

**Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates der Aare-Tessin AG  
für Elektrizität, Olten**

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschangebotes der Motor-Columbus AG („MC“), Baden für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Aare-Tessin AG für Elektrizität („Atel“), Olten

Zürich, 12. April 2006<sup>1)</sup>

- 1) Diese Fairness Opinion basiert auf den Arbeiten, welche am 23. März 2006 abgeschlossen wurden.

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>4</b>
1.1	Ausgangslage	4
1.2	Auftrag des Verwaltungsrates der Atel an PricewaterhouseCoopers AG	4
1.3	Beurteilungsvorgehen	5
1.4	Beurteilungsgrundlagen	5
<b>2</b>	<b>Gesellschaften im Überblick</b>	<b>7</b>
2.1	Aare-Tessin AG für Elektrizität	7
2.2	Motor-Columbus AG	8
<b>3</b>	<b>Wertüberlegungen Aare-Tessin AG für Elektrizität</b>	<b>9</b>
3.1	DCF-Methode	9
3.2	Marktbewertung	11
<b>4</b>	<b>Wertüberlegungen Motor-Columbus AG</b>	<b>13</b>
<b>5</b>	<b>Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse</b>	<b>15</b>
<b>6</b>	<b>Überlegungen zum Umtauschverhältnis</b>	<b>17</b>
6.1	Wertbandbreiten	17
6.2	Umtauschverhältnis	17
6.3	Verwässerungseffekte	17
<b>7</b>	<b>Schlussfolgerung</b>	<b>18</b>
	<b>Appendix</b>	<b>19</b>
	Appendix 1: Beta- und Finanzierungsanalyse	19
	Appendix 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	20
	Appendix 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen	21

## Abkürzungsverzeichnis

Atel	Aare-Tessin AG für Elektrizität
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
CAGR	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche Wachstumsrate)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (operatives Ergebnis)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EDF	Electricité de France
EK	Eigenkapital
EUR	Euro
FK	Fremdkapital
Mio.	Million(en)
MC	Motor-Columbus AG
Mrd.	Milliarden
p.a.	per annum (pro Jahr)
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
SoP	Sum of the Parts ("Summe der Teile")
SWX	Swiss Exchange
UW	(Operativer) Unternehmenswert
WACC	Weighted Average Cost of Capital

## 1 Einleitung

### 1.1 Ausgangslage

Am 29. September 2005 hat ein Konsortium, bestehend aus den Gesellschaften Electricité de France („EDF“) International, Paris, EOS Holding, Lausanne, Aziende Industriali di Lugano SA, Lugano, Elektra Baselland, Liestal, Elektra Birseck, Münchenstein, IBAarau AG, Aarau, der Kanton Solothurn und Wasserwerke Zug, Zug sowie Aare-Tessin AG für Elektrizität („Atel“) einen Aktienkaufvertrag mit der UBS AG abgeschlossen, um deren Beteiligung von insgesamt 55.6% an der Motor-Columbus AG („MC“) zu erwerben. Das Konsortium plant eine Umformung der heutigen Atel/MC-Gruppe und eine Zusammenlegung der Aktivitäten mit der EOS Holding sowie gegebenenfalls mit den schweizerischen Aktivitäten der EDF Gruppe, Paris. Die geplanten Transaktionsschritte<sup>1</sup> sollen in folgender Reihenfolge stattfinden:

1. Vollzug der Aktienkaufverträge mit UBS
2. Durchführung des öffentlichen Umtauschangebots durch MC an die Aktionäre der Atel
3. Fusion von MC und Atel
4. Umstrukturierung der fusionierten MC/Atel in eine Holding
5. Zusammenführung der fusionierten MC/Atel mit den betrieblichen Aktivitäten und Aktiven von EOS Holding sowie gegebenenfalls mit den schweizerischen Aktiven der EDF-Gruppe

Die schweizerische Übernahmekommission hat in ihrer Empfehlung vom 11. August 2005 festgehalten, dass die Konsortialmitglieder sowie Atel mit Unterzeichnung der Konsortialvereinbarung als Gruppe direkt und indirekt insgesamt mehr als 33 1/3% der Stimmrechte an Atel halten würden und damit der gesetzliche Grenzwert gemäss Art. 32 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel („BEHG“) überschritten worden sei. Deshalb werde die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Angebots an die Aktionäre der Atel ausgelöst.

Dagegen sind die Konsortialmitglieder und Atel von der Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Angebots an die Aktionäre der MC infolge einer so genannten Opting out-Klausel in den Statuten der MC befreit.

Im Auftrag der Konsortialmitglieder erstellt die MC ein Pflichtangebot in Form eines Aktien-tausches von Atel gegen MC Aktien. Das Umtauschangebot sieht vor, dass die Aktionäre der Atel je Namenaktie mit einem Nennwert von je CHF 100 0.321 Inhaberaktien der MC mit einem Nennwert von je CHF 500 erhalten.

### 1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Atel an PricewaterhouseCoopers AG

Der Verwaltungsrat der Atel hat PricewaterhouseCoopers AG („PwC“) mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt, welche das oben erwähnte Umtauschverhältnis des Pflichtangebots aus Sicht der Aktionäre der Atel auf dessen finanzielle Angemessenheit überprüft. Die-

---

<sup>1</sup> Für eine detailliertere Beschreibung der Transaktionsschritte verweisen wir auf den Angebotsprospekt.

ses Gutachten fasst die Ergebnisse unserer Analysen zusammen. Es darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

Dieses Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das Umtauschangebot anzunehmen oder abzulehnen. Es enthält auch keine Einschätzungen über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung haben kann.

### 1.3 Beurteilungsvorgehen

Für die Beurteilung des Umtauschverhältnisses stellt PwC umfassende Wertüberlegungen zu Atel und MC an. Die ermittelten Wertbandbreiten der beiden Gesellschaften werden durch die Anzahl im Umlauf befindlichen Aktien geteilt und zueinander ins Verhältnis gesetzt. Daraus ergibt sich eine Bandbreite, in welcher ein plausibles und als fair erachtetes Umtauschverhältnis liegen muss.

Die Wertüberlegungen zu den einzelnen Gesellschaften basieren dabei auf einer „Stand-alone“-Betrachtung. Allfällige sich im Rahmen dieser Transaktion ergebende Synergien werden somit nicht berücksichtigt, insb. aufgrund der Tatsache, dass die Synergien als unwesentlich eingeschätzt werden.

Unsere Analyse basiert auf einer Betrachtung der Werte auf Stufe der beiden Unternehmen, Atel und MC. Effekte, welche beim einzelnen Aktionär anfallen – insbesondere steuerliche Auswirkungen<sup>2</sup> – bleiben in dieser Analyse unberücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der unterschiedlichen Voraussetzungen der jeweiligen Aktionäre praktisch unmöglich.

Für die Atel wird die Wertbandbreite anhand der Discounted Cash Flow („DCF“)-Methode ermittelt. Diese Wertbandbreite wird zusätzlich mittels einer Marktbewertung, d.h. einem Multiplikatorenvergleich mit ähnlichen kotierten Gesellschaften und Transaktionen („Composables“) plausibilisiert.

Die Wertüberlegungen der MC stützen sich vorwiegend auf die Substanzwertmethode, resp. auf eine „Sum of the Parts“ („SoP“)-Betrachtung. Als de Facto Finanzholding werden die Beteiligungen der MC an mehreren Gesellschaften, unter anderem auch die Beteiligung an der Atel, sowie alle übrigen Bilanzpositionen zum fairen Wert unter Berücksichtigung der latenten Steuerfolgen ermittelt. Die resultierende Wertbandbreite wird anschliessend mit einem Abschlag versehen, welcher darauf zurückzuführen ist, dass Aktionäre einem Investitionsentscheid nicht nur den Substanzwert zu Grunde legen, sondern weitere wertrelevante Aspekte berücksichtigen.

