

Gutachten

zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des von **Axpo Holding AG** unterbreiteten Kaufangebots an die Aktionäre der **EGL AG, Laufenburg**



SARASIN

Bank Sarasin & Cie AG
Corporate Finance
Löwenstrasse 11
8022 Zürich

Zürich, 17. Juni 2011

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	3
1.1	Ausgangslage	3
1.2	Auftrag des Verwaltungsrates der EGL an die Bank Sarasin & Cie AG	4
2	Beurteilungsgrundlagen	5
3	EGL im Überblick	7
3.1	Die EGL-Gruppe	7
3.2	Strategischer Fokus und Geschäftsbereiche	11
4	Bewertungsanalysen	15
4.1	Bewertungsumfang	15
4.2	Verwendete Planrechnungen	16
4.3	Zusammenfassende Darstellung der Planrechnungen	19
4.4	Verwendete Analysemethoden	19
4.5	Discounted Cash Flow Methode	20
4.6	Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Compco)	24
4.7	Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen (Compac)	25
4.8	Analyse bezahlter Prämien im schweizerischen Kapitalmarkt (Prämienanalyse)	27
4.9	Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses	28
5	Ergebnis des Gutachtens	29
6	Anhang	30
	Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen (Compco)	30
	Beilage 2: Multiplikatoren ähnlicher Transaktionen (Compac)	31
	Beilage 3: Prämienanalyse	32
	Beilage 4: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften	33
	Beilage 5: Abkürzungsverzeichnis / Glossar	34

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Die EGL AG, Laufenburg („EGL“) ist ein an der SIX Swiss Exchange kotiertes Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung in der Höhe von CHF 1'839 Mio. per 17. Juni 2011. EGL ist als Energiegrosshandelsunternehmen mit eigenem Anlageportfolio in Europa aktiv. Kernkompetenz der EGL ist der internationale Energiehandel (Strom, Erdgas, CO₂ Zertifikate, energiebezogene Finanzprodukte, strukturierte Produkte und Dienstleistungen für Grosskunden), unterstützt von einem Portfolio eigener Assets (eigene Kraftwerke, Beteiligungen an Kraftwerken, Strom- und Erdgasbezugsrechte).

Die EGL verfügt per 30.09.2010 über ein ordentliches Kapital von CHF 132 Mio. Sie hat weder genehmigtes noch bedingtes Kapital. Das Aktienkapital ist eingeteilt in 2'640'000 Inhaberkartien („Aktien“) à CHF 50 Nennwert. Die Aktien sind vollständig liberiert.

Die Axpo Holding AG, Baden („Axpo“), die 91.0% der Inhaberkartien der EGL hält, ist die grösste Aktionärin der EGL. Die Statuten der EGL enthalten eine Opting-out-Klausel.

Axpo beabsichtigt, am oder um den 27. Juni 2011 ein Kaufangebot für alle sich noch im Publikum befindenden Aktien der EGL zu unterbreiten (insgesamt 237'601 Stück, entsprechend 9% des Aktienkapitals beziehungsweise der Stimmrechte). Der Angebotspreis beträgt CHF 850 netto in bar je EGL-Aktie¹ und liegt damit 20.8% über dem volumengewichteten Durchschnittskurs der EGL-Aktien während der letzten 60 Börsentage vor dem Datum der Voranmeldung (publiziert am 20. Juni 2011).

¹ Abzüglich des Bruttobetrages allfälliger Verwässerungseffekte, die bis zum Vollzug des Kaufangebots eintreten (z.B. Dividendenzahlungen, Kapitalrückzahlungen, etc.)

1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der EGL an die Bank Sarasin & Cie AG

Der Verwaltungsrat der EGL bildete im Hinblick auf ein allfälliges öffentliches Übernahmeangebot einen Angebotsausschuss, dem die beiden nicht von der Axpo mandatierten Verwaltungsratsmitglieder angehören. Der Ausschuss hat die Bank Sarasin & Cie AG, Zürich („Sarasin“) am 30. März 2011 mit der Erstellung eines Gutachtens zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit eines möglichen öffentlichen Übernahmeangebotes durch Axpo Holding AG („Axpo“) beauftragt. Sarasin erhält keine Entschädigung, die von Aussagen dieses Gutachtens oder vom Erfolg eines bestehenden oder zukünftigen Kaufangebotes bzw. des bezahlten Preises abhängt. Sie ist somit unabhängig in ihrem Urteil.

Das Gutachten ist ausschliesslich für den unabhängigen Ausschuss des Verwaltungsrats der EGL im Rahmen der Erstellung des Berichtes des Verwaltungsrates gemäss Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote bestimmt und stellt keine Empfehlung gegenüber den Publikumsaktionären der EGL dar, ein mögliches Übernahmeangebot anzunehmen oder abzulehnen. Hingegen nimmt der unabhängige Ausschuss des Verwaltungsrats der EGL im Rahmen seines Berichtes an die Aktionäre Stellung zum Kaufangebot und bezieht sich dabei auf dieses Gutachten.

Das Gutachten von Sarasin richtet sich weder an die Axpo noch an deren Aktionäre und ist somit nicht zur Beurteilung der Transaktion aus Sicht der Axpo bzw. deren Aktionäre bestimmt.

Unser Gutachten stützt sich auf die Beurteilung von Informationen, deren Genauigkeit und Vollständigkeit wir annehmen und auf die wir uns verlassen, ohne sie von einem Dritten bestätigen oder prüfen zu lassen. Bezüglich der gemachten Angaben, Informationen und Daten, die uns zur Verfügung gestellt wurden, nehmen wir an, dass diese ordnungsgemäss erstellt worden sind. Wie in Kapitel 4 unter Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen näher erläutert, wurden die wichtigsten Einflussfaktoren zur Bestimmung des Unternehmenswertes („Value Drivers“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz durch Sarasin geprüft.

Das Gutachten darf mit Ausnahme der Veröffentlichung im Zusammenhang mit dem Bericht des Verwaltungsrates der EGL ohne die Erlaubnis von Sarasin für keinen anderen Zweck verwendet werden.

In Zusammenhang mit diesem Mandat erhält Sarasin keine Entschädigung, die von Aussagen der Bewertung oder vom Erfolg einer Transaktion mit EGL abhängig ist. Sarasin bestätigt, dass sie als Bewerterin in analoger Anwendung von UEK Rundschreiben Nr. 3 betreffend Prüfstellen unabhängig zu ihrem Urteil gelangt ist.

2 Beurteilungsgrundlagen

Sarasin hat für ihre Beurteilung die folgenden Grundlagen verwendet:

- ◆ Öffentlich zugängliche Informationen zu EGL, welche unseres Erachtens für die Bewertung bzw. für die Beurteilung der Angemessenheit des Kaufangebotes relevant sind. Dazu gehören vor allem die Geschäftsberichte (2008/09 und 2009/2010) sowie der Halbjahresbericht per 31. März 2010 (nicht testiert) und der Entwurf des Halbjahresberichts per 31. März 2011 (nicht testiert).
- ◆ Forecast des Managements für das Geschäftsjahr 2010/11 (Stand Mai 2011).
- ◆ Management Präsentation und detaillierte Planzahlen (datiert vom 18. August 2010) zu Budget/ Mittelfristplanung für die Jahre 2010/11 – 2012/13 (vom VR EGL am 18. August 2010 genehmigt²).
- ◆ Detaillierte Informationen (Excel-Files mit Projektberechnungen und Impairment Tests) zu einzelnen Asset-Projekten (TAP-Pipeline, Global Tech 1, Winbis) und zu gewissen bestehenden Assets (Calenia und Rizziconi). Diese Unterlagen datieren mehrheitlich aus dem Jahre 2010 und wurden vom VR nicht formell genehmigt.
- ◆ Langfristplanung für die Geschäftsbereiche Energy Trading & Origination („ET&O“ oder „Handel“ bzw. „Energiehandel“), datierend vom April 2011 (nicht formell vom VR genehmigt) sowie für Gas Supply & Southeast Europe („Gas“) vom Mai 2011 (vom VR gesichtet, aber nicht formell genehmigt).
- ◆ Diverse Besprechungen und Abklärungen mit den Abteilungsleitern Finanzen und Controlling bezüglich Finanz- und Ertragslage, Geschäftsaussichten, Werttreibern und Annahmen des Businessplans.
- ◆ Interview mit dem CEO sowie CFO zur strategischen Positionierung und Ausrichtung. In diesem Kontext wurde vor allem der Wechsel von einer Wachstums- zu einer Konsolidierungsstrategie und deren Auswirkungen auf die existierende Mittelfristplanung sowie längerfristige Wertetreiber diskutiert³.
- ◆ Durchsicht des aktuellen Risiko-Management- und Revisionsstellenberichtes
- ◆ Kapitalmarkt und Finanzdaten ausgewählter kotierter Unternehmen (Peer-Gruppe)
- ◆ Multiplikatoren von vergleichbaren Akquisitionstransaktionen
- ◆ Bezahlte Kontrollprämien bei in der Schweiz kotierten Industrieunternehmen
- ◆ Aktuelle und historische Finanzmarktanalysen zur Herleitung relevanter Parameter für die Bewertung

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

Sarasin führte keine Besichtigung der Produktionsanlagen und Einrichtungen der EGL durch. Sarasin hat auch keine Schätzungen oder Bewertungen der Aktiven und Passiven der EGL vorgenommen oder erstellen lassen.

Bei der Erstellung des Gutachtens hat Sarasin die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen zu EGL vorausgesetzt und sich darauf ver-

² Mit der Auflage, dass die operativen Kosten (OPEX) um CHF 20 Mio. p.a. reduziert werden. Diese Auflage wurde in den von Sarasin erarbeiteten Planzahlen berücksichtigt.

³ Der Strategiewechsel von einer Wachstumsstrategie hin zu einer Konsolidierungsstrategie wurde vom VR nicht formell genehmigt. Hingegen hat der VR Präsident der EGL, Heinz Karrer, an der ordentlichen Generalversammlung vom 24. Januar 2011 den Aktionären den Wechsel kommuniziert.

lassen, ohne Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.

Im Weiteren hat sich Sarasin auf Zusicherungen des Managements der EGL gestützt, dass dieses sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst ist, wonach die verwendeten Informationen ungenau, irreführend oder unvollständig wären.

3 EGL im Überblick

3.1 Die EGL-Gruppe

EGL ist als Energiegrosshandelsunternehmen mit eigenem Anlageportfolio in Europa aktiv. Kernkompetenz der EGL ist der internationale Energiehandel (wie z.B. Strom, Erdgas, CO₂ Zertifikate, energiebezogene Finanzprodukte, strukturierte Produkte und Dienstleistungen für Grosskunden), unterstützt von einem Portfolio eigener Assets (Gaskombikraftwerke), Beteiligungen an Kraftwerken (Gaskombikraftwerke, Wasserkraftwerke, Kernkraftwerke, Windkraftwerke, etc.), langfristige Strom- und Erdgasbezugsrechte).

Das Geschäftsmodell sowie die strategische Ausrichtung mit starkem Fokus auf dem Energiegrosshandel in Europa unterscheiden sich von der Mehrheit der im Energiemarkt tätigen Unternehmen. Das Energiehandelsgeschäft der EGL ist europaweit dezentral in verschiedenen Marktregionen organisiert.

EGL wurde 1956 gegründet. Aktuell ist EGL mit Geschäftssitz in Laufenburg, Hauptsitz in Dietikon und diversen Tochtergesellschaften in 22 europäischen Ländern vertreten. Gesamthaft waren per 31. März 2011 769 Mitarbeitende (Vollzeitäquivalente) bei der EGL beschäftigt.

Das Geschäftsjahr 2009/10 war geprägt vom gleichzeitigen Eintritt verschiedener Risiken (schwacher Euro, Ausstiegskosten aus einem Kraftwerksprojekt in Italien, tiefe Gaspreise und einem längeren Ausfall eines Kraftwerkes in Frankreich)⁴. Die Bruttomarge betrug CHF 648.0 Mio., eine Abschwächung von 20% im Vergleich zum Wert des Vorjahres von CHF 810.4 Mio., das Unternehmensergebnis (Reingewinn vor Abzug von Minderheiten) belief sich auf CHF 25.3 Mio. gegenüber CHF 186.7 Mio. im Geschäftsjahr 2008/09. Bilanzseitig erhöhte sich das Gearing (berechnet als Nettoverschuldung dividiert durch Eigenkapital) von 35.9% (per 30. September 2009) auf 43.1% (per 30. September 2010).

