

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

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Umtauschangebotes der Atel Holding AG,
Olten für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Aare-Tessin AG für Elektrizität
(Atel), Olten

Zürich, 8. November 2007¹⁾

- 1) Diese Fairness Opinion basiert auf den Arbeiten, welche am 5. Oktober 2007 abgeschlossen wurden.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	4
1.1	Ausgangslage	4
1.2	Auftrag des Verwaltungsrates der Atel an PricewaterhouseCoopers AG	5
1.3	Beurteilungsvorgehen	6
1.4	Beurteilungsgrundlagen	6
2	Gesellschaften im Überblick	8
2.1	Aare-Tessin AG für Elektrizität	8
2.2	Atel Holding AG	9
3	Wertüberlegungen Aare-Tessin AG für Elektrizität	10
3.1	DCF-Methode	10
3.2	Marktbewertung	12
4	Wertüberlegungen Atel Holding AG	14
5	Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse	16
6	Überlegungen zum Umtauschverhältnis	18
6.1	Wertbandbreiten	18
6.2	Umtauschverhältnis	18
6.3	Verwässerungseffekte	18
7	Schlussfolgerung	19
	Appendix	20
	Appendix 1: Beta- und Finanzierungsanalyse	20
	Appendix 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	21
	Appendix 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen	22

Abkürzungsverzeichnis

AEM	AEM S.p.A.
AH	Atel Holding AG, Olten (vormals Motor-Columbus AG, Baden)
AIL	Aziende Industriali di Lugano SA
Atel	Aare-Tessin AG für Elektrizität, Olten
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
EBK	Eidgenössische Bankenkommision
EBL	Elektra Baselland, Liestal
EBM	Elektra Birseck, Münchenstein
EDF	Electricité de France
EDFAI	EDF Alpes Investissements Sarl
EDFI	E.D.F. International, Paris
EK	Eigenkapital
EOSH	EOS Holding, Lausanne
EUR	Euro
FK	Fremdkapital
IBA	IBAarau AG
Kt. SO	Kanton Solothurn
Mio.	Million(en)
MC	Motor-Columbus AG bzw. die heutige Atel Holding 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
WWZ	Wasserwerke Zug, Zug

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage¹

Am 29.9.05 hat ein Konsortium, bestehend aus den Gesellschaften E.D.F. International, Paris („EDFI“), EOS Holding, Lausanne („EOSH“), Aziende Industriali di Lugano (AIL) SA, Lugano („AIL“), Elektra Baselland (EBL), Liestal („EBL“), Elektra Birseck (EBM), Münchenstein („EBM“), IBAarau AG, Aarau („IBA“), dem Kanton Solothurn („Kt. SO“) und Wasserwerke Zug, Zug („WWZ“), und Aare-Tessin AG für Elektrizität (Atel), Olten („Atel“) zwei Aktienkaufverträge mit der UBS AG abgeschlossen, um deren Beteiligung von insgesamt 55.6% an der Motor-Columbus AG („MC“)² zu erwerben. Das Konsortium plante eine Umstrukturierung der damaligen Atel/MC Gruppe und eine Zusammenlegung der Aktivitäten mit der EOS Holding sowie gegebenenfalls mit den schweizerischen Aktivitäten der Electricité de France (EDF) Gruppe, Paris. Die geplanten Transaktionsschritte sollten in folgender Reihenfolge stattfinden:

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

Die schweizerische Übernahmekommission hatte in ihrer Empfehlung vom 11.8.05 festgehalten, dass die Konsortialmitglieder und 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 werde. Deshalb wurde die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Angebots an die Aktionäre der Atel ausgelöst.

Gemäss der damals geltenden Fassung der Konsortialvereinbarung waren die Konsortialmitglieder verpflichtet, ihre jeweiligen Beteiligungen an der Atel im Rahmen des Pflichtangebotes nicht anzudienen. Der Grund war, dass unmittelbar nach Vollzug des Pflichtangebots eine Fusion von MC in Atel vollzogen werden sollte.

Auf Intervention der AEM S.p.A., Mailand („AEM“), hielt die Eidgenössische Bankenkommision („EBK“) in ihrem Entscheid vom 3.5.06 fest, dass den Minderheitsaktionären von Atel die Einhaltung ihrer Rechte gemäss Art. 32 BEHG nicht garantiert werden könne, wenn das Tauschangebot mit einer Fusion von MC in Atel kombiniert werde und die Zeitspanne zwischen Vollzug des Tauschangebots und der Genehmigung der Fusion 12 Börsentage betrage. Aufgrund dieser Entscheidung hoben Atel und MC den Fusionsvertrag auf.

