 2008 bekräftigt. Norinvest beabsichtigt, den Publikumsaktionären von Golay ein öffentliches Angebot zum Umtausch ihrer Inhaberaktien und Partizipationsscheine gegen Aktien von Norinvest zu unterbreiten.

Das Umtauschangebot sieht ein Umtauschverhältnis von 234 Namenaktien der Norinvest Holding SA für 1 Inhaberaktie der Golay Buchel Holding SA bzw. 39 Namenaktien der Norinvest Holding SA für 1 Partizipationsschein der Golay Buchel Holding SA vor. Die für den Umtausch notwendigen Aktien der Norinvest sollen mit einer Kapitalerhöhung neu geschaffen werden. Vorgängig wird bei Zustandekommen des Umtauschangebots das bisherige Aktienkapital der Norinvest von 100'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 100 im Verhältnis 1 zu 100 gesplittet. Demnach wird sich das Aktienkapital der Norinvest von CHF 10 Mio. vor der Durchführung der beabsichtigten Kapitalerhöhung neu aus 10'000'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1 zusammensetzen.

Gemäss Absichten der Anbieterin ist bei Zustandekommen des Umtauschangebots vorgesehen, dass Golay dekotiert und im Gegenzug die Aktien von Norinvest im Segment SWX Local Caps kotiert werden. Nach dem allfälligen Zustandekommen des Umtauschangebots und einer angenommenen vollständigen Andienungsquote der Publikumsaktionäre (Inhaberaktien und PS), bzw. einem allfälligen Squeeze Out bei Erreichen des gesetzlich erforderlichen Schwellenwertes, würden sich die Beteiligungsverhältnisse schematisch wie folgt präsentieren:



Der rechnerische Anteil der heutigen Publikumsaktionäre von Golay an Norinvest würde nach der Abwicklung des Umtauschangebots 40.07% betragen. Die bisherigen Aktionäre von Norinvest würden demzufolge 59.93% der Aktien an Norinvest halten.

## **1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Golay Buchel Holding SA an BDO**

Der Verwaltungsrat von Golay hat BDO Visura, Zürich (BDO), mit der Erstellung eines unabhängigen Gutachtens (Fairness Opinion) zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Umtauschangebots von Norinvest für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien und PS von Golay beauftragt.

Die Fairness Opinion dient als Beurteilungsgrundlage für den Verwaltungsrat von Golay und dessen Bericht im Sinne von Art. 29 BEHG im Zusammenhang mit dem öffentlichen Umtauschangebot von Norinvest.

Die Fairness Opinion ist für den Verwaltungsrat von Golay bestimmt und stellt keine Empfehlung gegenüber irgendeinem Publikumsaktionär dar, das Umtauschangebot zu akzeptieren. Das Gutachten bezieht sich nicht auf die Empfehlung des Verwaltungsrates an die Publikumsaktionäre, das Umtauschangebot anzunehmen, oder auf den relativen Nutzen von alternativen strategischen und finanziellen Optionen, welche von der Gesellschaft wahrgenommen werden könnten.

Die Fairness Opinion umfasst keine grundlegenden Untersuchungen der Vorteile dieser Transaktion für die Aktionäre von Golay. Sie enthält auch keine Einschätzung über die Auswirkungen der vorgeschlagenen Transaktion und des Angebots auf Publikumsaktionäre, welche das Angebot nicht annehmen, oder über den künftigen Wert von nicht angedienten Aktien oder ob und zu welchen Preisen derartige Aktien nach Durchführung des Angebots gehandelt werden. Die Fairness Opinion stützt sich auf eine Evaluation von Informationen, deren Genauigkeit und Vollständigkeit wir annahmen und auf die wir uns verliessen, ohne sie von einem Dritten bestätigen oder prüfen zu lassen. Bezüglich der gemachten Angaben, Informationen und Daten, die uns zur Verfügung gestellt wurden, nahmen wir an, dass diese ordnungsgemäss erstellt worden sind.

Unser Gutachten richtet sich ausschliesslich an den Verwaltungsrat von Golay. Es darf, mit Ausnahme der Veröffentlichung im Zusammenhang mit dem Bericht des Verwaltungsrates von Golay im Sinne von Art. 29 BEHG betreffend Empfehlung zum öffentlichen Umtauschangebot von Norinvest, ohne unsere Erlaubnis für keinen anderen Zweck verwendet werden.

## Kapitel 2 Beurteilungsgrundlagen

BDO hat für die Bewertungsüberlegungen und Analysen sowie die darauf abgestützte Beurteilung die folgenden Grundlagen und Informationen betreffend die zu bewertenden Gesellschaften Golay und Norinvest verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über Golay, welche unseres Erachtens für die Bewertungsüberlegungen und die Beurteilung des Umtauschangebotes relevant sind. Dazu gehören Geschäfts- und Revisionsberichte der Jahre 2004 bis 2007 sowie Pressemitteilungen, Analystenberichte, Zeitungsberichte, etc.;
- Informationen über Cramer, welche unseres Erachtens für die Bewertungsüberlegungen und die Beurteilung des Umtauschangebotes relevant sind. Dazu gehören Geschäftsberichte für die Jahre 2004 bis 2007 und der Halbjahresbericht 2008 sowie die bankengesetzlichen Revisionsberichte für die Geschäftsjahre 2005 bis 2007;
- Unternehmensinterne Zwischenabschlüsse und Hochrechnungen von Golay und Cramer an verschiedenen Stichtagen für das Geschäftsjahr 2008;
- Budgets und Planrechnungen für das Geschäftsjahr 2008, die durch das Management von Golay erstellt und auf Konzernstufe konsolidiert aufbereitet wurden und daraus abgeleitet die Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2009 und 2010. Detaillierte Besprechung der Planrechnungen bei Weiterführung der einzelnen Landesgesellschaften bis ins Jahr 2010;
- Budgets und Planrechnungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2010, die durch das Management von Cramer erstellt wurden;
- Besprechungen mit Mitgliedern der Geschäftsleitung von Golay und Cramer bezüglich Finanz- und Ertragslage, Annahmen zur mittelfristigen Finanzplanung, Markt- und Wettbewerbsumfeld, Effekt der Integration von Neuakquisitionen, Werttreibern und Geschäftsaussichten sowie Einfluss der derzeitigen Finanzkrise auf die aktuelle und zukünftige Vermögens- und Ertragslage bzw. auf die Eigenkapitalbasis der beiden Gesellschaften;
- Entwurf Angebotsprospekt des öffentlichen Umtauschangebots von Norinvest für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien und PS der Golay Buchel Holding SA;
- Historische Kurs- und Volumenanalyse der kotierten Inhaberaktien und PS von Golay;
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter kotierter Unternehmen (Peer-Gruppen), die im gleichen Markt wie die beiden Gesellschaften Golay und Cramer tätig sind;

- Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung relevanter Parameter für die Bewertung.

BDO hat die operativen und finanziellen Informationen, einschliesslich der strategischen Pläne, finanziellen Budgets und Projektionen der Managements von Golay und Cramer auf Plausibilität überprüft und jeweils mit Vertretern des obersten Managements der beiden Gesellschaften besprochen.

BDO hat im Rahmen der Erstellung der Fairness Opinion keine Besichtigung der Gebäude und Einrichtungen der Gesellschaften durchgeführt. Im Weiteren hat BDO keine Schätzungen oder Bewertungen der Aktiven und Passiven vorgenommen oder erstellen lassen.

Die Beurteilung von BDO basiert auf aktuellen markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Bedingungen. Sie berücksichtigt die Kapitalmarktverhältnisse sowie weitere Bedingungen, welche zum Zeitpunkt der Beurteilung bestanden, erwartet wurden und ausgewertet werden konnten.

Bei der Erstellung des Gutachtens hat BDO die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen vorausgesetzt. BDO hat sich auf die Daten abgestützt, ohne diese detailliert zu prüfen. Dies betrifft insbesondere die mittelfristige Finanzplanungen von Golay und Cramer, die auf den betriebsinternen Budgetierungsprozessen basieren und von der Geschäftsleitung und vom Management anhand verschiedener Szenarien erarbeitet wurden.

Im Weiteren hat sich BDO mittels Einholung von Vollständigkeitserklärungen auf Zusicherungen der Verwaltungsräte und der Managements von Golay und Cramer gestützt, dass diese sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst sind, wonach die verwendeten Informationen zur Erstellung der Fairness Opinion ungenau, irreführend oder unvollständig wären.



## Kapitel 3 Golay Buchel Holding SA

### 3.1 Geschäftstätigkeit

Golay wurde im Jahr 1887 in der Nähe von Lausanne gegründet. Die Gesellschaft ist im Handel mit Naturperlen, Edelsteinen und anderen Produkten für Juweliere und Uhrenmanufakturen tätig.

Nach langjähriger Tätigkeit als private Familiengesellschaft folgte 1985 mittels einem IPO der Gang an die schweizerische Börse (Lausanner Börse). Die wirtschaftliche Kontrolle verblieb mittels Stimmrechtsaktien bei den Gründerfamilien. Der Schritt zur Publikumsgesellschaft erfolgte mit der Absicht, die Absatzmärkte zu erweitern und sich gegenüber den Endkunden als Marke zu positionieren. Mit dem Aufbau der Filialkette Oro Vivo und dem weltweiten Betrieb von Bijouterien expandierte Golay in der Folge in den Uhren- und Schmuck-Einzelhandel.

Als weiteres Standbein wurde 1999 zusammen mit der Swarovski Gruppe im Rahmen eines Joint-Ventures die Firma Signity gegründet. Signity spezialisierte sich auf den Handel mit künstlichen Edelsteinen für die Schmuckindustrie. Im Rahmen dieses Joint-Ventures wurden zwei Fabriken auf den Philippinen betrieben.

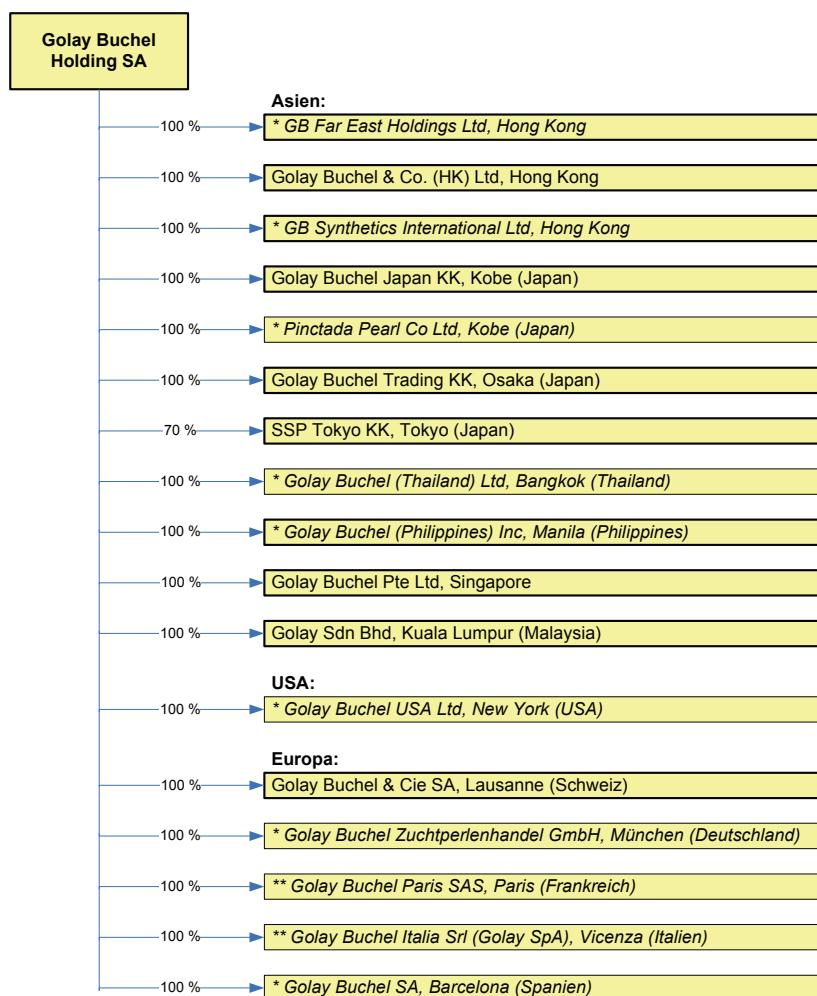
Aufgrund der starken Konkurrenz aus dem asiatischen Raum, insbesondere China, welche standortbedingt günstiger produzierte, geriet Golay Ende der 1990er Jahre zusehends in die Verlustzone. Nachdem mit dem diversifizierten Geschäftsmodell der Turn-Around nicht geschafft werden konnte, verfolgte Golay ab 2004 eine Devestitionsstrategie mit dem Ziel, sich wieder auf das eigentliche Kerngeschäft zu fokussieren. Als Folge davon wurde 2004 die Filialkette Oro Vivo und 2006 der Anteil am Joint Venture Signity verkauft. Im Weiteren wurden im Geschäftsjahr 2007 verschiedene verlustbringende Gesellschaften devestiert oder liquidiert. Die operativen Geschäftsaktivitäten nahmen durch den Schrumpfungsprozess kontinuierlich ab.