Die erste Hälfte des Geschäftsjahres 2010/11 war gekennzeichnet durch Ereignisse und Entscheidungen, die bedeutenden Einfluss auf die Energiewirtschaft haben bzw. haben könnten. Auf internationaler Ebene ist dies primär der Unfall im japanischen Kernkraft Fukushima als Folge eines Erdbebens und eines durch das Erdbeben ausgelösten Tsunamis. In der Folge hat sich insbesondere in Deutschland, Italien und der Schweiz die Diskussion um die Zukunft der Kernenergie stark intensiviert. In diesen drei Ländern wurden erste Weichen in Richtung einer beschleunigten Ablösung der Kernenergie gestellt bzw., im Fall von Italien, der Verzicht auf den Bau von Kernkraftwerken erneut bekräftigt. Andere Länder, unter ihnen Frankreich, betonen, dass sie auch zukünftig an der Kernkraft festhalten werden.

Die negative Entwicklung des Clean Spark Spreads in Italien setzte sich in der ersten Jahreshälfte 2010/11 fort, was zu einer unterdurchschnittlich tiefen Zahl von Betriebsstunden der Gas-Kombikraftwerke führte. Dennoch konnte das Ergebnis des Geschäftsbereichs Assets im Vergleich zur Vorjahresperiode deutlich gesteigert werden. Im Handelsgeschäft hingegen konnte das aussergewöhnlich gute Resultat des ersten Halbjahres 2009/10 nicht erreicht werden, wobei namentlich im grenzüberschreitenden Handel mit Italien die Ergebnisse signifikant schwächer ausfielen. Insgesamt sank die Bruttomarge auf CHF 252.1 Mio. gegenüber CHF 420.9 Mio. in der Vorjahrsperiode.

⁴ Die nachfolgenden Angaben zum Geschäftsjahr 2009/10 bzw. zum ersten Halbjahr 2010/11 beruhen allesamt auf den entsprechenden Finanzberichten der EGL.

Gutachten EGL AG

Die nachfolgende Tabelle gibt eine Übersicht bezüglich der wichtigsten Finanzzahlen von EGL⁵.

		2009/10	2008/09	Δ	H1 2010/11	H1 2009/10	Δ
Bruttomarge	Mio. CHF	648.8	810.4	-20%	252.2	420.9	-40%
EBITDA	Mio. CHF	245.9	442.6	-44%	105.7	192.1	-45%
EBIT	Mio. CHF	168.0	329.8	-49%	65.8	154.5	-57%
Unternehmensergebnis	Mio. CHF	25.3	186.7	-86%	47.7	38.4	24%
Geldfluss aus Geschäftstätigkeit	Mio. CHF	111.9	174.5	-36%	37.9	-66.3	N.A.
Gearing	%	43.1	35.9	20%	51.9	49.3	5%
Personalbestand zum Bilanzstichtag	Anzahl Pensen	822	832	-1%	769	872	-12%

Die Axpo Holding AG, Baden, hält 91.0% der Aktien der EGL, welche wiederum selbst eine Vielzahl von zum Teil signifikanten Beteiligungen an Gesellschaften sowie so genannten Partnerwerken hält.

⁵ Für Details zu den Planzahlen siehe Kapitel 4.3 Zusammenfassende Darstellung der Planrechnungen.

Per Ende Geschäftsjahr 2009/10 gehörten die in untenstehender Tabelle aufgeführten Gesellschaften zur EGL-Gruppe.

Vollkonsolidierte Gesellschaften	Sitz	Übrige Beteiligungen (Equity Methode)	Sitz
EGL AG	Laufenburg (CH)	Agrícola de Servicio de Pinzón S.L.	Sevilla (E)
Calenia Energia S.p.A.	Genua (I)	Agroenergética de Pinzón S.L.	Sevilla (E)
EG Laufenburg Ibérica Renovables S.L.	Madrid (E)	Energie Riccovabili	Neapel (I)
EGL Albania sh.a.	Tirana (AL)	Eólicas Energéticas Eljas S.L.	Mérida (E)
EGL Austria GmbH	Wien (A)	Global Tech I Offshore Wind GmbH	Wolfschlugen (D)
EGL Bulgaria EAD	Sofia (BG)	Grischelectra AG	Chur (CH)
EGL Česká Republika s.r.o.	Prag (CZ)	Isjön Vindkraft AB	Malmö (S)
EGL d.o.o. Beograd	Belgrad (SRB)	Karsholms Vindkraft AB	Malmö (S)
EGL Deutschland GmbH	Leipzig (D)	NMK Norsk Miljøkraft AS	Tromsø (N)
EGL Elektrik Toptan Ticaret A.S	Istanbul (TR)	NorGer AS	Kristiansand (N)
EGL Energia Iberia S.L.	Madrid (E)	NorGer KS	Kristiansand (N)
EGL Finance Jersey Ltd.	Jersey (GB)	Parque Eólico la Peña S.L.	León (E)
EGL Finland Oy	Helsinki (FIN)	Repower AG	Poschiavo (CH)
EGL France and Benelux S.A	Brüssel (B)	Società EniPower Ferrara S.r.l.	San Donato Milanese (I)
EGL Gas&Power Romania S.A.	Bukarest (RO)	Sogesa SA	Le Chable (CH)
EGL Gen Hellas S.A.	Athen (GR)	swissgrid ag	Laufenburg (CH)
EGL Grid AG	Laufenburg (CH)	TAP Asset S.p.A.	Rom (I)
EGL Hellas S.A.	Athen (GR)	Trans Adriatic Pipeline AG	Baar (CH)
EGL Holding Luxembourg AG	Luxemburg (L)	Vrangens Kraft AB	Malmö (S)
EGL Hungary Kft.	Budapest (H)		
EGL Italia S.p.A.	Genua (I)	Partnerwerke (Equity Methode)	Sitz
EGL Kosovo L.L.C	Pristina (KOS)	AKEB AG für Kernenergie-Beteiligungen	Luzern (CH)
EGL New Energy GmbH	Düsseldorf (D)	Albula-Landwasser Kraftwerke AG	Filisur (CH)
EGL Nordic AS	Oslo (N)	Calanascas AG	Roveredo (CH)
EGL Nodic Capital Management AS	Oslo (N)	ENAG Energiefinanzierungs AG	Schwyz (CH)
EGL NorGer AS	Oslo (N)	Engadiner Kraftwerke AG	Zernez (CH)
EGL Polska Sp.z.o.o.	Warschau (PL)	Etrans AG	Laufenburg (CH)
EGL Produzione Italia S.p.A.	Rom (I)	Kernkraftwerk Gösgen-Däniken AG	Däniken (CH)
EGL Renewable Luxembourg AG	Luxemburg (L)	Kernkraftwerk Leibstadt AG	Leibstadt (CH)
EGL dooel Skopje	Skopje (FYROM)	Kraftwerke Mattmark AG	Saas-Grund (CH)
EGL Slovensko s.r.o.	Bratislava (SK)	Kraftwerke Mauvoisin AG	Sion (CH)
EGL Sol 1 Hellas S.A.	Athen (GR)	Lizerne et Morge S.A.	Sion (CH)
EGL Sol 2 Hellas S.A.	Athen (GR)	Misoxer Kraftwerke AG	Mesocco (CH)
EGL Sol 3 Hellas S.A.	Athen (GR)	Rheinkraftwerk Albruck-Dogern AG	Waldshut-Tiengen (D)
EGL Sverige AB	Malmö (S)	Tecnicama SA	Cama (CH)
EGL Trading AG	Dietikon (CH)		
EGL UK Limited	London (GB)	Übrige Beteiligungen	Sitz
EGL UK Trading Limited	London (GB)	Klagerup Kraft AB	Malmö (S)
Energia de la Zarza S.L.	Madrid (E)	Linderödsasens Kraft AB	Tollarp (S)
Energy Plus S.p.A.	Genua (I)	Aurica AG	Aarau (CH)
HS Kraft AB	Malmö (S)	Blinnenwerk AG	Reckingen (CH)
Molisenergy S.r.l.	Neapel (I)	ECRA GmbH	Wien (A)
Rizziconi Energia S.p.A.	Genua (I)		
TAP LNG AG	Baar (CH)		
TAP Storage AG	Baar (CH)		
WinBis S.p.A.	Genua (I)		
WinCap S.r.l.	Genua (I)		

Das Geschäftsmodell der EGL

EGL operiert in den Bereichen Stromhandel und -erzeugung sowie im Handel mit Erdgas und weiteren Energieträgern. Im Vergleich zur Mehrzahl der im Energiesektor tätigen Unternehmen ist EGL nicht als klassischer Versorger entlang der gesamten Wertschöpfungskette

tätig. Insbesondere verfügt die EGL mit Ausnahme vom Geschäft in Italien nur in geringem Umfang über Zugang zu Endkunden. EGL fokussiert sich auf das Geschäft mit Grosskunden.

Die Unterstützung der Handelsaktivitäten durch sogenannte Assets (eigene Kraftwerke, Partnerkraftwerke, Energiebezugsrechte, etc.) stellt einen zentralen Bestandteil des Geschäftsmodells von EGL dar. In der Vergangenheit wurde insbesondere in Gaskombi-Kraftwerke und Windkraftwerke in Italien investiert. Grössere laufende Projekte umfassen u.a. die Trans Adriatic Pipeline („TAP“) sowie die Beteiligung an einem Offshore Windpark in der Nordsee („Global Tech 1“). Aufgrund des enttäuschenden Unternehmensergebnisses des Geschäftsjahrs 2009/2010 sowie der zumindest aktuell teilweise ungünstigen Rahmenbedingungen (z.B. tiefere Nachfrage nach Energie, Überangebot an Erdgas, verhaltene Entwicklung der Grosshandelspreise für Strom, etc.) hat die EGL im letzten Geschäftsjahr von einer Wachstums- auf eine Konsolidierungsstrategie mit Fokus auf nachhaltiges Wachstum umgestellt, d.h. das Wachstum wird an die aktuellen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angepasst. Entsprechend wurden die geplanten zukünftigen Investitionen deutlich reduziert. Gleichzeitig wurden Kostensenkungsmassnahmen eingeleitet, um die Profitabilität der EGL zu verbessern.

Das Handelsgeschäft von EGL beinhaltet den physischen und finanziellen Energiehandel. Eigene Kraftwerke, Kraftwerksbeteiligungen sowie langfristige Strom- und Gasbezugsrechte bilden die Grundlage der auf eigenen Assets basierenden Handelsaktivitäten. Das Gasgeschäft wird in Kombination mit dem Stromhandel in den weniger liquiden Märkten mit Fokus Südosteuropa sowie in Italien betrieben.

Die Aktivitäten der EGL sind in drei operative Geschäftsfelder aufgeteilt:

- (1) **Energy Trading & Origination (ET & O)** - Das Segment ET & O umfasst die Trading Hubs Nordic, Iberia, Italy, Central Europe, Central Europe Trading & Services und UK. Dabei handelt es sich um Aktivitäten in den Bereichen Energiehandel, grenzüberschreitenden Handel (Cross Border Trading); Cross Commodity Trading; Origination (Entwicklung von strukturierten Dienstleistungen rund um den Energiehandel und beim Portfolio-Management) und Optimierung der Kraftwerksproduktion. Es werden sowohl physisch zu liefernde als auch finanzielle Produkte gehandelt. Die energiebezogenen Handelsgüter sind Strom, Erdgas, Öl, Kohle, Zertifikate und Biomasse. Mit diesem Geschäftsfeld ist die EGL sowohl im börslichen und bilateralen Energiehandel als auch im Kundengeschäft mit strukturierten Produkten und Dienstleistungen (Origination) tätig;
- (2) **Assets** - Der Bereich Assets umfasst den Betrieb, die Instandhaltung und die langfristige, wirtschaftliche Optimierung von Assets. Das Asset-Portfolio der EGL umfasst Kraftwerke, Langfristverträge und Transportanlagen im In- und Ausland. Dieses Asset-Portfolio nutzt EGL mit dem Ziel der wirtschaftlichen Optimierung und möglichst gewinnbringenden Einbettung in ihre Handelstätigkeit;
- (3) **Gas Supply & Southeast Europe** - Das langfristige Erdgasgeschäft (Zeithorizont länger als drei Jahre) umfasst Beschaffung, Import, Transport und Speicherung, Grosshandel, Absatz an Grosskunden sowie das Kompetenzzentrum für Liquefied Natural Gas (LNG). Das vornehmlich direkt beim Produzenten beschaffte Erdgas verwendet die EGL sowohl für die Belieferung der eigenen Gas-Kombikraftwerke als auch für das kurzfristige Handelsgeschäft oder den langfristigen Absatz an Kunden. Des Weiteren werden diesem Segment die Strom- und Gashandelsaktivitäten in den illiquiden Märkten Südosteuropas (SEE) zugeordnet. Hierunter fallen Stromgeschäfte auf Grosshandelsebene und grenzüberschreitender Handel. Die EGL bewirtschaftet ein eigenes Erdgas-Portfolio, das sie auch zur Befeuerung ihrer Kraftwerke und für den Absatz auf den internationalen Märkten nutzt. Sie beschafft Erdgas vornehmlich direkt beim Produzenten und investiert aber auch mit der TAP in den Aufbau von Transportinfrastruktur.