### 1.4 Beurteilungsgrundlagen

Zur Beurteilung werden von PwC namentlich die folgenden Grundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über Atel und MC, welche für die Analyse als relevant betrachtet werden, einschliesslich der Jahres- und Halbjahresberichte, Pressemitteilungen und Zeitungsberichte.
- Unternehmensinterne Informationen der Atel, welche für die Analyse als relevant erachtet werden, einschliesslich des Budgets 2006 (erstellt per 5.12.2005) sowie des Unterneh-

---

<sup>2</sup> Für Details zu steuerlichen Aspekten der Transaktion verweisen wir auf den Angebotsprospekt.

mensplanes 2006 bis 2010 (erstellt per 16.06.2005) für die Atel Gruppe inklusive der zu konsolidierenden Tochtergesellschaften.

- Unternehmensinterne Informationen der MC, welche für die Analyse als relevant erachtet werden, einschliesslich der letzten Jahresabschlüsse (2005) ihrer Beteiligungen, Kontoauszüge per 28.02.2006, Wertschriftenguthaben per 28.02.2006, Bewertungsgutachten diverser Immobilien sowie eine Zusammenstellung der Fonds Manager der fairen Werte der Beteiligungen an Venture Capital sowie Private Equity Gesellschaften.
- Kapitalmarktanalysen von Pictet & Cie (Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926-2005, aufdatiert per Januar 2006), von Ibbotson Associates (2005 Yearbook) sowie von Damodaran (Betas und Kapitalkosten nach Branche).
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen, vorwiegend aus Bloomberg.
- Daten von als vergleichbar erachteten Transaktionen, vorwiegend aus Mergermarket sowie aus Dealogic M&A Global.
- Besprechungen mit dem Management der Atel betreffend Finanz- und Ertragslage, Geschäftsaussichten, Werttreiber und Annahmen in den Planungsunterlagen.
- Besprechungen mit dem Management der MC betreffend Finanz- und Ertragslage der MC und ihrer Beteiligungen.

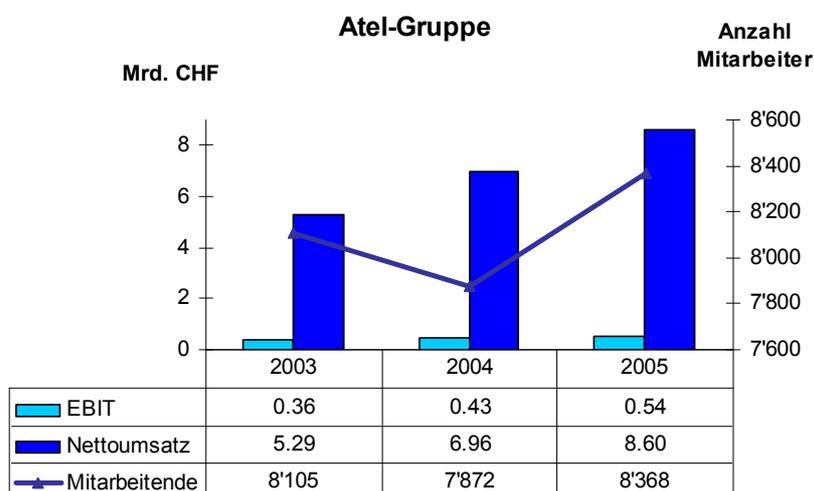
Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen. PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. PwC hat die von Atel sowie MC zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen nicht geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind.

## 2 Gesellschaften im Überblick

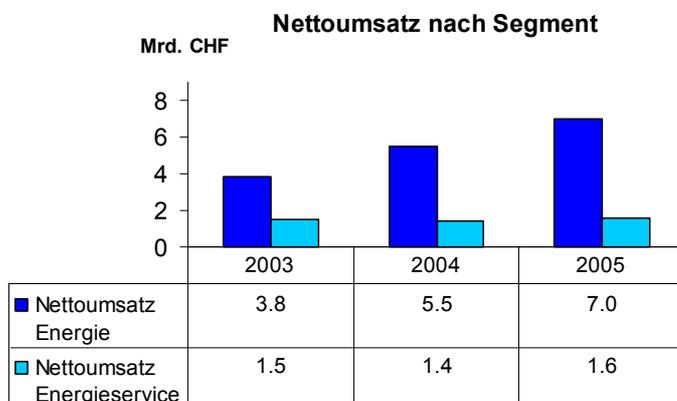
### 2.1 Aare-Tessin AG für Elektrizität

Atel ist ein europaweit tätiges Energieunternehmen mit Sitz in Olten. Atel ist im Bereich der Stromerzeugung, des Stromhandels und des Energieservices tätig. Die Gesellschaft verfügt über eigene Produktionsanlagen im In- und Ausland sowie über eigene Netze. Die Namenaktien der Atel sind an der SWX Swiss Exchange kotiert.

Die Atel Gruppe erwirtschaftet 2005 einen Nettoumsatz von 8.6 Mrd. CHF, was einer Steigerung von 24% gegenüber dem Vorjahr entspricht (im Jahr 2004 beträgt die Steigerung gegenüber dem Vorjahr 32%). Der EBIT der Atel Gruppe beträgt im Jahr 2005 gemäss den veröffentlichten Zahlen 541 Mio. CHF, während er gemäss den auditierten Abschlüssen 2004 mit 431 Mio. CHF und 2003 mit 360 Mio. CHF ausfällt. Die Entwicklung ist in untenstehender Graphik aufgezeigt.



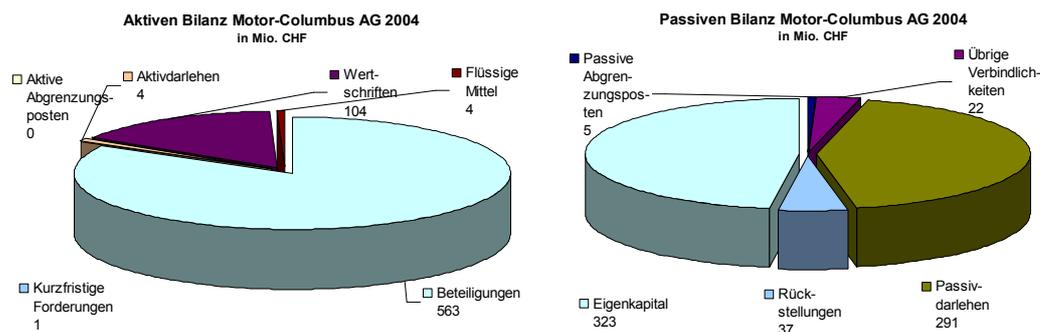
Der Hauptteil des Nettoumsatzes (81%) wird im Jahr 2005 vom Geschäftssegment Energie erbracht (7.0 Mrd. CHF), während das Geschäftsfeld Energieservices 19% zum Nettoumsatz beiträgt (1.6 Mrd. CHF). Eine Übersicht ist in untenstehender Graphik ersichtlich.



## 2.2 Motor-Columbus AG

Die MC ist eine finanzorientierte Holdinggesellschaft mit Sitz in Baden und führt selber keine operative Tätigkeit aus. Die Beteiligung von MC an Atel macht per 31. Dezember 2005 bei wirtschaftlicher Betrachtung, d.h. bei Bewertung der Beteiligung zum Marktwert, ca. 98.5% ihrer Aktiven aus. Die Inhaberaktien der MC sind an der SWX Swiss Exchange kotiert.

