

Bewertungsgutachten in Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot der SES Holding SA, Locarno für alle sich im Publikum befindenden Namensaktien der Società Elettrica Sopracenerina SA (SES), Locarno

2. September 2013

Inhaltsverzeichnis

1.	<i>Ausgangslage und Auftrag an Mazars</i>	3
1.1.	Ausgangslage	3
1.2.	Auftrag der SES Holding an Mazars	3
2.	<i>Kurzprofil und Organisationsstruktur</i>	4
3.	<i>Grundlagen der Bewertung</i>	6
3.1.	Beurteilungsgrundlagen	6
3.2.	Bewertungsmethoden und Vorgehen	6
3.3.	DCF-Methode	7
3.4.	Marktwertmethode	7
3.5.	Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse	7
4.	<i>Unternehmensbewertung</i>	9
4.1.	DCF-Methode	9
4.2.	Marktwertansatz	13
5.	<i>Gesamtbeurteilung</i>	14
Anhänge	15
Anhang 1:	Vergleichsgruppen zur Herleitung der Betas und der EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren	15
Anhang 2:	Beschreibung der Unternehmen der Vergleichsgruppen	16

Abkürzungsverzeichnis

Wir haben die folgenden Abkürzungen verwendet in diesem Bericht:

AET	Azienda Elettrica Ticinese, Bellinzona
Alpiq	Alpiq AG, Olten
Abs.	Absatz
Art.	Artikel
BEHG	Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel
BEHV	Verordnung vom 2. Dezember 1996 über die Börsen und den Effektenhandel
BEHV-FINMA	Verordnung vom 25. Oktober 2008 der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
CHF k	Tausend CHF
CHF m	Millionen CHF
DCF-Methode	Discounted Cash Flow-Methode
EICom	Eidgenössische Elektrizitätskommission
EICom WACC	Der kalkulatorische Zinssatz für das im Stromnetz gebundene Kapital bzw. der WACC (Weighted Average Cost of Capital) wird gemäss Stromversorgungsverordnung (StromVV) vom Eidgenössischen Departement für Umwelt, Verkehr, Energie und Kommunikation (UVEK) aufgrund der Berechnungen des Bundesamts für Energie (BFE) und nach Konsultation der EICom jährlich festgelegt. Es handelt sich um eine risikogerechte Entschädigung für das Kapital, das in vorhandenen Stromnetzen gebunden ist oder das in neue Stromnetze investiert werden soll.
GWh	Gigawattstunden
IFBC Gutachten	Gutachten „Risikogerechte Entschädigung für Netzbetreiber im schweizerischen Elektrizitätsmarkt“ der IFBC AG vom 25. Juli 2012
k	Tausend
KWh	Kilowattstunden
m	Millionen
Mazars	Mazars AG, Zürich
MWh	Megawattstunden
PRH Holding	PRH Holding SA, Lugano
SAP	Società Locarnese di Partecipazioni e Immobiliare SA, Locarno
SES	Società Elettrica Sopracenerina SA (SES), Locarno
SES Gruppe	SES inklusive deren vollkonsolidierte Tochtergesellschaft SAP
SES Holding	SES Holding SA, Locarno
UCE	Unione di Comuni per l'Energia, Roveredo
UEK	Übernahmekommission
UEV	Verordnung der Übernahmekommission vom 21. August 2008 über öffentliche Kaufangebote
VSE	Verband Schweizerischer Elektrizitätsunternehmen
VWAP	Volume Weighted Average Price (Volumengewichteter Durchschnittspreis)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten)

1. Ausgangslage und Auftrag an Mazars

1.1. Ausgangslage

- Die PRH Holding SA, Lugano („PRH Holding“) umbenannt am 04. Juli 2013 in SES Holding SA, neu mit Sitz in Locarno („SES Holding“) hat am 29. Mai einen Aktienkaufvertrag über den Erwerb von 60.89% des Kapitals und der Stimmrechte der Società Elettrica Sopracenerina SA (SES), Locarno („SES“) von der Alpiq AG, Olten („Alpiq“) erworben. Dieser Aktienkaufvertrag wurde am 9. Juli 2013 vollzogen, wobei CHF 137.61 pro Aktie überwiesen wurden.
- Dadurch wurde der Grenzwert überschritten, welcher gemäss Art. 32 BEHG eine Angebotspflicht auslöst. Aufgrund dessen wird die SES Holding ein öffentliches Kaufangebot im Sinne von Art. 22 ff. BEHG für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der SES mit einem Nennwert von CHF 15 („SES Aktie“) unterbreiten.
- Die Aktien der SES Holding werden zu 99.5% von der AET gehalten, welche ihrerseits vollständig im Besitz des Kantons Tessin ist. Die übrigen 0.5% an der SES Holding werden durch die Gemeinden Biasca, Gambarogno, Locarno, Losone, Minusio und Muralto gehalten.
- Neben den erworbenen 60.89% halten die Gemeinden Biasca, Gambarogno, Locarno, Losone, Minusio und Muralto weitere 12.92% der Aktien der SES. Zudem werden durch den Vollzug des Aktienkaufvertrages zwischen der SES Holding und der Alpiq die 2'339 eigenen Aktien der SES (0.21%) nun indirekt durch die SES Holding gehalten. Gesamthaft halten die in gemeinsamer Absprache handelnden Parteien 74.02%.¹ Das Pflichtangebot umfasst somit 25.98% oder 285'803 Aktien der SES.
- Die SES Aktien sind an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert. Da die SES Aktien aufgrund ihres tiefen Handelsvolumens in den 12 vollständigen Monaten vor der Veröffentlichung des Angebots für das öffentliche Kaufangebot der SES Holding als illiquide gelten (vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010), ist für die Ermittlung des Mindestpreises pro SES Aktie im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA auf die Bewertung einer Prüfstelle abzustellen.

1.2. Auftrag der SES Holding an Mazars

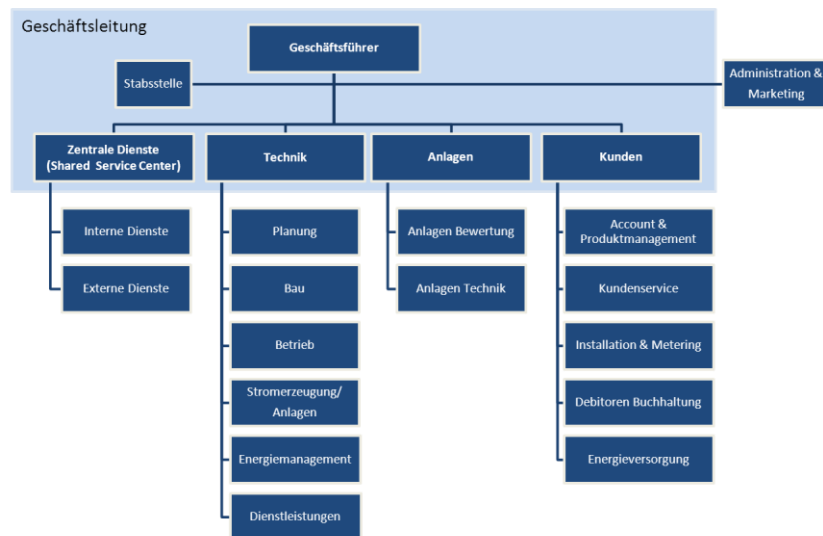
- Die SES Holding hat die Mazars AG, Zürich („Mazars“) als Prüfstelle mit der Erstellung der Bewertung der Beteiligungspapiere der SES im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA beauftragt. Dieses Gutachten darf nur in Zusammenhang mit diesem Bericht veröffentlicht und nicht für sonstige Zwecke verwendet werden.
- Die Auftragsdetails sind in der Auftragsbestätigung vom 1. Februar 2013, ergänzt am 19. Juni 2013, enthalten.
- Das Bewertungsgutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Des Weiteren enthält es keine Beurteilung der folgenden Punkte:
 - Eine Einschätzung über die Auswirkungen, welche der Entscheid einer Annahme oder Ablehnung ergeben kann.
 - Eine Einschätzung des künftigen Werts einer SES Aktie und des Preises, zu welchem im Rahmen des Kaufangebots nicht angediente SES Aktien zukünftig gehandelt werden können.

¹ http://www.six-swiss-exchange.com/shares/companies/major_shareholders_de.html?issuer=1343&fromDate=19980101. Abgerufen am 26.08.2013.

2. Kurzprofil und Organisationsstruktur

- Die SES ist ein lokaler Stromversorger und beliefert rund 80'000 Kunden in 54 Tessiner und 5 Bündner Gemeinden im Misox mit elektrischer Energie.
- Im Jahr 2012 verbuchte die SES Gruppe einen konsolidierten Umsatz von CHF 144.5m, realisierte einen konsolidierten EBITDA von CHF 35.6m und einen konsolidierten EBIT von CHF 16.0m.
- Ende 2012 betrug der Personalbestand 182 Mitarbeiter. Der Hauptsitz der SES befindet sich in Locarno.