Die Aktivitäten der EGL sind mehrheitlich auf Grosskunden wie z.B. Energieunternehmen, Stadtwerke, Banken, Industriebetriebe und Weiterverteiler ausgerichtet. Um die Bedürfnisse ihrer Kunden optimal zu erfassen und abzudecken, ist die EGL mit eigenen Tochtergesellschaften in zahlreichen europäischen Märkten vertreten. Die paneuropäische Präsenz der EGL ermöglicht es ihr zudem, Opportunitäten zu nutzen, die sich im Handel zwischen verschiedenen Märkten ergeben.

Der Erfolg des auf den Handel ausgerichteten Geschäftsmodells basiert auf dem bewussten Eingehen von Risiken. Bei EGL ist das Risiko-Management organisatorisch zentral verankert und geführt, die Tochtergesellschaften operieren gemäss den Konzernvorgaben bei der Abwägung der Ertrags- und Risikoszenarien. Markt-, Kredit-, operative und regulative Risiken bilden die zu betrachtenden, zu bewertenden und mit Handlungsanweisungen zu versehenen Risikoklassen.

3.2 Strategischer Fokus und Geschäftsbereiche

Strategischer Fokus

Der Hauptmarkt der EGL ist der europäische Strommarkt. Physisch wird dieser Markt über langfristige Bezugsrechte sowie eigenen Kraftwerkskapazitäten erschlossen. Der Handel per se, insbesondere aber der finanzielle Handel, gewann in den vergangenen Jahren zunehmend an Bedeutung. Daneben wird der Ausbau des Origination-Geschäfts angestrebt. Dezentral agierende Töchter der EGL sind als Händler an praktisch allen namhaften Energiebörsen in Europa vertreten.

Nicht zuletzt durch die angestrebte Gasversorgung der eigenen Gas-Kombikraftwerke gewann der Handel mit Erdgas in den letzten Jahren an Bedeutung. Die Gas-Aktivitäten werden durch die zusammen mit der norwegischen Statoil und der deutschen E.ON Ruhrgas angestrebte Realisierung der TAP und die potentielle Nutzbarmachung von Erdgasspeichern signifikant an Bedeutung gewinnen.

Der europäische Strommarkt befindet sich seit der Jahrtausendwende im Umbruch. Auf EU-Ebene wurde das dritte Liberalisierungspaket für alle Mitgliedstaaten verbindlich. Zusätzliche Regeln für den europaweiten Energiehandel, welche zum Ziel haben, das OTC-Handelsgeschäft und den Energiehandel generell zu verändern, sind in Vorbereitung. Zum heutigen Zeitpunkt lässt sich noch nicht abschliessend sagen, in welcher Form und in welchem Ausmass die neuen Regeln letztlich implementiert werden und wie sich dies auf das Handelsgeschäft von EGL auswirken wird.

EGL stellt die Handelsaktivität in den Mittelpunkt des Geschäftsmodells. Innert wenigen Jahren ist es gelungen, sich zu einem namhaften, paneuropäischen Marktteilnehmer zu entwickeln. Die umfassenden Handelsaktivitäten der EGL gründen auf dem Erfahrungsschatz des physischen und finanziellen Stromhandels über die Drehscheibenfunktion des Schweizer Übertragungsnetzes mit den darin enthaltenen Grenzpunkten zu sämtlichen Nachbarländern.

Die Abstützung des Geschäftsmodells auf der Stromproduktion erweitert zum einen die handelbaren Produkte, zum anderen entsteht ein tiefgehendes Marktverständnis durch die intensive Kundennähe. Dieses ist ein wesentlicher Gesichtspunkt bei der für die Handelsaktivitäten wichtigen Kombination von frühzeitiger Erkennung der Handelsmöglichkeiten mit einer adäquaten Risikobeurteilung.

Der Fokus auf das Handelsgeschäft entkoppelt einen signifikanten Erfolgsanteil vom absoluten Preisniveau der Energieträger. Für den Geschäftserfolg sind die Preisvolatilitäten, die Existenz sowie Erkennbarkeit von Trends sowie die Mengengerüste entscheidend, während

mit dem kurzfristig bereitstehenden Produktionspotenzial der Gaskombikraftwerke Hochpreisphasen gezielt ausgenutzt werden können.

Das Höchstspannungsnetz der EGL in der Schweiz wird auf Basis des Stromversorgungsgesetzes bis Ende 2012 an die Swissgrid übertragen werden. In welcher Form und insbesondere in welcher Höhe die Schweizer Netzbetreiber (inkl. EGL) entschädigt werden, ist noch nicht abschliessend festgelegt⁶.

Energiehandel (Energy Trading & Origination)

EGL stellt den Energiehandel ins Zentrum des Geschäftsmodells. Gehandelt wird ein umfassendes Portfolio wie z.B. Strom, Erdgas, Öl, Kohle, Zertifikate und Biomasse im direkten Gegenparteigeschäft und an allen wichtigen europäischen Energiebörsen. Eine weitere Handelsausprägung stellt das Ausnutzen von Preisdifferenzen im europäischen Markt dar („Cross-Border Trading“). Mit dem Fokus auf die gehandelten Energiemengen gewinnt der finanzielle Handel (auch Derivatehandel genannt) im Vergleich zu den physisch zu vollziehenden Handelsmengen zunehmend an Bedeutung.

Im Origination-Geschäft werden teilweise paneuropäisch operierende Grosskunden mit auf deren Bedürfnisse zugeschnittenen Produkten und Dienstleistungen bedient. Beispiele hierfür sind das Management des Energieversorgungs-Portfolios für grosse Industriekunden und Weiterverkäufer, Unterstützung der Produzenten bei der Vermarktung von Strom aus erneuerbarer Energie, längerfristige Bezugsverträge mit Energieproduzenten, etc. Im Vergleich zum klassischen Energiehandel liegt beim Origination-Geschäft die Eintrittsschwelle höher, zugleich besteht indessen auch gesteigertes Kundenbindungspotenzial.

Weitere Opportunitäten ergeben sich für den Geschäftsbereich Energiehandel aus dem optimalen Einsatz der unternehmenseigenen Kraftwerke. So werden beispielsweise die lastmässig flexibel einsetzbaren Gaskombikraftwerke derart bedarfskonform eingesetzt, dass überdurchschnittliche Ertragschancen genutzt werden können.

Gehandelt wird auf der Basis eines Hub-Konzeptes markt- und kundennah in den jeweiligen Ländern. Das Handelsgeschäft ist zum einen geografisch in Europa breit abgestützt, zum anderen umfasst es nahezu sämtliche Facetten möglicher Handelsaktivitäten im Energiegeschäft.

Assets

Das Asset-Portfolio umfasst eigene Kraftwerke, Kraftwerksbeteiligungen, langfristige Energiebezugsrechte sowie Transportkapazitäten.

In den vergangenen Jahren hat EGL in starkem Masse in den Ausbau eigener Kraftwerkskapazitäten in Italien investiert. Das erste Gas-Kombikraftwerke Calenia (760 MW) ging im Mai 2007 ans Netz (EGL Beteiligung von 85%), das zweite Gas-Kombikraftwerk Rizziconi (760 MW) wurde im Jahre 2008 fertig gestellt (EGL Beteiligung von 100%); das Gas-Kombikraftwerk SE Ferrara, an welchem EGL einen Anteil von 49% hält, ist seit Oktober 2010 operativ. Auch hat EGL in Windenergie investiert und beabsichtigt, ihr Engagement in diesem Bereich noch auszubauen. So ist beispielsweise im Sommer 2012 die Inbetriebnahme eines 66 MW Windpark in der Region Campania (Italien) beabsichtigt. Weiter besitzt EGL eine Minderheitsbeteiligung von 24.1% an der Global Tech 1 Offshore Wind GmbH, welche den Bau eines 400 MW Windparks vor der norddeutschen Küste plant sowie einen 46%-Anteil an der spanischen Gesellschaft Parque Eólico La Peñuca S.L. (Betreiberin eines 33 MW Windparks). Mit drei norwegischen Partnerfirmen ist zudem ein Projekt für ein 570 km langes Hochspannungsunterwasserkabel zwischen Norwegen und Deutschland initiiert worden (sogenanntes „NorGer“).

⁶ Für Details zu den Schätzungsunsicherheiten mit Bezug auf das Übertragungsnetz siehe Geschäftsbericht 2009/10 EGL Seite 65.

Die folgende Darstellung zeigt die in jüngster Vergangenheit realisierten sowie die geplanten Projekte (soweit öffentlich bekannt). Nicht berücksichtigt ist das Kraftwerkprojekt La Zarza (Spanien), bei dem ein Projektabbruch beschlossen wurde.

Projektname	Standort	Projektart	(Geplante) Fertigstellung
Calenia	Italien	Gas-Kombikraftwerk	2007
Rizziconi	Italien	Gas-Kombikraftwerk	2008
Se Ferrara	Italien	Gas-Kombikraftwerk	2010
Winbis	Italien	Windpark	2012
Global Tech 1	Deutschland	Offshore Windpark	2013
NorGer	Deutschland / Norwegen	Hochspannungsunterwasserkabel	2016/17
TAP	Griechenland, Italien	Gas-Pipeline	2017
TAP storage	Südosteuropa	Gasspeicher	2017

Daneben umfasst das Asset-Segment auch Beteiligungen an der AKEB AG für Kernenergiebeteiligungen (26.4%), der Albula-Landwasser Kraftwerke AG (75%), der Calancasca AG (50%), der ENAG Energiefinanzierungs AG (33.2%), der Engadiner Kraftwerke AG (15%), der Kernkraftwerk Gösgen-Däniken AG (4.5%), der Kernkraftwerk Leibstadt AG (4.4%), der Kraftwerke Mattmark AG (30.4%), der Kraftwerke Mauvoisin AG (29.3%), der Lizerne et Morge S.A. (50%), der Misoxer Kraftwerke AG (68%), der Rheinkraftwerk Albruck-Dogern AG (5%) und der Repower AG (17.5%). Im Zusammenhang mit den oben erwähnten Kernenergiebeteiligungen ist EGL neben den Beteiligungen am KKW Gösgen und Leibstadt indirekt insbesondere an den franz. KKW von Bugey und Cattenom (via AKEB) beteiligt.

Die EGL Tochter EGL Grid ist Eigentümerin eines per 31. März 2011 mit CHF 245 Mio. bewerteten Hochspannungsübertragungsnetzes in der Schweiz, das mehrere Grenzübergangspunkte umfasst. Spätestens bis Ende 2012 ist vorgesehen, dieses Netz (gemeinsam mit allen Hochspannungsübertragungsnetzen der übrigen Betreiber) an die Swissgrid zu übertragen, welche in Zukunft das schweizerische Hochspannungsübertragungsnetz betreiben wird. Der Übertragungswert ist noch strittig.

Gas (Gas Supply & Southeast Europe)

Erdgas gewinnt als Energieträger an Bedeutung. EGL fokussiert sich auf das sogenannte Midstream- wie auch Downstream-Segment von der Beschaffung über den Transport und gegebenenfalls die Speicherung bis hin zur Grosskundenbelieferung. Angestrebt wird der direkte Zugang zu den Produzenten. Das Geschäftsfeld Gas soll die eigenen Gaskombikraftwerke mit Erdgas versorgen. Allerdings beschränkt sich die Vermarktung des Erdgases nicht auf das eigene Asset-Portfolio, EGL tritt auch beim Erdgas als Händler auf und operiert in weiteren Absatzkanälen. Zur Sicherstellung des Handelsgeschäfts verfügt EGL über langfristige Gasbezugsverträge. EGL ist auch im Geschäft mit flüssigem Erdgas (Liquefied Natural Gas bzw. LNG) tätig.