Golay erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2007 einen konsolidierten Umsatz von CHF 101.2 Mio. und einen EBIT von rund CHF 6.3 Mio.

Ende Dezember 2007 hat die Investmentgesellschaft Norinvest die Stimmenmehrheit an Golay durch die vollständige Übernahme der Aktiven und Passiven der Finanzgesellschaft LAG Finances SA (LAG) erhalten. LAG besass 100% der Namenaktien von Golay. Dies entspricht einem Stimmenanteil von 64.84% und einem Anteil am Kapital von 28.55%. Nach der in einem zweiten Schritt erfolgten Absorption von LAG durch Golay mittels Fusion hält Norinvest seit Juni 2008 direkt 28.55% des Aktienkapitals und einen Stimmanteil von 64.84% an Golay.

### 3.2 Konzernstruktur

Die Beteiligungsstruktur von Golay per 31. Dezember 2007 präsentierte sich wie folgt:



Quelle: Geschäftsbericht 2007 Golay Buchel SA

Ergänzungen BDO:

\* keine operativen Tätigkeiten mehr ab 2008

\*\* keine operativen Tätigkeiten mehr seit 2007, Gesellschaften verkauft im Jahr 2008

### 3.3 Entwicklung der Kennzahlen für die Geschäftsjahre 2003 bis 2007

Konsolidierte Zahlenangaben:

| in CHF '000                                           | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    |
|-------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatz                                                | 230'412 | 224'579 | 136'265 | 138'896 | 101'209 |
| Umsatzwachstum                                        | -10.4%  | -2.5%   | -39.3%  | 1.9%    | -27.1%  |
| EBITDA (Betriebsergebnis vor Abschreibungen)          | 5'475   | 9'868   | 5'225   | 3'150   | 7'445   |
| EBITDA-Marge                                          | 2.4%    | 4.4%    | 3.8%    | 2.3%    | 7.4%    |
| EBIT (Betriebsgewinn/-verlust vor Zinsen und Steuern) | -7'686  | -2'307  | -586    | -975    | 6'330   |
| EBIT-Marge                                            | -3.3%   | -1.0%   | -0.4%   | -0.7%   | 6.3%    |
| Konzerngewinn/-verlust (inkl. Minderheiten)           | -1'696  | -17'100 | 491     | 14'346  | 11'950  |
| Gewinnmarge                                           | -0.7%   | -7.6%   | 0.4%    | 10.3%   | 11.8%   |

Quelle: Geschäftsberichte Golay Buchel SA

Die ab 2004 eingeleitete Fokussierung auf das Kerngeschäft manifestierte sich in den Folgejahren in einem kontinuierlichen Umsatzrückgang verbunden mit einer steigenden EBIT-Marge. Durch die Schliessung der Produktionsstätten auf den Philippinen und in Frankreich sowie die systematische Restrukturierung der verbliebenen Gesellschaften konnten die operativen Kosten sowohl konzernweit als auch am Hauptsitz in Lausanne massiv gesenkt werden. Per Ende 2007 betrug der Personalbestand umgerechnet auf Vollzeitstellen noch 130 Mitarbeitende gegenüber 804 Mitarbeitenden im Geschäftsjahr 2006. Die hohen Konzerngewinne in den Geschäftsjahren 2006 und 2007 sind auf ausserordentliche Erträge, bedingt durch Verkäufe und Liquidationen von im Geschäft mit künstlichen Edelsteinen tätigen Tochtergesellschaften und Produktionsstandorten zurückzuführen.

### 3.4 Divisionen

Golay hat sich als Folge der tief greifenden Restrukturierung in den vergangenen Jahren weg vom kombinierten Produzenten und Händler von künstlichen Edelsteinen hin zum ausschliesslichen Grosshändler gewandelt. Die Schliessungen bzw. Devestitionen der letzten von Golay betriebenen Produktionsstätten erfolgten im Verlaufe des Geschäftsjahres 2007. Die Entwicklung der Anteile beider Geschäftsbereiche (Divisionen) am Gesamtumsatz in den letzten drei Jahren verdeutlicht die neue strategische Stossrichtung:

|               |                                                                                    | 2005  | 2006  | 2007  |
|---------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|
| • Produktion: | Zuschneiden und Schleifen von Edelsteinen und synthetischen Schmucksteinen.        | 34.4% | 32.9% | 14.4% |
| • Grosshandel | Verarbeitung und Vertrieb von Kulturperlen, Diamanten, Edelsteine und Goldschmuck. | 65.6% | 67.1% | 85.6% |

Quelle: Geschäftsberichte Golay Buchel Holding SA

#### • Produktion

Golay verfügte über Produktionsstandorte für das Zuschneiden und Schleifen von Edelsteinen und synthetischen Edelsteinen in Frankreich (R. Colin SAS) und auf den Philippinen. Bei letzteren handelte es sich um das 1999 mit der Swarovski-Gruppe eingegangene Joint-Venture unter dem Namen Signity. Seit mehreren Jahren unterliegen synthetische Schmucksteine auf dem Weltmarkt einem grossen Preisdruck. Chinesische Produzenten haben in den letzten Jahren, bedingt durch tiefere Löhne und kleinere Overheadkosten, grosse Mengen an synthetischen Schmucksteinen zu Tiefpreisen angeboten und damit den Markt überschwemmt. Dies hat zu einer veritablen Preiserosion geführt. Obwohl die Golay Produkte qualitativ hochwertiger waren als die chinesischen Produkte, ist der Preis in diesem Markt der entscheidende Faktor für die Käufer. Als Konsequenz aus den stetig sinken-

den Erträgen in dieser Division entschloss sich das Management von Golay im Jahr 2006, die Bearbeitung von synthetischen Schmucksteinen aufzugeben und sich aus dem Joint-Venture mit Swarovski zurückzuziehen. Der 50% Anteil am Joint-Venture wurde an Swarovski verkauft und die Standorte auf den Philippinen wurden im Jahr 2007 definitiv geschlossen.

Die Produktionsstandorte von R. Colin SAS in Frankreich waren von der Schliessung auf den Philippinen direkt betroffen, da sie Aufträge zur Lieferung von Schleifmaschinen ausführten. Ein Umsatzeinbruch bei R. Colin SAS war die Folge der Devestition auf den Philippinen. Aus diesem Grund verkaufte Golay Ende 2007 diese Gesellschaft an eine Investorengruppe. Derzeit besteht noch ein Zusammenarbeitsvertrag zwischen Golay und R. Colin SAS für das Zuschneiden und Schleifen von Edelsteinen, die an die Uhrenindustrie ausgeliefert werden.

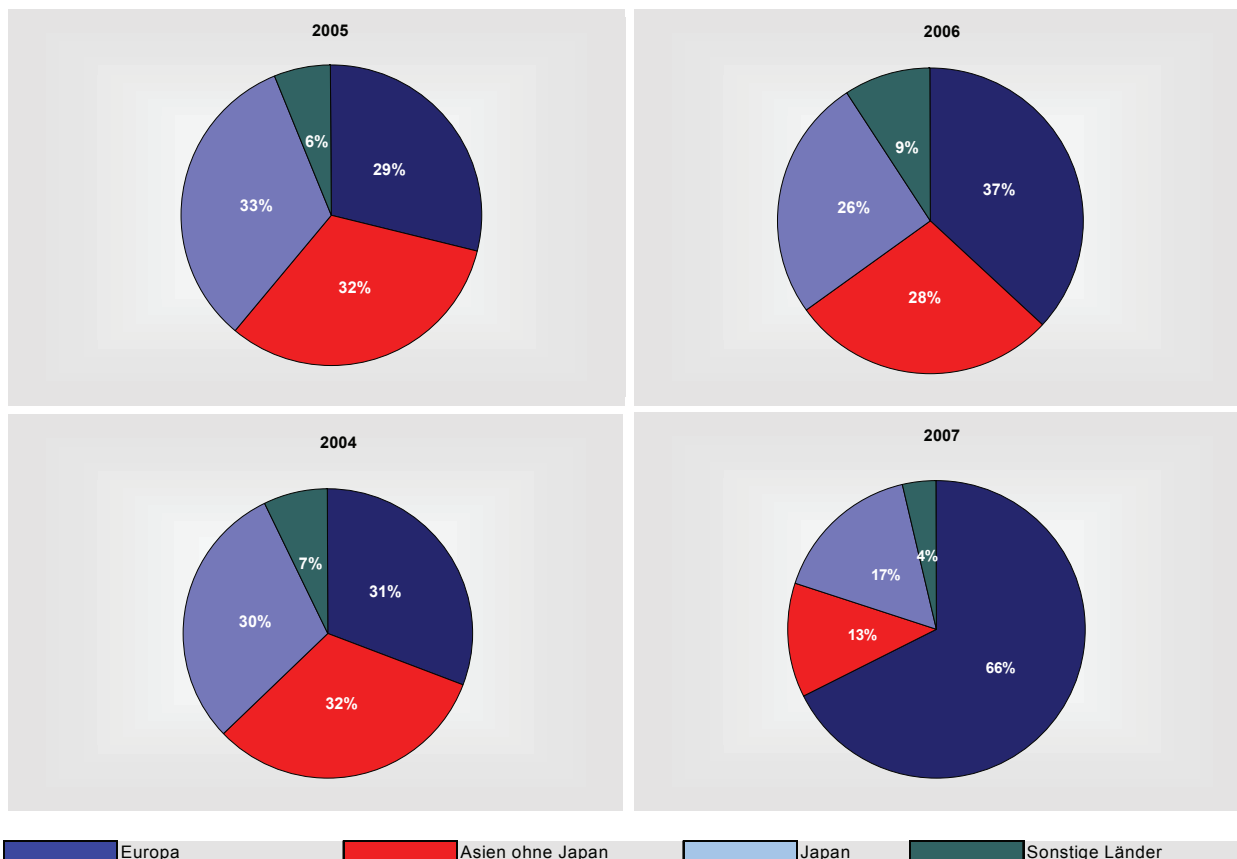
Als Folge der Schliessung der Division Produktion/Joint-Venture Signity reduzierte sich der Personalbestand in der Zentrale in Lausanne um rund die Hälfte der Mitarbeitenden.

- **Grosshandel**

Die nach der Schliessung der Division Produktion einzig verbleibende Division Grosshandel wurde im Laufe des Jahres 2007 restrukturiert. Die verlustbringende Gesellschaft in Paris konnte an Dritte verkauft werden, die Gesellschaft in Barcelona wurde liquidiert, der Bereich Goldschmuck in Hong Kong wurde verkauft und nur der Handelsbereich behalten. Die Gesellschaften in Singapore und Malaysia wurden redimensioniert und führungs-mässig dem Management der Tochtergesellschaften in Kobe (Japan) unterstellt.

Kulturperlen und Perlenschmuck sind die verbliebenen Hauptprodukte im Sortiment von Golay. Zusätzlich trägt der Handel von Goldschmuck, Diamanten und Edelsteinen zum Gesamtumsatz bei. Mit der Lancierung einer eigenen, neuartigen Schmucklinie "Pearl2" im Frühling 2008 will Golay zusätzlich neue Produkte unter eigenem Namen im Luxusgüterbereich positionieren.