Die SES ist wie folgt organisiert:



Quelle: Mazars Darstellung in Anlehnung an den Geschäftsbericht 2012 der SES

Die Direktion, die Administrations- und Finanzabteilung und die Technischen Dienste der „Zona Sud“² befinden sich in Locarno. In Biasca sind die Technischen Dienste und einige gewerbliche Dienste der „Zona Nord“³ angesiedelt.

Die SES ist in der Stromverteilung, in der Stromversorgung und in kleinem Umfang in weiteren Bereichen wie der Stromproduktion tätig:

Netz (Stromverteilung)

- SES betreibt die Stromverteilnetze in den 59 Tessiner und Bündner Gemeinden. Im Jahr 2012 wurden rund 716.6 GWh elektrischer Energie durch das Netz der SES geleitet.
- Gestützt auf entsprechende Konzessionen haben die Gemeinden der SES das Recht eingeräumt, auf ihrem Gebiet ein Netz zu betreiben, wofür die Gemeinden von der SES Konzessionsgebühren erhalten. Die Netze sind im Eigentum der SES. Die Gemeinden haben jedoch das Recht, diese Netze nach Ablauf der jeweiligen Konzession zurückzukaufen (sog. Heimfall). Nächstmalig sind Heimfälle in den 54 Tessiner Gemeinden per 31. Dezember 2013, 2018 und 31. Dezember 2038 möglich, wobei bisher keine dieser Gemeinden das SES Management betreffend Rückkauf der Netze per 31. Dezember 2013 angefragt hat. Bei den 5 Bündner Gemeinden im Misox sind Heimfälle per 31. Dezember 2016 möglich, diese haben dem SES Management ein Kündigungsschreiben per 31. Dezember 2016 zugestellt.

Energie (Stromversorgung)

- Die SES ist ebenfalls aktiv im Bereich der Distribution von elektrischer Energie an Endkunden. Diese Endkunden befinden sich im Wesentlichen innerhalb der durch die SES betriebenen Netze in den erwähnten 59 Gemeinden.
- Der weitaus grösste Teil betrifft Kleinkunden mit einem Jahresverbrauch von weniger als 100 MWh im Bereich der Grundversorgung. Der kleinere Teil betrifft Grossverbraucher mit einem Verbrauch von mehr als 100 MWh pro Jahr, welche sich teilweise noch im Bereich der Grundversorgung bewegen, teilweise auf dem liberalisierten Markt.
- Im Jahr 2012 wurden total 652.1 GWh elektrische Energie an die Kunden der SES verkauft. Bezogen wurde diese hauptsächlich von der Azienda Elettrica Ticinese, Bellinzona („AET“). Zu kleineren Teilen stammt diese aus den eigenen Wasserkraftwerken und von unabhängigen Produzenten. Für die fünf Bündner Gemeinden bezieht die SES die elektrische Energie von der Unione di Comuni per l'Energia, Roveredo („UCE“).

² Locarnese, Valle Maggia, Centovalli, Onsernone, Terre di Pedemonte, Verzasca, Piano di Magadino und Gambarogno

³ Leventina, Blenio, Riviera, Mesolcina und Teile von Calanca

Übrige Dienstleistungen

- Die SES erzeugt Strom mittels Wasserkraft an den Standorten Giumaglio und Ticinetto. 2012 wurden so 37.4 GWh elektrische Energie erzeugt.
- Zudem betreibt die SES die öffentliche Beleuchtung in den 59 Gemeinden und erbringt weitere Dienstleistungen⁴.

Beteiligungen

Die Società Locarnese di Partecipazioni e Immobiliare SA, Locarno („SAP“, gehalten von der SES zu 99.45%) besitzt und verwaltet die Liegenschaft an der Piazza Grande 5 in Locarno – den Hauptsitz der SES – sowie zwei durch die SES genutzte Lagerhäuser. Die genannten Gebäude werden in erster Linie betrieblich genutzt. Daneben fallen Erträge aus der Vermietung von zwei Ladenlokalen am Hauptsitz der SES an.

Zusätzlich besitzt die SES Beteiligungen von über 20% an folgenden Gesellschaften:

- Calore SA, Locarno (48.90%, AET: 48.90%): Erzeugung von thermischer Energie.
- Senco Holding SA, Locarno (50.00%, AET: 50.00%): Beteiligungsgesellschaft, die sich in erster Linie an Kleinkraftwerken beteiligt.
- Energie Rinnovabili Losone (ERL) SA, Locarno (33.33%): Entwurf, Konstruktion, Umsetzung und Verwaltung der Kraftwerke für die Produktion und den Verkauf von Wärmeenergie und Strom aus erneuerbaren Energien.
- Enerti SA, Locarno (33.05%): Verbund der neun grossen Stromlieferanten des Kantons Tessin. Dient dem Erfahrungsaustausch und der gemeinsamen Erbringung von Dienstleistungen.
- SES Controlli SAGL, Locarno (40.00%): Eine der kantonalen technischen Abnahmekontrollstellen für Elektrizitätsanlagen im Tessin. Ihre Aufgabe besteht in erster Linie in der Prüfung von elektrischen Installationen für die SES und Dritte.

Des Weiteren hält die SES Anteile von unter 20% an fünf Unternehmen und klassiert diese als Finanzbeteiligungen⁵.

Die Aktien der SES sind an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert, wobei sich der Free Float derzeit auf 25.98% beschränkt. 60.89% befinden sich in Besitz der SES Holding (wurden mittels Kauf vom 04. Juli 2013 von der Alpiq erworben). Die SES hält zudem 2'339 eigene Aktien, was 0.21% der gesamten ausgegebenen Aktien entspricht.

15.01% befinden sich in Besitz von Tessiner und Bündner Gemeinden. Die sechs Gemeinden, die an der SES Holding beteiligt sind, halten 12.92% der SES Aktien. Die restlichen 2.09% werden durch weitere Tessiner und Bündner Gemeinden gehalten und sind Teil des Pflichtangebotes.

⁴ Diese weiteren Dienstleistungen umfassen beispielsweise Planungs- und Projektierungsarbeiten

⁵ Diese Finanzbeteiligungen umfassen die Standseilbahn Funicolare Locarno–Madonna del Sasso (FLMS), die Ferrovie autolinee regionali ticinesi (FART, ein Verkehrs- und Tourismusunternehmen im Kanton Tessin), die Metanord (Bau- und Betrieb von Pipelines für den Transport und die Verteilung von Methangas), die Infel AG (Kommunikationsagentur) sowie das Radio Fiume Ticino.

3. Grundlagen der Bewertung

3.1. Beurteilungsgrundlagen

- Wir haben die folgenden wesentlichen Informationen für dieses Bewertungsgutachten verwendet:
 - Geschäftsbericht 2011, Halbjahresbericht 2012, Geschäftsbericht 2012 und Halbjahresbericht 2013 der SES Gruppe
 - Konsolidierte Erfolgsrechnungen und Bilanzen 2009 – 2012 der SES Gruppe
 - Konsolidierte Finanzplanung 2013 – 2038 der SES Gruppe
 - Auszüge aus dem regulatorischen Reporting der SES Gruppe an die ElCom
 - Brancheninformationen (im Wesentlichen gemäss VSE – www.strom.ch – und ElCom – www.elcom.admin.ch)
 - Marktinformationen (im Wesentlichen Bloomberg und Capital IQ)
- Die der Bewertung zugrunde gelegten zukünftigen Free Cash Flows basieren im Wesentlichen auf der durch das Management der SES erstellten konsolidierten Finanzplanung 2013 – 2038. Im Rahmen von Gesprächen mit dem Management der SES haben wir diese hinterfragt und, wo uns dies angebracht schien, für die Zwecke der Bewertung angepasst. Zudem haben wir mit dem Management der SES kurz vor Abgabe dieses Berichts den bisherigen Geschäftsverlauf im Jahr 2013 diskutiert.
- Weiter haben wir die wichtigsten Einflussfaktoren des Unternehmenswertes anhand von Brancheninformationen und historischen Finanzinformationen auf ihre Plausibilität und Konsistenz überprüft.
- Wir setzen generell die Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen voraus und verlassen uns auf die von uns plausibilisierten Aussagen des Managements der SES. Ferner gingen wir davon aus, dass die operative Ausrichtung der SES Gruppe in den uns zur Verfügung gestellten Finanzinformationen korrekt abgebildet ist und in Zukunft keine wesentlichen Änderungen erfährt.

3.2. Bewertungsmethoden und Vorgehen

- Für die SES wurde ein aus unserer Sicht fairer Unternehmenswert ermittelt, für dessen Berechnung die unabhängige Weiterführung von SES im Rahmen der bisherigen Geschäftstätigkeit angenommen wurde (stand-alone).
- Effekte von zukünftigen Übernahmen sowie allfällige Integrationskosten und Synergiepotentiale mit einem Investor wurden nicht in unsere Bewertung einbezogen.