Wesentlich für die Entwicklung dieses Geschäftsfeldes ist aus heutiger Sicht die Realisierung des TAP-Projektes. TAP ist eine geplante 520 Kilometer lange Erdgas-Pipeline, die von Griechenland über Albanien durch die Adria nach Italien verlaufen wird und damit bedeutende Erdgasreserven aus dem kaspischen Raum für Westeuropa erschliessen soll. Mit einer 42.5% Beteiligung der norwegischen StatoilHydro ASA am TAP-Projekt konnte ein Partner gewonnen werden, der einen umfassenden Erfahrungsschatz bei der technischen Realisierung derartiger Projekte mitbringt. EGL selbst ist mit 42.5% an TAP beteiligt, die deutsche Gesellschaft E.ON Ruhrgas mit 15%.

Es ist geplant, das Gas für die TAP aus Aserbaidschan vom Gasfeld Shah Deniz II zu beziehen. Neben TAP bewerben sich die zwei weiteren Pipeline Projekte Nabucco und Interconnector Turkey Greece Italy (ITGI) ebenfalls darum, das Gas von Shah Deniz II nach Europe zu transportieren. EGL erwartet die Entscheidung, wer letztlich das Gas beziehen kann, bis Ende dieses Jahres. Zu einem späteren Zeitpunkt ist geplant, Erdgasspeicherkapazitäten entlang der TAP zu realisieren, die mehr Flexibilität im physischen Gashandel ermöglichen.

In den weniger liquiden Märkten Südosteuropas deckt das Geschäftsfeld Gas auch die Bewirtschaftung von Stromversorgungs-Portfolios ab. Gemeinsam mit dem Erdgas wird der Stromhandel in Ländern wie zum Beispiel Bulgarien, Rumänien und der Türkei etabliert. Hierbei handelt es sich um Märkte, die ausgehend von vergleichsweise niedrigen Niveaus überproportionales Wachstumspotenzial besitzen.

4 Bewertungsanalysen

4.1 Bewertungsumfang

Stand-alone / Synergien / Kontrollprämie

Die von Sarasin verwendeten Planrechnungen zur Bewertung beschränken sich auf die EGL als Zielgesellschaft, d.h. es wird in den Planrechnungen von einer selbständigen, zukünftigen Geschäftsentwicklung der EGL ausgegangen („stand-alone“), ohne dass die potentiellen Folgen des von Axpo angemeldeten Übernahmeangebots berücksichtigt werden.

Eine Übernahme der EGL würde es einem Käufer, der im selben Sektor tätig ist, ermöglichen, Synergiepotenziale in bestimmten Bereichen zu nutzen. Für Käufer stehen dabei Synergien im Handel, in der Stromproduktion, in der Beschaffung von Gas sowie in der Verwaltung im Vordergrund. In diesem Sinne können sich sowohl Ertrags- wie auch Kostensynergien ergeben.

Die Bewertung von EGL auf Basis der DCF-Methode und die Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften berücksichtigen diese Synergiepotenziale nicht, da diese durch EGL auf einer stand-alone Basis nicht realisiert werden können. Wie nachstehend dargelegt wird, stellt die vorliegende Bewertung primär auf die DCF-Methode ab.

Die Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen und die Prämienanalyse erlauben einen Vergleich mit den Werten, die im Rahmen anderer (vergleichbarer) Transaktionen bezahlt wurden. Diese Werte können einen Hinweis auf die Entschädigung der Aktionäre der Zielgesellschaft für das zukünftige Synergiepotenzial geben. Das von den Aktionären einer Zielgesellschaft eingebrachte Synergiepotenzial wird insbesondere bei Vorliegen eines kontrollierenden Aktionärs üblicherweise entschädigt und als Kontrollprämie bezeichnet. Im Falle von EGL verfügt Axpo mit einem Anteil von 91.0% bereits über die Kontrollmehrheit des Aktienkapitals von EGL. Nichtsdestotrotz sind auch beherrschende Aktionäre regelmässig bereit, bei einer vollständigen Übernahme eine Prämie zu offerieren, wie die nachfolgende Prämienanalyse zeigt.

Bewertungsstichtag, Management-View und anschliessende Ereignisse

Als Bewertungsstichtag wurde der 17. Juni 2011 festgelegt. Ausgangspunkt für die Planrechnungen bilden insbesondere der geprüfte Jahresabschluss per 30. September 2010 und die Management Präsentation inkl. der detaillierten Planzahlen (datiert vom 18. August 2010) zu Budget / Mittelfristplanung für die Jahre 2010/11 – 2012/13 („MTP“).

Die Werttreiber der Planrechnungen für die langfristige Geschäftsentwicklung wurden gemeinsam von EGL und dem Bewertungsteam von Sarasin im Rahmen der Bewertung für die Fairness Opinion erarbeitet und plausibilisiert, sofern sich das Bewertungsteam nicht auf Langfristplanung des Geschäftsbereiches Handel und Gas sowie auf die Projektplanrechnungen für die materiell wesentlichen Projekte der EGL abstützen konnte.

Bei der Entwicklung der Planrechnungen wurden auch der Entwurf des Halbjahresabschlusses per 31. März 2011 und der Forecast des Managements für das Geschäftsjahr 2010/11 (Stand Mai 2011) mit einbezogen. Anpassungen im Vergleich zur MTP ergaben sich insbesondere deshalb, weil die MTP vom August 2010 den Übergang von einer Wachstums- zu einer Konsolidierungsstrategie einerseits und das anspruchsvollere Marktumfeld im Energiehandel andererseits aus heutiger Sicht nur teilweise reflektiert.

Die Konsolidierungsstrategie bedeutet im Vergleich zur ursprünglichen Wachstumsstrategie eine Verlangsamung des geplanten Wachstums, eine Reduzierung der Projektrisiken (z.B.

durch Reduzierung des Investitionsvolumens) sowie eine Beschränkung des zukünftigen Investitionsvolumen auf ein Niveau, dass von der Gesellschaft innenfinanziert⁷ werden kann.

Das Management der EGL geht aus heutiger Sicht davon aus, dass das Umfeld im Energiehandel mittelfristig anspruchsvoller sein wird als im Zeitpunkt der Erstellung der MTP angenommen. Dies äussert sich in einer zunehmenden Effizienz der Strommärkte und in einer abnehmenden Marge für Standardprodukte im Energiehandel. EGL beabsichtigt, mit einem Ausbau des sogenannten „Origination“ Geschäfts auf dieses sich verändernde Umfeld zu reagieren.

Die Annahmen zu den Werttreibern und die resultierende Planrechnung sind nachfolgend im Kapitel 4.2 „Verwendete Planrechnungen“ dargestellt.

Das Management von EGL hat gegenüber Sarasin bestätigt, dass keine Ereignisse eingetreten sind, die einen materiellen Einfluss auf die Bewertung haben könnten, welche nicht im Forecast 2010/11 (Stand Mai 2011) und/oder in der mit dem Management der EGL erarbeiteten, an die Konsolidierungsstrategie angepassten Mittel- und Langfristplanung berücksichtigt sind (siehe dazu auch ergänzend den Abschnitt „Planungshorizont und Residualwert“ nachstehend).

Zusätzlich hatte Sarasin auch Gelegenheit, die Bewertung und die ihr zu Grunde liegenden wesentlichen Bewertungsannahmen mit den beiden Mitgliedern des Angebotsausschusses zu besprechen.

4.2 Verwendete Planrechnungen

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich aus dem Nutzen, den dieses aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen spezifischen Erfolgsfaktoren - einschliesslich seiner materiellen Substanz, Innovationskraft, Produkte und Marktpositionierung, innerer Organisation, Mitarbeiter und seines Managements - in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass letztlich ausschliesslich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

Planungshorizont und Residualwert

Als Planungshorizont wurde ein Zeitraum bis 2036 gewählt, wobei für das Jahr 2036 ein normalisierter, mit den Annahmen für die Berechnung des Residualwertes im Einklang stehender finanzieller Überschuss hergeleitet wurde. Der Planungshorizont wurde gewählt, um der technischen Laufzeit der heute im Betrieb stehenden Gaskombikraftwerke (25 Jahre) Rechnung zu tragen. Damit ist auch sichergestellt, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen der TAP vollumfänglich berücksichtigt sind.

Im Rahmen der Normalisierung im Jahr 2036 wurde insbesondere darauf geachtet, dass das Wachstum, die Margen, die Investitionen und der Steuersatz vor dem Hintergrund historischer Werte und der Einschätzungen des Managements von EGL plausibel erscheinen. Der so ermittelte finanzielle Überschuss des Jahres 2036 wurde verwendet, um den Residualwert mittels ewiger Rentenformel herzuleiten.

Plausibilität und Konsistenz der Planrechnungen

Im Rahmen der Bewertungsarbeiten hat Sarasin die wichtigsten Einflussfaktoren des Unternehmenswertes („Value Driver“) auf ihre Plausibilität und Konsistenz untersucht. Zusätzlich

⁷ Innenfinanziert in dem Sinne, dass EGL zur Finanzierung der Investitionen kein zusätzliches Eigenkapital aufnehmen muss

wurden die Planrechnungen mit der Geschäftsleitung von EGL diskutiert, was insbesondere im Hinblick auf die Beurteilung von Wachstums- und Margenperspektiven wichtig war.

Sofern aus Sicht Sarasin Anpassungen an den Planrechnungen gerechtfertigt erschienen, wurden diese vorgenommen. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die von Sarasin für die Bewertung verwendeten Annahmen zu den wichtigsten Einflussfaktoren:

WACHSTUM	2010/11 – 2012/13	2012/13 – 2034/35	2035/36	Letzte 3 Jahre ⁸
<p>Nominales Wachstum der Bruttomarge (Durchschnitt p.a.)</p> <p>Für die nächsten drei Geschäftsjahre rechnet EGL insgesamt mit einem leichten Rückgang der Bruttomarge, was primär durch die Reduktion des Handelsergebnisses⁹ und den anhaltend tiefen bzw. aktuell negativen Clean Spark Spread¹⁰ bedingt ist. Mittelfristig geht Sarasin in Übereinstimmung mit der Einschätzung des Managements der EGL von einer Erholung des Clean Spark Spreads aus, was sich positiv auf die Bruttomarge auswirken wird.</p> <p>Das Wachstum der Bruttomarge wird neben der Normalisierung des Clean Spark Spreads primär durch den Ausbau des Gas-Geschäfts (v.a. bedingt durch die TAP Pipeline) getrieben. Demgegenüber wird nur von einem moderaten Anstieg des Handelsbeitrags ausgegangen. Die Begründung liegt in der zunehmenden Markteffizienz sowie dem antizipierten langfristig bis sehr langfristig höheren Anteil an regulierter Energie. Diese negativen Effekte werden u.a. durch die stärkere Fokussierung des Geschäftsbereiches Handel auf das Origination-Geschäft gedämpft.</p> <p>Nicht bzw. nur beschränkt in der Bruttomarge enthalten sind insbesondere die Erträge aus den assoziierten Gesellschaften, die unter anderem durch die Fertigstellung von Global Tech 1 an Bedeutung gewinnen werden.¹¹</p>	-8.5%	3.4%	2.0%	-20.2%

⁸ Geschäftsjahr 2007/2008 bis 2009/2010

⁹ Im Zuge des enttäuschenden Gesamtergebnisses im Geschäftsjahr 2009/10 wurden Stellen im Handel abgebaut. Gleichzeitig wurde im ersten Halbjahr 2009/10 in gewissen Hubs ein relativ hohes Handelsergebnis erzielt, was nach Ansichten des Managements in den nächsten Planjahren anspruchsvoller werden dürfte.

¹⁰ Differenz zwischen Erdgas- und Zertifikatspreisen einerseits und Strompreis andererseits.

¹¹ Da die assoziierten Unternehmen nicht konsolidiert werden, wirken sich die von diesen Unternehmen erwirtschafteten Erträge nicht auf die Bruttomarge aus.

Weitere Erfolgsfaktoren (Wertetreiber)

Investitionen

Sarasin hat sämtliche vom Verwaltungsrat der EGL bewilligten Investitionsprojekte in der Planung abgebildet. Es handelt sich dabei um die Projekte Winbis, Global Tech 1 sowie TAP (inkl. Storage). Nicht abgebildet wurde das Projekt eines Unterwasserkabels in der Nordsee („NorGer“), weil dieses Projekt noch nicht hinreichend konkretisiert ist.