Die Aktiven und Passiven der Bilanz der MC setzen sich gemäss dem letzten publizierten Jahresabschluss 2004 (Buchwerte) wie folgt zusammen:



Die wesentlichste Beteiligung ist die Beteiligung an der Atel Gruppe (58.5%). Daneben hält die MC Beteiligungen an der Citinvest AG (100%), MC Management AG (100%), Roospark AG (100%), Tecenet AG (100%), MC Venture Finance NV. (100%) sowie an weiteren kleineren Gesellschaften.

Da die MC eine Mehrheitsbeteiligung von 58.5% an der Atel Gruppe hat und die MC selber keine operative Tätigkeit wahrnimmt, setzt sich die konsolidierte Rechnung vorwiegend aus Geschäftszahlen der Atel Gruppe zusammen.

### 3 Wertüberlegungen Aare-Tessin AG für Elektrizität

Zur Ermittlung des Eigenkapitalwertes der Atel werden Wertüberlegungen mittels der folgenden Methoden durchgeführt:

- Discounted Cash Flow (“DCF”)-Methode
- Marktbewertung mittels Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen

Die nach der DCF-Methode abgeleitete Bandbreite des Eigenkapitalwertes steht im Zentrum der Wertüberlegungen. Zur Plausibilisierung dieser Wertbandbreite werden die mittels Marktbewertung hergeleiteten Vergleichsgrössen verwendet.

#### 3.1 DCF-Methode

Nach dem theoretisch richtigen Ansatz der Investitionsbewertung für die Unternehmensbewertung entspricht der Unternehmenswert den zu erwartenden Netto-Einnahmen des Investors, welche auf Grund des Zeitwertes des Geldes und des Risikos diskontiert werden müssen. In der Praxis wird als Annäherung dieser Grösse von zukünftig zu erwartenden Freien Cash Flows ausgegangen, welche im Rahmen der DCF-Methode mit Hilfe der Kapitalkosten auf den Gegenwartswert diskontiert werden. Dabei wird unter dem Freien Cash Flow der sogenannte operative Brutto Cash Flow abzüglich Investitionen in das Anlage- und das Umlaufvermögen verstanden. Die Kapitalkosten werden aus Eigen- und Fremdkapitalkosten ermittelt, wobei die Eigenkapitalkosten mit Hilfe des Capital Asset Pricing Modells („CAPM“) vom Kapitalmarkt hergeleitet werden. Um den operativen Unternehmenswert zu erhalten, wird die Summe aus den diskontierten zukünftigen Freien Cash Flows und aus dem Endwert gebildet, wobei letzterer die Annahme der Bewertung auf Fortführung der Geschäftstätigkeit darstellt. Durch die Addition des nicht betrieblich notwendigen Vermögens und nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals sowie der Minderheiten ergibt sich der Eigenkapitalwert aus einer kapitalmarktorientierten Perspektive.

Für die DCF-Bewertung der Atel wird auf die zukünftigen Freien Cash Flows aus dem vom Management erstellten Budget 2006 und dem Unternehmensplan 2006 bis 2010 zurückgegriffen. Das Management geht von einem moderaten Umsatzwachstum (CAGR: 4.9%) durch weitere geographische Expansion aus. Der EBITDA wächst dabei durchschnittlich um 5.2% (CAGR).

In der Endwertberechnung (ab Jahr 2011) wird der nachhaltige Freie Cash Flow mit dem Kapitalkostensatz, unter Berücksichtigung des nachhaltigen Wachstums, in die Ewigkeit kapitalisiert (sogenannte Fortführungsformel<sup>3</sup>). Die nachhaltige Wachstumsrate entspricht dabei der langfristig erwarteten Inflation von 1.75% p.a., während der Kapitalkostensatz im Vergleich zur Planperiode unverändert bleibt.

Der Diskontierungssatz, mit welchem die Freien Cash Flows abgezinst werden, entspricht dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital – „WACC“). Dieser besteht aus den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten nach Steuern. Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus zwei Komponenten zusammen: Dem risikolosen Zinssatz und der Eigenkapitalrisikoprämie. Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt das CAPM zu

---

<sup>3</sup> Endwert = Nachhaltiger Freier Cash Flow / (WACC – Nachhaltige Wachstumsrate)

Grunde, wonach die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des „levered“ Betas mit der Marktrisikoprämie entspricht. Dabei ist das „levered“ Beta ein Mass für das spezifische Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktrisiko und hängt u.a. von der Finanzierungsstruktur ab. Die Fremdkapitalkosten setzen sich aus dem risikolosen Zinssatz und der Fremdkapitalprämie zusammen. Durch Einbezug einer Fremdkapitalprämie wird berücksichtigt, dass ein Unternehmen nicht zum risikolosen Zinssatz Fremdkapital aufnehmen kann, sondern aufgrund des Unternehmensrisikos den Fremdkapitalgebern einen Zinsaufschlag bezahlen muss.

Der abgeleitete WACC für die Atel wird auf 6.54% geschätzt. Dabei wird ein Eigenkapitalkostensatz von 7.65% und ein Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 3.24% ermittelt.

Nachfolgend werden die einzelnen Parameter für die WACC-Herleitung kurz beschrieben.

<p><b>Risikoloser Zinssatz</b></p> <p>Zur Herleitung des für Atel massgebenden risikolosen Zinssatzes wird eine nach Umsatz gewichtete Rendite von risikofreien CHF- und EUR-Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren herangezogen. Zur Gewichtung der einzelnen Ländersätze bzw. Währungsrisiken wird die Umsatzaufteilung im Jahr 2005 verwendet. Auf Basis dieser Vorgehensweise ergibt sich ein gewichteter risikoloser Zinssatz für Atel von 3.65%.</p>
<p><b>Marktrisikoprämie</b></p> <p>Der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten liegt eine Marktrisikoprämie von 5.00% zu Grunde. Diese basiert auf der Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite des schweizerischen Aktienmarktes und derjenigen von Schweizer Obligationen seit 1926.<sup>4</sup> Zur Berechnung der Marktrisikoprämie wird auf die Differenz zwischen der Rendite der Aktien und der Rendite der Obligationen ein Zuschlag von 0.50% erhoben, da ein Obligationenportfolio aus inländischen Unternehmensschuldern anstatt Bundesobligationen betrachtet wird.</p>
<p><b>Beta</b></p> <p>Das „levered“ Beta entspricht dem um die Kapitalstruktur der Atel bereinigten „unlevered“ Beta. Zur Ermittlung des „unlevered“ Betas wird auf die „unlevered“ Betas vergleichbarer kotierter Unternehmen sowie auf Industriebetas zurückgegriffen.<sup>5</sup> Das verwendete Beta in der Höhe von 0.60 liegt dabei im Bereich der 3- resp. 5-Jahres Betas der europäischen Vergleichsunternehmen. Die Strategie der Atel, welche eine weitere Expansion in Europa vorsieht, unterstützt diese Wahl. Zudem wird in den Überlegungen auch berücksichtigt, dass Atel einen Teil der Erträge mit dem Servicegeschäft erwirtschaftet, welches ein höheres systematisches Risiko aufweisen dürfte als das Energiegeschäft. Details zu den Betas der Vergleichsunternehmen sind im Appendix 1 dargestellt.</p>
<p><b>Finanzierungsverhältnis</b></p> <p>Basierend auf dem Finanzierungsverhältnis der Vergleichsunternehmen und dem Industriewert sowie auf Gesprächen mit dem Management wird eine langfristige Zielkapitalstruktur mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 25% angenommen. Details zu den Finanzierungsverhältnissen der Vergleichsunternehmen sind im Appendix dargestellt.</p>

<sup>4</sup> Quelle: Pictet & Cie.: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2005), 2006.