- Die gesamte Anzahl Aktien der SES beträgt 1'100'000 mit einem Nominalwert von je CHF 15. Zur Berechnung des Wertes pro Aktie haben wir nur 1'097'661 Aktien berücksichtigt. Die Differenz von 2'339 Aktien entspricht den von der SES selbst gehaltenen Aktien. Diese haben keine Dividendenberechtigung und kein Stimmrecht. Folglich sind sie nicht relevant, um die Kontrolle über die SES zu erlangen, und werden bei unseren Bewertungsüberlegungen nicht berücksichtigt.
- Im vorliegenden Gutachten kommen die Discounted Cashflow-Methode („DCF-Methode“) sowie die Marktwertmethode anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen (Market Multiples) zum Einsatz. Die Wertbestimmung beruht auf der DCF-Methode, weil diese das Geschäftsmodell der SES und ihre operativen Besonderheiten am besten abbildet. Die Marktwertmethode dient der Plausibilisierung des mit der DCF-Methode berechneten Wertes.
- Die Marktwertmethode aufgrund vergleichbarer Transaktionen (Transaction Multiples) haben wir durchgeführt und dabei folgende Selektionskriterien verwendet:
 - Das Zielunternehmen ist in einem vergleichbaren Bereich tätig wie die SES (Betrieb von Stromverteilnetzen, Stromdistribution an Endkunden, Stromproduktion).
 - Der Gesamtwert der Transaktion wurde kommuniziert und die notwendigen Finanzzahlen des Zielunternehmens sind verfügbar.
 - Bei der Transaktion fand ein Kontrollwechsel statt und die Transaktion wurde effektiv abgewickelt.
 - Die Nuklearkatastrophe von Fukushima hat zu einem tiefgreifenden Wandel der Energiepolitik und des Energiemarktes geführt. Folglich wurden nur Transaktionen berücksichtigt, die nach dem 11. März 2011 bis zum Bewertungszeitpunkt stattfanden.
- Aufgrund der oben definierten Kriterien für vergleichbare Transaktionen haben wir nur eine relativ kleine Vergleichsgruppe identifiziert. Der EBITDA und der EBIT spiegeln aus unserer Sicht die Ertragskraft der entsprechenden Unternehmen am besten wider. Folglich drängt sich eine Analyse auf Stufe EBITDA und EBIT auf. Nur für eine Gesellschaft der identifizierten Vergleichsgruppe ist der EBITDA-Multiplikator verfügbar. Für nur 5 Transaktionen sind EBIT-Multiplikatoren erhältlich, diese weisen eine sehr starke Streuung auf. Deshalb haben wir in unserer Bewertung auf eine Berücksichtigung von vergleichbaren Transaktionen verzichtet. Weitere Methoden wie die Substanzwertmethode oder die Ertragswertmethode führen aus unserer Sicht zu keinen aussagekräftigen Resultaten.
- Als Bewertungszeitpunkt wurde der 26. August 2013 gewählt. Das Bewertungsdatum ist insofern relevant, als dass die zukünftigen Cash Flows auf diesen Zeitpunkt diskontiert wurden. Zudem werden die zeitspezifischen Bewertungsparameter (z.B. Beta) auf dieses Datum berechnet.

3.3. DCF-Methode

- Die DCF-Methode bestimmt den operativen Wert eines Unternehmens mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen Free Cash Flows mit dem gewichteten durchschnittlichen Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital, „WACC“).
- Gewisse Grössen werden basierend auf Marktdaten ermittelt zum Beispiel der risikofreie Zinssatz oder das systematische Risiko (Beta).
- Im Rahmen der DCF-Methode wird für die Zeit nach dem Ende des expliziten Planungshorizonts im Jahr 2038⁶ eine Annahme über einen nachhaltigen Free Cash Flow getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwertes herangezogen wird. Dieser Residualwert umfasst den Wert aller zukünftigen Free Cash Flows, die auf die explizite Planungsperiode folgen.
- Die hergeleiteten Free Cash Flows bestehen aus den Zahlungsströmen aus operativer Geschäftstätigkeit und Investitionstätigkeit, jedoch vor Finanzierung und umfassen damit diejenigen Cash Flows, die Fremd- und Eigenkapitalgebern zustehen. Zur Bewertung des Eigenkapitals (Equity Value) muss deshalb der Marktwert des Fremdkapitals vom Unternehmenswert (Enterprise Value) in Abzug gebracht werden.
- Da die DCF-Methode ausschliesslich den Wert des operativen Geschäfts ermittelt, haben wir nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände separat berücksichtigt.

3.4. Marktwertmethode

- Die Marktwertmethode beinhaltet grundsätzlich zwei Ansätze:
 - Den Trading Multiple-Ansatz, und
 - den Transaction Multiple-Ansatz.
- Der Trading Multiple-Ansatz betrachtet Finanzkennzahlen vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen und vergleicht diese mit dem Zielunternehmen. Die Auswahl geeigneter Unternehmen erfolgt aufgrund von Kriterien wie Branche, geografischer Tätigkeitsbereich, Unternehmensgrösse und Eigentümerschaft. Die erhaltenen Daten werden dann um auffällige statistische Ausreisser korrigiert.
- Häufig verwendete Multiplikatoren sind Umsatzkennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert zum Umsatz) und ertragsorientierte Kennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert zu Gewinngrössen).
- Der Transaction Multiple-Ansatz bezieht sich auf Preise für effektiv abgewinkelte Unternehmenstransaktionen. Basierend auf publizierten Transaktionen, bei denen vergleichbare

⁶ Die Dauer des Planungshorizontes bis 2038 begründet sich durch die Langfristigkeit des Geschäftsmodelles.

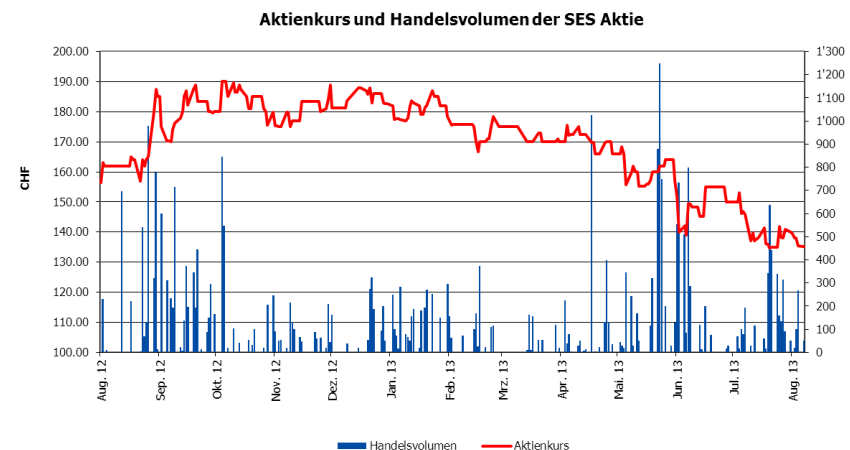
Unternehmen übernommen wurden, ergeben sich ebenfalls Marktindizes, die zur Herleitung eines Unternehmenswertes verwendet werden können.

- Bei vorliegender Bewertung kommt aus den in Abschnitt 3.2 dargelegten Gründen ausschliesslich der Trading Multiple-Ansatz zur Anwendung.
- Nach der Ermittlung des operativen Unternehmenswertes nach dem Trading Multiple-Ansatz muss der Marktwert des Fremdkapitals in Abzug gebracht werden. Nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände sind separat zu berücksichtigen.

3.5. Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse

3.5.1. Analyse des Aktienkurses und des Handelsvolumens

- Die Entwicklung des Kurses der SES Aktie sowie das Handelsvolumen der letzten zwölf Monate sind in der folgenden Grafik dargestellt.



Quelle: Mazars basierend auf Daten der SIX Swiss Exchange und S&P Capital IQ

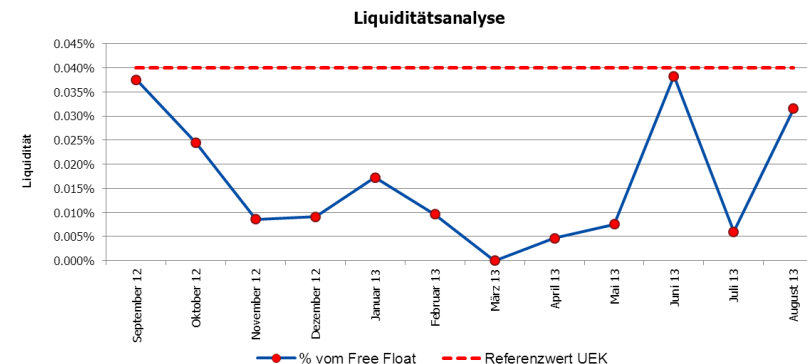
- Der Schlusskurs der SES Aktie lag zum Bewertungszeitpunkt (26. August 2013) bei CHF 135.20. Der höchste im Jahr vor dem Bewertungszeitpunkt erreichte Schlusskurs betrug CHF 190.00, der tiefste lag bei 134.80 CHF pro Aktie.
- Grundsätzlich gilt für börsenkotierte Unternehmen gemäss Art. 40 Abs. 1 BEHV-FINMA, dass der Preis des Angebotes für jede Art von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft mindestens dem Börsenkurs entsprechen muss. Der Börsenkurs ist dabei definiert als der volumengewichtete Durchschnittskurs (Volume Weighted Average Price - „VWAP“) der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots. Der VWAP beträgt ausgehend vom Bewertungszeitpunkt CHF 148.0.