Ab dem Jahr 2015 werden Investitionen in der Höhe von 100 Mio. Euro p.a. geplant (zuzüglich den bereits erwähnten Projekten). Dieser Betrag ist deutlich tiefer als die Investitionen, die in den Vorjahren aufgewendet wurden und reflektiert damit den Übergang von einer Wachstums- zu einer Konsolidierungsstrategie. Die Investitionen werden mit einem Verhältnis von 30 % Eigenkapital zu 70 % Fremdkapital finanziert. Es wird angenommen, dass die Asset-Projekte durchschnittlich über einen Zeitraum von 25 Jahren abgeschrieben werden.

Residualwert: Wachstumsannahme nach dem Jahr 2035

Die Wachstumsrate für die Berechnung des Residualwerts beeinflusst das Bewertungsergebnis massgeblich, da bei Discounted Cash Flow Bewertungen typischerweise dem Residualwert ein hohes Gewicht zukommt. Aufgrund des gewählten, relativ langen Planungshorizonts der Bewertung und des daraus resultierenden höheren Anteils des Barwerts aus der Planungsperiode am Gesamtbarwert ist das Gewicht des Endwertes in der vorliegenden Bewertung weniger ausgeprägt. Für die Bewertung der EGL wurde von Sarasin ein ewiges Wachstum in Höhe von 2.0 % p.a. angenommen, welches mit einer moderaten langfristigen Inflationserwartung in den für EGL relevanten Ländern (1.5%) sowie einer realen Wachstumsrate von 0.5% einhergeht.

Steuersatz

Die Geschäftsleitung der EGL sowie Sarasin erachten einen langfristigen durchschnittlichen Gruppensteuersatz in Höhe von 30.0 % als angemessen. Dieser liegt leicht über dem historischen Niveau. Der Anstieg lässt sich durch den Anstieg der Geschäftstätigkeit ausserhalb der Schweiz begründen. Im Geschäftsjahr 2009/10 lag der Steuersatz bei 60.8%¹², in den Vorjahren 2008/09 bzw. 2007/08 bei 24.6% bzw. 24.0%.

Wechselkurs

Sämtliche Berechnungen von EUR in CHF basieren auf einem Wechselkurs in Höhe von 1.35 CHF zu 1.00 EUR. Der Wechselkurs entspricht der internen Planung von EGL und wurde anhand von Analystenschätzungen und Studien zur Kaufkraftparität verifiziert und als mittel- und langfristig plausibel angesehen. Aktuelle Analystenschätzungen und Studien gehen überwiegend davon aus, dass sich der EUR / CHF Wechselkurs mittelfristig (2013) auf ein Niveau von ca. CHF 1.40 erholt.

Der tragische Unfall im KKW Fukushima gegen Ende des ersten Halbjahres 2010/11 und die in der Folge in der Schweiz und anderen europäischen Ländern geführten Debatten über die Zukunft der Kernenergie hatten keinen direkten Einfluss auf die Planrechnungen, die im Rahmen dieser Bewertung erstellt wurden. Die Vornahme einer fundierten Beurteilung über die Auswirkungen von Fukushima und den Beschluss des Bundesrates vom 25. Mai 2011,

¹² Begründet durch die Tatsache, dass insbesondere Gesellschaften in Ländern mit hohen Steuersätzen steuerbare Gewinne erwirtschafteten

die schweizerischen Kernkraftwerke am Ende ihrer Betriebsdauer ohne Ersatz durch neue KKW stillzulegen, auf die zukünftige Entwicklung der EGL ist im Rahmen dieser Fairness Opinion nicht möglich.

Dennoch sind die von der Anbieterin unabhängigen Mitglieder des Verwaltungsrates und das Management der EGL grundsätzlich der Ansicht, dass die EGL im Vergleich zu vielen anderen Energieproduzenten mittel- und langfristig vom angekündigten beschleunigten Ausstieg Deutschlands und der Schweiz aus der Kernenergie tendenziell profitieren dürfte. Diese Ansicht basiert auf folgenden Tatsachen:

1. In der Schweiz ist die EGL am KKW Leibstadt und KKW Gösgen-Däniken AG mit 4.4% bzw. 4.5% beteiligt. Diese Kraftwerke sollen gemäss dem Entscheid des Bundesrates nach einer Betriebsdauer von 50 Jahren als letzte der schweizerischen KKW vom Netz genommen werden (Gösgen-Däniken 2029, Leibstadt 2034).
2. In Frankreich scheint der Ausstieg aus der Kernenergie keine Option zu sein. Einer der Blöcke des KKW Bugey, auf dessen Leistung die EGL anteilig mittels Strombezugsvertrag Anspruch hat, hat eben die 10-Jahresrevision abgeschlossen, was für die Verfügbarkeit dieses Kraftwerkes in den nächsten Jahren positiv sein dürfte.
3. Die EGL hat grosse Erfahrung im Bau und Betrieb von Gaskombikraftwerken.
4. Mit der TAP ist die EGL an einem Infrastrukturprojekt beteiligt, das für die Versorgung von Europa mit Erdgas aus dem kaspischen Raum von immenser Bedeutung ist, insbesondere auch deshalb, weil Europa mittelfristig mehr Gaskraftwerke benötigen wird, um die abnehmende Produktion aus KKW zu kompensieren.
5. Die EGL hat in den letzten Jahren konsequent auch in alternative Formen der Energiegewinnung investiert. Das diesbezüglich grösste Projekt der EGL, die Beteiligung am Offshore Windpark Global Tech 1 in der Nordsee, ist nach dem Entscheid der Bundesregierung, die deutschen KKW relativ schnell vom Netz zu nehmen und Offshore-Windparks zusätzlich zu subventionieren, deutlich besser positioniert.

Wie erwähnt, konnte im Rahmen der vorliegenden Bewertung der Einfluss der oben beschriebenen Faktoren auf die zukünftige finanzielle Situation von EGL nicht quantifiziert werden und führte entsprechend auch zu keiner Anpassung der Planzahlen. Die vorteilhafte Positionierung der EGL bekräftigt indessen insgesamt die in den Planrechnungen getroffene Annahme, dass sich die Profitabilität von EGL mittel- und längerfristig markant erholt.

4.3 Zusammenfassende Darstellung der Planrechnungen

Nachfolgend sind die Ergebnisse der Planrechnungen, auf denen die Bewertung basiert, zusammenfassend dargestellt:

CHF Mio	2007 / 2008	2008 / 2009	2009 / 2010	Durchschnittliches Wachstum		
				2010/2011 - 2012/2013	2013/2014 - 2020/2021	2021/2022 - 2035/2036
Bruttomarge	781	810	649			
Δ in %	41.7%	3.8%	-19.9%	-7.6%	5.2%	2.3%
EBITDA	483	443	246			
Δ in %	46.0%	-8.4%	-44.4%	-4.8%	8.9%	3.2%
EBIT	433	330	168			
Δ in %	46.2%	-23.9%	-49.0%	-4.8%	11.7%	3.1%

4.4 Verwendete Analysemethoden

Zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Kaufpreises steht die DCF-Methode im Vordergrund. Zur Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses wurde zusätzlich eine Analyse vergleichbarer Gesellschaften (Compco Analyse), eine Analyse vergleichbarer Transakti-

onen (Compac Analyse) sowie eine Analyse von im schweizerischen Markt bei Börsentransaktionen bezahlten Kontrollprämien (Prämienanalyse) durchgeführt.

4.5 Discounted Cash Flow Methode

Bei der DCF-Methode wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Als finanzielle Überschüsse werden die Free Cash Flows herangezogen, die den Aktionären und den Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen. Die Summe der Barwerte der Free Cash Flows (inkl. Residualwert) zuzüglich allfälliger nicht-betriebsnotwendiger Aktiven ergibt den Unternehmenswert brutto. Von diesem werden die zinstragenden Verbindlichkeiten, bereinigt um die überschüssigen flüssigen Mittel, in Abzug gebracht, um den Unternehmenswert netto, d.h. den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln.

Zur Berechnung der Barwerte der finanziellen Überschüsse wurden als Diskontsatz die gewichteten Fremd- und Eigenkapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital) verwendet. Die Berechnung der Kapitalkostenkomponenten basiert auf dem Capital Asset Pricing Model.

Die folgenden Parameter fanden bei der Berechnung des Diskontsatzes Verwendung:

Risikoloser Zinssatz

Da ein Grossteil des Umsatzes und der Kosten von EGL auf den EURO-Raum entfällt, wurde für die Ableitung des risikolosen Zinssatzes vom Zinssatz für eine (quasi-) risikofreie Anlage im Euro-Raum ausgegangen. Dabei wurde für den risikolosen Zinssatz die langfristig erzielbare Rendite von Anleihen öffentlicher Emittenten herangezogen. Da diese aber zeitlich begrenzt sind, muss eine Annahme bzgl. des Zinsniveaus bei der Wiederanlage getroffen werden. Zur Orientierung wurde dazu die Zinsentwicklung der Vergangenheit herangezogen.

Die Rendite von Staatsanleihen im EU-Raum divergierten per 17. Juni 2011 stark. Die Anleihen von Staaten wie Irland, Portugal und Griechenland wiesen eine Rendite von deutlich über 5% auf. Zumal die hohen Renditen Ausdruck der hohen Staatsverschuldung dieser Staaten sind, können sie keine gute Approximation für den risikolosen Zinssatz darstellen. Vielmehr ist unseres Erachtens auf die tiefste Rendite ausstehender 10-jähriger Staatsanleihen abzustellen, da sie am besten das Merkmal der Risikolosigkeit verkörpert. Per 17. Juni 2011 wies eine 10-jährige deutsche Bundesanleihe eine Rendite von ca. 3.0%¹³ auf. In den 80er Jahren bis Ende der 90er Jahre lag die Rendite von deutschen Anleihen mit einer Restlaufzeit von 20 Jahren deutlich über 5 %¹⁴. Unter Berücksichtigung der Zinsentwicklung in der Vergangenheit und der aktuellen Rendite dieser langfristigen Anleihen ist ein Basiszinssatz in Höhe von 5 % angewendet worden.

Risikozuschlag

Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme des Unternehmerrisikos lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien abgelden. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen eingehen, ist ein Zuschlag zum risikolosen Zinssatz notwendig (Risikozuschlag). Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.

Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dieses ist im Rahmen dieses Gutachtens angewendet worden.

¹³ Quelle: Bloomberg

¹⁴ Quelle: Bloomberg

Die unternehmensspezifische Risikoprämie erhält man durch Multiplikation des Beta-Faktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie. Der Beta-Faktor ist ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Ein Beta-Faktor grösser eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals gemessen am Aktienkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass sich der Wert im Durchschnitt unterproportional ändert.

Die Berechnung der Marktrisikoprämie erfolgt durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in Aktien und risikolosen Anlagen. Kapitalmarktuntersuchungen langjähriger Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Unter der Berücksichtigung der langfristigen Aktienmarktrendite im europäischen Raum in Höhe von ca. 10 %¹⁵ errechnet sich, nach Abzug des angenommenen risikolosen Zinssatzes in Höhe von 5 %, eine der Bewertung zugrunde gelegte Marktrisikoprämie in Höhe von 5 %.

Zur Herleitung des Beta-Faktors für EGL wurden die Beta-Faktoren vergleichbarer Gesellschaften verwendet (vgl. Beilage 4: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften). Damit die Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen vergleichbar sind, wurden diese um die unternehmensspezifische Verschuldung bereinigt (verschuldungsbereinigtes bzw. unlevered Beta).

Um den im Vergleich zu klassischen Energiegesellschaften höheren Ertragsvolatilitäten des Energiehandels, den stärkeren Projektaktivitäten und dem fehlenden Endkundenzugang Rechnung zu tragen, wurden die Eigenkapitalkosten des Diskontsatzes basierend auf einem verschuldungsbereinigten Beta von 0.62 berechnet. Dieser Werte entspricht dem Mittelwert der drei höchsten verschuldungsbereinigten Beta der Vergleichsgesellschaften (Zum Vergleich: Der Durchschnitt aller Vergleichsgesellschaften beträgt 0.50).

Damit aus dem so ermittelten verschuldungsbereinigten Beta-Faktor der Vergleichsgruppe der Beta-Faktor für EGL abgeleitet werden kann, ist dieser wiederum der unternehmensspezifischen Verschuldung von EGL anzupassen.

Die Berechnung des Beta-Faktors von EGL basiert auf der momentanen Verschuldungsstruktur und Betrachtung der zukünftigen Investitionstätigkeit. Es wurde eine langfristige Zielverschuldung von 35% Nettofinanzschulden zu 65% Eigenkapital (zu Marktwerten) berücksichtigt.

