

1. Bewertungsgrundlagen

DCF-Modell

Der Barwert des Eigenkapitals wird durch Abzinsung sämtlicher erwarteter Zahlungsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Typischerweise werden die zukünftigen Zahlungsüberschüsse in zwei oder mehrere Phasen unterteilt, wobei die erste(n) Phase(n) präzise Prognosen beinhaltet. In der letzten Phase wird vereinfachend der Terminalwert berechnet. Dieser basiert auf der Annahme eines stetigen Wachstums der Zahlungsüberschüsse nach dem Planungshorizont. Angesichts der Besonderheit der Passivseite der Bank kommt es zur Anwendung des Equity-Ansatzes (lediglich Zuflüsse an Eigenkapitalgeber berücksichtigt (nach vorheriger notwendiger Gewinnthesaurierung); „Cost of Equity“ als Diskontierungssatz).

- Pro: zukunftsorientiert; das Modell ist praktisch immer anwendbar; grundsätzlich werden die dem Modell zugrunde liegenden Zahlungsmittelüberschüsse weniger durch bilanzpolitische Maßnahmen verzerrt
- Contra: anspruchsvolles Berechnungsverfahren; hohe Gewichtung des Terminalwertes; Zahlungsmittelüberschüsse für Banken nicht exakt ermittelbar, daher die Verwendung des nach vorheriger notwendiger Gewinnthesaurierung ermittelten Nettoergebnisses (ist durch bilanzpolitische Maßnahmen, bspw. bei zu konservativer Bildung der Risikovorsorge, beeinflussbar)

Sum-of-the-Parts-Bewertung (Multiplikatorenmodell)

Der Eigenkapitalwert eines Unternehmens wird als Summe der Werte der einzelnen Geschäftsbereiche zuzüglich des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens und abzüglich des Barwertes der Kosten der Konzernzentrale berechnet. Der erwartete Nettogewinn wird auf die jeweils relevanten Geschäftsbereiche verteilt und für jedes der Geschäftsbereiche ein unterschiedlicher vergleichender Multiplikator (Kurs-Gewinn-Verhältnis, da Equity-Ansatz) verwendet.

- Pro: Einfachheit des Modells; es wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die Erträge einzelner Geschäftsbereiche von unterschiedlicher Qualität und mit unterschiedlichem Risiko behaftet sind; z.B. werden für Gewinne aus dem (stabileren) Asset Management- oder Firmenkundengeschäft höhere Multiplikatoren verwendet als beispielsweise für das (volatilere) Kapitalmarktgeschäft
- Contra: Aussagekraft der Bewertung hängt stark von der Auswahl der richtigen Vergleichsunternehmen/vergleichbaren Geschäftsbereiche ab; Multiplikatoren sind vergangenheitsorientiert (keine zukünftige (mittelfristige) Geschäftsentwicklung in die Unternehmensbewertung einbezogen)

Dividend-Discount-Modell

Dem Modell liegt die Annahme zu Grunde, dass sich der Barwert des Eigenkapitals durch Abzinsung der zukünftigen Dividenden errechnet. Inputvariablen sind die erwartete Dividende für das kommende Jahr, das prognostizierte Dividendenwachstum (basierend auf Annahmen hinsichtlich des Ergebniswachstums und der Ausschüttungsquote) sowie ein Eigenkapitalkostensatz („Cost of Equity“) als Diskontierungszinssatz (Ermittlung mit Hilfe kapitalmarktorientierter Modelle wie dem Capital Asset Pricing Model).

- Pro: Einfachheit des Modells; Dividende als einzig objektiv erkennbarer Cashflow bei Banken
- Contra: Anwendung nicht möglich, falls keine Dividende gezahlt wird; implizite Annahme, dass die erwartete Dividendenzahlung nachhaltig und angemessen ist; ignoriert den Effekt von Aktienrückkäufen

Peer-Group-Modell

In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Appreciation, Enterprise Value/EBIT (Earnings Before Interest and Tax)) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

2. Risikohinweise

Anlageurteile können sich jederzeit anlassbezogen ohne Rücksichtnahme auf deren zeitliche Gültigkeit ändern, wenn sich die der Anlageempfehlung zugrunde liegenden Einschätzungen und/oder Annahmen verändern. Diese Änderungen können auch dann erfolgen, wenn Kursziele nicht erreicht worden sind. Ohne Gewähr auf Vollständigkeit kann es sich bei Faktoren, die zu Änderungen von Einschätzungen und Kurszielen führen, neben der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung um branchen- und unternehmensspezifische Einflussfaktoren handeln. Dazu sind auch Änderungen der Gesamtkapitalkosten, der Steuerquote, der Multiplikatoren, der Beta-Faktoren, des Zinsumfeldes, der Risikoprämie, Währungsschwankungen, Annahmen zum Wachstum der Cashflows für die Berechnung des Terminalwertes, der technischen Situation, Marktvolatilität, Branchenvolatilität usw. zu rechnen. Auf Änderungen der Bewertungsparameter, Multiplikatoren, Annahmen usw. reagiert der Unternehmenswert. Als Beispiele für die Sensitivität der Bewertungsparameter dienen Multiplikatoren, Gesamtkapitalkosten und Wachstumsrate des Terminalwertes. Der Unternehmenswert

reagiert auf steigende Multiplikatoren c. p. mit einem steigenden Unternehmenswert, auf fallende mit einem sinkenden Unternehmenswert. Steigende Gesamtkapitalkosten führen c. p. zu einem sinkenden Unternehmenswert, während aus sinkenden Gesamtkapitalkosten c. p. ein steigender Unternehmenswert abgeleitet werden kann. Größer als angenommene Wachstumsraten für die Zahlungsüberschüsse nach der Planungsphase führen c. p. zu einem steigenden Unternehmenswert, kleiner als angenommene Wachstumsraten für die Zahlungsüberschüsse nach der Planungsphase führen c. p. zu niedrigeren Unternehmenswerten.

3. Compliance-Policy

Die Empfehlungen werden von qualifizierten und unabhängigen Analysten erstellt. Die Analysten sind bei der Erstellung nicht an Weisungen gebunden und organisatorisch von den Vertriebseinheiten getrennt, so dass eine Einflussnahme Dritter auf den Inhalt der Analysen ausgeschlossen ist. Den Analysten ist es nicht gestattet, bis zur Veröffentlichung der Empfehlung Geschäfte für eigene oder fremde Rechnung in dem von der Empfehlung betroffenen Finanzinstrument zu tätigen. Die Unabhängigkeit und Unvoreingenommenheit der Analysten wird innerhalb der NATIONAL-BANK AG laufend durch die unabhängige Compliance-Stelle überwacht. Die Compliance-Stelle trägt insbesondere dafür Sorge, dass Konflikte zwischen den Interessen der Bank und der Analysten einerseits und den Adressaten der Empfehlungen andererseits vermieden bzw. offengelegt werden.

4. Vergütung

Die Vergütung der Analysten ist nicht direkt an Geschäfte der NATIONAL-BANK AG oder der mit ihr verbundenen Unternehmen gebunden. Sie ist nicht von Investment Banking-Aktivitäten oder Handelsgebühren abhängig, die der NATIONAL-BANK AG zufließen, sondern von der Gesamtgeschäftsentwicklung der NATIONAL-BANK AG.

NATIONAL-BANK AG
Theaterplatz 8
45127 Essen