- **Geographische Verteilung des Umsatzes nach Kunden**



Quelle: Geschäftsberichte Golay Buchel Holding SA / 2004 ohne die verkaufte Detailhandelskette Oro Vivo

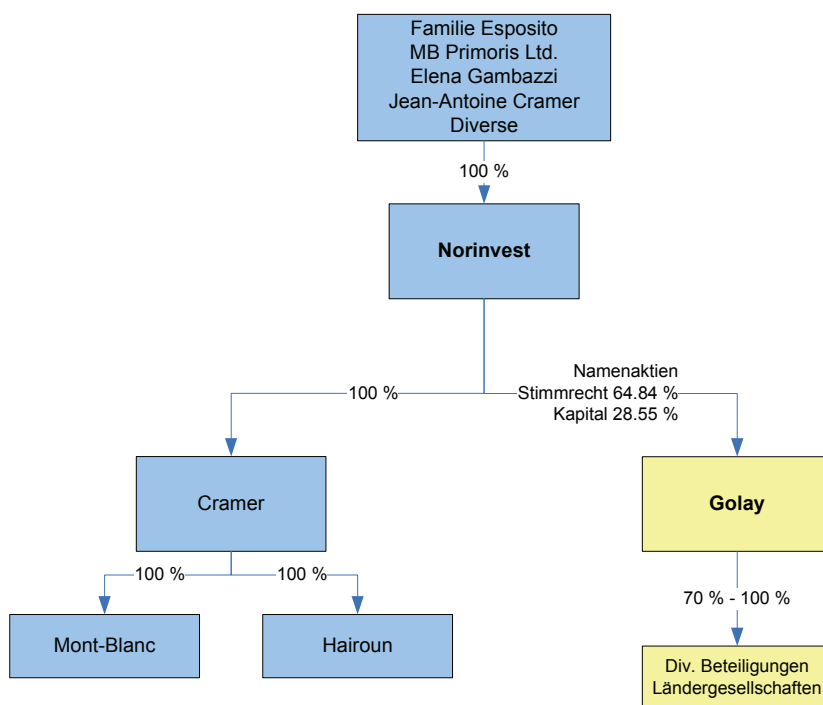
Die Fokussierung vom Produktions- und Handelsbetrieb zum reinen Grosshandelsbetrieb drückt sich auch durch die Verschiebung der geographischen Gewichtung der Kunden in den Jahren 2004 bis 2007 aus. Die Schliessung der Produktionsstätten führte dazu, dass der asiatische Markt für synthetische Schmucksteine wegfiel. Die Hauptkunden für die verbliebenen Produkte aus dem Portefeuille von Golay stammen aus dem europäischen Raum. Im Jahr 2007 machten diese rund zwei Drittel des Gesamtumsatzes aus, in den Jahren 2004 und 2005 entsprach der Umsatz mit diesen Abnehmern noch je einem Drittel.

## Kapitel 4 Norinvest Holding SA

### 4.1 Geschäftstätigkeit

Norinvest wurde 1984 in Genf als Investmentgesellschaft Norba Invest Holding SA gegründet und ist eine reine Holdinggesellschaft ohne operative Tätigkeit. Im November 1991 übernahm Herr Massimo Esposito, der heutige Präsident des Verwaltungsrates von Golay und Mitglied des VR von Cramer das Amt als Präsident des Verwaltungsrates der Norba Invest Holding SA. Im Jahr 1998 folgte die Umbenennung in die heute gültige Firmenbezeichnung Norinvest Holding SA. Die Beteiligungen umfassen derzeit die nicht kotierten Namenaktien von Golay und die Privatbank Banque Cramer & Cie SA mit Hauptsitz in Genf.

Nachfolgend die grafische Darstellung der Beteiligungsstruktur von Norinvest mit den direkten und indirekten Beteiligungen:



Herr Massimo Esposito und seine Familie sind mit einem Anteil von 36.13% die grössten Aktionäre der Norinvest. MB Primoris Ltd. mit Sitz in Stans ist mit 16.28% der Kapitalanteile der zweitgrösste Aktionär.

Die Aktionärsstruktur per September 2008 präsentiert sich wie folgt:

| Aktionariat                   | Anteil         |
|-------------------------------|----------------|
| Massimo Esposito-Sporrer      | 22.09%         |
| Christiane Grandjean-Sporrer  | 7.02%          |
| Jacqueline Esposito-Sporrer   | 7.02%          |
| <b>Total Familie Esposito</b> | <b>36.13%</b>  |
| MB Primoris Ltd., Stans       | 16.28%         |
| Elena Gambazzi                | 9.17%          |
| Jean-Antoine Cramer           | 7.08%          |
| Pierino Lardi                 | 7.01%          |
| Charles-François Thévenaz     | 6.06%          |
| Alain Peytral                 | 4.74%          |
| Marco J. Netzer               | 4.42%          |
| Bernard Allien                | 4.18%          |
| MS INVEST                     | 4.18%          |
| Alain Sierro                  | 0.76%          |
| <b>Total</b>                  | <b>100.00%</b> |

## 4.2 Beschreibung der Beteiligungen

Zum Bewertungszeitpunkt hält Norinvest zwei Beteiligungen:

- **Golay Buchel Holding SA:** 100% der Namenaktien (64.84% der Stimmen und 28.55% am Kapital) und
- **Banque Cramer & Cie SA:** 100% der Aktien. Dazu gehören auch, wie vorstehend dargestellt, die 100% Beteiligungen von Cramer an Hairoun Holdings (BVI) Ltd, British Virgin Islands (Hairoun) und an Mont-Blanc Financial Services Ltd (Mont-Blanc).

## 4.3 Golay Buchel Holding SA

Die Beteiligung an Golay wurde durch Norinvest am 27. Dezember 2007 durch Übernahme von 100% der Aktiven und Passiven an der Holdinggesellschaft LAG erworben.

Für weitere Ausführungen zu Golay betreffend Geschichte, Geschäftstätigkeit und Entwicklung verweisen wir auf Kapitel 3.

## 4.4 Banque Cramer & Cie SA

Der Name Cramer ist in der Genfer Bankenwelt seit Beginn des 18. Jahrhunderts bekannt und etabliert. Die Ursprünge der Cramer in der heutigen Form liegen im Jahr 1931, als Herr François Cramer die Vermögensverwaltungsgesellschaft Cramer & Wagnière gründete. Aus dieser Firma ging später die Vermögensverwaltungsgesellschaft MM. Cramer & Cie. hervor. Im Juli 2002 erfolgte der Zusammenschluss mit Norinvest und die Umwandlung in die Aktiengesellschaft Cramer & Cie SA. Am 19. März 2003 bewilligte die Eidgenössische Bankenkommision (EBK) das Gesuch zur Gründung der Banque Cramer & Cie SA.

Im Dezember 2004 erfolgte im Zusammenhang mit der Übernahme der Aktiven und Passiven der Portfolio Management Gesellschaft Lexfin SA, Lugano, die Gründung der dortigen Niederlassung.

Seit 2007 ist Norinvest die einzige Aktionärin von Cramer. Die wirtschaftlich berechtigten Personen gehen aus der vorstehenden Tabelle zum Aktionariat der Norinvest hervor.

#### 4.4.1 Strategie und Dienstleistungen

Cramer ist spezialisiert auf die Vermögensverwaltung und Anlageberatung für Privatpersonen. Zusätzlich werden seit 2007 Handelsfinanzierungen für die Kundschaft des Bereiches Private Banking angeboten.

Die Haupttätigkeiten liegen in den folgenden Gebieten:

- Vermögensverwaltung;
- Vermögensplanung;
- Anlageberatung;
- Plattform für die externen Verwalter;
- Unterstützung und Beratung im Immobilienbereich;
- Lombard-Kredite;
- Fondsverwaltung;
- Trade Finance (Management von Finanzierungen für den internationalen Handel).

#### 4.4.2 Entwicklung der Kennzahlen für die Geschäftsjahre 2003 bis 2007

| in CHF '000       |                                              | 2003    | 2004    | 2005    | 2006    | 2007      |
|-------------------|----------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Off-Balance Sheet | Assets under Management                      | 628'653 | 901'036 | 955'701 | 926'043 | 1'318'807 |
|                   | Wachstum Assets under Management             | 20.2%   | 43.3%   | 6.1%    | -3.1%   | 42.4%     |
|                   | Netto neues Geld in der Bank (Net new money) | 45'335  | 269'260 | 46'827  | -15     | 283       |
| Bilanz            | Bilanzsumme                                  | 95'459  | 130'098 | 126'675 | 128'813 | 155'119   |
|                   | Wachstum Bilanzsumme                         | 153.0%  | 36.3%   | -2.6%   | 1.7%    | 20.4%     |
|                   | Ausleihungen an Kunden                       | 55'563  | 55'450  | 72'526  | 83'426  | 115'732   |
|                   | Wachstum Ausleihungen an Kunden              | 191.0%  | -0.2%   | 30.8%   | 15.0%   | 38.7%     |
|                   | Ausleihungen von Kunden                      | 34'538  | 65'165  | 73'942  | 63'111  | 48'088    |
|                   | Wachstum Ausleihungen von Kunden             | 187.3%  | 88.7%   | 13.5%   | -14.6%  | -23.8%    |
|                   | Ausleihungen von Banken                      | 35'415  | 38'140  | 19'305  | 30'351  | 72'267    |
|                   | Wachstum Ausleihungen von Banken             | 114.5%  | 7.7%    | -49.4%  | 57.2%   | 138.1%    |
| Erfolgsrechnung   | Nettoertrag                                  | 10'343  | 13'837  | 18'190  | 19'091  | 20'496    |
|                   | Wachstum Nettoertrag                         | 106.1%  | 33.8%   | 31.5%   | 5.0%    | 7.4%      |
|                   | Bruttogewinn (vor Steuer und Abschreibungen) | 1'818   | 3'401   | 6'516   | 6'697   | 5'592     |
|                   | Bruttogewinnmarge von Nettoertrag            | 17.6%   | 24.6%   | 35.8%   | 35.1%   | 27.3%     |
|                   | Reingewinn / -verlust                        | 949     | 1'707   | 3'812   | 4'045   | 3'237     |
|                   | Gewinnmarge von Nettoertrag                  | 9.2%    | 12.3%   | 21.0%   | 21.2%   | 15.8%     |

Quelle: Geschäftsberichte Banque Cramer & Cie SA



Die Integration der Lexfin SA im Jahr 2004 wirkt sich im entsprechenden Jahr durch ein substantielles Wachstum des Nettoertrags und des Reingewinns aus. Im Weiteren brachte diese Integration einen Nettozuwachs bei den verwalteten Kundenvermögen (AuM) von rund CHF 230 Mio. bei einem Zuwachs der AuM von den insgesamt CHF 269 Mio. im Geschäftsjahr 2004.

Im Geschäftsjahr 2007 stieg die Bilanzsumme gegenüber dem Vorjahr um 20%. Dieses Wachstum ist auf der Aktivseite auf die Ausweitung der Bankgeschäfte und die damit gestiegenen Ausleihungen an Kunden zurückzuführen. Auf der Passivseite drückt sich das gestiegerte Volumen durch höhere Verbindlichkeiten gegenüber Banken aus.

Im Geschäftsjahr 2007 wurde der Bereich "Trade Finance" neu etabliert. Dieser Expansionsschritt wirkt sich in einem Ertragswachstum und höheren Ausserbilanzverpflichtungen sowie in einem Anstieg der Personalkosten aus. Das in 2007 gegenüber der Vorjahresperiode erzielte Ertragswachstum von rund 7% reflektiert nicht das vollständige Potential des Kommissionsgeschäfts, das sich aus der starken Zunahme der verwalteten Vermögenswerte (AuM) per Bilanzstichtag ergibt, da der Zufluss grösstenteils im vierten Quartal erfolgte. Gemäss Budget und Businessplan wird die Bank ab dem Geschäftsjahr 2008 vollständig von diesem Neugeldzufluss profitieren können.