Fremdkapitalkosten

Aufgrund bestehender Kreditverträge, einer momentan ausstehenden Obligation, Aussagen des Managements von EGL sowie unseren eigenen Einschätzungen gehen wir davon aus, dass sich die Fremdkapitalkosten der Gesellschaften, unter Berücksichtigung der zugrunde gelegten Zielkapitalstruktur, langfristig 150 Basispunkten (all-in) über dem risikofreien Zinssatz befinden. Dies entspricht den über einen längeren Zeitraum betrachteten Finanzierungskosten einer Gesellschaft mit einem (impliziten) Single A Rating.¹⁶

¹⁵ Quelle: Bloomberg

¹⁶ Die Bewertung geht davon aus, dass ein „Investment Grade“ Rating für ein Energiehandelsunternehmen wie EGL unerlässlich ist.

Gesamtkapitalkosten

Auf Basis der oben erläuterten Angaben errechnen sich die Gesamtkapitalkosten für EGL wie folgt:

(Zahlen teilweise gerundet)

Risikofreier Zinssatz	5.0%	Rendite europäischer Staatsanleihen inkl. Wiederanlageprämisse
Marktrisikoprämie	5.0%	Bloomberg;(Aktienmarktrendite - risikofreier Zinssatz)
Unlevered Beta	0.62	Annahme Sarasin
Relevered Beta	0.85	= Unlevered Beta * (1+(1-s) * Gearing)
Eigenkapitalkosten	9.27%	= Risikofreier Zinssatz + (Marktrisikoprämie*relevered Beta)
Risikofreier Zinssatz	5.0%	Rendite europäischer Staatsanleihen inkl. Wiederanlageprämisse
Risikozuschlag	1.5%	Finanzierungskosten EGL
Fremdkapitalkosten	6.5%	
Fremdkapitalkosten (steueradj.)	4.6%	= Fremdkapitalkosten * (1-s)
Gearing (net debt / equity*)	53.8%	Unterstellte, langfristige Zielkapitalstruktur
Anteil net debt	35%	
Anteil equity	65%	
Steuerrate (s)	30%	Grenzsteuersatz
WACC (steueradjustiert)	7.62%	Gewichtete Gesamtkapitalkosten steueradjustiert

*zu Marktwerten

Besonderheiten

EGL hält eine Beteiligung an der Repower AG. Die Beteiligung wurde zum Marktwert (Börsenkapitalisierung) basierend auf dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Repower AG während den letzten 60 Börsentagen (d.h. CHF 507.78 ausgehend vom 17. Juni 2011 in der Bewertung berücksichtigt).

Die betriebsnotwendige Liquidität wird von EGL mit CHF 210 Mio. veranschlagt. Diese floss nicht in die Berechnung der Nettofinanzschulden ein. Die so berechneten Nettofinanzschulden der EGL betragen CHF 1'075 Mio¹⁷.

Ferner wird angenommen, dass EGL einen Teil der betriebsnotwendigen Liquidität kurzfristig im Euroraum angelegt, um zusätzliche Zinserträge zu erwirtschaften. Diese Zinserträge wurden bei der Bewertung berücksichtigt.

Mit Bezug auf das Übertragungsnetz hat Sarasin angenommen, dass die geplante Übertragung des Netzes an die Swissgrid zu dem von der Elcom vorgesehenen Wert^{18 19} erfolgt, zuzüglich der bis zum Übertragungszeitpunkt geplanten Investitionen und abzüglich bis zum Übertragungszeitpunkt anfallender Abschreibungen.

Die assoziierten Gesellschaften (Global Tech 1, SE Ferrara, TAP, La Peña, etc.) wurden auf Basis der mit den Eigenkapitalkosten diskontierten freien Equity Cash Flows bewertet.

EGL besass per 17. Juni 2011 keine eigenen Aktien.

¹⁷ Basierend auf den Finanzzahlen von EGL per 30. September 2010, aufdiskontiert auf den Bewertungsstichtag.

¹⁸ Gemäss Wert der Verfügung der Elcom vom 11. November 2010

¹⁹ Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein Gericht im Rahmen der hängigen Anfechtung dieses Wertes dem Übertragungsnetz einen höheren Wert zumessen wird.

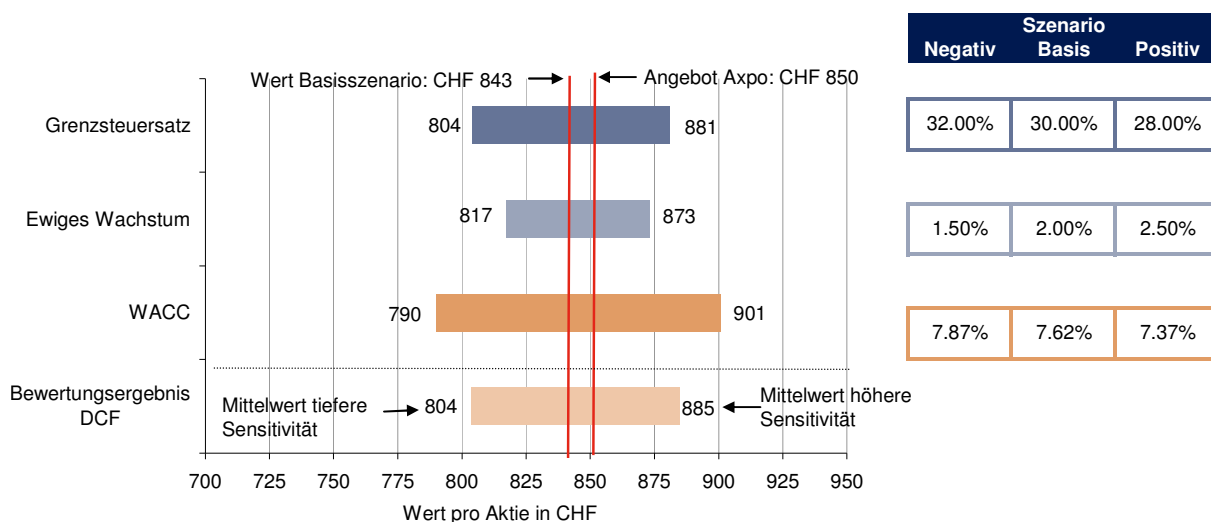
Ergebnis Basisszenario

Das Bewertungsergebnis des Basisszenarios ist nachfolgend dargestellt:

Bewertungsergebnis	CHF Mio.
Unternehmenswert vor assoziierten Unternehmen	2'648
Wert assoziierte Unternehmen	676
abzüglich Minderheitsanteile	-25
Unternehmenswert insgesamt	3'299
abzüglich Nettofremdkapital	-1'075
Wert des Eigenkapitals der EGL	2'224
Anzahl ausstehende Aktien (in Stück)	2'640'000
Wert des Eigenkapitals pro Aktie (CHF)	843

Sensitivitätsanalyse

Die Wertbandbreite der DCF-Bewertung wurde durch eine Sensitivitätsanalyse festgelegt, anhand welcher Wertetreiber innerhalb einer Wertspanne variiert wurden. Als Parameter wurden der WACC, das ewige Wachstum sowie der Steuersatz bestimmt. Das Resultat der Sensitivitätsanalyse ist in der folgenden Graphik dargestellt.



Resultat DCF-Bewertung

Die Sensitivitätsanalyse der DCF-Bewertung führt zu einer Wertbandbreite von CHF 790 bis CHF 901 pro Inhaberaktie der EGL aufgrund der hohen Wertbandbreite bei der WACC Sensitivität. Insgesamt erachten wir bei einem Wert des Basisszenarios von CHF 843 eine Wertbandbreite von CHF 804 bis CHF 885 als plausibel (Mittelwert der tieferen bzw. der höheren Sensitivitäten).

4.6 Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften (Comppo)

Stellenwert

Diese Methode wird insbesondere in der Finanzanalyse bevorzugt, da die Kapitalmarktteilnehmer meist nicht über detaillierte Planrechnungen der Unternehmen verfügen. Da Sarasin die Planrechnungen von EGL zur Verfügung gestellt wurden und diese in Diskussion mit dem Management plausibilisiert werden konnten, beurteilen wir die DCF-Bewertung als die aussagekräftigere Bewertungsmethode. Die Bewertung mit Hilfe von ähnlichen kotierten Gesellschaften dient damit primär der Überprüfung und Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses der DCF-Methode.

Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes (aktueller Börsenwert plus Nettoschulden, Minoritäten) von vergleichbaren, kotierten Gesellschaften mit den aktuellen bzw. erwarteten finanziellen Kennzahlen (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT, Reingewinn) für die letzten zwölf Monate und die beiden folgenden Geschäftsjahre werden Multiplikatoren errechnet und ein Durchschnitt gebildet (siehe Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen). Die Anwendung dieser Durchschnittsmultiplikatoren auf die finanziellen Kennzahlen von EGL (EBITDA, EBIT, Reingewinn) ergibt ein Bewertungsergebnis für jeden berechneten Durchschnittsmultiplikator.

Die folgenden zwei Faktoren haben einen wesentlichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis:

- ◆ der ermittelte Durchschnittsmultiplikator und
- ◆ die Auswahl und Ermittlung der finanziellen Kennzahlen von EGL, auf die der Multiplikator angewendet wird

Der Durchschnittsmultiplikator ist primär abhängig von der Auswahl der Vergleichsgesellschaften. Nur wenn Gesellschaften zur Verfügung stehen, die in Bezug auf die wesentlichen Charakteristiken der zu bewertenden Gesellschaft vergleichbar sind, ergibt sich ein aussagekräftiger Multiplikator.

Da die Bewertung mittels Vergleichsgesellschaften auf dem aktuellen bzw. dem erwarteten Ergebnis der nächsten zwei Jahre basiert (letzte 12 Monate per 31. März 2011 („LTM“), 2010/11E sowie 2011/12E), widerspiegeln diese Ergebnisse den Unternehmenswert aus einer kurzfristigen Optik. Mittelfristig realisierbares Wachstums- und Margensteigerungspotenzial sowie ein spezifisches Stadium im Rahmen eines Geschäftszyklus werden in der Regel nur erfasst, wenn die Vergleichsgesellschaften ähnliche Wachstums- und Margenpotenziale aufweisen bzw. sich im selben Stadium des Geschäftszyklus befinden.

Auswahl der Vergleichsgesellschaften für EGL

Vergleichsgesellschaften für EGL auszuwählen, war eine anspruchsvolle Aufgabe. Als europäisches Energie-Handelsunternehmen mit eigenen Assets kauft und verkauft EGL Strom, Erdgas und energiebezogene Finanzprodukte. Dabei sind die Handels- und Verkaufsaktivitäten der Gruppe auf Grosskunden fokussiert. Mit eigenen Tochtergesellschaften ist EGL in den bedeutendsten europäischen Märkten lokal präsent und an den wichtigen Energiebörsen zum Handel akkreditiert. Neben Kraftwerksbeteiligungen in der Schweiz besitzt EGL Anteile an drei Gas-Kombikraftwerken in Italien und verfügt über langfristige Bezugsverträge mit Energieproduzenten.

Die Auswahl von Vergleichsgesellschaften musste dem Umstand Rechnung tragen, dass das Geschäftsmodell der EGL die drei Geschäftsfelder Stromhandel, Erdgashandel und Asset-Portfolio umfasst und sich damit von der Mehrheit der im Energiemarkt als Versorger tätigen Unternehmen mehr oder weniger ausgeprägt unterscheidet. Direkt vergleichbare, börsenkotierte Unternehmen mit Fokus auf Energiehandel konnten nicht gefunden werden.

Folglich wurden Gesellschaften ausgewählt, die zumindest in einzelnen Bereichen vergleichbar sind und in ihrer Gesamtheit möglichst alle wesentlichen operativen Aktivitäten von EGL reflektieren. Vor diesem Hintergrund wurden Vergleichsunternehmen identifiziert, die idealerweise die folgenden Anforderungen erfüllen:

- ◆ Börsenkotierung in West/Nordeuropa
- ◆ Energieunternehmen mit industriellen Aktivitäten im Bereich Produktion, Handel und Vertrieb von Elektrizität und/oder Gas

Der Bewertung wurden die Multiplikatoren für LTM, 2011E und 2012E zugrunde gelegt. Aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle bzw. des spezifischen EGL Geschäftsmodells sind die Umsatz-Multiplikatoren nicht aussagekräftig und wurden deshalb nicht angewendet. Sarasin basiert deshalb für die Multiplikatorenanalyse auf den EBITDA, EBIT und der P/E Multiplikatoren. Zum Bewertungsergebnis wurde für die Bewertung anhand von EBITDA und EBIT-Multiplikatoren zusätzlich noch der Wert aus „at equity“ konsolidierten Gesellschaften ermittelt, da deren Ergebnisbeitrag nicht in den Planzahlen auf Stufe EBITDA und EBIT enthalten ist. Dies umfasst insbesondere die Beteiligung an Repower AG und die TAP. Der ermittelte Wert entspricht den freien equity cash flows diskontiert mit den Eigenkapitalkosten aus der DCF Analyse. Demgegenüber wurde der Wert der Minderheiten (im Wesentlichen bedingt durch die 85% Beteiligung an Calenia) vom Resultat in Abzug gebracht. Die Bewertung des Minderheitsanteils erfolgte ebenfalls mittels Diskontierung der freien equity cash flows mit den Eigenkapitalkosten gemäss DCF Analyse. Für den P/E Multiple wurde der Reingewinn exklusive Minderheiten verwendet, weshalb keine zusätzlichen Anpassungen vonnöten waren.