<sup>5</sup> Unlevered Beta = Levered Beta / (1+(Fremdkapital/Eigenkapital)). Dabei entspricht das Fremdkapital dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich nicht operativen flüssigen Mitteln (Annahme: operative flüssige Mittel = 4% des Umsatzes). Quelle der Betas der Vergleichsunternehmen: Bloomberg, 01.01.2006. Quelle der Industriebetas: Damodaran, 14.02.2006.

**Fremdkapitalrisikoprämie**

Atel hat per 1.3.2006 eine Anleihe über 250 Mio. CHF mit einem Zinssatz von 2.625% und einer Laufzeit von 12 Jahren ausgegeben. Langfristig muss jedoch mit höheren Fremdfinanzierungskosten gerechnet werden. Es wird mit einer Fremdkapitalprämie von 0.50% auf dem risikolosen Zinssatz gerechnet.

**Steuersatz**

Basierend auf Gesprächen mit dem Management sowie vorliegenden Analysen zur zukünftigen Steuerbelastung wird der Berechnung des WACCs ein mittelfristig zu erwartender effektiver Steuersatz von 22% zu Grunde gelegt.

Die nicht-betriebsnotwendigen Vermögenswerte der Atel, insbesondere Finanzbeteiligungen, werden separat berücksichtigt und bewertet. Für börsenkotierte Beteiligungen wird der anteilige Marktwert eingesetzt, andernfalls wird auf den Buchwert zurückgegriffen. Der Wert der zum Buchwert berücksichtigten Beteiligungen kann insgesamt als unwesentlich betrachtet werden.

Um den Eigenkapitalwert der Atel zu erhalten, wird der aus der DCF-Bewertung resultierende operative Unternehmenswert um sämtliche nicht-betrieblichen Vermögenswerte erhöht und anschliessend um die Finanzschulden sowie den Wert der Minderheiten reduziert.

Für die Plausibilisierung des DCF-Wertes hat PwC Sensitivitätsrechnungen mittels Variation verschiedener Parameter (z.B. Gesamtkapitalkosten, EBITDA-Marge, EBIT-Marge und Wachstumsraten in den Endwertberechnungen) durchgeführt. Im Folgenden sind die wichtigsten Erkenntnisse illustriert.

**Sensitivitätsanalyse**

Veränderung Kapitalkostensatz (WACC)	-0.50%	-0.25%	<b>0.00%</b>	+0.25%	+0.50%
Veränderung Eigenkapitalwert	+15%	+7%	<b>0%</b>	-6%	-12%
Veränderung Wachstumsrate	-0.50%	-0.25%	<b>0.00%</b>	+0.25%	+0.50%
Veränderung Eigenkapitalwert	-10%	-5%	<b>0%</b>	+6%	+13%
Veränderung EBITDA-Marge im Endwert	-1.0%	-0.5%	<b>0.0%</b>	0.5%	1.0%
Veränderung Eigenkapitalwert	-20%	-10%	<b>0%</b>	+10%	+20%

Basierend auf der DCF-Bewertung sowie den durchgeführten Sensitivitätsanalysen ergibt sich für den Eigenkapitalwert der Atel eine Wertbandbreite von 6.4 bis 7.0 Mrd. CHF. Die aktuelle Börsenkaptalisierung der Atel liegt bei rund 6.6 Mrd. CHF und somit innerhalb der ermittelten Wertbandbreite.

**3.2 Marktbewertung**

Bei der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen wird der über den Börsenkurs hergeleitete Marktwert des kotierten Unternehmens zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen ins Verhältnis gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren werden dann auf die Finanzkennzahlen der Atel angewendet, um den hypothetischen Marktwert zu erhalten.

Als Vergleichsunternehmen werden an schweizerischen und europäischen Börsen kotierte Firmen herangezogen, welche mit Atel vergleichbar sind. Als Kriterien der Vergleichbarkeit dienen in erster Linie die Branchenzugehörigkeit, die geographische Ausprägung der Geschäftstätigkeit, die Unternehmensgrösse sowie die Aktivitäten entlang der Wertschöpfungskette.

Für die Marktbewertung der Atel werden die aktuellen Unternehmenswerte respektive Eigenkapitalwerte (per 28.02.2006) der vergleichbaren kotierten Unternehmen ins Verhältnis zu den Kennzahlen Umsatz, EBITDA, EBIT und Reingewinn gesetzt, jeweils für die Jahre 2005, 2006 und 2007. Dabei wird für die Jahre 2006 und 2007 von den durchschnittlichen Analysenschätzungen ausgegangen. Von den resultierenden Multiplikatoren für jedes Vergleichsunternehmen wird der Median gebildet, und dieser dann mit den aktuellen, respektive erwarteten Kennzahlen Umsatz, EBITDA und EBIT und Reingewinn der Atel multipliziert. Da unter den Vergleichsunternehmen Differenzen bei der Verbuchung der Umsätze bestehen und der Anteil des Handelsgeschäfts zuweilen sehr unterschiedlich ist, macht die Rückanwendung der Umsatz-Multiples keinen Sinn. Multiples, welche die Kostenstruktur einbeziehen, sind aussagekräftiger. Deshalb werden für die Bestimmung der Wertbandbreite nur EBITDA-, EBIT- und Reingewinn-Multiples berücksichtigt, während auf die Verwendung der Umsatz-Multiples verzichtet wird.

Die hergeleiteten Multiplikatoren vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sind in Appendix 2 dargestellt.

In Ergänzung zur Analyse der Börsenbewertung wird eine Recherche nach Transaktionen von Vergleichsunternehmen durchgeführt, welche in den letzten drei Jahren stattgefunden haben. Diese werden mit den gleichen Grössen auf ihren impliziten Transaktionswert untersucht und zur Plausibilisierung herangezogen (Appendix 3).

Aus der Marktbewertung kann für den Eigenkapitalwert der Atel eine Wertbandbreite von 6.3 bis 7.2 Mrd. CHF abgeleitet werden. Damit wird einerseits der DCF-Wert bestätigt, andererseits liegt auch die aktuelle Börsenkapitalisierung von rund 6.6 Mrd. CHF innerhalb dieser Wertbandbreite.

#### 4 Wertüberlegungen Motor-Columbus AG

Zur Ermittlung des Eigenkapitalwertes der MC werden Wertüberlegungen mittels der Substanzwertmethode durchgeführt, respektive der Wert wird mittels einer SoP-Betrachtung gebildet. Die Bewertung der einzelnen Vermögensbestandteile hat dabei nach betriebswirtschaftlichen Kriterien zu erfolgen, handelsrechtliche resp. steuerrechtliche Vorschriften sind bei dieser Betrachtung nicht zu beachten. Ausgehend von den Buchwerten werden für die einzelnen Bilanzpositionen der MC betriebswirtschaftliche Werte ermittelt.

Für das Umlaufvermögen ist der Marktpreis auf dem Beschaffungsmarkt am Bewertungsstichtag massgebend. Berücksichtigt werden die Kontensalden und Wertschriftenbestände per 28.02.2006.

Für die Finanzbeteiligungen werden die als fair erachteten Werte der Beteiligungen eingesetzt. Die Beteiligungen der MC bestehen aus Beteiligungen an der Atel, Immobiliengesellschaften sowie an der MC Venture Finance N.V. Für den Wert der Atel Beteiligung werden die Wertbandbreiten der gemäss Abschnitt 3 ermittelten fairen Werte anteilmässig berücksichtigt. Die Bewertungen der Immobiliengesellschaften stützen sich auf Substanzwertüberlegungen, welche auf bereits vorliegenden Immobilienschätzungen basieren. Die Bewertung der MC Venture Finance N.V. basiert auf den von den Fonds Managern gemachten Angaben zu den fairen Werten der verschiedenen Fonds und Beteiligungen.