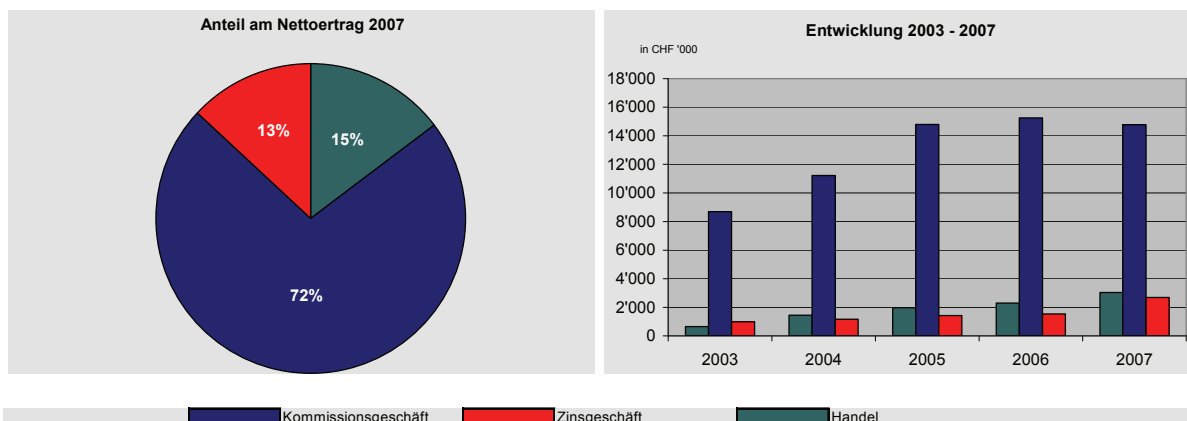
Der im Geschäftsjahr 2007 tiefere Brutto- und Reingewinn ist auf die im Vergleich zum Ertrag überproportional gestiegenen Personalkosten zurückzuführen. Im Zusammenhang mit der Ausweitung der verwalteten Vermögenswerte wurden im Geschäftsjahr 2007 zusätzliche Vermögensverwalter eingestellt. Zudem erhöhten sich die Personalkosten durch den Aufbau des Bereichs "Trade Finance" überproportional im Vergleich zu den mit dieser Aktivität generierten Erträgen in 2007. Per Ende des Geschäftsjahres 2007 wies Cramer 47 Vollzeitstellen gegenüber 43 im Vorjahr aus.

#### 4.4.3 Segmente

Cramer verfügt über drei wesentliche Ertragssegmente im operativen Bankgeschäft:

- Kommissionsgeschäft
- Zinsgeschäft
- Handel

Die Anteile und Entwicklungen dieser einzelnen Segmente am Gesamtertrag des Bankinstituts sind in nachstehender Übersicht dargestellt:



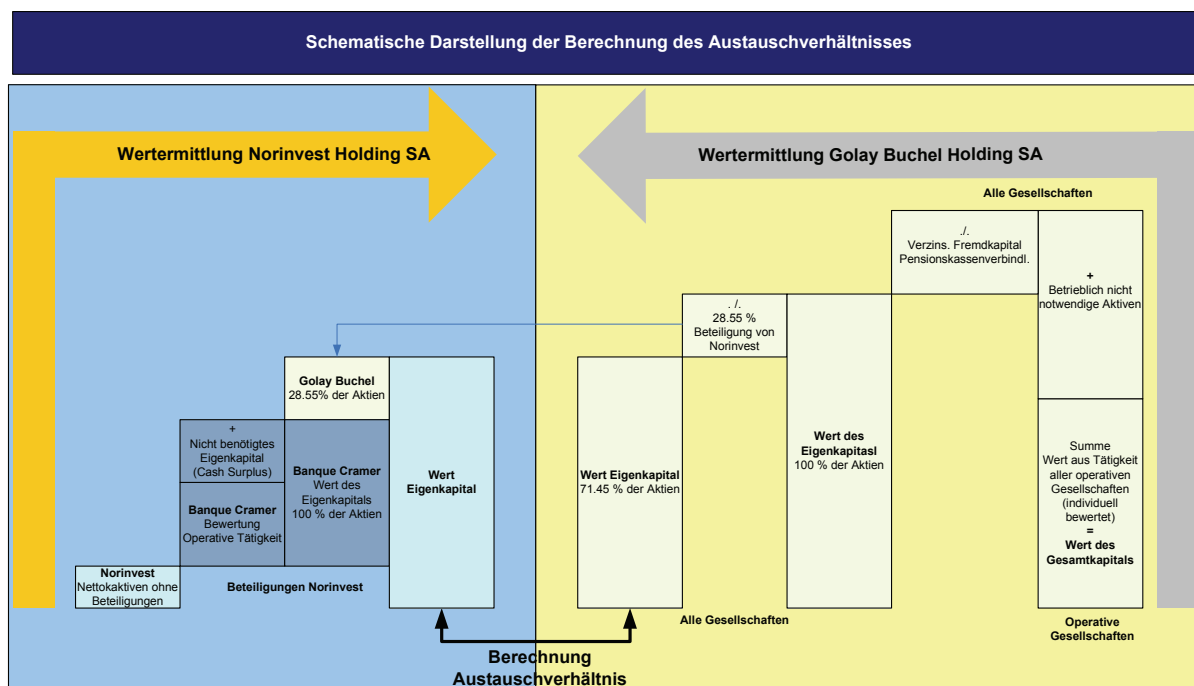
Quelle: Geschäftsberichte Banque Cramer & Cie SA

Das Kommissionsgeschäft macht rund drei Viertel des Nettoertrages aus den ordentlichen Bankgeschäften aus. Das durchschnittliche jährliche Wachstum (CAGR) der betrachteten Periode beträgt 19%. Das proportional grösste Wachstum (CAGR) hatte das Zinsgeschäft mit 47%, gefolgt vom Handelsgeschäft mit 28% und dem Kommissionsgeschäft mit 14%.

## Kapitel 5 Bewertungsvorgehen und -analysen

### 5.1 Bewertungsumfang

Die folgende Darstellung zeigt die von BDO für die Bewertungsüberlegungen verwendete Systematik, beziehungsweise die zu berücksichtigenden einzelnen Wertkomponenten der Gesellschaften Norinvest (inklusive deren Beteiligungen) und Golay, um das Austauschverhältnis zu berechnen:



Da Norinvest einen 28.55% Anteil am Kapital von Golay hält, muss diese Beteiligung vor der Berechnung des Umtauschverhältnisses anteilmässig vom berechneten Wert von Golay zum Wert von Norinvest dazugerechnet bzw. bei Golay abgezogen werden. Die neben Golay einzige operativ tätige Beteiligung von Norinvest ist die Banque Cramer & Cie SA. Die nachfolgenden Ausführungen und Erklärungen gelten somit sinngemäss für die operativen Geschäftsaktivitäten von Golay und Cramer.

### 5.2 Stand-alone / Synergien

Bei den Bewertungsüberlegungen wurden künftig mögliche Synergien eines Zusammenschlusses der beiden Gesellschaften Norinvest und Golay nicht berücksichtigt. Die von den beiden Gesellschaften verwendeten Planungsprämissen, die den Bewertungsüberlegungen und der Berechnung des Austauschverhältnisses im Rahmen des vorliegenden Gutachtens

zugrunde gelegt wurden, berücksichtigen die Entwicklung der Gesellschaften Golay und Cramer unabhängig voneinander (stand-alone).

Durch die beabsichtigte vollständige Übernahme von Golay können sich zukünftig allfällige Synergiepotenziale für Norinvest ergeben um wirtschaftliches Wachstum und Ertragssteigerungen erzielen zu können.

### **5.3 Bewertungsstichtag**

Als Bewertungsstichtag wurde der 1. Oktober 2008 festgelegt.

Basis für die Planrechnungen und die darauf abgestützten Bewertungsarbeiten bildeten die Budgets für die Geschäftsjahre 2008 bis 2010 sowie die Jahresrechnungen der beiden zu bewertenden Gesellschaften per 31. Dezember 2007. Die aktuellsten publizierten Zwischenabschlüsse datieren vom 30. Juni 2008. Die Annahmen und verwendeten Parameter der Planrechnungen wurden aufgrund der Zwischenberichterstattung per 30. Juni 2008 sowie den verfügbaren Informationen zu den internen Zwischenabschlüssen per Ende September 2008 mit den jeweiligen Geschäftsleitungen besprochen, plausibilisiert und allenfalls aktualisiert.

Die Managements der beiden Gesellschaften haben gegenüber BDO bestätigt, dass seit dem Bewertungsstichtag keine Ereignisse eingetreten sind, welche nicht in den Planzahlen dargestellt sind und einen materiellen Einfluss auf die Planrechnungen bzw. die Bewertungsüberlegungen haben könnten. Die Feststellungen im Verlaufe der durchgeführten Aktualisierungsarbeiten bestätigen diese Aussagen.

### **5.4 Verwendete Planrechnungen**

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich aus dem Nutzen, den das Unternehmen aufgrund seiner zum Zeitpunkt der Bewertung vorhandenen Erfolgsfaktoren, einschliesslich der materiellen Substanz, Innovationskraft, Produkte und Stellung am Markt, der Firmenstruktur, Mitarbeiter und seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann. Basierend auf diesen Faktoren und verbunden mit seinen Markteinschätzungen und Marktkenntnissen, erstellt das Management für die kommenden Jahre Planrechnungen. Bei der Planung wird davon ausgegangen, dass das Unternehmen künftig in der Lage sein wird, finanzielle Überschüsse zuhanden der Unternehmenseigner, d.h. der Aktionäre, zu erwirtschaften.

## 5.5 Planungshorizont und Residualwert

Um die erwarteten zukünftigen Überschüsse zu berechnen, hat sich BDO für die Bewertungsarbeiten auf die Businesspläne der beiden Gesellschaften Golay und Cramer sowie die Hochrechnungen 2008 und historische Entwicklungen abgestützt. Als relevanter Planungshorizont wurden die Geschäftsjahre 2008 bis 2010 definiert. Am Ende dieses Planungshorizontes steht das Normjahr, dessen Planungsparameter aufgrund der Annahmen im Businessplan und der Gespräche mit den Managements abgeleitet wurden. Im Speziellen wurde darauf geachtet, dass das Wachstum, die Margen sowie die Abschreibungen und Investitionen gemäss den Erwartungen des Managements plausibel erscheinen. Der im Normjahr aufgrund der Projektionen ermittelte finanzielle Überschuss bildet die Basis, um den Residualwert mit der ewigen Rentenformel herzuleiten.<sup>1</sup>

## 5.6 Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen

Bei der Ermittlung der zukünftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse für die beiden Gesellschaften Golay und Cramer dienten die Planrechnungen 2009 bis 2010 und die Hochrechnungen für das Geschäftsjahr 2008 als Grundlage. Im Weiteren wurden der ordentliche Abschluss für das Geschäftsjahr 2007 und die Halbjahresergebnisse 2008 gesichtet. Die aktuellen Hochrechnungen 2008 wurden plausibilisiert und mit dem jeweiligen Management beider Gesellschaften besprochen. In Anbetracht der derzeitigen Finanzkrise wurden mögliche Auswirkungen auf die aktuelle und zukünftige Vermögens- und Ertragslage der beiden operativen Gesellschaften anhand der verfügbaren Zwischenberichterstattung per 30. September 2008 analysiert und beurteilt.

Die Planrechnung von Golay wurde im Jahr 2007 erstellt und reflektiert die Erwartungen der noch operativ tätigen Gesellschaften für das Geschäftsjahr 2008. Basierend darauf wurde vom Management die Planung bis ins Jahr 2010 weitergeführt. Bei den operativ nicht mehr aktiven Gesellschaften wurden die noch vorhandenen flüssigen Mittel, die Lagerbestände und die bestehenden Nettoverbindlichkeiten (Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten zu den Marktwerten) bewertet und so für die Ermittlung des Unternehmenswertes von Golay berücksichtigt. Die wirtschaftliche Abkühlung und die derzeitige Finanzkrise beeinflussen die operative Geschäftstätigkeit im Luxusgüterbereich negativ. Per Ende September 2008 zeigt sich, dass insbesondere im asiatischen Geschäftsraum (Japan und Hong-Kong) die budgetierten Umsatzziele für das Geschäftsjahr 2008 nicht erreicht werden können. Dies beeinflusst die operativen Margen und damit auch die Ertragsaussichten für das gesamte Ge-

---

<sup>1</sup> Residualwert = Nachhaltiger FCF / (Kapitalkostensatz – Nachhaltige Wachstumsrate)

schäftsjahr 2008 negativ. Ausgehend von der Hochrechnung per Ende September 2008 wurde die Planrechnung dementsprechend angepasst.