Als vergleichbare Unternehmen wurden ermittelt:

Ähnliche kotierte Gesellschaften		
◆ Alpiq	◆ Endesa	◆ Iberdrola
◆ E.ON	◆ Enel	◆ RWE
◆ EDF	◆ Energias de Portugal	◆ Scottish & Southern
◆ Edison	◆ Fortum	

Auf der Basis der oben genannten Kriterien erachten wir diese Unternehmen als grundsätzlich geeignet für die Bestimmung der Durchschnittsmultiplikatoren. Wie bereits erwähnt, konnten direkt vergleichbare, börsenkotierte Unternehmen nicht ermittelt werden.

Resultat der Bewertung anhand ähnlicher, kotierter Gesellschaften

Die Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften ergibt eine Bewertungsbandbreite von CHF 332 bis CHF 483 je Inhaberaktie.

Die auf EBITDA-, EBIT- und P/E-Multiplikatoren basierenden Resultate der Compco Analyse liegen deutlich unterhalb des Resultates der DCF-Bewertung. Dies liegt primär daran, dass EGL für die nächsten zwei Jahre von einem anhaltend schwierigen Marktumfeld ausgeht und die geplanten Finanzaufgaben deutlich unterhalb des mittel- bis längerfristigen Ertragspotenzials der Gesellschaft liegen. Entsprechend erachten wir das Resultat der Compco Analyse in diesem spezifischen Fall als nicht aussagekräftig.

4.7 Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen (Compac)

Stellenwert

Wollen sich ein strategischer Käufer und ein Verkäufer auf einen Kaufpreis im Hinblick auf eine Übernahme einigen, müssen sich die beiden Parteien im Rahmen ihrer Bewertungs-

überlegungen Gedanken zum Synergie- und kombinierten Marktpotenzial machen. Um als Käufer den Zuschlag zu erhalten, kann sich dieser bereit erklären, einen Teil des zukünftigen Potenzials in seine Preisofferte einzubeziehen, was zu einer Prämie über Börsenkurs führt. Eine Analyse ähnlicher Transaktionen kann Aufschluss über bezahlte Multiplikatoren in Übernahme-situationen geben. Allerdings muss festgehalten werden, dass es schwierig ist, vergleichbare und gleichzeitig aktuelle Transaktionen zu finden. Diese dürfen nicht zu weit zurückliegen, weil sich bezahlte Multiplikatoren – wie die Bewertung der Aktienmärkte – über die Zeit stark verändern können.

Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes, der im Rahmen eines Übernahmeangebotes bezahlt wurde, mit ausgewählten finanziellen Kennzahlen der Zielgesellschaft (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT, Reingewinn) erhält man den bezahlten Multiplikator. Aus verschiedenen Transaktionen wird so ein Durchschnittsmultiplikator ermittelt, der dann durch Multiplikation mit dem entsprechenden finanziellen Überschuss der Zielgesellschaft zu einem impliziten Unternehmenswert für die Zielgesellschaft führt.

Auswahl ähnlicher Transaktionen

Die wichtigsten von uns angewendeten Kriterien für die Auswahl der Transaktionen waren die folgenden:

- ◆ Transaktionen, die innerhalb der letzten 4 Jahre angekündigt wurden
- ◆ Transaktionen in West/Nordeuropa
- ◆ Transaktionsgrösse grösser als USD 50 Mio.
- ◆ Energieunternehmen mit industrieller Aktivitäten im Bereich Produktion, Handel und Vertrieb von Elektrizität oder Gas
- ◆ Verfügbarkeit von Multiplikatoren
- ◆ Akquisition eines Anteils von < 50% an der Zielgesellschaft
- ◆ Keine Erlangung der Kontrollmehrheit durch die Transaktion

Resultat der Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen

In Beilage 2: Multiplikatoren ähnlicher Gesellschaften sind die ausgewählten Transaktionen sowie die dabei bezahlten Multiplikatoren aufgeführt. Die Analyse zeigt, dass die Kennzahlen eine relativ enge Bandbreite aufweisen. Aus Werte von Sarasin sind die Multiplikatoren mit Vorsicht zu werten, da die Vergleichbarkeit der meisten Gesellschaften mit dem Geschäftsmodell „Asset basiertes Energiegrosshandelsunternehmen“ der EGL nur bedingt gegeben ist. Ebenso sind die Zahlen der letzten 12 Monate („LTM-Finanzzahlen“) der EGL geprägt durch das schwierige Marktumfeld sowie durch ausserordentliche Einflüsse und somit nicht aussagekräftig für das langfristige Ertragspotenzial der Gesellschaft.

Die Bewertung anhand ähnlicher Transaktionen ergibt ein Bewertungsergebnis von CHF 551 bis CHF 614 je Inhaberaktie. Es ist zu berücksichtigen, dass die Bewertung methodenbedingt potenzielle Prämien für die durch den Käufer realisierbaren Synergieeffekte beinhaltet.

Die auf EBITDA-, EBIT- und P/E-Multiplikatoren basierenden Resultate der Compac Analyse liegen deutlich unterhalb des Resultates der DCF-Bewertung. Dies liegt primär daran, dass die LTM-Finanzzahlen deutlich unterhalb des mittel- bis längerfristigen Ertragspotenzials der Gesellschaft liegen. Entsprechend erachten wir das Resultat der Compac Analyse in diesem spezifischen Fall als nicht aussagekräftig.

4.8 Analyse bezahlter Prämien im schweizerischen Kapitalmarkt (Prämienanalyse)

Im Sinne einer weiteren Analyse kann auch beurteilt werden, inwieweit die im Vergleich zum volumengewichteten Durchschnittskurs (VWAP²⁰) der EGL Aktie der letzten 60 Börsentage vor Ankündigung einer möglichen Offerte ermittelte Prämie sich zu den bezahlten Prämien in vergleichbaren vergangenen Börsentransaktionen verhält.

Die besondere Konstellation im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots beeinflusst die Prämie wesentlich. So ist es beispielsweise wichtig, wie hoch der Anteil des Anbieters am Zielunternehmen zum Zeitpunkt der Voranmeldung ist. Verfügt der Anbieter bereits über eine komfortable Mehrheit des Aktienkapitals, wird seine Bereitschaft, den übrigen Aktionären eine zusätzliche Kontrollprämie auf dem Aktienkurs zu gewähren, kleiner sein, da er die Kontrolle über das Unternehmen faktisch bereits ausübt (z.B. Energie Electricque du Simplon oder Agie Charmilles). Des Weiteren ist auch die Existenz / Absenz eines Konkurrenzangebots zu berücksichtigen. Vor dem Hintergrund von Übernahmekämpfen zwischen verschiedenen potenziellen Käufern wurden in der Vergangenheit höhere Prämien bezahlt (z.B. Saia Burgess, SIG, sia Abrasives) als bei Offerten ohne Bieterwettbewerb. Zusätzlich ist die Art der Entschädigung zu berücksichtigen, weshalb in dieser Analyse einzig Barofferten einbezogen wurden. Zudem wurden in der Vergangenheit in verschiedenen Fällen höhere Prämien an Aktienklassen bezahlt, welche über eine Stimmbevorzugung resp. einen tieferen Nennwert bei gleichem Stimmrecht verfügten. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, wurden hier lediglich Transaktionen in die Analyse miteinbezogen, welche in Rahmen dieser Parameter mit dem Übernahmeangebot von Axpo vergleichbar sind.

Darauf basierend wurden die Kriterien zur Berücksichtigung vergleichbarer Transaktionen wie folgt festgelegt:

- ◆ Berücksichtigung von Transaktionen seit 1. Januar 2006 oder jünger
- ◆ Zielgesellschaft ist/war an der SIX Swiss Exchange kotiert
- ◆ Keine Berücksichtigung von Banken, Versicherungen und Beteiligungsgesellschaften
- ◆ Reines Barangebot (Cash Offer)
- ◆ Das Aktienkapital der Zielgesellschaft besteht aus nur einer Aktienklasse
- ◆ Die Anbieterin hielt vor Lancierung des Übernahmeangebots bereits eine Mehrheitsbeteiligung von > 50% an der Zielgesellschaft

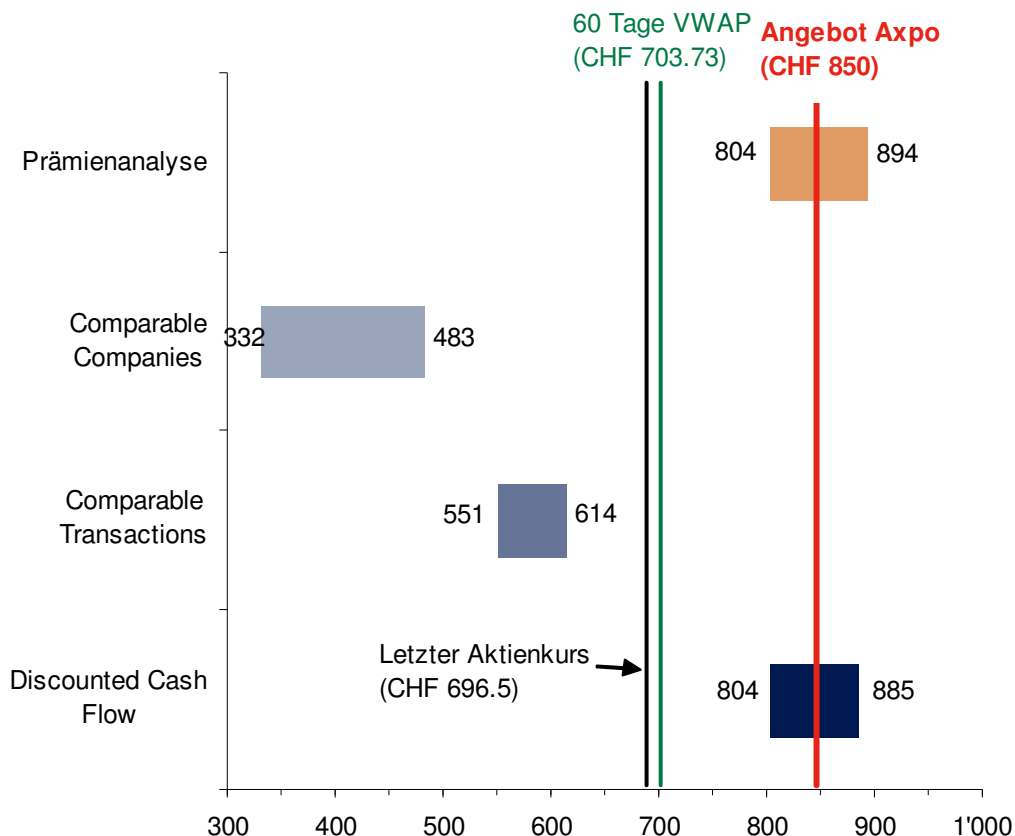
Auf Basis einer durchschnittlich bezahlten Prämie in Höhe von 27.1% errechnet sich auf Basis des volumengewichteten Durchschnittskurses der EGL Inhaberaktie in den letzten 60 Tagen vor dem 17. Juni 2011 in Höhe von CHF 703.73 ein Aktienpreis in Höhe von CHF 894 pro Inhaberaktie. Wird demgegenüber der Median der bezahlten Prämie berücksichtigt (14.2%), so ergibt sich ein Aktienpreis in Höhe von CHF 804.

Die Ermittlung der im schweizerischen Kapitalmarkt erzielten Prämien ist in Beilage 3: Prämienanalyse dargestellt.