- Wir sind der Ansicht, dass dem aktuellen Börsenkurs bzw. dem VWAP der SES Aktie aufgrund des geringen Handelsvolumens nur eine eingeschränkte Aussagekraft beizumessen ist.

3.5.2. Liquidität im Sinn des Übernahmerechts

- Wenn die börsenkotierten Beteiligungspapiere vor der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung nicht liquid sind, ist gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA auf die Bewertung einer Prüfstelle abzustellen.
- Das Rundschreiben Nr. 2 der UEK definiert, dass alle Aktien, welche dem SLI Swiss Leader Index der SIX Swiss Exchange angehören, liquid sind. Die SES Aktien sind an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert, aber nicht Teil des SLI.
- Die Kriterien zur Festlegung des Liquiditätsbegriffs wurden von der UEK im Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 publiziert. Danach gilt ein Titel als liquid im Sinne von Art.40 Abs. 4 BEHV-FINMA, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumen der börslichen Transaktionen mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.
- Dabei gilt als tägliches Volumen der börslichen Transaktionen das auf der ordentlichen Handelslinie während eines Börsentages generierte Volumen des Beteiligungspapiers.
- Die durchgeführten Analysen basierend auf den von der SIX Swiss Exchange erhaltenen Daten über das tägliche Handelsvolumen und den Free Float zeigen, dass die SES Aktie an den 12 vollständigen Monaten vor der Veröffentlichung des Angebotes an keinem Monat mit einem gleichen oder grösseren Volumen als 0.04% des Free Floats gehandelt wurde.

Dies lässt sich anhand der folgenden Grafik darstellen:



Quelle: Mazars basierend auf Daten der SIX Swiss Exchange und S&P Capital IQ

Somit ist nachgewiesen, dass die Aktien der SES zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebots als nicht liquid gemäss dem Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 der UEK zu erachten sind. In diesem Fall ist anstatt auf den Börsenkurs auf die Bewertung einer Prüfstelle nach Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA abzustellen.

4. Unternehmensbewertung

4.1. DCF-Methode

4.1.1. Anwendung der DCF-Methode auf SES

- Der konsolidierte Finanzplan der SES Gruppe dient als Basis zur Ermittlung des Gesamtwerts der SES per 26. August 2013.
- Um den Eigenkapitalwert der SES zu erhalten, wird das verzinsliche Fremdkapital zum Bewertungszeitpunkt abgezogen und das nicht betriebsnotwendige Vermögen addiert. Des Weiteren werden die Minderheitsanteile abgezogen.
- Der Wert pro SES Aktie wird durch Division des ermittelten Eigenkapitalwerts von SES durch die Anzahl der ausstehenden Aktien berechnet (ausstehende Aktien = ausgegebene Aktien abzüglich eigene Aktien).

4.1.2. Ermittlung des WACCs der SES

- Der WACC beschreibt die gewichtete Renditeforderung der Fremd- und Eigenkapitalgeber. Eine Steueradjustierung der Fremdkapitalkosten ist notwendig, da die in den Free Cash Flows enthaltenen Steuern auf Basis des EBIT berechnet werden.
- Die Eigenkapitalkosten werden nach dem Capital Asset Pricing Model („CAPM“) hergeleitet. Die Fremdkapitalkosten wurden um einen Gewinnsteuersatz von 21.7% adjustiert. Dabei handelt es sich um den von der SES in der Jahresrechnung 2012 ausgewiesenen effektiven Gewinnsteuersatz.
- Aufgrund unserer Analysen sind wir zum Schluss gekommen, dass das Geschäftsrisiko des Bereichs Netz anders einzuschätzen ist als dasjenige der Bereiche Energie / Übrige Dienstleistungen, insbesondere aus folgenden Überlegungen:
 - Im Netzbereich besteht ein Monopol. Der Kunde kann nicht zwischen unterschiedlichen Stromverteilnetzen wählen. Will er Strom beziehen, muss er dies durch das Netz des lokalen Anbieters tun und entsprechend Netznutzungsentgelte an ihn entrichten. Die entsprechenden Umsätze sind somit für den lokalen Stromverteilnetzbetreiber zumindest in der kurzen Frist relativ sicher und er kann diese nicht an einen Konkurrenten verlieren. Im Energiebereich ist zumindest der Markt für die Grossverbraucher liberalisiert, während Kleinverbraucher unter 100 MWh diese Wahlfreiheit zumindest derzeit noch nicht besitzen.
 - Die Regulierung im Bereich Netz ist stärker als im Bereich Energie / Übrige Dienstleistungen. So gibt die ElCom beispielsweise unter der derzeit geltenden Cost Plus-Methode detailliert vor, welche Kostenpositionen in welchem Umfang dem Kunden weiterverrechnet werden dürfen. Sie definiert zudem den ElCom WACC, welcher dem Stromverteilnetzbetreiber das Erzielen einer angemessenen Rendite ermöglichen soll. In dem Sinne ist dem Stromverteilnetzbetreiber, anders als in übrigen Bereichen, eine gewisse Mindestrendite garantiert.

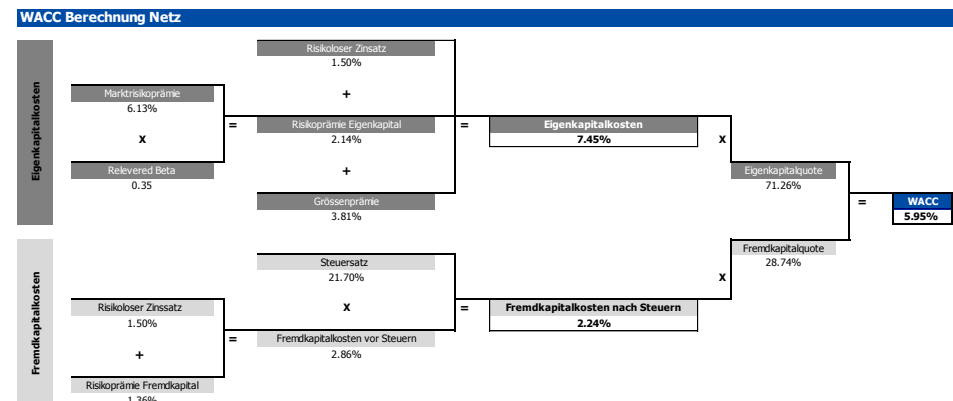
- Die unterschiedlichen Unlevered Betas (siehe Tabellen unten) bestätigen die Einschätzung, dass sich das Geschäftsrisiko des Netzbereichs von demjenigen der anderen Geschäftsbereiche unterscheidet.

- Aufgrund dessen haben wir uns entschieden, für die Bereiche Netz und Energie / Übrige Dienstleistungen unterschiedliche WACCs zu berechnen und für die Zwecke der Bewertung anzuwenden.

Die WACCs für die SES getrennt nach den Netz und Energie / Übrige Dienstleistungen haben wir wie folgt ermittelt:

Netz:

Die folgende Darstellung liefert eine Übersicht über den für den Bereich Netz verwendeten WACC per 26. August 2013:



Quelle: Mazars

Bei der Herleitung der Vergleichsgruppe für den Bereich Netz (Details siehe Anhang) haben wir uns an das IFBC Gutachten angelehnt⁷. In Abweichung der dort gewählten Vergleichsgruppe (siehe Tabelle auf Seite 22 IFBC Gutachten) haben wir jedoch nur diejenigen Gesellschaften berücksichtigt, deren Anteil der Stromübertragung und -verteilung am EBIT / EBITDA per Ende 2012 über 40% beträgt. Des Weiteren haben wir die griechische Public Power nicht berücksichtigt, die sich

⁷ Das IFBC Gutachten dient der branchenweiten Regulierung der Schweizer Netzbetreiber. Für diese Regulierung wurden die durchschnittlichen Kapitalkosten der gesamten Branche berechnet. Das vorliegende Dokument als Bewertungsgutachten für alle sich im Publikum befindenden Aktien der SES konzentriert sich auf die SES als Einzelunternehmen, daher sind die spezifischen Kapitalkosten der SES abgebildet.

gegenwärtig in einer Turnaround Situation befindet. Die Elemente des WACCs für den Bereich Netz sind in der nachfolgenden Tabelle beschrieben:

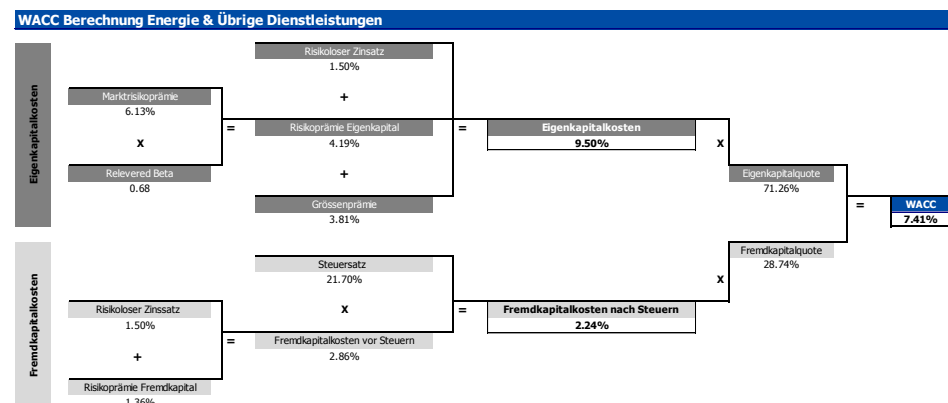
Eigenkapitalkosten			
Bestandteil	Wert	Erklärung	Quelle
Risikoloser Zinssatz ⁸	1.50%	Der risikolose Zinssatz beschreibt die nominelle Renditeerwartung für Anlagen bei denen kein Ausfallrisiko besteht. Hierfür haben wir das arithmetische Mittel der arbeitstäglichen Renditen von 10 jährigen Obligationen der Eidgenossenschaft während der letzten fünf Jahre verwendet.	Statistische Veröffentlichungen der Schweizer Nationalbank: E4 Renditen von Obligationen
Marktrisikoprämie ⁸	6.13%	Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des Aktienmarktes und dem risikolosen Zinssatz. Als Rendite des Schweizer Aktienmarktes haben wir die nominale Performance von Aktien zwischen 1926 und 2012 verwendet (nach der geometrischen Methode). Die so erhaltenen 7.63% haben wir um den risikolosen Zinssatz reduziert, woraus eine geschätzte Marktrisikoprämie von 6.13% resultiert.	Pictet & Cie: Studie "Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2012)"
Unlevered Beta	0.27x	Gemäss dem CAPM reflektiert das Beta das systematische Risiko einer Aktie. Betas lassen sich aufgrund der Entwicklung des Aktienkurses am Kapitalmarkt im Vergleich zum Referenzindex herleiten. Um diese Betas vergleichbar zu machen werden sie um ihre individuelle Kapitalstruktur und Steuerlast bereinigt, d.h. unlevered.	Median der Vergleichsgruppe Netz (siehe Anhang 1)
Relevered Beta	0.35x	Um das systematische Risiko für die SES zu berechnen, werden die unlevered Betas der Vergleichsunternehmen aus dem Bereich Netz entsprechend der Kapitalstruktur und Steuerlast der SES relevered. Der Median der resultierenden Werte ergibt das relevered Beta der SES.	Median der Vergleichsgruppe Netz (siehe Anhang 1)
Grössenprämie	3.81%	Unternehmen mit kleiner Marktkapitalisierung weisen generell ein höheres Risiko auf, welches nicht durch das systematische Risiko (Beta) abgedeckt wird. Als Kompensation für die höheren Risiken haben kleinere Unternehmen folglich höhere Renditeerwartungen zu erfüllen. Um diese bei der SES zu berücksichtigen, nehmen wir einen entsprechenden Aufschlag auf die Eigenkapitalkosten vor.	Ibbotson: Stock, Bonds, Bills & Inflation 2013 Valuation Yearbook - Morningstar

Fremdkapitalkosten			
Bestandteil	Wert	Erklärung	Quelle
Fremdkapitalkosten	2.86%	Gemäss dem Management der SES betragen die Fremdkapitalkosten für das Jahr 2013 2.86%. Folglich verlangen die Fremdkapitalgeber einen Risikozuschlag von 1.36% gegenüber dem risikolosen Zinssatz.	SES Management
Steuersatz	21.70%	Gemäss Geschäftsbericht der SES betrug die durchschnittliche effektive Steuerbelastung des Jahres 2012 21.7%	Geschäftsbericht SES 2012

Kapitalstruktur			
Bestandteil	Wert	Erklärung	Quelle
Eigenkapitalquote	71.26%	Basierend auf den effektiven Nettofinanzschulden im Verhältnis zum Marktwert des Eigenkapitals resultiert eine Eigenkapitalquote von 71.26%.	Wir haben uns bei der Ermittlung der Kapitalstruktur auf die Einschätzungen und Projektionen des SES Managements gestützt. Wir sind der Ansicht, dass deren Einschätzung die künftige Kapitalstruktur angemessen reflektiert.
Fremdkapitalquote	28.74%		

Energie / Übrige Dienstleistungen:

Die folgende Darstellung liefert eine Übersicht über den für den Bereich Energie / Übrige Dienstleistungen verwendeten WACC per 26. August 2013:



Quelle: Mazars

Bei der Herleitung der Vergleichsgruppe (Details siehe Anhang) haben wir Energieversorger in Westeuropa (EU-15 Staaten sowie Norwegen und die Schweiz) berücksichtigt. Die selektierten Unternehmen sind in der Energieproduktion und/oder im Energieverkauf tätig. Unternehmen mit ausgeprägter Tätigkeit in verwandten Gebieten, wie Gasversorgung, Wasserversorgung oder Entsorgung wurden ausgeschlossen.

⁸ Die Geschäftstätigkeit der SES findet in der Schweiz statt, folglich haben wir bei der Bestimmung des risikolosen Zinssatzes und der Marktrisikoprämie ausschliesslich Daten der Schweiz verwendet.

Die Elemente des WACCs für den Bereich Energie / Übrige Dienstleistungen entsprechen abgesehen von den Betafaktoren denjenigen des Netzbereichs (siehe vorherige Tabelle zum Netzbereich).

Im Bereich Energie / Übrige Dienstleistungen beträgt das Unlevered Beta 0.52 (Bereich Netze: 0.27) und das Levered Beta 0.68 (Bereich Netze: 0.35).

4.1.3. Ewiges Wachstum

- Im Rahmen der DCF-Methode wird nach der Finanzplanperiode eine Annahme über einen nachhaltigen Free Cash Flow getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwertes dient. Dieser Residualwert beinhaltet den Wert aller Free Cash Flows, welche auf die Finanzplanperiode folgen.
- Im hier vorliegenden Fall erstreckt sich der Finanzplan von 2013 bis 2038, d.h. verhältnismässig weit in die Zukunft. Entsprechend beschränkt sich der Einfluss des Residualwerts auf unter 40%.
- Als ewige Wachstumsrate des Residualwerts haben wir die erwartete Inflationsrate von rund 1% für die Schweiz gemäss International Monetary Fund⁹ verwendet. Dadurch bleiben die inflationsangepassten Cashflows langfristig stabil.

4.1.4. Eigenkapitalwert der SES

- Basierend auf den aufgeführten Informationsgrundlagen haben wir mittels der DCF-Methode einen operativen Unternehmenswert per 26. August 2013 von CHF 239'662k ermittelt.
- Um daraus den Eigenkapitalwert zu ermitteln, werden zu diesem operativen Unternehmenswert das nichtbetriebsnotwendige Vermögen addiert sowie das verzinsliche Fremdkapital und die Minderheitsanteile subtrahiert. Unter Berücksichtigung dieser Positionen ergibt sich ein Eigenkapitalwert von CHF 163'522k.
- Das nichtbetriebsnotwendige Vermögen von CHF 6'240k umfasst folgende Elemente:
 - Beteiligungen an assoziierten Unternehmen CHF 1'909k;
 - Darlehen gegenüber einem assoziierten Unternehmen CHF 1'000k
 - Finanzbeteiligungen CHF 127k; und
 - Frei verfügbare flüssige Mittel von CHF 3'204k.
- Das verzinsliche Fremdkapital setzt sich aus den folgenden Positionen zusammen:

- Bankverbindlichkeiten von CHF 82'000k; und

- Abgegrenzte Zinsen von CHF 219k

- Die Minderheitsanteile von CHF 161k betreffen die vollkonsolidierte SAP, an welcher weitere Aktionäre 0.55% halten.

Die Ermittlung des Eigenkapitalwertes anhand der DCF-Methode ist in nachfolgender Tabelle summarisch dargestellt (in CHF k):

Unternehmenswert (exklusive nichtbetriebsnotwendiges Vermögen)	239'662
Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen	6'240
Unternehmenswert	245'902
Verzinsliches Fremdkapital	(82'219)
Minderheitsanteile	(161)
Eigenkapitalwert	163'522

4.1.5. Berechnung des Wertes pro SES Aktie

- Der DCF-Wert des Eigenkapitals wird durch die Anzahl ausstehender SES Aktien zum Bewertungszeitpunkt dividiert, um so den Wert pro Aktie zu erhalten.
- Ausgehend von 1'097'661 ausstehenden SES Aktien resultiert ein gerundeter Wert pro Aktie von CHF 149.0.

Die Ermittlung des Wertes pro ausstehender SES Aktie anhand der DCF-Methode ist in nachfolgender Tabelle dargestellt (in CHF k):

Eigenkapitalwert (in CHF k)	163'522
Anzahl ausstehender Aktien (exklusive eigene Aktien)	1'097'661
Wert einer Aktie (in CHF)	149.0

⁹ International Monetary fund, World Economic Outlook: Hopes, Realities, Risks, April 2013, S.157

4.1.6. Sensitivitätsanalyse

- Die Sensitivitätsanalyse zeigt die Reaktion des Wertes pro SES Aktie auf Veränderungen zweier Hauptwerttreiber, des WACCs und der ewigen Wachstumsrate. Der Wert von CHF 149.0 resultiert bei einem WACC von 5.95% für den Netzbereich sowie 7.41% für den Bereich Energie und Übrige Dienstleistungen sowie einer ewigen Wachstumsrate von 1.00%.