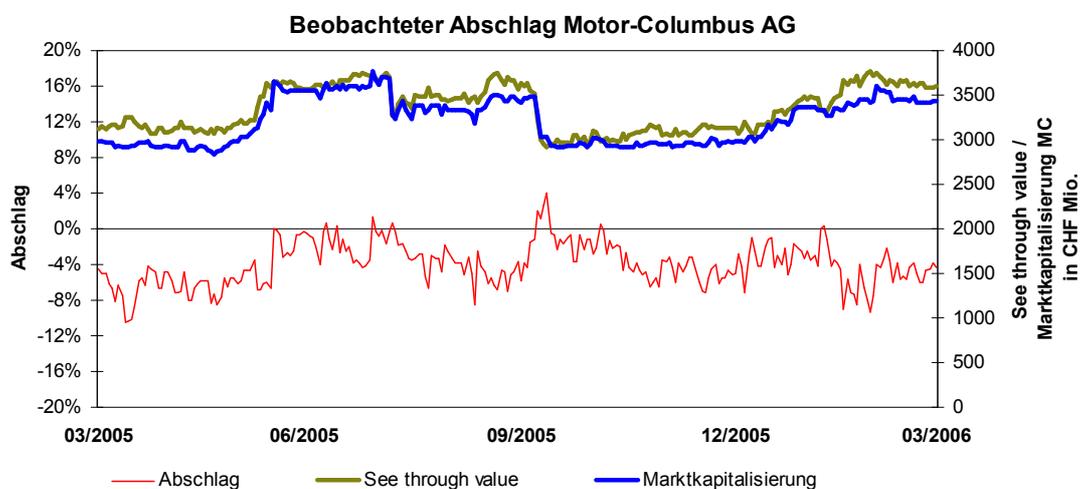
Auf der Passivseite erfolgt eine Bereinigung des kurzfristigen und langfristigen Fremdkapitals sowie der Rückstellungen. Die Rückstellungen berücksichtigen dabei auch die latenten Steuerfolgen von Aufwertungen auf Holdingstufe.

Latente Steuern auf Aufwertungen von Vermögenswerten werden berücksichtigt, sofern davon ausgegangen werden kann, dass der entsprechende Vermögenswert in Zukunft verkauft wird. Dies ist insbesondere bei den Immobilien der als nicht betrieblich deklarierten Beteiligungen sowie bei den Wertschriften des Umlaufvermögens der Fall. Dazu kommt die Auflösung von stillen Reserven innerhalb der Rückstellungen. Auf Stufe der Tochtergesellschaften kommt der volle Steuersatz am Sitz der Gesellschaft zur Anwendung, auf Holdingstufe werden die latenten Steuerfolgen aufgrund des Holdingprivilegs reduziert.

Die faire Wertbandbreite für MC wird durch die für Atel definierte Wertbandbreite bestimmt, welche über die in Abschnitt 3 dargestellten Bewertungsmethoden hergeleitet wird. Anschliessend wird diese Wertbandbreite mit einem Abschlag von 4.0% bis 5.0% versehen, da neben dem Substanzwert weitere wertrelevante Aspekte berücksichtigt werden müssen: Auf der Stufe der Holdinggesellschaft fallen bei der MC zusätzliche Kosten an, die im Substanzwert nicht reflektiert sind. Zudem fehlt die direkte Einflussnahme auf die operativen Geschäfte der Beteiligungen. Weiter spielt auch die Tatsache eine Rolle, dass die MC im Vergleich zur Atel eine Opting-out Klausel in den Statuten hat, welche verhindert, dass Grossaktionäre bei Erreichen eines bestimmten Stimmrechtsanteils den übrigen Aktionären ein Pflichtangebot unterbreiten müssen. Unter der Annahme eines effizienten Kapitalmarktes rechtfertigt sich der Abschlag auch durch empirische Beobachtungen, welche zeigen, dass Beteiligungsgesellschaften an den Börsen oft zu einem Wert unterhalb des Net Asset Value („NAV“) gehandelt werden.

Die folgende Graphik zeigt, dass die MC Aktie im Vergleich zur Atel Aktie über die letzten 30 Tage vor der Veröffentlichung des Pflichtangebotes mit einem durchschnittlichen Abschlag von rund 5.5% und über das ganze letzte Jahr mit einem durchschnittlichen Abschlag von

rund 4.0% gehandelt wurde. Dieser Abschlag wird berechnet, indem die anteilige Börsenkaptalisierung der Atel in die Bilanz der MC eingesetzt (see through value) wird und der resultierende Eigenkapitalwert mit dem Börsenwert der MC verglichen wird.



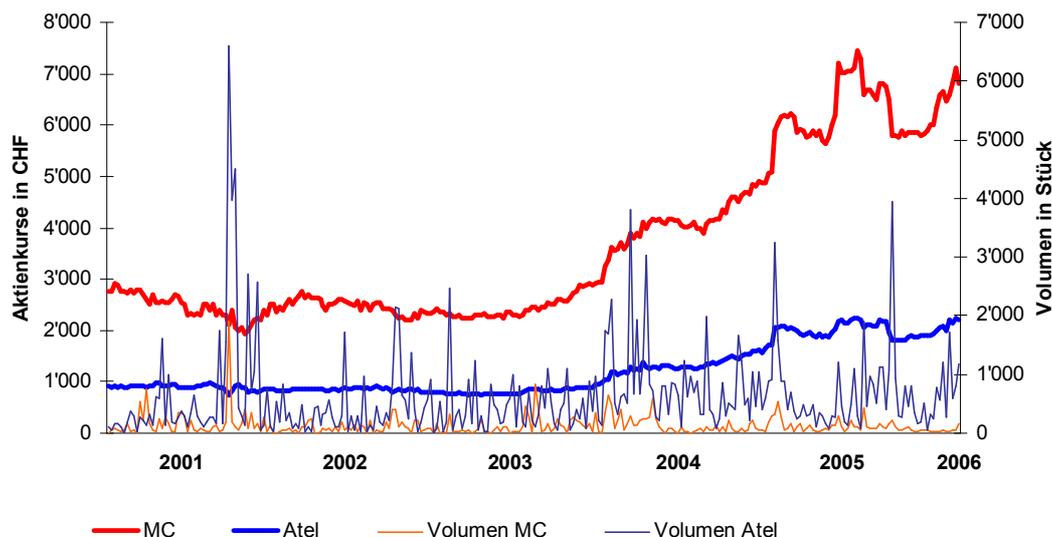
Durchschnitt	Ø Aktienkurs (CHF)		Ø Anzahl Aktien (Mio.)		Ø Market Cap (CHF Mio.)		Ø See through value (CHF Mio.)		Ø Market Cap (CHF Mio.)		Ø Abschlag (%)	
	Atel	MC	Atel	MC	Atel	MC	Atel	MC	Atel	MC	Atel	MC
30 letzte Handelstage	2'191	6'815	3.036	0.506	6'652		3'651		3'449		-5.52%	
3 letzte Monate	2'092	6'571	3.036	0.506	6'350		3'474		3'325		-4.22%	
1 Jahr zurück	2'020	6'350	3.036	0.506	6'134		3'347		3'213		-4.01%	

Nach Berücksichtigung des erwähnten Abschlags von 4.0% bis 5.0% sowie der für die Atel definierten Wertbandbreite resultiert für die MC eine Wertbandbreite des Eigenkapitalwerts von 3.3 bis 3.7 Mrd. CHF. Die aktuelle Börsenkaptalisierung der MC liegt bei rund 3.4 Mrd. CHF und somit innerhalb der ermittelten Wertbandbreite.