²⁰ Volume Weighted Average Price

²² Für Details siehe Kapitel 4.8. Analyse bezahlter Prämien im schweizerischen Kapitalmarkt (Prämienanalyse) bzw. Kapitel 4.9 Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses

4.9 Zusammenfassung des Bewertungsergebnisses



Das Bewertungsergebnis der DCF-Methode wird durch das Ergebnis der Prämienanalyse bestätigt. Demgegenüber liegen die Resultate der Analyse ähnlicher Transaktionen (Compac) und ähnlicher kotierter Unternehmungen (Compco) deutlich tiefer.

Gemäss Auffassung von Sarasin sind die zwei letztgenannten Analysen nicht aussagekräftig, da sie nur das kurzfristige Ertragspotenzial von EGL abbilden, welches durch das aktuell schwierige Marktumfeld geprägt ist und damit das mittel- bis langfristige Ertragspotential der EGL nicht reflektiert.

Damit stellt Sarasin im vorliegenden Fall auf das Ergebnis der DCF-Bewertung ab. Auf der Grundlage des vorstehend erläuterten Vorgehens bei der Bewertung der EGL ergibt sich bei einem Wert des Basisszenarios von CHF 843 eine Bewertungsbandbreite von CHF 804 bis CHF 885 pro Inhaberaktie der EGL.

Der von der Axpo im Rahmen des Kaufangebots angebotene Preis von CHF 850 liegt damit leicht über dem Wert des Basisszenarios der DCF Bewertung von CHF 843.

5 Ergebnis des Gutachtens

Basierend auf den in diesem Gutachten zugrunde liegenden Bewertungsanalysen und Überlegungen sollte der Angebotspreis im Sinne der finanziellen Angemessenheit in der ermittelten Bewertungsbandbreite in Höhe von CHF 803 bis CHF 884 pro Inhaberaktie EGL liegen. Diese Aussage stützt sich in erster Linie auf das Resultat der DCF-Bewertung. Das Resultat der DCF-Bewertung wird durch die Prämienanalyse unterstützt²². Damit erachten wir den von der Axpo im Rahmen des Kaufangebotes angebotenen Preis von CHF 850 als fair.

Wichtig für Privataktionäre

Das Ergebnis dieses Gutachtens berücksichtigt die potenziellen Steuerfolgen einzelner Aktionäre – insbesondere von Privataktionären in der Schweiz – nicht. Diesbezügliche Angaben finden sich im Angebotsprospekt der Axpo vom 27. Juni 2011, in Abschnitt J., Grundsätzliche Steuerfolgen.

Zürich, 17. Juni, 2011

Bank Sarasin & Cie AG

sig. Alexander Cassani

sig. Daniel Flückiger

6 Anhang

Beilage 1: Multiplikatoren ähnlicher kotierter Unternehmen (Compco)

Gesellschaft	Marktkap. (in Mio. Lokalwährung)	EBITDA			EBIT			P/E		
		LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E
Fortum	19'740	11.1x	10.0x	9.7x	14.6x	13.0x	12.5x	13.9x	12.6x	12.7x
EDF	49'879	5.7x	5.7x	5.3x	14.0x	10.4x	9.5x	18.1x	14.8x	12.8x
E.ON	34'848	4.3x	5.9x	5.4x	6.6x	9.0x	8.2x	8.3x	10.2x	9.3x
RWE	20'230	3.6x	4.0x	3.8x	5.5x	5.8x	5.6x	5.7x	8.1x	7.8x
Iberdrola	34'566	11.4x	10.1x	9.4x	18.8x	15.5x	14.3x	11.7x	12.0x	10.9x
Endesa	23'901	4.8x	5.0x	4.8x	7.2x	7.2x	6.9x	10.3x	10.8x	10.0x
Enel	42'635	6.8x	6.6x	6.4x	10.2x	10.0x	9.7x	9.4x	9.4x	9.0x
Edison	4'292	6.9x	9.4x	6.9x	15.1x	45.8x	17.5x	13.1x	NM	26.6x
EDP (Portugal)	9'088	7.9x	7.6x	7.1x	13.6x	13.1x	11.9x	8.2x	8.5x	8.0x
Scottish & Southern	12'817	10.4x	8.7x	7.8x	14.8x	11.0x	10.0x	14.3x	12.2x	10.9x
Alpiq	8'687	9.3x	8.9x	9.0x	14.7x	13.8x	13.9x	13.6x	15.1x	14.7x
Durchschnitt (alle Gesellschaften)		7.5x	7.4x	6.9x	12.3x	14.1x	10.9x	11.5x	11.4x	12.1x
Durchschnitt (ohne Min & Max)		7.5x	7.5x	6.9x	12.3x	11.5x	10.8x	11.4x	11.3x	10.9x
Median		6.9x	7.6x	6.9x	14.0x	11.0x	10.0x	11.7x	11.4x	10.9x

Quellen: Geschäftsberichte, Bloomberg

Beilage 2: Multiplikatoren ähnlicher Transaktionen (Compac)

Zielgesellschaft	Übernehmende Gesellschaft	Datum Ankündigung	Zahlungs- art	Multiples		
				EBITDA	EBIT	P/E
Mediterranea delle Acque SpA	San Giacomo Srl	24.05.2010	Cash	7.1 x	17.4 x	29.6 x
Elia System Operator SA/NV	Publi-T	31.03.2010	Cash	12.4 x	18.8 x	15.2 x
Fluxys	Publigas	23.03.2010	Cash	7.4 x	12.4 x	15.7 x
Endesa SA	Enel SpA	20.02.2009	Cash	8.5 x	11.2 x	13.8 x
Union Fenosa SA	Gas Natural SDG SA	30.07.2008	Cash	11.0 x	15.4 x	16.7 x
Cegedel SA	Societe de Transport de Gaz SA	23.07.2008	Cash	12.4 x	18.9 x	26.6 x
Electricite de Strasbourg	EDF SA	07.09.2007	Cash	9.1 x	17.5 x	26.4 x
Median				9.1 x	17.4 x	16.7 x
Durchschnitt (alle Transaktionen)				9.7 x	15.9 x	20.6 x

Quellen: Bloomberg, Mergermarket, Geschäftsberichte, Medienmitteilungen

Beilage 3: Prämienanalyse

Zielgesellschaft	Übernehmende Gesellschaft	Datum der Ankündigung ¹⁾	Total Transaktionswert (Eigenkapital in CHFmn)	Beteiligung Zielgesellschaft bei Ankündigung	Minimales Akzeptanzniveau	Prämie basierend auf WAP ²⁾
Leclanché Switzerland	EnergyGroup Holding	21.02.2006	25	51%	-	8%
Energie Electrique du Simplon	Energie Ouest Suisse	28.06.2006	101	90%	-	14%
Agie Charmilles	Georg Fischer	22.08.2006	733	80%	90%	14%
Saurer	Unaxis (today's OC Oerlikon)	06.09.2006	1'964	45%	50% + 1 share	36%
SIG ³⁾	Rank Group	25.09.2006	2'739	0%	67%	52%
Bank Linth ³⁾	LLB	03.11.2006	435	1%	67%	31%
Gétaz Romang Holding	CRH Europe Holding	05.03.2007	537	33%	67%	25%
Henniez	Nestlé	04.09.2007	212	62%	-	-5%
Implenia ⁴⁾	LIL Investments (Laxey Partners)	01.11.2007	614	34%	-	6%
SEZ	LAM	11.12.2007	639	7%	67%	54%
Von Roll ⁴⁾	Aktionärsgruppe von Fink	12.12.2007	1'567	44%	-	0%
Baumgartner	Behr Bircher Cellpack	29.02.2008	54	26%	67%	0%
Eichhof Getränke Holding AG ⁵⁾	Heineken International B.V.	10.04.2008	N/A	N/A	N/A	N/A
Speedel	Novartis	10.07.2008	1'016	61%	-	80%
sia Abrasives ³⁾	Bosch	26.08.2008	316	48%	N/A	17%
Ciba	BASF	15.09.2008	3'346	1%	67%	64%
Quadrant	Aquamit BV	05.04.2009	237	33% ⁶⁾	67%	58%
Metraux Services Holding AG	Swiss Automotive Group AG	13.05.2009	68	54%	-	51%
Day Software Holding AG	Adobe Systems Benelux B.V.	28.07.2010	219	11%	67%	59%
Winterthur Technologie AG	3 M (Schweiz)	06.12.2010	363	14%	67%	23%
Datacolor ⁷⁾	Werner Dubach	16.12.2010	71	33%	-	25%
Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen III AG	17.01.2011	267	33%	50%	7%
Schulthess Group AG	Nibe Industrier AB	11.04.2011	638	31%	67%	26%
Median Prämie (blau unterlegte Transaktionen)						14.2%
Durchschnittliche Prämie (blau unterlegte Transaktionen)						27.1%
Pro Memoria: Durchschnittliche Prämie sämtliche Transaktionen⁸⁾						29.0%

¹⁾ Ankündigungsdatum der ersten Offerte

²⁾ Volumengewichteter Durchschnittspreis (VWAP) der 60 Handelstage vor Ankündigung

³⁾ Bieterwettbewerb

⁴⁾ Keine Intention der Anbieterin, zusätzliche Aktien zu erwerben (d.h. Minimum Price Rule angewandt; floss nicht in Durchschnittsberechnung ein)

⁵⁾ Kein Marktpreis verfügbar, da Getränkedivision nicht separat gelistet

⁶⁾ Zusätzlich 4.1% via Optionen

⁷⁾ Not included in average as stock was illiquid (offer price substitutes trading price)

⁸⁾ Mit Ausnahme der Transaktionen bei den ein Bieterwettbewerb, kein Marktpreis od. keine Intention der Anbieterin vorlag, zusätzliche Aktien an der Zielgesellschaft zu erwerben

Beilage 4: Betas ähnlicher kotierter Gesellschaften

	Adjusted Beta	Gearing	Grenzsteuersatz	Levering Factor	Unlevered Beta
Fortum	0.77	32.3%	20.0%	1.26	0.61
EDF	0.77	63.7%	29.6%	1.45	0.53
E.ON	0.93	67.3%	22.0%	1.52	0.61
RWE	0.82	61.9%	27.6%	1.45	0.57
Iberdrola	0.94	122.3%	23.4%	1.94	0.49
Endesa	0.77	26.5%	21.5%	1.21	0.64
Enel	0.87	131.5%	29.7%	1.92	0.45
Edison	0.75	97.8%	0.0%	1.98	0.38
EDP (Portugal)	0.80	175.9%	25.7%	2.31	0.35
Scottish & Southern	0.51	40.0%	24.6%	1.30	0.39
Alpiq	0.63	45.4%	20.8%	1.36	0.46
Durchschnitt	0.78	78.6%	22%	1.61	0.50
Durchschnitt 3 höchste Betas					0.62

Beilage 5: Abkürzungsverzeichnis / Glossar

Beta	Relativer Eigenkapitalrisikofaktor
CAGR	Compound Annual Growth Rate, durchschnittliches jährliches Wachstum über einen Zeitraum (geometrisches Mittel)
Compac Analyse	Bewertungsmethode, die einen Vergleich mit ähnlichen Transaktionen vornimmt
Compco Analyse	Bewertungsmethode, die einen Vergleich mit ähnlichen kotierten Gesellschaften vornimmt
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
FCF	Free Cash Flow (vor Fremdkapitalzinsen); wurden als finanzielle Überschüsse in der DCF-Bewertung verwendet
Free Float	Streubesitz
KKW	Kernkraftwerk
LTM	Last twelve months (Erfolgsrechnungszahlen basierend auf den veröffentlichten Finanzaufstellungen der letzten 12 Monate)
MW	Megawatt
Residualwert	Unternehmenswert am Ende der Planungsperiode
Tolling	Ein Begriff aus der Wirtschaftssprache. Er bezeichnet den Vorgang, bei dem Unternehmer A (Toller) dem Unternehmer B Geld dafür bezahlt, dass Unternehmer B mit von Unternehmer A bereitgestelltem Material ein Produkt herstellt, das Unternehmer A auf eigene Rechnung weiterverkauft.
Unternehmenswert brutto	Wert einer Gesellschaft vor Abzug des verzinslichen Fremdkapitals (allenfalls bereinigt um überschüssige Liquidität)
Unternehmenswert netto	Wert einer Gesellschaft nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals; entspricht dem Wert des Eigenkapitals
Value Driver	Bewertungsparameter, der einen wesentlichen Einfluss auf das Resultat der DCF-Bewertung hat
VWAP	Volume Weighted Average Price (volumengewichteter Durchschnittspreis)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Gewichtete Gesamtkapitalkosten, bestehend aus Eigen- und Fremdkapitalkosten)
Zielgesellschaft	Gesellschaft, die Ziel eines Übernahmeangebots durch einen Käufer ist