Wert der SES Aktie in Abhängigkeit von der ewigen Wachstumsrate und dem WACC:

	WACC					
	Netz	5.75%	5.85%	5.95%	6.05%	6.15%
Energie & Übrige Dienstleistungen		7.21%	7.31%	7.41%	7.51%	7.61%
Ewige Wachstumsrate des Residualwerts (nach 2038)	0.60%	153.0	148.0	143.1	138.4	133.9
	0.80%	156.2	151.0	145.9	141.1	136.4
	1.00%	159.7	154.2	149.0	143.9	139.1
	1.20%	163.4	157.7	152.3	147.0	142.0
	1.40%	167.5	161.5	155.8	150.4	145.2

Quelle: Mazars

- Würde der WACC beispielsweise um 0.2% zunehmen würde der Preis pro Aktie um CHF 9.9 oder rund 6.6% fallen, was auf eine starke Sensitivität gegenüber dem WACC hindeutet.
- Aufgrund des langen expliziten Planungshorizontes (2013 – 2038) ist der Einfluss des Residualwerts – und somit auch der ewigen Wachstumsrate – auf das Ergebnis der Bewertung relativ gering. Eine Zunahme der ewigen Wachstumsrate z. B. um 0.2% würde den Aktienkurs um CHF 3.3 oder rund 2.2% steigern.

4.2. Marktwertansatz

4.2.1. Anwendung auf die SES

- Der Trading Multiple-Ansatz (wie in Abschnitt 3.4 beschrieben) betrachtet Finanzkennzahlen vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen, indem deren Kennzahlen denen des zu bewertenden Unternehmens gegenübergestellt werden.
- Im vorliegenden Fall haben wir zwei Vergleichsgruppen (eine für Netz und eine für Energie / Übrige Dienstleistungen) ausgewählt. Für die DCF-Methode wurden dieselben Vergleichsgruppen verwendet.
- Die Unternehmen der Vergleichsgruppen sind in einem vergleichbaren Geschäftsfeld tätig und sind mit ähnlichen Risiken konfrontiert wie die SES.
- Die Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen werden anhand ihres Unternehmenswertes berechnet. Um zum Eigenkapitalwert zu gelangen, werden dieselben Abzüge getätigt wie bei der DCF Methode.
- Weitere Informationen zu den ausgewählten Vergleichsgruppen und zur Herleitung der Multiplikatoren sind dem Anhang zu entnehmen.

4.2.2. Wahl geeigneter Vergleichsgrössen

- Der EBITDA- und der EBIT-Multiplikator werden nicht durch Finanzaufwände und -erträge oder Steuereffekte beeinflusst. Folglich sind beide Multiplikatoren weit verbreitete und angemessene Näherungswerte für die operative Ertragskraft eines Unternehmens.
- Andere Multiplikatoren haben nach unserer Ansicht nicht dieselbe Aussagekraft für die Bewertung der SES. So lässt beispielsweise der Umsatz-Multiplikator keine Feststellung über die Ertragskraft eines Unternehmens zu. Deshalb wurde dieser nicht in der Bewertung berücksichtigt.

4.2.3. Vorgehen

- Der Unternehmenswert berechnet sich aus der Multiplikation des jeweiligen Multiplikators mit der entsprechenden Erfolgsgrösse der SES zum selben Zeitpunkt. Wir verwenden die historischen EBITDA und EBIT des Jahres 2012 sowie den budgetierten EBITDA und EBIT des Jahres 2013 der SES. Für die Vergleichsgruppen der Bereiche Netze und Energie / Übrige Dienstleistungen wurden die Multiplikatoren getrennt ermittelt.

4.2.4. Ergebnis der Marktwertmethode

- Zur Ermittlung des Unternehmenswertes wurden die nicht betrieblichen Vermögensgegenstände zum operativen Unternehmenswert addiert.
- Der Eigenkapitalwert von CHF 203'712k aufgrund des EBITDA-Multiplikators ergibt sich wiederum durch Abzug des verzinslichen Fremdkapitals und der Minderheiten. Die Division des Eigenkapitalwerts der SES durch die Anzahl der ausstehenden Aktien führt zum Wert

pro Aktie. Ausgehend von 1'097'661 ausstehenden SES Aktien resultiert ein gerundeter Wert pro Aktie von CHF 185.6 basierend auf den EBITDA-Multiplikatoren.

- Zur Ermittlung des Eigenkapitalwertes von CHF 152'852k aufgrund des EBIT-Multiplikators wurde dieselbe Methodik angewandt wie beim EBITDA-Multiplikator. Ausgehend von 1'097'661 ausstehenden SES Aktien resultiert ein gerundeter Wert pro Aktie von CHF 139.3 basierend auf den EBIT-Multiplikatoren.

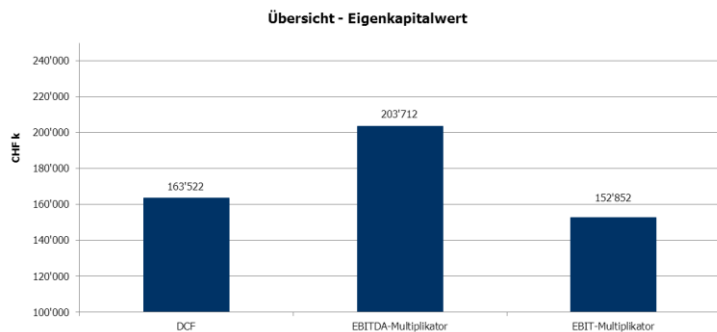
Die Herleitung des Werts pro SES Aktie aufgrund des EBITDA- und des EBIT-Multiplikators ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt (in CHF k):

	EBITDA	EBIT
Unternehmenswert (exklusive nichtbetriebsnotwendiges Vermögen)	279'852	228'992
Markt Multiplikator Netz	8.64x	13.97x
Markt Multiplikator Energie / Übrige Dienstleistungen	6.58x	11.67x
Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen	6'240	6'240
Unternehmenswert	286'092	235'232
Verzinsliches Fremdkapital	(82'219)	(82'219)
Minderheitsanteile	(161)	(161)
Eigenkapitalwert	203'712	152'852
Anzahl ausstehender Aktien (exklusive eigene Aktien)	1'097'661	1'097'661
Wert einer Aktie (in CHF)	185.6	139.3

Die dargestellte Multiplikatoren-Analyse dient der Plausibilisierung der DCF-Methode. Die Analyse anhand des EBIT-Multiplikators tendiert auf eine Plausibilisierung des DCF-Wertes. Die Applikation des EBITDA-Multiplikators ergibt einen deutlich höheren Wert als bei der DCF-Methode. Die Differenz lässt sich erklären durch einen kumulierten Investitionsrückstand der vergangenen Jahre der SES gegenüber den Vergleichsunternehmen. Dieser Investitionsrückstand besteht trotz den verstärkten getätigten bzw. geplanten Investitionen der Jahre 2012 und 2013. Die Anwendung der EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen auf die SES beinhaltet somit diesen Verzerrungseffekt. Die Aussagekraft des erhaltenen Wertes ist daher in diesem Sinne zu relativieren.

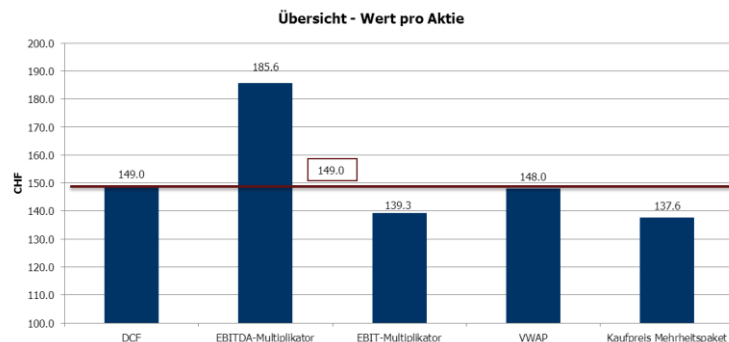
5. Gesamtbeurteilung

Die folgenden Grafiken zeigen die unter Anwendung der verschiedenen Methoden ermittelten Eigenkapitalwerte und die korrespondierenden Werte pro SES Aktie sowie den VWAP über die letzten 60 Handelstage ausgehend vom Bewertungszeitpunkt¹⁰.