## 5 Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse

Das offerierte Umtauschverhältnis von 0.321 MC Aktien für 1 Atel Aktie richtet sich nach dem durchschnittlichem Verhältnis der gehandelten Aktien während den letzten 30 Handelstagen vor Veröffentlichung der Voranmeldung. In der folgenden Graphik sind die Kursentwicklungen der beiden Aktien und die wöchentlich gehandelten Volumina über die letzten 5 Jahre vor Ankündigung des öffentlichen Pflichtangebotes dargestellt.

**Historische Aktienkurse Atel und MC (wöchentlich)**



Der Aktienpreis der Atel Gruppe ist seit Anfang 2005 bis Anfang März 2006 um 33% gestiegen, der von MC um 40%. Der Anstieg der Aktienkurse muss vor dem Hintergrund des relativ attraktiven Energiemarktes gesehen werden. Den Ausschlägen der gehandelten Volumina können folgende Ereignisse zugeordnet werden:

- Oktober 2005: Empfehlung von Lombard Odier Darier Hentsch sowie gestiegenes Interesse am Energiesektor auch vor dem Hintergrund nicht abgeschlossener Liberalisierungsdebatten.
- Januar 2005: Kaufabsichten an MC von strategischen Investoren werden durch die aktuelle Hauptaktionärin UBS bestätigt.
- April 2004: Öffentliches Kaufangebot der UBS für 1'230 CHF pro Atel Aktie / Interesse seitens Lugano und Bellinzona am Erwerb von MC Aktien werden publik / Veröffentlichung des Abschlusses 2003.

Die Mehrheit der Aktien der Atel Gruppe wird von institutionellen Anlegern gehalten. Hauptaktionärin der Atel per 31.12.2005 ist die MC mit einem Anteil von 58.5%. Weitere Aktionäre der Atel sind Elektra Birseck (14.9%), Elektra Baselland (7.9%), AEM S.p.A. Milano (5.8%), Kanton Solothurn (5.0%), IBAarau (2.2%) und EDF (1.3%). 4.4% der Atel Aktien werden im Publikum gehandelt, so dass sich ein relativ geringer Free Float ergibt.

Die Aktien der MC weisen mit 8.9% im Publikum gehandelten Aktien ebenfalls einen geringen Free Float aus. Die übrigen Aktien werden von UBS (55.6%)<sup>6</sup>, EDF (20.0%), und EOS Holding (15.5%) gehalten. Der Anteil der UBS wird wie im ersten Abschnitt beschrieben von Mitgliedern eines Konsortiums übernommen.

Im letzten Jahr wurden pro Woche durchschnittlich 673 Atel Aktien (0.022%) und 119 MC Aktien (0.024%) gehandelt.

---

<sup>6</sup> Die UBS AG hat am 29.9.2005 Verträge über den Verkauf der von ihr gehaltenen 55,6 % an Motor-Columbus abgeschlossen. Der Vollzug dieser Transaktion fällt mit der dieser Fairness Opinion zu Grunde liegenden Unterbreitung eines Pflichtangebots an die Atel-Aktionäre zusammen.

## 6 Überlegungen zum Umtauschverhältnis

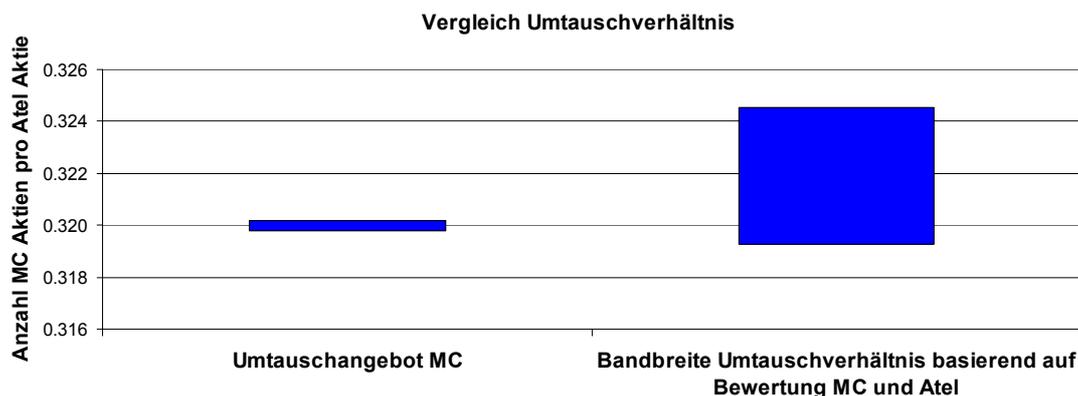
### 6.1 Wertbandbreiten

Anhand der in Abschnitt 3 beschriebenen Arbeiten und vorgenommenen Plausibilitätsüberlegungen ergibt sich eine **faire Wertbandbreite des Eigenkapitalwertes der Atel Gruppe von 6.4 bis 7.0 Mrd. CHF.**

Anhand der in Abschnitt 4 beschriebenen Arbeiten und durch die Berücksichtigung der ermittelten Wertbandbreite der Atel Gruppe ergibt sich eine **faire Wertbandbreite des Eigenkapitalwertes der MC von 3.3 bis 3.7 Mrd. CHF.**

### 6.2 Umtauschverhältnis

Mittels der verschiedenen Methoden können Bandbreiten eruiert werden, innerhalb derer ein faires Umtauschverhältnis liegt. Untenstehende Graphik zeigt zusammenfassend die Resultate unserer Analysen.



Wir betrachten die Ergebnisse der DCF-Bewertung als am aussagekräftigsten, wogegen die andern Methoden zur Plausibilisierung dienen. Gestützt darauf ergibt sich ein **fares Umtauschverhältnis von 1 Atel Namenaktie zu 0.319 bis 0.325 MC Inhaberaktie.**

### 6.3 Verwässerungseffekte

Das Umtauschverhältnis beruht auf der Berücksichtigung der fairen Werte für Atel und MC. Daraus ergibt sich, dass die Transaktion keine Verwässerungseffekte für die Aktionäre der Atel verursacht.

## 7 Schlussfolgerung

Basierend auf den in dieser Fairness Opinion dargestellten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen ergibt sich eine Bandbreite für das Umtauschverhältnis von Atel-Namenaktien zu MC-Inhaberaktien von 1 zu **0.319 bis 0.325**.

Gestützt darauf beurteilen wir das Pflichtangebot der MC an die Aktionäre der Atel, je eine Namenaktie mit einem Nennwert von je CHF 100 gegen **0.321** Inhaberaktien der MC mit einem Nennwert von je CHF 500 zu tauschen, aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Diese Fairness Opinion basiert auf den Arbeiten, welche am 23. März 2006 abgeschlossen wurden.