Die Planung von Cramer, welche die Planperiode 2008 bis 2010 umfasst, wurde vom Management der Bank zu Beginn des Geschäftsjahres 2008 erstellt und im Mai 2008 im Hinblick auf das bevorstehende Umtauschangebot überarbeitet. Im Speziellen wurden mit Bezug auf die Aktivitäten im Bereich "Trade Finance" verschiedene Szenarien für die Geschäftsjahre 2009 und 2010 erarbeitet und in der Planungsrechnung berücksichtigt. Weiter wurden bei der Budgetierung berücksichtigte Synergieeffekte aus dem Zusammengehen mit Golay eliminiert, um die Prämisse einer stand-alone Bewertung zu gewährleisten. Im Zusammenhang mit der derzeitigen Finanzkrise wurde anfangs Oktober 2008 deren Einfluss auf die operative Geschäftstätigkeit und die Vermögens- und Ertragslage der Bank analysiert. Die Bank tätigt praktisch keinen Eigenhandel und verfügt über keine im Zusammenhang mit der Finanzkrise neu zu bewertenden Aktiven. Durch die grösstenteils auf den Bereich Vermögensverwaltung ausgerichtete Geschäftstätigkeit ist Cramer vor allem indirekt von den Auswirkungen der Finanzkrise betroffen. Einer kontinuierlichen Zunahme der Anzahl von Kundenbeziehungen stehen Wertebussen bei den bestehenden Kundenguthaben gegenüber, wobei für 2008 auch volumenmässig ein positiver Wachstumstrend beibehalten werden konnte. Verursacht durch die Finanzkrise bzw. die schwierige Börsenlage liegen per 30. September 2008 die Kommissionseinnahmen unter den Erwartungen. Dadurch wird auch der hochgerechnete operative Gewinn für das gesamte Geschäftsjahr 2008 negativ beeinflusst. Eine entsprechende Anpassung wurde in der Planrechnung 2008 berücksichtigt.

## 5.7 Werttreiber

Golay und Cramer sind in vollständig unterschiedlichen Märkten tätig. Während Golay Handel mit Luxusgütern betreibt, betreut Cramer als Privatbank hauptsächlich wohlhabende Privatkunden. Beide Gesellschaften haben deshalb unterschiedliche Werttreiber, deren erwartete Entwicklungen die Planungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2010 beeinflusst haben. Nachfolgend sind die wesentlichsten Werttreiber beider Gesellschaften beschrieben:

- **Golay:** Der wesentliche Werttreiber bei Golay ist die EBITDA-Marge, insbesondere der Warenaufwand und die Personalkosten. In den vergangenen Jahren lag der Warenaufwand im Bereich von 72% bis 75% des Umsatzes. Die Entwicklung des Warenaufwands hängt in erster Linie von der Preisentwicklung an den Perlenmärkten ab. Perlen werden an Auktionen in definierten Paketen gehandelt, wobei nur ein Gebot pro Paket abgegeben werden kann und das höchste Gebot gilt. Da Perlen unterschiedlicher Qualität und farblicher Nuancen in einem Paket enthalten sind, müssen unter Umständen mehrere Pakete gekauft werden, bevor die Anzahl benötigter Per-

len in gleicher Qualität und Farbton vorhanden ist. Der Markt der Perlenhändler ist geprägt von vielen kleinen lokal tätigen Privatgesellschaften. Golay ist eine der wenigen institutionellen Gesellschaften, die weltweit als Perleneinkäufer auftreten. Dies führt dazu, dass häufig grosse Preisausschläge zu verzeichnen sind, wenn sich Golay an einer Auktion beteiligt. Entsprechend schwierig ist die Planung für die Kosten des Warenaufwandes. Für die Planungsperiode wird davon ausgegangen, dass der zukünftige Warenaufwand verhältnismässig im Rahmen des bisherigen Aufwandes liegen wird.

Ein weiterer Werttreiber bei Golay sind die Personalkosten. Durch die Schliessung der Produktion, den Verkauf der Ladenkette Oro Vivo und die Restrukturierung von nicht rentablen Ländergesellschaften gelang es, die Personalkosten massiv zu senken. Im Vergleich zum Geschäftsjahr 2006 konnten die Personalkosten in 2007 um die Hälfte reduziert werden. Das Management geht davon aus, dass mit dem Personalbestand per Ende 2007 die Strategie der Fokussierung auf das Kerngeschäft realisierbar ist. Für die Planungsperiode wird deshalb davon ausgegangen, dass der zukünftige Personalaufwand im Verhältnis zum Umsatz in etwa den bereinigten wiederkehrenden Personalkosten des Geschäftsjahres 2007 entspricht.

- **Cramer:** Der Erfolg von Cramer hängt hauptsächlich vom Volumen der verwalteten Kundenvermögen und daneben von der Entwicklung des Zinsniveaus bzw. der erzielbaren Marge aus dem Zinsengeschäft ab. Das Wachstum der AuM ermöglicht es Cramer, höhere Erträge aus Kommissionen und Retrozessionen zu erzielen. Die Steigerung der verwalteten Kundenvermögen wird durch die Akquisition bzw. die Einstellung von neuen Kundenberatern und die Ausweitung von bestehenden Geschäftsverbindungen angestrebt. Für die Planungsperiode wird von einem durchschnittlichen Wachstum (CAGR) der AuM von rund 11.5% ausgegangen. Ein allfällig steigendes Zinsniveau bedeutet höhere Ausgaben für Ausleihungen bei Drittbanken. Die Folge davon könnte ein Druck auf die Zinsmarge und dadurch ein sinkender Nettoertrag aus dem Zinsgeschäft sein. Insbesondere die Tätigkeiten im Bereich "Trade Finance" sind als zinssensitiv einzustufen. Für die Planungsperiode wird davon ausgegangen, dass sich das Zinsniveau nicht grundlegend verschiebt bzw. dass sich die Zinsmarge aufgrund einer Verschiebung des Zinsniveaus nicht erheblich verändern wird.

Im Bezug auf den Personalaufwand wird für die Planungsperiode davon ausgegangen, dass der um Sondereffekte bereinigte Referenzwert des Geschäftsjahres 2007

von rund 40% des Nettoertrages als Basiswert verwendet und verhältnismässig auch zukünftig beibehalten werden kann.

## 5.8 Bewertungsmethoden

Zur Ermittlung der Eigenkapitalwerte von Golay und Cramer, beziehungsweise zur Überprüfung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschangebots von Norinvest, wurden die folgenden Analyse- und Bewertungsmethoden verwendet:

- Discounted Cash Flow Methode (DCF-Methode);
- Marktbewertung (Vergleich mit börsenkotierten Unternehmen in Bezug auf Bewertungskennzahlen);
- Überlegungen zur Bewertung auf der Basis von Liquidationswerten;
- Analyse der Entwicklung des Börsenkurses von Golay (Inhaberaktie und PS).

Der nach der DCF-Methode ermittelte Eigenkapitalwert steht im Zentrum der durchgeführten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen. Die Methode basiert auf dem theoretischen Ansatz, dass bei der Bestimmung des Unternehmenswertes die zu erwartenden Netto-Einnahmen des Investors aufgrund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden. In der Praxis wird von den zukünftig zu erwartenden freien Cash Flows ausgegangen, welche im Rahmen der DCF-Methode mittels des Kapitalkostensatzes auf den Gegenwartswert diskontiert werden.

Die zusätzlichen Bewertungsmethoden/-überlegungen wurden zur Plausibilisierung und Überprüfung der Ergebnisse verwendet, die mit der DCF-Methode ermittelt wurden. Dabei standen insbesondere die Nachvollziehbarkeit der Bewertungsergebnisse im Vergleich mit, der spezifischen Ausgangslage angepassten, alternativen Bewertungsansätzen im Vordergrund.



## Kapitel 6 Bewertungsergebnisse

### 6.1 Discounted Cash Flow Methode

In der Theorie der Investitionsbewertung für die Unternehmensbewertung entspricht der Unternehmenswert den zu erwartenden Netto-Einnahmen des Investors, welche aufgrund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden. In der Praxis wird als Annäherung an diese Grösse von den zukünftig zu erwartenden freien Cash-Flows (FCF) ausgegangen, welche im Rahmen der DCF-Methode mit Hilfe der Kapitalkosten auf den Gegenwartswert diskontiert werden. Die Kapitalkosten entsprechen dabei den gewichteten durchschnittlichen Kosten für das Fremd- und Eigenkapital (WACC). Der WACC berücksichtigt die angemessene Eigenkapitalrendite sowie die künftig zu erwartenden Fremdkapitalkosten, jeweils gewichtet nach der langfristigen Zielkapitalstruktur des Unternehmens. Die Eigenkapitalrendite wird mit dem CAPM-Modell (Capital Asset Pricing Model) berechnet. Für die Fremdkapitalkosten wird der tatsächliche Zinssatz, bereinigt um die Steuern, verwendet, während die Eigenkapitalkosten unter Anwendung des CAPM vom Kapitalmarkt hergeleitet werden. Die CAPM-Theorie geht davon aus, dass die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des "levered" Betas mit der Marktrisikoprämie entspricht. Dabei ist das "levered" Beta ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktrisiko und hängt u.a von der Finanzierungsstruktur des zu bewertenden Unternehmens ab.

Bei der Bewertung von Industrie- oder Handelsbetrieben wird bei der Anwendung der DCF-Methode i.d.R. die Bruttomethode (auch Gesamtwertmodell oder Entity-Methode genannt) angewandt. Bei der Bruttomethode entsprechen die FCF dem Cash Flow der operativen Tätigkeiten und Investitionen ohne Berücksichtigung der Zinsen für Fremdkapital. Der um die Steuern bereinigte Zinssatz für das Fremdkapital wird für die Berechnung der Kapitalkosten berücksichtigt. Die verzinslichen Fremdkapitalien werden vom Gesamtwert (Wert des Gesamtkapitals) aus der Summe der diskontierten FCF der Planungsphase und dem Endwert (Residualwert) abgezogen und ergänzt um allfällige weitere betrieblich nicht notwendige steuerbereinigte Aktiven und die überschüssigen flüssigen Mittel. Da es sich bei Golay primär um einen Handelsbetrieb handelt, wird diese Methode bei der Bewertung angewandt.

Bei der Bewertung einer Bank mit der DCF-Methode wird im Gegensatz zu Industrie- oder Handelsbetrieben vorzugsweise die Nettomethode (auch bekannt unter Equity-Methode) angewandt. Da eine Bank aufgrund ihrer Geschäftstätigkeit mit dem Eigenkapitalkostenansatz zu bewerten ist, werden die Zinskosten für Fremdkapital vom FCF abgezogen. Durch die Addition des betrieblich nicht notwendigen Vermögens zu diesem Gesamtwert ergibt sich der Wert des Eigenkapitals. In diesem Fall entsprechen die Kapitalkosten den Kosten des Eigenkapitals, die mit der CAPM-Methode hergeleitet werden. Die Anwendung der Net-

to-Methode bei der Bewertung von Banken anstelle der Brutto-Methode wird auch in der einschlägigen Literatur beschrieben. So schreibt Copeland in seinem Standardwerk "Unternehmenswert<sup>2</sup>": *"Das Gesamtwertmodell führt zwar mathematisch zum gleichen Ergebnis wie der Eigenkapitalansatz, letzterer ist aber für eine Bewertung von Banken leichter zu verwenden und trägt der Tatsache Rechnung, dass Banken auch auf der Passivseite der Bilanz Wert erzeugen können. Daher empfehlen wir, bei Banken den an die Aktionäre fliessenden freien Cashflow zu prognostizieren und anschliessend mit den Eigenkapitalkosten abzuzinsen. Das Gesamtwertmodell ist für Banken weniger geeignet, weil bei diesen die zinsfreien Einlagen aus dem Privatkundengeschäft eine der wichtigsten Finanzierungsquellen sind, nicht aber am Kapitalmarkt aufgenommene Kredite. Die Kapitalkosten für diese Kundeneinlagen sind oft sehr schwer zu ermitteln."*

Basierend auf diesen Ausführungen wurde für die Bewertung von Cramer die Netto-Methode angewandt.