Quelle: Mazars Darstellung

Die untenstehende Grafik zeigt den Wert der SES Aktie gemäss angewendeten Methoden, gemäss VWAP (60 Tage) sowie den Kaufpreis des Mehrheitspakets und den von Mazars ermittelten Wert:



Quelle: Mazars Darstellung

- Die Wertbestimmung beruht auf der DCF-Methode, weil diese das Geschäftsmodell der SES und ihre operativen Besonderheiten am besten abbildet. Basierend auf den aufgeführten Informationsgrundlagen resultiert unter Anwendung der DCF-Methode ein Eigenkapitalwert von CHF 163'522k für die SES.
- Unter Berücksichtigung der 1'097'661 Aktien ergibt sich ein Wert von CHF 149.0 pro SES Aktie.
- Die Berechnung des Wertes mittels des EBITDA Trading Multiple-Ansatzes ergibt einen Eigenkapitalwert von CHF 203'712k und damit einen Wert pro Aktie von CHF 185.6. Die Berechnung des Wertes mittels des EBIT Trading Multiple-Ansatzes ergibt einen Eigenkapitalwert von CHF 152'852k und damit einen Wert pro Aktie von CHF 139.3.
- Dieser Marktwertansatz wurde zur Plausibilisierung des DCF Wertes herangezogen. Er basiert auf den historischen Zahlen des Jahres 2012 sowie den budgetierten Zahlen des Jahres 2013. Somit zeigen diese EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren den Unternehmenswert aus einer kurzfristigen, stichtagsbezogenen Perspektive. Die mittel- bis langfristige Entwicklung der SES wird hingegen nur begrenzt reflektiert. Die Analyse anhand des EBIT-Multiplikators tendiert auf eine Plausibilisierung des DCF-Wertes. Die Applikation des EBITDA-Multiplikators ergibt einen deutlich höheren Wert als bei der DCF-Methode. Die Differenz lässt sich erklären durch einen kumulierten Investitionsrückstand der vergangenen Jahre der SES gegenüber den Vergleichsunternehmen. Dieser Investitionsrückstand besteht trotz den verstärkten getätigten bzw. geplanten Investitionen der Jahre 2012 und 2013. Die Anwendung der EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen auf die SES beinhaltet somit diesen Verzerrungseffekt. Die Aussagekraft des erhaltenen Wertes ist daher in diesem Sinne zu relativieren. Des Weiteren weisen wir darauf hin, dass Multiplikatoren allgemein der Volatilität des Kapitalmarktes ausgesetzt sind und spezifisch unter dem Einfluss der relativen Unsicherheit in der Energiebranche stehen, die einem fundamentalen Wandel ausgesetzt ist (Energiewende).
- Wir sind der Ansicht, dass dem aktuellen Börsenkurs bzw. dem VWAP der SES Aktie aufgrund des geringen Handelsvolumens nur eine eingeschränkte Aussagekraft beizumessen ist.
- Basierend auf den durchgeführten Bewertungsüberlegungen und angewandten Bewertungsmethoden zur SES Aktie, erachten wir den DCF-Wert als den bestimmenden. Der Wert des Eigenkapitals liegt somit bei CHF 163'522k unter Berücksichtigung der 1'097'661 Aktien halten wir daher einen Wert von CHF 149.0 pro SES Aktie für angemessen.

Zürich, 2. September 2013

Mazars AG

Vincenzo Braiotta
Direktor

Thomas Grimm
Manager

¹⁰ Für dieses Bewertungsgutachten dient der 26. August 2013 als Bewertungszeitpunkt

Anhänge

Anhang 1: Vergleichsgruppen zur Herleitung der Betas und der EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren

Vergleichsgruppe Netz	Land	Beta	Steuersatz	Gearing	Unlevered Beta	Relevered Beta	UW/EBITDA 2012	UW/EBITDA 2013	UW/EBIT 2012	UW/EBIT 2013
Elia System Operator SA/NV	BEL	0.25x	33.99%	1.46x	0.13x	0.17x	11.22x	9.70x	16.68x	14.52x
EVN AG	AUT	0.40x	25.00%	0.78x	0.25x	0.33x	8.80x	8.96x	19.59x	19.89x
Iberdrola SA	ESP	1.13x	30.00%	1.03x	0.66x	0.86x	7.56x	7.32x	14.18x	14.10x
National Grid PLC	GBR	0.24x	24.00%	1.01x	0.14x	0.18x	10.36x	10.05x	14.23x	13.86x
Red Electrica Corp SA	ESP	0.67x	30.00%	1.18x	0.37x	0.48x	8.20x	8.60x	11.88x	12.33x
REN - Redes Energeticas Nacionais SGPS SA	POR	0.38x	25.00%	2.30x	0.14x	0.18x	7.47x	7.68x	12.14x	12.60x
Terna Rete Elettrica Nazionale SpA	ITA	0.48x	31.40%	1.08x	0.28x	0.36x	9.14x	9.48x	12.94x	13.62x
Transelectrica SA	ROU	0.79x	16.00%	0.80x	0.47x	0.62x	4.30x	3.85x	16.06x	12.09x
Arithmetisches Mittel		0.54x	26.92%	1.21x	0.30x	0.40x	8.38x	8.21x	14.71x	14.13x
Median		0.44x	27.50%	1.05x	0.27x	0.35x	8.50x	8.78x	14.20x	13.74x

Vergleichsgruppe Energie & Übrige Dienstleistungen	Land	Beta	Steuersatz	Gearing	Unlevered Beta	Relevered Beta	UW/EBITDA 2012	UW/EBITDA 2013	UW/EBIT 2012	UW/EBIT 2013
ACEA SpA	ITA	0.80x	31.40%	2.50x	0.30x	0.39x	7.09x	5.87x	13.61x	11.27x
Alpiq Holding AG	SUI	0.35x	21.17%	1.04x	0.19x	0.25x	6.40x	6.87x	n/a	11.57x
E.ON AG	GER	1.13x	29.48%	0.74x	0.74x	0.97x	6.73x	5.22x	11.50x	8.65x
EDP - Energias de Portugal SA	POR	0.96x	25.00%	1.67x	0.43x	0.56x	8.96x	8.87x	15.10x	14.94x
Electricite de France SA	FRA	1.05x	33.33%	1.55x	0.52x	0.68x	6.45x	5.93x	12.34x	10.82x
Endesa SA	ESP	0.76x	30.00%	0.24x	0.65x	0.85x	4.05x	4.38x	6.41x	7.02x
Fortum OYJ	FIN	0.73x	24.50%	0.53x	0.52x	0.68x	8.91x	9.01x	12.40x	12.57x
Iren SpA	ITA	1.21x	31.40%	3.17x	0.38x	0.50x	6.86x	6.67x	10.99x	11.91x
Repower AG	SUI	0.75x	21.17%	0.33x	0.59x	0.78x	7.05x	n/a	10.66x	n/a
RWE AG	GER	1.05x	29.48%	0.77x	0.68x	0.89x	4.21x	4.55x	10.30x	7.04x
Verbund AG	AUT	0.79x	25.00%	0.54x	0.56x	0.74x	9.25x	8.82x	12.72x	28.41x
Arithmetisches Mittel		0.87x	27.45%	1.19x	0.50x	0.66x	6.90x	6.62x	11.60x	12.42x
Median		0.80x	29.48%	0.77x	0.52x	0.68x	6.86x	6.30x	11.92x	11.42x

Quellen: Bloomberg per 26. August 2013, Steuersätze: KPMG International Corporate and Indirect Tax Survey 2012

Anhang 2: Beschreibung der Unternehmen der Vergleichsgruppen

Beschreibung Vergleichsgruppe Netz

Bei der Herleitung der Vergleichsgruppe für den Bereich Netz haben wir uns an das IFBC Gutachten angelehnt. In Abweichung der dort gewählten Vergleichsgruppe (siehe Tabelle auf Seite 22 des IFBC Gutachtens) haben wir jedoch nur diejenigen Gesellschaften berücksichtigt, deren Anteil der Stromübertragung und -verteilung am EBIT / EBITDA per Ende 2012 über 40% beträgt. Des Weiteren haben wir die griechische Public Power nicht berücksichtigt, die sich gegenwärtig in einer Turnaround Situation befindet.