Freundliche Grüsse

PricewaterhouseCoopers AG



Markus Bucher



Dr. Marc Schmidli

## Appendix

### Appendix 1: Beta- und Finanzierungsanalyse

Vergleichsunternehmen	Marktdaten						Kennzahlen Kapitalstruktur		Levered Eigenkapital-Beta		Unlevered Eigenkapital-Beta (1)	
	Unternehmen	Währung	EK (2)	Lokale Währung in Mio. Minderheiten (3)	FK (4)	Excess cash (5)	Netto-FK (6)	Netto-FK / Gesamtkapital	Bloomberg "adjustiert" lokales EK-Beta (6) 3 Jahre	Bloomberg "adjustiert" lokales EK-Beta (6) 5 Jahre	Bloomberg "adjustiert" lokales EK-Beta (6) 3 Jahre	Bloomberg "adjustiert" lokales EK-Beta (6) 5 Jahre
Elektrizitäts-Gesellschaft Laufenburg AG	CH	2'046	5	333	144	195	10%	9%	0.47	0.48	0.43	0.44
Centralschweizerische Kraftwerke	CH	1'522	30	261	0	291	19%	16%	0.42	0.49	0.35	0.41
Vaudoise D'electricite	CH	1'471	32	135	160	7	0%	0%	0.49	0.39	0.49	0.39
Raetia Energie AG	CH	1'575	30	176	77	130	8%	8%	0.48	0.52	0.44	0.48
BKW FMB Energie AG	CH	5'417	16	200	1'487	-1'271	-23%	-31%	0.37	0.33	0.48	0.43
Energiedienst Holding AG, Switzerland	CH	1'230	0	258	239	19	2%	1%	0.43	0.43	0.42	0.42
<b>Durchschnitt</b>							<b>2.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.44</b>	<b>0.44</b>	<b>0.44</b>	<b>0.43</b>
<b>Median</b>							<b>4.9%</b>	<b>4.5%</b>	<b>0.45</b>	<b>0.46</b>	<b>0.44</b>	<b>0.43</b>
EVN AG	AT	3'401	191	1'037	3	1'225	36%	26%	0.72	0.62	0.53	0.46
Verbundgesellschaft	AT	12'020	217	2'524	5'385	-2'644	-22%	-28%	0.81	0.87	1.04	1.12
Electrabel	BE	22'890	1'506	3'534	10'751	-5'711	-25%	-33%	0.58	0.66	0.77	0.88
CEZ	CZ	490'943	7'530	39'630	13'275	33'885	7%	6%	1.23	1.14	1.15	1.07
E.ON AG	D	64'356	4'678	15'181	1'903	17'956	28%	22%	0.80	0.68	0.63	0.53
Energie Baden-Wuerttemberg AG	D	12'782	714	4'734	12'300	-6'852	-54%	-116%	0.38	0.39	0.82	0.84
RWE AG	D	40'287	1'574	28'438	184	29'828	74%	43%	0.86	0.75	0.49	0.43
AEM SpA	IT	3'199	2'077	5'872	168	7'781	243%	71%	0.83	0.87	0.24	0.25
Edison SpA	IT	7'341	469	5'469	1'376	4'562	62%	38%	0.62	0.73	0.38	0.45
Enel SpA	IT	42'930	340	13'708	121	13'927	32%	24%	0.75	0.74	0.57	0.56
Energias de Portugal SA	P	10'714	1'092	9'784	424	10'452	98%	49%	1.06	0.95	0.54	0.48
Iberdrola SA	ES	23'864	147	13'111	0	13'258	56%	36%	0.70	0.54	0.45	0.35
<b>Durchschnitt</b>							<b>44.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>0.78</b>	<b>0.75</b>	<b>0.63</b>	<b>0.62</b>
<b>Median</b>							<b>34.2%</b>	<b>25.5%</b>	<b>0.78</b>	<b>0.74</b>	<b>0.55</b>	<b>0.51</b>
<b>Industrie-Beta (7)</b>											<b>0.56</b>	
<b>Gewähltes Beta</b>											<b>0.60</b>	

(1) Unlevered Beta = Levered / (1+(FK/EK)) gemäss Harris-Pringle Formel

(2) Marktkapitalisierung Bloomberg 28.02.2006

(3) Minderheiten gemäss Bloomberg letzter Jahresabschluss

(4) Fremdkapital gemäss Bloomberg letzter Jahresabschluss

(5) Nicht-operativ notwendige flüssige Mittel

(6) Quelle: Bloomberg, 31.12.2005. Adjustiertes Beta ist eine Schätzung des zukünftigen Betas. Es wurde von historischen Daten abgeleitet und wird üblicherweise dahingehend modifiziert, dass sich das Beta über die Zeit dem Marktdurchschnitt (Beta = 1) annähert.

(7) Quelle: Industrie-Betas Electric-Generation, Electric-Transmission, Electric-Integration, Electric Distribution (Quelle: Damodaran, Beta Europe)

## Appendix 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Unternehmen	Währung	Marktkap. 28.02.2006 in LW Mio.	Minder- heiten	Fremd- kapital	Cash	Excess Cash <sup>1)</sup>	Netto FK	UW <sup>2)</sup> (operativ) in LW Mio.	P / E			UW / EBITDA			UW / EBIT		
									2005 F	2006 F	2007 F	2005 F	2006 F	2007 F	2005 F	2006 F	2007 F
Alle Beträge in Lokalwährung (LW)																	
<b>Schweiz</b>																	
1 Elektrizitäts-Gesellschaft Laufenburg AG	CHF	2'046	5	333	302	144	189	2'241	16.4x	15.0x	13.0x	18.1x	13.7x	10.4x	21.8x	16.1x	13.0x
2 Centralschweizerische Kraftwerke	CHF	1'522	30	261	22	0	261	1'812	17.1x	17.5x	n/a	12.3x	10.7x	n/a	18.7x	15.1x	n/a
3 Vaudoise D'electricite	CHF	1'471	32	135	179	160	-25	1'478	15.2x	17.7x	17.5x	9.4x	10.3x	11.1x	13.1x	14.9x	17.0x
4 Raetia Energie AG	CHF	1'575	30	176	95	77	99	1'704	n/a	n/a	n/a	11.2x	11.9x	n/a	14.0x	15.5x	n/a
5 BKW FMB Energie AG	CHF	5'417	16	200	1'600	1'487	-1'287	4'146	22.8x	21.8x	20.4x	10.7x	10.0x	9.8x	14.2x	13.1x	12.7x
6 Energiedienst Holding AG, Switzerland	CHF	1'230	0	258	270	239	19	1'248	20.8x	16.8x	16.8x	9.1x	8.5x	7.0x	16.0x	13.4x	11.1x
<b>Durchschnitt (Schweiz)</b>									<b>18.4x</b>	<b>17.8x</b>	<b>16.9x</b>	<b>11.8x</b>	<b>10.8x</b>	<b>9.6x</b>	<b>16.3x</b>	<b>14.7x</b>	<b>13.5x</b>
<b>Median (Schweiz)</b>									<b>17.1x</b>	<b>17.5x</b>	<b>17.2x</b>	<b>10.9x</b>	<b>10.5x</b>	<b>10.1x</b>	<b>15.1x</b>	<b>15.0x</b>	<b>12.9x</b>
<b>Europa</b>																	
7 EVN AG	EUR	3'401	191	1'037	261	197	840	4'432	23.6x	21.4x	19.0x	13.1x	12.3x	11.5x	23.6x	28.0x	24.4x
8 Verbundgesellschaft	EUR	12'020	217	2'524	139	3	2'521	14'758	33.7x	24.9x	21.7x	20.5x	16.4x	14.8x	27.1x	20.1x	17.7x
9 Electrabel	EUR	22'890	1'506	3'534	5'886	5'385	-1'851	22'545	18.3x	17.0x	16.6x	10.9x	10.3x	9.4x	15.0x	14.0x	13.7x
10 CEZ	CZK	490'943	7'530	39'630	15'631	10'751	28'879	527'351	28.5x	20.4x	17.3x	11.4x	9.4x	8.2x	19.2x	13.9x	12.5x
11 E.ON AG	EUR	64'356	4'678	15'181	15'307	13'275	1'906	70'940	11.9x	14.2x	13.4x	6.8x	6.4x	6.1x	9.6x	8.9x	8.5x
12 Energie Baden-Wuerttemberg AG	EUR	12'782	714	4'734	2'315	1'903	2'831	16'326	19.8x	13.9x	12.3x	7.6x	6.1x	5.8x	11.2x	7.7x	7.1x
13 RWE AG	EUR	40'287	1'574	28'438	13'919	12'300	16'138	57'999	17.6x	14.9x	13.1x	6.9x	6.3x	6.1x	10.0x	9.1x	8.7x
14 AEM SpA	EUR	3'199	2'077	5'872	274	184	5'688	10'963	16.2x	14.7x	12.6x	19.8x	11.7x	9.2x	32.6x	21.6x	16.1x
15 Edison SpA	EUR	7'341	469	5'469	449	168	5'301	13'112	16.5x	15.7x	18.3x	10.1x	8.8x	9.0x	18.6x	15.4x	16.1x
16 Enel SpA	EUR	42'930	340	13'708	2'640	1'376	12'332	55'602	12.8x	15.7x	15.6x	6.9x	7.0x	6.9x	10.3x	10.4x	10.3x
17 Energias de Portugal SA	EUR	10'714	1'092	9'784	488	121	9'663	21'468	18.0x	14.2x	13.1x	10.5x	9.2x	8.7x	18.3x	15.2x	13.9x
18 Iberdrola SA	EUR	23'864	147	13'111	851	424	12'687	36'698	17.5x	15.1x	13.4x	11.4x	10.1x	9.2x	16.2x	14.0x	12.5x
<b>Durchschnitt (Europa)</b>									<b>19.5x</b>	<b>16.8x</b>	<b>15.5x</b>	<b>11.3x</b>	<b>9.5x</b>	<b>8.7x</b>	<b>17.6x</b>	<b>14.9x</b>	<b>13.5x</b>
<b>Median (Europa)</b>									<b>17.8x</b>	<b>15.4x</b>	<b>14.5x</b>	<b>10.7x</b>	<b>9.3x</b>	<b>8.9x</b>	<b>17.3x</b>	<b>14.0x</b>	<b>13.1x</b>
<b>Durchschnitt gesamte Gruppe (Schweiz und Europa)</b>									<b>19.2x</b>	<b>17.1x</b>	<b>15.9x</b>	<b>11.5x</b>	<b>9.9x</b>	<b>9.0x</b>	<b>17.2x</b>	<b>14.8x</b>	<b>13.5x</b>
<b>Median gesamte Gruppe (Schweiz und Europa)</b>									<b>17.6x</b>	<b>15.7x</b>	<b>16.1x</b>	<b>10.8x</b>	<b>10.1x</b>	<b>9.1x</b>	<b>16.1x</b>	<b>14.5x</b>	<b>12.9x</b>