### 6.1.1 Parameter für WACC und Residualwert

Nachstehend sind die im Rahmen der Wertüberlegungen berücksichtigten Parameter zur Bestimmung von WACC und Residualwert für Golay und Cramer beschrieben:

#### a) Beta

| Golay: 1.76                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Cramer: 0.58                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Die Herleitung des relevered Betas für Golay basiert auf der Zielkapitalstruktur von Golay und auf dem Median des unlevered Betas einer ausgewählten Peer-Gruppe von börsenkotierten Unternehmen der Luxusgüterindustrie.</p> <p>Als Peer-Gruppe wurden die folgenden Unternehmen ausgewählt:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hermes International</li> <li>• Burberry Group PLC</li> <li>• Bulgari SPA</li> <li>• Bijou Brigitte Modische Accessoires AG</li> <li>• LVMH Group</li> <li>• CIE Financière Richemont SA</li> </ul> | <p>Die Herleitung des Betas für Cramer basiert auf dem Median der unlevered Betas einer ausgewählten Peer-Gruppe von börsenkotierten Privatbanken und Vermögensverwaltern.</p> <p>Als Peer-Gruppe wurden die folgenden Privatbanken und Vermögensverwalter definiert:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Banque Privée Edmond Rothschild SA</li> <li>• Bank Sarasin &amp; Cie AG</li> <li>• EFG International</li> <li>• Vontobel Holding AG</li> <li>• Julius Bär Holding AG</li> <li>• Liechtensteinische Landesbank</li> <li>• Verwaltungs- und Privatbank AG</li> </ul> |

<sup>2</sup> T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, McKinsey & Company, Inc., "Unternehmenswert", 3. Auflage 2002, Campus-Verlag GmbH, -D-Frankfurt/Main, S. 501ff

b) **Risikoloser Zinssatz**

| <b>Golay: 2.10%</b>                                                                                                                                                                                                                                                                              | <b>Cramer: 3.08%</b>                                                                                                                                                               |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Golay wickelt einen Grossteil seiner Geschäfte in der Schweiz und in Japan ab. Aus diesem Grund wurde der risikolose Zinssatz <sup>3</sup> auf Basis der Umsatzgewichtung Schweiz / Japan gemäss Budget 2008 aus den Renditen von langfristigen Staatsanleihen der Schweiz und Japan abgeleitet. | Der für die Bewertungsarbeiten zugrunde gelegte risikolose Zinssatz entspricht der aktuellen Rendite auf Verfall einer 20-jährigen Schweizerischen Bundesobligation <sup>4</sup> . |

c) **Marktrisikoprämie**

| <b>Golay: 8.73%</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | <b>Cramer: 4.68%</b>                                                                                                                                                                                                   |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Analog der Herleitung des risikolosen Zinssatzes entspricht die Marktprämie der länderspezifischen Umsatzgewichtung Schweiz / Japan gemäss dem Budget 2008.<br><br>Die Berechnung der Marktrisikoprämie für die Schweiz entspricht der Differenz zwischen der Rendite des Schweizerischen Aktienmarktes gemäss der Pictet-Studie <sup>5</sup> und der risikolosen Rendite von Bundesobligationen mit 20-jähriger Laufzeit. Für Japan wird das Länderrisiko gemäss Bloomberg herangezogen. | Die geschätzte Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des Schweizerischen Aktienmarktes gemäss der Pictet-Studie und der risikolosen Rendite von Bundesobligationen mit 20-jähriger Laufzeit. |

d) **Prämie für Grösse**

| <b>Golay: 2.56%</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | <b>Cramer: 3.65%</b> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| Die Prämie für die Unternehmensgrösse reflektiert die erhöhte Risiko- / Renditeerwartung, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmen, bezogen auf die Börsenkapitalisierung, verbunden sind. Sie berechnet sich als Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite kleinkapitalisierter Unternehmen und der für diese Unternehmen mittels CAPM geschätzten Rendite. Die verwendeten Prämien basieren auf der jährlichen Studie von Ibbotson <sup>6</sup> . Die Grundlage für die empirische Analyse bildet der amerikanische Kapitalmarkt. |                      |

<sup>3</sup> Bloomberg

<sup>4</sup> Bloomberg

<sup>5</sup> Pictet & Cie; Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2007), Januar 2008

<sup>6</sup> Morningstar, 2008 Ibbotson Risk Premia Over Time Report (Estimates for 1926-2007), Januar 2008

e) **Fremdkapitalkosten:**

| <b>Golay: 3.5%</b>                                                                                                                                                                                        | <b>Cramer: 0.00%</b>                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Die Fremdkapitalkosten von Golay vor Steuereffekten entsprechen im Durchschnitt dem effektiven Zinsendienst, den Golay als Gesamtkonzern aufgrund der aktuellen Fremd- bzw. Eigenkapitalstruktur leistet. | Die Bank Cramer wird, wie vorstehend ausgeführt, mit der Equity-Methode bewertet. Folglich wird der Eigenkapitalkostensatz als Diskontsatz verwendet und die Fremdkapitalkosten sind für die Bestimmung des Kapitalisierungssatzes nicht relevant. |

f) **Ertragssteuersatz:**

| <b>Golay: 20%</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | <b>Cramer: 25.70%</b>                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Für die Ertragssteuern wurden für die operativen Gesellschaften gemäss Planung des Managements die folgenden länderspezifischen Steuersätze verwendet:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Schweiz (Lausanne) 20%</li> <li>• Kobe (Japan) 38%</li> <li>• Tokyo (Japan) 25%</li> <li>• Osaka (Japan) 37%</li> <li>• Hong Kong (HK) 18%</li> <li>• Singapore (SG) 20%</li> </ul> | Cramer ist in der Stadt Genf steuerpflichtig. Der Ertragssteuersatz entspricht dem vom Management für die Planung verwendeten durchschnittlichen Ertragssteuersatz unter Berücksichtigung der kantonalen Steuerauscheidung im Zusammenhang mit der Niederlassung in Lugano. |

g) **Zielkapitalstruktur:**

| <b>Golay: FK 50% / EK 50%</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | <b>Cramer: EK 100%</b>                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Das der Wertermittlung zugrunde gelegte langfristige Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital (Gearing 1.00) von Golay basiert einerseits auf der geschätzten langfristigen Verschuldungskapazität und andererseits auf der angestrebten Finanzierungsstruktur des Unternehmens, unter Berücksichtigung der zukünftigen Strategie. Die Pensionsverbindlichkeiten sind im Fremdkapital berücksichtigt. | Die Bewertung von Cramer erfolgt gemäss der Equity-Methode. Dieser Methode wird eine vollständige Eigenfinanzierung zugrunde gelegt. |

## h) Wachstum Residualwert

| Golay: 2.50%                                                                                                                                                                                                                                                                       | Cramer: 2.00%                                                                                                                                                                                                                             |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| In Absprache mit dem Management betreffend die zukünftige Unternehmensstrategie und unter Berücksichtigung der Inflationserwartungen in den lokalen Geschäftsfeldern wurde auf Stufe der jeweiligen Gruppengesellschaften ein ewiges Wachstum von 2.50% im Residualwert unterlegt. | Für die Bewertung von Cramer wurde, basierend auf detaillierten Besprechungen mit dem Management, neben einer moderaten Inflationserwartung von 1% ein zusätzliches Wachstum von 1% in den Berechnungen des Residualwerts berücksichtigt. |

In der nachfolgenden Tabelle sind die aus den vorstehend beschriebenen Parametern (ohne Punkt h) ermittelten Diskontierungssätze (WACC) für Golay und Cramer dargestellt:

| Herleitung Kapitalkosten (WACC)              | Golay         | Cramer        | Quellen:                                                                                                             |
|----------------------------------------------|---------------|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Unlevered Beta                               | 0.88          | 0.58          | Bloomberg Peergruppenanalyse mit Harris/Pringle Formle $\text{Unlevered Beta} = \text{Levered Beta} / (1 + (FK/EK))$ |
| Relevered Beta                               | 1.76          | 0.58          | $\text{Relevered Beta} = \text{unlevered Beta} * (1 + (FK/EK))$                                                      |
| Risikofreier Zinssatz                        | 2.10%         | 3.08%         | Rendite Schweizer, resp. Japanischer Staatsanleihen unter Berücksichtigung Umsatzgewichtung                          |
| Marktrisikoprämie                            | 8.73%         | 4.68%         | (Aktienmarktrendite - risikofreier Zinssatz), Pictet Studie für Schweiz, Bloomberg für Japan                         |
| Grössenzuschlag                              | 2.56%         | 3.65%         | Gemäss Morningstar Ibbotson Risk Premia Over Time Report                                                             |
| Risikozuschlag / Professional Judgement      | 0.00%         | 3.00%         | BDO Zuschlag für erschwerte Verkäuflichkeit und Ausschüttungsrestriktionen                                           |
| <b>Eigenkapitalkosten</b>                    | <b>20.01%</b> | <b>12.45%</b> | <b>= Risikofreier Zinssatz + (Marktrisikoprämie * relevered Beta) + Grössenzuschlag + Risikozuschlag</b>             |
| Fremdkapitalkosten                           | 3.50%         | 0.00%         | Gemäss Management                                                                                                    |
| <b>Fremdkapitalkosten (steueradjustiert)</b> | <b>2.80%</b>  | <b>0.00%</b>  | <b>= Fremdkapitalkosten * (1-Steuersatz)</b>                                                                         |
| Eigenkapital                                 | 50%           | 100%          | Gemäss Management                                                                                                    |
| Fremdkapital                                 | 50%           | 0%            | Gemäss Management                                                                                                    |
| <b>WACC</b>                                  | <b>11.40%</b> | <b>12.45%</b> |                                                                                                                      |

Die zukünftigen Freien Cash Flows (FCF) des Planungszeitraumes 2008 bis 2010 wurden in einem detaillierten Berechnungsverfahren anhand der Hochrechnungen 2008, den Planrechnungen 2008 bis 2010 und den Aussagen des Managements für jede der beiden operativ tätigen Gesellschaften prognostiziert.

Aufgrund der erwarteten Marktentwicklung wurde für den Residualwert ab dem Geschäftsjahr 2011 in Zusammenarbeit mit den Managements beider Gesellschaften ein Normjahr hergeleitet, in welchem das jeweilige ewige Wachstum zugrunde gelegt wird. Im Rahmen der Bewertungsarbeiten wurden die so ermittelten zukünftigen freien Cash Flows und der Residualwert mit den hergeleiteten individuellen Werten des WACC auf den Stichtag diskontiert.

Um den Wert des jeweiligen Eigenkapitals von Norinvest und Golay zu erhalten wurden die anhand der DCF-Methode ermittelten Gesamtwerte der beiden operativen Gesellschaften um die Finanzverbindlichkeiten (netto) sowie um das nicht betriebsnotwendige Eigenkapital und die nicht betriebsnotwendigen Aktiven bzw. die Nettoaktiven korrigiert (siehe dazu auch grafische Darstellung in Kapitel 5.1).

## 6.1.2 Sensitivitäten

Um den Einfluss der relevanten Werttreiber auf das Austauschverhältnis zu beurteilen, wurde basierend auf den mittels DCF-Methode ermittelten Wertbandbreiten für beide Unternehmen eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt.

Im Rahmen dieser Sensitivitätsanalyse wurden bei beiden operativen Gesellschaften verschiedene Werttreiber innerhalb einer Wertspanne verändert. Da es sich bei Golay und Cramer um Gesellschaften aus unterschiedlichen Industrien handelt, müssen die für die Sensitivitätsanalyse berücksichtigten Werttreiber vergleichbar sein. Vor diesem Hintergrund wurden der WACC, das ewige Wachstum und der geplante operative Gewinn vor Abschreibung und Steuern im Residualwert als Werttreiber bestimmt.

Die detaillierten Resultate der Sensitivitätsberechnungen sind in Anhang 4 dargestellt. Die Sensitivitäten bzw. die daraus resultierenden prozentualen Bandbreiten des Umtauschverhältnisses wurden mittels drei verschiedener Szenarien berechnet. Einerseits wurden die Werttreiber bei beiden Gesellschaften verändert und andererseits wurden die Veränderungen jeweils nur bei einer der beiden Gesellschaften berücksichtigt.

Nachstehende Übersicht rekapituliert die Extremwerte der verschiedenen Sensitivitätsszenarien und die basierend darauf berechneten Bandbreiten für das Umtauschverhältnis für jeden PS bzw. für jede Inhaberaktie der Golay Buchel Holding SA:

| Rekapitulation Sensitivitäten | Prozentuale Extremwerte |        |           |        | Bandbreite Austauschverhältnis |    |               |     |
|-------------------------------|-------------------------|--------|-----------|--------|--------------------------------|----|---------------|-----|
| Veränderung der Werttreiber   | Golay                   |        | Norinvest |        | PS                             |    | Inhaberaktien |     |
| - bei Golay und Cramer        | 40.24%                  | 42.19% | 59.76%    | 57.81% | 39                             | 40 | 234           | 240 |
| - nur bei Golay               | 39.66%                  | 42.77% | 60.34%    | 57.23% | 38                             | 43 | 228           | 258 |
| - nur bei Cramer              | 40.11%                  | 41.28% | 59.89%    | 58.72% | 39                             | 41 | 234           | 246 |

## 6.1.3 Einschätzung

Die Sensitivitätsanalysen basierend auf den mittels Discounted Cash Flow Methode berechneten Unternehmenswerten ergeben eine prozentuale Bandbreite für das ermittelte Umtauschverhältnis auf Stufe der beiden Unternehmen (Equity-Werte) von:

Norinvest / Golay → 57.5% / 42.5% bis 60.5% / 39.5%.