Unternehmen	Tätigkeitsbeschreibung
Elia System Operator SA/NV <i>Belgien</i>	Elia System Operator SA ist zusammen mit den Tochterunternehmen in der Stromübertragung für 30 Mio. Kunden in Belgien und Deutschland tätig. Der Konzern überträgt Strom durch Hochspannungsleitungen von Stromerzeugern an Lieferanten von Endkunden sowie an Unternehmen. Als Nebendienstleistung werden Beratungen und Konstruktionen für Kunden und lokale Behörden angeboten.
EVN AG <i>Österreich</i>	EVN AG vertreibt Elektrizität, Gas, Wärme sowie Trinkwasser und erbringt verwandte Dienstleistungen. Sie unterhält Strom-, Gas- sowie TV- und Telekommunikationsnetzwerke. Die Unternehmung generiert Strom. EVN ist sowohl in der Speicherung, im Handel wie auch im Verkauf von Strom, Gas sowie Wärme tätig. Es werden 3.7 Mio. Kunden mit Energie, Gas und Wärme beliefert.
Iberdrola SA <i>Spanien</i>	Iberdrola SA ist in der Produktion, im Transport, in der Distribution sowie im Verkauf von Strom und Gas tätig. Sie produziert Strom aus Atom, fossilen Brennstoffen, Wasser- und Windkraft. Die Unternehmung erbringt zudem weitere Dienstleistungen in den Bereichen Engineering, Telekommunikation, Wasser- sowie Gasverteilung und Immobilien.
National Grid PLC <i>Grossbritannien</i>	National Grid Plc ist ein Übertragungs- und Distributionsunternehmen von Elektrizität und Gas in Grossbritannien sowie im nordöstlichen Teil der USA. Die Unternehmung betreibt verschiedenen Elektrizitäts- und Gasübertragungssysteme.
Red Electrica Corp SA <i>Spanien</i>	Red Eléctrica Corporación S.A. ist in der Übertragung von Elektrizität, dem Unterhalt von Elektrizitätssystemen und dem Management von Stromnetzen in Spanien tätig. Zusätzlich ist der Konzern auch in der Beratung, im Engineering, in der Telekomkonstruktion und im Netzunterhalt tätig. Zudem werden Rückversicherungen sowie Finanzierungen angeboten.
REN <i>Portugal</i>	REN – Redes Energéticas Nacionais, S.G.P.S. S.A. ist in der Übertragung von Strom sowie Gas in Portugal tätig. Die Unternehmung plant, konstruiert, betreibt und unterhält das nationale Hochspannungsübertragungsnetz (RNT). Des Weiteren ist es im Elektrizitätshandel tätig. Ein weiteres Standbein stellt die Aufnahme, Speicherung und Wiederverdampfung von Flüssiggas dar. Das Unternehmen ist zudem im Telekommunikationsgeschäft tätig. Es stellt Mietdienstleistungen für Glasfaserkabel zur Verfügung, vermietet Materialplätze und Gebäude und betreibt geleaste Netze und Projekte im Bereich des Management und des Unterhalts von Telekommunikationssystemen und Windanlagen.
Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A. <i>Italien</i>	TERNA - Rete Elettrica Nazionale S.p.A.- ist in der Übertragung sowie Lieferung von Strom in Italien tätig. Die Dienstleistungen umfassen Planung, Entwicklung, Konstruktion, Durchführung und Unterhalt eines unabhängigen Stromübertragungsnetzes. Seit Ende 2011 besitzt das Unternehmen das italienische nationale Übertragungsnetz (NTG). Des Weiteren ist das Unternehmen auch im Bau sowie im Unterhalt von Stromübertragungsnetzen und -anlagen tätig.
Transelectrica SA <i>Rumänien</i>	C.N.T.E.E. Transelectrica S.A. bietet Dienstleistungen aus dem Bereich Stromübertragung (insbesondere zwischen zentral- und osteuropäischen Ländern) sowie zur Instandhaltung von Elektro- und Schutzgeräten und weiteren Systemen an. Die Firma betreibt ungefähr 80 Kraftwerke.

Quelle: Capital IQ

Beschreibung Vergleichsgruppe Energie & Übrige Dienstleistungen

Bei der Herleitung der Vergleichsgruppe haben wir Energieversorger in Westeuropa (EU-15 Staaten sowie Norwegen und die Schweiz) berücksichtigt. Die selektierten Unternehmen sind in der Energieproduktion und/oder im Energieverkauf tätig. Unternehmen mit ausgeprägter Tätigkeit in verwandten Gebieten, wie Gasversorgung, Wasserversorgung oder Entsorgung wurden ausgeschlossen.

Unternehmen	Tätigkeitsbeschreibung
ACEA S.p.A. <i>Italien</i>	Acea S.p.A. betreibt und entwickelt Stromnetzwerke und bietet Dienstleistungen in den Bereichen Wasser, Energie und Umwelt an. Der Konzern beliefert 9 Mio. Kunden und hat Beteiligungen an Unternehmungen aus verschiedenen italienischen Regionen. Die Unternehmung verkauft Strom sowohl im liberalisierten (ca. 3/4) als auch im regulierten Markt (ca. 1/4). Die Dienstleistungen des Konzerns umfassen unter anderem die Bereiche Trinkwasser, Elektrizitätsproduktion und -verkauf, Beleuchtung und Müll-Energie-Umwandlungen.
Alpiq Holding AG <i>Schweiz</i>	Alpiq Holding AG operiert als unabhängiger Energiedienstleister in Europa. Der Konzern ist in der Erzeugung, Übertragung, Distribution sowie im Verkauf von Strom tätig. Die Unternehmung gewinnt Strom aus verschiedenen Quellen wie Wasser, Atom, Wind, Solar und Gas. Zudem handelt der Konzern mit Elektrizität, Gas, weiteren Rohstoffen sowie Zertifikaten. Einen weiteren Ertragspfeiler stellen Dienstleistungen in den Bereichen Energieproduktion, Übertragung sowie Distribution dar. Unter den Kunden finden sich mittelgrosse sowie grosse Unternehmen, öffentliche Anstalten, Energielieferanten, Behörden sowie private und institutionelle Investoren.
EDF <i>Frankreich</i>	Electricité de France SA ist als integriertes, international aufgestelltes Unternehmen in der Produktion, Übertragung, Distribution sowie im Handel von Energie tätig. Als Energiequellen dienen Atom-, Wasserkraft, Wind, Solar, Kohle, Biomasse, Öl und Gas. Die Dienstleistungssparte umfasst unter anderem Blockheizungen sowie thermische Energie. Im Heimmarkt Frankreich werden 27.9 Mio. Kunden beliefert.
EDP SA <i>Portugal</i>	EDP - Energia de Portugal SA, ist ein vertikal integriertes Elektrizitätsunternehmen, welches Strom erzeugt, verteilt und anbietet. Die Elektrizität wird durch Wasserkraft, Kohle, Wind, Gas sowie Kombikraftwerke gewonnen. Des Weiteren ist die Unternehmung in der Übertragung, Distribution sowie dem Verkauf von Gas tätig.
Endesa SA <i>Spanien</i>	Endesa SA ist in der Produktion, Übertragung, Distribution sowie im Angebot von Strom tätig. Als Energiequelle dienen Kohle, Öl, Atom, Wasserkraft, kombinierte Gaskraftwerke sowie weitere erneuerbare Energien. Zusätzlich werden auch Tätigkeiten in den Bereichen Immobilien und Energieabbau durchgeführt.
E.ON SE <i>Deutschland</i>	E.ON SE ist ein Strom- und Gasunternehmen. Energie generiert das Unternehmen durch Kohle, Gas, Öl, Atomenergie, Wasser, Wind, Solar und Biomasse. Der Konzern ist auch in der Exploration und Produktion von Öl und Gas tätig. Unter anderem ist der Konzern an der Nord-Stream-Pipeline beteiligt. E.ON SE unterhält Distributionsnetzwerke (u.a. auch Gasnetzwerke), mit denen Haushalte, Weiterverkäufer und Industriekunden beliefert werden. Der Konzern ist zudem im Ein- und Verkauf von Elektrizität, Gas, Öl, Kohle und Biomasse tätig.
Fortum OYJ <i>Finnland</i>	Fortum OYJ ist in der Produktion, Übertragung, Distribution, Verkauf von Strom und Wärme, dem Betrieb von Kraftwerken sowie Serviceaktivitäten im Energiebereich tätig.. Zusätzlich ist das Unternehmen auch in der kombinierten Wärmegewinnung, in der Block- sowie in der Industriebeheizung tätig. Total werden in Finnland, Schweden und Norwegen 1.6 Mio. Kunden beliefert.
Iren S.p.A. <i>Italien</i>	Iren S.p.A. ist primär in der Erzeugung, Distribution sowie im Verkauf von Strom in Italien tätig. Primäre Energiequellen sind Wasser sowie weitere erneuerbare Energiequellen. Die Unternehmung produziert zudem Heizwärme. Elektrische Energie wird an 710'000 Kunden verteilt. Die Unternehmung bietet zudem Dienstleistungen in verschiedenen Bereichen an (z.B. Beseitigung von Abfall, Verkauf und Distribution von Wasser, Abwasserreinigung, Telekommunikation sowie Beleuchtung).
Repower AG <i>Schweiz</i>	Repower AG ist ein integrierter Energiekonzern, welcher in der Produktion, Übertragung, Distribution, Verwaltung, Handel sowie im Verkauf von Strom tätig ist. Die Unternehmung besitzt und betreibt Gas-, Wasser- sowie Windkraftwerke. Zusätzlich handelt die Firma mit Gas und Zertifikaten. Es werden ungefähr 40'000 Endkonsumenten beliefert.

RWE <i>Deutschland</i>	RWE AG ist ein Strom- und Gaskonzern. Als Energiequellen dienen Kohle, Gas, Atom, Öl, Biomasse, Wind, Wasser sowie Braunkohle. Im Bereich Gas werden sowohl die Beschaffung als auch Transport durchgeführt. Unter den Kunden finden sich sowohl Unternehmen als auch Private. Die Distribution findet neben dem Heimmarkt Deutschland auch in den Niederlanden, Belgien, England sowie Zentral- und Südosteuropa statt. Der Konzern zählt ungefähr 17 Mio. Stromkunden sowie 8 Mio. Gaskunden.
Verbund AG <i>Österreich</i>	Verbund AG ist in der Produktion, in der Übertragung, im Handel und im Verkauf von Strom an Energiehändler, -anbieter, Industrieunternehmen sowie Privathaushalte in Österreich, Deutschland, Frankreich und weiteren EU-Staaten tätig. Die Unternehmung betreibt Wasserkraftwerke, Windanlagen sowie Wärmekraftwerke. Zudem ist der Konzern auch im Übertragungsgeschäft tätig. Es werden ungefähr 260'000 Kunden beliefert.

Quelle: Capital IQ