1) Nicht betriebsnotwendige flüssige Mittel.

2) Unter Berücksichtigung der vorhandenen Informationen bis zu diesem Zeitpunkt

UW Unternehmenswert

Quellen: Bloomberg, Reuters, Analystenberichte, Geschäftsberichte, Oanda, etc.

## Appendix 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Nr.	Abschluss-Datum	Transaktions-typ	Zielunternehmen	Land	Käufer	Akquirierte Aktien in %	UW USD Mio. in USD Mio.	EK-Wert USD Mio. in USD Mio.	UW / EBITDA	UW / EBIT	P / E	
1	08.12.05	Öffentliches Angebot	Electrabel SA/NV	BE	Suez SA	49.92%	25'452	27'787	15.57x	21.82x	23.82x	
2	26.10.05	Öffentliches Angebot	Edison SpA	IT	AEM SpA, Electricite de France SA - EDF	30.46%	15'620	10'838	9.65x	19.99x	n/m	
3	30.09.05	Devestition	Motor-Columbus AG	CH	Investorengruppe	55.60%	3'005	1'800	3.47x	5.53x	13.38x	
4	26.09.05	Devestition	Severoceska Energetika as	CZ	J&T Finance Group as	36.60%	298	293	8.17x	n/a	7.69x	
5	18.07.05	Devestition	United Energy as	CZ	Czech Energy Holding as	85.16%	167	137	n/a	n/a	14.73x	
6	27.06.05	Offenmarktkauf	Zespol Elektrocieplowni Wroclawskich Kogeneracja SA	PL	Agencja Rozwoju Przemyslu SA,	14.10%	257	132	n/a	n/a	20.13x	
7	03.06.05	Devestition	Fortum Oyj	FI	Markt (verschiedene Investoren)	7.21%	19'063	13'364	6.40x	8.11x	8.87x	
8	31.03.05	Devestition	Iberdrola SA	ES	Markt (verschiedene Investoren)	3.90%	30'356	23'354	12.89x	15.95x	17.06x	
9	25.03.05	Share buy-back	Suez SA	FR	Suez SA	8.74%	62'288	47'451	8.13x	10.58x	20.36x	
10	11.02.05	Offenmarktkauf	Iberdrola SA	ES	Sociedad de Desarrollo de Navarra- Sodena	1.00%	29'485	22'507	12.57x	15.55x	16.50x	
11	15.12.04	Rückkauf / Privatisierung	BKW-FMB Energie AG	CH	BKW-FMB Energie AG	3.00%	2'733	2'733	9.28x	11.39x	13.58x	
12	18.11.04	Carve out / Privatisierung	Oesterreichische Elektrizitaetswirtschafts AG - Verbund	AT	Markt (verschiedene Investoren)	6.33%	9'556	5'756	13.73x	20.98x	22.18x	
13	22.10.04	Öffentliches Angebot	ENEL SpA	IT	Markt (verschiedene Investoren)	20.00%	48'171	48'171	4.04x	8.07x	15.22x	
14	01.07.04	Devestition	Aare-Tessin AG fuer Elektrizitaet - ATEL	CH	UBS AG	1.23%	3'456	2'956	7.00x	11.96x	13.56x	
15	01.07.04	Devestition	Motor-Columbus AG	CH	UBS AG	20.00%	1'671	1'449	5.85x	9.98x	13.09x	
16	10.06.04	Öffentliches Angebot	Tizantuli Aramszolgaltato Rt (Titasz)	HU	E.ON AG,	4.81%	169	168	14.59x	n/a	n/m	
17	03.11.03	Carve out / Privatisierung	ENEL SpA	IT	Markt (verschiedene Investoren)	6.60%	47'343	38'307	5.39x	14.10x	16.36x	
18	24.10.03	Carve out / Privatisierung	Public Power Corp	GR	Markt (verschiedene Investoren)	15.73%	9'551	4'761	8.20x	10.86x	n/m	
19	15.08.03	Offenmarktkauf	EVN Energie-Versorgung Niederoesterreich AG	AT	Raiffeisen Landesbank Oberoesterreich	6.50%	2'081	1'503	7.87x	17.42x	n/m	
20	27.05.03	Öffentliches Angebot	Neckarwerke Stuttgart AG	DE	Energie Baden-Wuerttemberg AG - EnBW	0.56%	3'613	3'613	14.81x	n/m	n/m	
									<b>Durchschnitt</b>	<b>9.3x</b>	<b>13.5x</b>	<b>15.8x</b>
									<b>Median</b>	<b>8.2x</b>	<b>12.0x</b>	<b>15.2x</b>

UW Unternehmenswert  
EK Eigenkapital  
n/a nicht verfügbar  
n/m nicht aussagekräftig

Quellen: Dealogic M&A Global, Bloomberg, Analystenberichte, Geschäftsberichte