Daraus abgeleitet ergeben sich, bezogen auf die verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren, folgende Bandbreiten für das Umtauschverhältnis:

- **Inhaberaktien:** 228 bis 258 Namenaktien der Norinvest Holding SA für jede Inhaberaktie der Golay Buchel Holding SA;
- **Partizipationsscheine:** 38 bis 43 Namenaktien der Norinvest Holding SA für jeden Partizipationsschein der Golay Buchel Holding SA.

## **6.2 Marktbewertung (Vergleich mit börsenkotierten Unternehmen in Bezug auf Bewertungskennzahlen - Peer-Gruppen)**

Wie im vorstehenden Kapitel beschrieben, weisen die beiden operativen Unternehmen Golay und Cramer aufgrund ihrer ungleichen Geschäftsfelder unterschiedliche Charakteristiken auf und werden für die Zwecke der Wertüberlegungen und Bewertungsanalysen unterschiedlich behandelt. Daher wurden für die durchgeführte Analyse mit vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen und für die Herleitung von bewertungsrelevanten Parametern zwei Peer-Gruppen als Benchmark gebildet.

Die Darstellung in Anhang 1 zeigt eine Übersicht der gängigen Aktienbewertungskennzahlen (EV/EBITA, EV/EBIT, EV/Sales, PE etc.) vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen. Die Kennzahlen beruhen auf Schätzungen<sup>7</sup> von Bankanalysten für die Jahre 2008 und 2009.

### **6.2.1 Einschätzung**

Die von uns mittels DCF-Methode durchgeführten Bewertungsarbeiten und Analysen betreffend Norinvest beziehungsweise die operativ tätige hundertprozentige Tochtergesellschaft Banque Cramer Cie SA haben wir mit Vergleichswerten der Unternehmen aus der Peer-Gruppe plausibilisiert.

Als zusätzliche Information zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswertes der Norinvest dienten die im Rahmen eines Handwechsels innerhalb des Aktionariats während den vergangenen 12 Monaten verwendete Wertbasis und der darauf basierende bezahlte Preis für die Aktien.

Für Golay ist ein Vergleich mit den Kennzahlen der Unternehmen aus der Peer-Gruppe nur bedingt möglich. Die Gruppe befindet sich schon seit längerer Zeit in einer Phase der Neu-

---

<sup>7</sup> Quelle: Bloomberg, Datastream

ausrichtung und Restrukturierung. Deshalb können die mit der DCF-Methode ermittelten Werte und Kennzahlen zum aktuellen Zeitpunkt nur bedingt mit denjenigen der Peer-Gruppe verglichen werden.

### **6.3 Überlegungen zur Bewertung auf der Basis von Liquidationswerten zur Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse mit der DCF-Methode**

Seit dem Geschäftsjahr 2004 befindet sich Golay in einer Phase von tiefgreifenden Restrukturierungen in allen Unternehmensbereichen und einer wesentlichen Redimensionierung der Geschäftsfelder bzw. der Geschäftstätigkeit.

Im Zusammenhang mit der Überprüfung und Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse bezüglich Wert des Eigenkapitals der Golay-Gruppe basierend auf der DCF-Methode haben wir auf Konzernstufe Analysen und Überlegungen zum Liquidationswert der Aktiven und Passiven durchgeführt. Zu diesem Zweck wurde eine grobe Beurteilung der in einem solchen Szenario notwendigen Bewertungszuschläge bzw. Bewertungsabschläge für die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten sowie eine Analyse der Höhe von allfälligen Zusatz- und Liquidationskosten durchgeführt. Die wesentlichen Abweichungen im Vergleich zu den bereinigten Buchwerten wurden insbesondere im Wareninventar und den Forderungen identifiziert.

#### **6.3.1 Einschätzung**

Die durchgeführten Bewertungsüberlegungen zu den Liquidationswerten der Golay-Gruppe haben aufgezeigt, dass der geschätzte Liquidationswert unter der mittels DCF-Methode berechneten Wertbandbreite liegt.

### **6.4 Analyse der Entwicklung des Börsenkurses von Golay (Inhaberaktie und PS)**

In Anhang 3 sind die Kursentwicklungen der Inhaberaktien und PS von Golay seit September 2007 dargestellt. Als Vergleichswert wurde die Entwicklung des SPI (Swiss Performance Index) aufgeführt.

Der Börsenhandel mit Aktien und Partizipationsscheinen von Golay ist unregelmässig. Beide Titeltkategorien werden nur sporadisch gehandelt. Gemäss den Kriterien der Mitteilung Nr. 2 der UEK vom 3. September 2007 gelten die Titel im Sinne von Art. 37 Abs. 4 der Verordnung der Eidgenössischen Bankkommission über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV-EBK) als nicht liquid.



Die Analyse des Kursverlaufs zeigt, dass die Börsenkurse der beiden kotierten Wertschriften eng miteinander korrelieren. Zwar weisen die PS gegenüber der Inhaberaktie einen leichten Abschlag auf, aber dieser ist vor dem Hintergrund der engen Marktverhältnisse und unterschiedlichen Nennwerten der beiden Titel als nicht signifikant zu qualifizieren.

#### 6.4.1 Einschätzung

Aufgrund der fehlenden Liquidität der beiden kotierten Titalkategorien sowie der engen Marktverhältnisse und unter Berücksichtigung der nicht kotierten Namenaktien, die sich vollständig im Besitz von Norinvest befinden und ein Stimmrecht von 64.84% repräsentieren, stützen sich die Bewertungsarbeiten und Analysen nicht auf die Börsenkurse der beiden kotierten Titalkategorien ab. Die Entwicklung der Börsenkurse und die damit verbundenen Einschätzungen und Überlegungen werden lediglich zur zusätzlichen Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse basierend auf der DCF-Methode verwendet.

Norinvest besitzt durch die 34'263 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 100 einen Kapitalanteil von 28.55% an Golay, verfügt jedoch über ein Stimmrecht von 64.84% und kontrolliert dadurch die Gesellschaft. Die Stimmrechte der kotierten Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 300 haben praktisch keine Bedeutung. Die PS mit einem Nennwert von je CHF 50 verfügen per Definition über kein Stimmrecht. Vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung der spezifischen Ausgangslage erscheint es als vertretbar und sachgerecht, dass die beiden kotierten Titalkategorien bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses basierend auf dem jeweiligen repräsentierten Kapitalanteil gleich behandelt werden. Ausgehend von den Nennwerten ergibt sich demnach bei der Berechnung der anzudienenden Aktien der Anbieterin zwischen den beiden Titalkategorien ein Verhältnisfaktor von sechs.

## Kapitel 7 Gesamtbeurteilung

### 7.1 Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse und Resultate

Unsere Aussage zur finanziellen Angemessenheit des Umtauschangebotes stützt sich in erster Linie auf die Resultate der Discounted Cash Flow Bewertungen und wird durch die zusätzlichen Bewertungsüberlegungen plausibilisiert.

Die Bewertungen, basierend auf der DCF-Methode und die daraus abgeleitete Bandbreite für das Umtauschverhältnis der beiden Aktienkategorien ergeben, dass das Umtauschangebot der Norinvest im unteren Bereich, aber innerhalb der ermittelten Bandbreite liegt.

Die nachstehende Übersicht verdeutlicht diesen Sachverhalt:

| Übersicht: Bandbreite des ermittelten Umtauschverhältnisses / Umtauschangebot |                                                                                |     |     |                      |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
|-------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|-----|-----|----------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Titelkategorie Golay                                                          | Bandbreite Anzahl Namenaktien der Norinvest für je 1 kotierten Titel von Golay |     |     |                      |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
| Partizipationsscheine                                                         | 38                                                                             |     |     | 39                   |     |     | 40  |     |     | 41  |     |     | 42  |     |     | 43  |
| Inhaberaktien                                                                 | 228                                                                            | 230 | 232 | 234                  | 236 | 238 | 240 | 242 | 244 | 246 | 248 | 250 | 252 | 254 | 256 | 258 |
|                                                                               |                                                                                |     |     | Angebot<br>Norinvest |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |

Die zusätzlich angewandten Bewertungsmethoden und die weiteren Analysen zur Überprüfung und Plausibilisierung untermauern die Bewertungsergebnisse mit der DCF-Methode und die Nachvollziehbarkeit der gewählten Vorgehensweise. Die Überlegungen zur Bewertung auf der Basis eines allfälligen Liquidationswerts sowie zu den Börsenkursen von Golay sprechen für eine Abstützung auf die DCF-Methode für die Zwecke des vorliegenden Gutachtens.

Zudem stützen die eindeutigen Kontrollverhältnisse sowie die Entwicklung des Börsenkurses der beiden kotierten Titel von Golay die Vorgehensweise einer nennwertbasierten Gleichbehandlung von Inhaberaktien und Partizipationsscheinen bei der Festlegung des Umtauschverhältnisses.

## 7.2 Einschätzung

Basierend auf den durchgeführten Analysen und unseren Bewertungsüberlegungen liegt das von der Norinvest Holding SA den Publikumsaktionären der Golay Buchel Holding SA unterbreitete Umtauschangebot von 234 Namenaktien der Norinvest Holding SA für 1 Inhaberaktie der Golay Buchel Holding SA beziehungsweise 39 Namenaktien der Norinvest Holding SA für 1 Partizipationsschein der Golay Buchel Holding SA innerhalb der ermittelten Bandbreite und ist somit finanziell angemessen.

Zürich, 15. Oktober 2008

BDO Visura



Markus Egli



Oliver Ambs

## ANHANG

- Anhang 1: Bewertungskennzahlen vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen**
- Anhang 2: Analyse der Betas und der Kapitalstruktur vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen**
- Anhang 3: Kursentwicklung der Inhaberaktien und PS der Golay Buchel Holding SA**
- Anhang 4: Sensitivitätsberechnungen**

**Anhang 1: Bewertungskennzahlen vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen****Golay Buchel Holding SA**

| Gruppe von Vergleichsunternehmen       | Land        | Währung | Markt-<br>kapitalisierung<br>in Mio Währung | Sales Multiples |             | EBITDA Multiples |             | EBIT Multiples |              | P/E Multiples |              |
|----------------------------------------|-------------|---------|---------------------------------------------|-----------------|-------------|------------------|-------------|----------------|--------------|---------------|--------------|
|                                        |             |         |                                             | 2008 E          | 2009 E      | 2008 E           | 2009 E      | 2008 E         | 2009 E       | 2008 E        | 2009 E       |
| HERMES INTERNATIONAL                   | Frankreich  | EUR     | 10'114.79                                   | 5.71            | 5.27        | 19.41            | 17.91       | 22.17          | 20.37        | 35.44         | 32.41        |
| BURBERRY GROUP PLC                     | England     | GBp     | 1'366.89                                    | 1.27            | 1.18        | 5.50             | 4.95        | 6.37           | 5.74         | 8.52          | 7.50         |
| BULGARI SPA                            | Italien     | EUR     | 1'564.53                                    | 1.51            | 1.43        | 7.87             | 7.34        | 10.27          | 9.53         | 11.13         | 10.74        |
| BIJOU BRIGITTE MODISCHE ACCESSOIRES AG | Deutschland | EUR     | 512.73                                      | 0.99            | 0.96        | 3.16             | 3.26        | 3.51           | 3.67         | 7.50          | 8.01         |
| LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON SA    | Frankreich  | EUR     | 26'500.91                                   | 1.83            | 1.71        | 7.27             | 6.77        | 8.51           | 7.90         | 12.73         | 11.81        |
| CIE FINANCIERE RICHEMONT SA            | Schweiz     | EUR     | 24'047.50                                   | 4.05            | 3.81        | 17.06            | 15.65       | 19.55          | 18.56        | 10.97         | 10.48        |
| <b>Durchschnitt</b>                    |             |         | <b>10'684.56</b>                            | <b>2.56</b>     | <b>2.39</b> | <b>10.04</b>     | <b>9.32</b> | <b>11.73</b>   | <b>10.96</b> | <b>14.38</b>  | <b>13.49</b> |
| <b>Median</b>                          |             |         | <b>5'839.66</b>                             | <b>1.67</b>     | <b>1.57</b> | <b>7.57</b>      | <b>7.06</b> | <b>9.39</b>    | <b>8.71</b>  | <b>11.05</b>  | <b>10.61</b> |

**Banque Cramer & Cie SA**

| Gruppe von Vergleichsunternehmen | Land    | Währung | Markt-<br>kapitalisierung<br>in Mio Währung | P/E Multiples |             |
|----------------------------------|---------|---------|---------------------------------------------|---------------|-------------|
|                                  |         |         |                                             | 2008 E        | 2009 E      |
| BANQUE PRIVEE EDMOND ROTHSCHILD  | Schweiz | CHF     | 2'970.00                                    | n.a.          | n.a.        |
| BANK SARASIN & CIE AG            | Schweiz | CHF     | 1'751.75                                    | 15.52         | 11.54       |
| EFG INTERNATIONAL                | Schweiz | CHF     | 3'908.76                                    | 10.79         | 8.40        |
| VONTOBEL HOLDING AG              | Schweiz | CHF     | 2'080.00                                    | 10.42         | 9.50        |
| JULIUS BAER HOLDING AG           | Schweiz | CHF     | 10'247.82                                   | 11.77         | 10.76       |
| LIECHTENSTEIN LANDESBANK         | Schweiz | CHF     | 2'117.50                                    | 9.50          | 8.19        |
| VERWALTUNGS-UND PRIVAT-BANK      | Schweiz | CHF     | 937.49                                      | 11.38         | 8.84        |
| <b>Durchschnitt</b>              |         |         | <b>3'430.47</b>                             | <b>11.56</b>  | <b>9.54</b> |
| <b>Median</b>                    |         |         | <b>2'117.50</b>                             | <b>11.09</b>  | <b>9.17</b> |

Quelle: Bloomberg

## Anhang 2: Betas vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen

### Golay Buchel Holding SA

| Gruppe von Vergleichsunternehmen       | Beta-Index         | Währung | Kapitalstruktur <sup>1)</sup> | Adjusted Beta 3 Jahre <sup>2)</sup> | Adjusted Beta 5 Jahre <sup>2)</sup> | Unlevered Beta 3 Jahre | Unlevered Beta 5 Jahre |
|----------------------------------------|--------------------|---------|-------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|------------------------|------------------------|
| HERMES INTERNATIONAL                   | CAC 40 Index       | EUR     | -0.69%                        | 0.87                                | 0.86                                | 0.87                   | 0.86                   |
| BURBERRY GROUP PLC                     | FTSE 100 Index     | GBp     | 4.70%                         | 1.00                                | 0.95                                | 0.95                   | 0.90                   |
| BULGARI SPA                            | S&P/MIB Index      | EUR     | 9.91%                         | 0.97                                | 1.03                                | 0.88                   | 0.94                   |
| BIJOU BRIGITTE MODISCHE ACCESSOIRES AG | DAX Index          | EUR     | -27.38%                       | 0.55                                | 0.58                                | 0.75                   | 0.80                   |
| LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON SA    | CAC 40 Index       | EUR     | 15.49%                        | 0.93                                | 0.97                                | 0.81                   | 0.84                   |
| CIE FINANCIERE RICHEMONT SA            | Swiss Market Index | EUR     | -5.18%                        | 1.11                                | 1.13                                | 1.17                   | 1.19                   |
| <b>Durchschnitt</b>                    |                    |         | <b>-0.53%</b>                 | <b>0.90</b>                         | <b>0.92</b>                         | <b>0.91</b>            | <b>0.92</b>            |
| <b>Median</b>                          |                    |         | <b>2.00%</b>                  | <b>0.95</b>                         | <b>0.96</b>                         | <b>0.88</b>            | <b>0.88</b>            |

### Banque Cramer & Cie SA

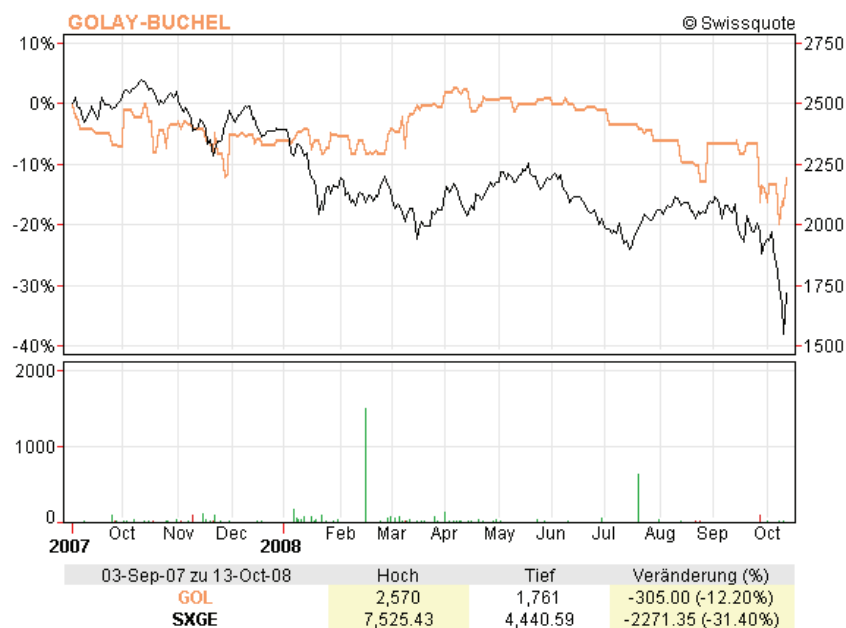
| Gruppe von Vergleichsunternehmen | Beta-Index         | Währung | Kapitalstruktur <sup>1)</sup> | Adjusted Beta 3 Jahre <sup>2)</sup> | Adjusted Beta 5 Jahre <sup>2)</sup> | Unlevered Beta 3 Jahre | Unlevered Beta 5 Jahre |
|----------------------------------|--------------------|---------|-------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|------------------------|------------------------|
| BANQUE PRIVEE EDMOND ROTHSCHILD  | Swiss Market Index | CHF     | 20.23%                        | 0.72                                | 0.71                                | 0.60                   | 0.59                   |
| BANK SARASIN & CIE AG            | Swiss Market Index | CHF     | 56.83%                        | 0.91                                | 0.91                                | 0.58                   | 0.58                   |
| EFG INTERNATIONAL                | Swiss Market Index | CHF     | 22.81%                        | 1.08                                | 1.08                                | 0.88                   | 0.88                   |
| VONTOBEL HOLDING AG              | Swiss Market Index | CHF     | 496.47%                       | 1.13                                | 1.12                                | 0.19                   | 0.19                   |
| JULIUS BAER HOLDING AG           | Swiss Market Index | CHF     | 55.85%                        | 1.20                                | 1.21                                | 0.77                   | 0.78                   |
| LIECHTENSTEIN LANDESBANK         | Swiss Market Index | CHF     | 130.01%                       | 0.81                                | 0.78                                | 0.35                   | 0.34                   |
| VERWALTUNGS-UND PRIVAT-BANK      | Swiss Market Index | CHF     | 62.38%                        | 0.66                                | 0.69                                | 0.41                   | 0.42                   |
| <b>Durchschnitt</b>              |                    |         | <b>120.7%</b>                 | <b>0.93</b>                         | <b>0.93</b>                         | <b>0.54</b>            | <b>0.54</b>            |
| <b>Median</b>                    |                    |         | <b>56.8%</b>                  | <b>0.91</b>                         | <b>0.91</b>                         | <b>0.58</b>            | <b>0.58</b>            |

<sup>1)</sup> Kapitalstruktur: Net Debt / Marktkapitalisierung

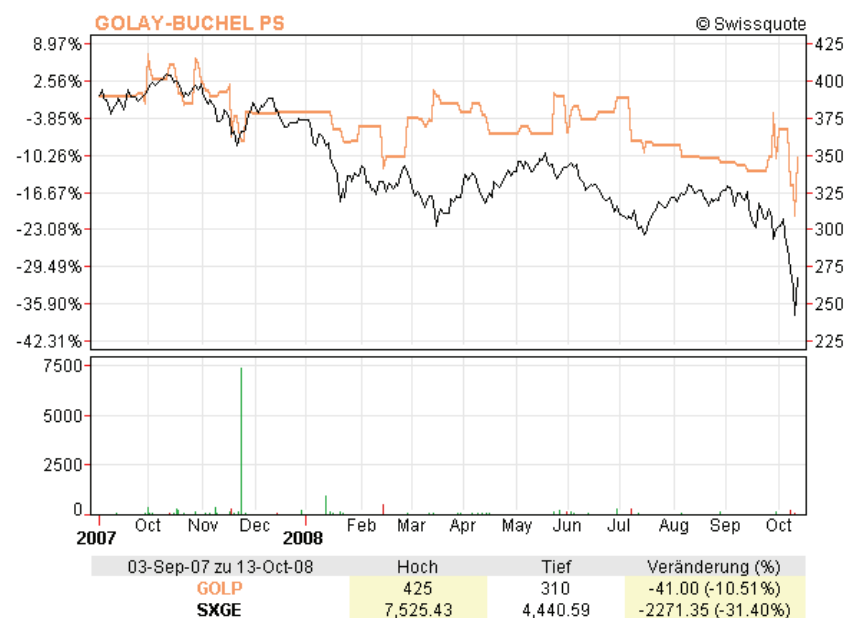
<sup>2)</sup> Quelle: Bloomberg

### Anhang 3: Kursentwicklung der Inhaberaktien und PS der Golay Buchel Holding SA

**Inhaberaktie: Seit September 2007**



**Partizipationsschein: Seit September 2007**



## Anhang 4: Sensitivitätsberechnungen

### 1. Veränderung der Werttreiber bei Golay und Cramer:

| Sensitivitätsanalyse |                                             |                                |                                     |
|----------------------|---------------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|
| Werttreiber          | Veränderung Werttreiber<br>Golay und Cramer | * Austauschverhältnis<br>Golay | ** Austauschverhältnis<br>Norinvest |
| WACC                 | + 0.60 %                                    | 40.24%                         | 59.76%                              |
|                      | - 0.60 %                                    | 42.19%                         | 57.81%                              |
| Ewiges Wachstum      | + 0.25 %                                    | 40.76%                         | 59.24%                              |
|                      | - 0.25 %                                    | 40.66%                         | 59.34%                              |
| Operativer Gewinn    | + 0.30 %                                    | 40.66%                         | 59.34%                              |
|                      | - 0.30 %                                    | 40.74%                         | 59.26%                              |

\*Anteil für bisherige Halter Inhaberaktien Golay und PS Golay am Gesamtwert nach Umtausch

\*\*Anteil für bisherige Halter Namenaktien Norinvest nach Umtausch

### 2. Veränderung der Werttreiber bei Golay:

| Sensitivitätsanalyse |                                      |                                |                                     |
|----------------------|--------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|
| Werttreiber          | Veränderung Werttreiber<br>nur Golay | * Austauschverhältnis<br>Golay | ** Austauschverhältnis<br>Norinvest |
| WACC                 | + 0.60 %                             | 39.66%                         | 60.34%                              |
|                      | - 0.60 %                             | 42.77%                         | 57.23%                              |
| Ewiges Wachstum      | + 0.25 %                             | 40.92%                         | 59.08%                              |
|                      | - 0.25 %                             | 40.50%                         | 59.50%                              |
| Operativer Gewinn    | + 0.30 %                             | 40.71%                         | 59.29%                              |
|                      | - 0.30 %                             | 40.69%                         | 59.31%                              |

\*Anteil für bisherige Halter Inhaberaktien Golay und PS Golay am Gesamtwert nach Umtausch

\*\*Anteil für bisherige Halter Namenaktien Norinvest nach Umtausch

### 3. Veränderung der Werttreiber bei Cramer:

| Sensitivitätsanalyse |                                                      |                                |                                     |
|----------------------|------------------------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|
| Werttreiber          | Variation des générateurs de<br>valeur<br>nur Cramer | * Austauschverhältnis<br>Golay | ** Austauschverhältnis<br>Norinvest |
| WACC                 | + 0.60 %                                             | 41.28%                         | 58.72%                              |
|                      | - 0.60 %                                             | 40.11%                         | 59.89%                              |
| Ewiges Wachstum      | + 0.25 %                                             | 40.54%                         | 59.46%                              |
|                      | - 0.25 %                                             | 40.86%                         | 59.14%                              |
| Operativer Gewinn    | + 0.30 %                                             | 40.65%                         | 59.35%                              |
|                      | - 0.30 %                                             | 40.75%                         | 59.25%                              |

\*Anteil für bisherige Halter Inhaberaktien Golay und PS Golay am Gesamtwert nach Umtausch

\*\*Anteil für bisherige Halter Namenaktien Norinvest nach Umtausch