Am 1.6.06 veröffentlichte MC eine entsprechende Änderung des Pflichtangebots. Das so geänderte Pflichtangebot wurde am 27.7.06 erfolgreich abgewickelt.

¹ Für eine detailliertere Beschreibung der Ausgangslage verweisen wir auf den Angebotsprospekt vom 12.11.07.

² Seit der ausserordentlichen Generalversammlung vom 7.11.07 genannt Atel Holding AG, mit Sitz in Olten.

In ihrer Empfehlung VII Aare-Tessin AG für Elektrizität vom 12.6.06 bestätigte die Schweizerische Übernahmekommission die Konformität des geänderten Pflichtangebots vom 1.6.06. Die EBK bestätigte diese Empfehlung in ihrer Verfügung vom 4.7.06. AEM zog jedoch den Entscheid an das Schweizerische Bundesgericht weiter. Dieses hielt in seinem Urteil vom 27.2.07 fest, dass die EBK zu Unrecht auf die „Ablehnung“ von AEM der Empfehlung VII Aare-Tessin AG für Elektrizität eingetreten sei. Für einen Weiterzug an die EBK im Rahmen eines laufenden öffentlichen Angebotes fehle AEM als Minderheitsaktionärin die Legitimation, selbst wenn sie als Intervenientin im Übernahmeverfahren zugelassen worden sei. Aus diesem Grunde ist das Bundesgericht auf die Verwaltungsgerichtsbeschwerde von AEM mangels eines schutzwürdigen Interesses nicht eingetreten.

Nach Kenntnisnahme des Urteils des Schweizerischen Bundesgerichts haben sich die Konsortialmitglieder und Atel auf folgende Transaktionsschritte zur Umsetzung ihres industriellen Konzeptes geeinigt:

1. Reorganisation der existierenden Atel Gruppe, insbesondere Namensänderung der Motor-Columbus AG zu Atel Holding AG.
2. Durchführung eines freiwilligen öffentlichen Angebots durch Atel Holding AG (vormals Motor-Columbus AG) für alle Namenaktien der Atel in Form eines Tauschs von Atel-Aktien in Atel Holding AG-Aktien.
3. Soweit im Rahmen des öffentlichen Umtauschangebots nicht sämtliche Aktien der Atel an Atel Holding AG angedient werden, die Durchführung von geeigneten Massnahmen, um eine vollständige Kontrolle von Atel Holding AG über ihre operative Tochtergesellschaft Atel zu gewährleisten, wie etwa die Einleitung eines Kraftlosverfahrens gemäss Artikel 33 BEHG oder einer Abfindungsfusion nach Fusionsgesetz.
4. Die Dekotierung der Aktien der Atel nach Vollzug des Angebots von der SWX Swiss Exchange dekotieren zu lassen.
5. Zusammenführung der Atel Gruppe mit den betrieblichen Aktivitäten und Aktiven von EOSH sowie gegebenenfalls mit den schweizerischen Aktivitäten der EDF Gruppe.

Die Atel Holding AG unterbreitet ein öffentliches Angebot in Form eines Aktientausches von Atel gegen Atel Holding AG Aktien. Das Umtauschangebot sieht vor, dass die Aktionäre der Atel je Namenaktie mit einem Nennwert von je CHF 100 8.025 Namenaktien der Atel Holding AG mit einem Nennwert von je CHF 20 erhalten.

1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Atel an PricewaterhouseCoopers AG

PricewaterhouseCoopers AG („PwC“) wurde mit der Erstellung einer Fairness Opinion zu Handen des Verwaltungsrates von Atel beauftragt, welche das oben erwähnte Umtauschverhältnis des öffentlichen Angebotes auf dessen finanzielle Angemessenheit überprüft. Dieses 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 Atel Holding AG (vormals Motor-Columbus AG) 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 Atel Holding AG. Effekte, welche beim einzelnen Aktionär anfallen – insbesondere steuerliche Auswirkungen³ – 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 kotierten vergleichbaren Gesellschaften und Transaktionen („Composables“) plausibilisiert.

Die Wertüberlegungen der Atel Holding AG stützen sich vorwiegend auf die Substanzwertmethode, resp. auf eine „Sum of the Parts“ („SoP“)-Betrachtung. Als de Facto Finanzholding werden die Beteiligungen der Atel Holding AG 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 Abschlag⁴ versehen, welcher darauf zurückzuführen ist, dass Aktionäre einer 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 Atel Holding AG (vormals Motor-Columbus AG), welche für die Analyse als relevant betrachtet werden, einschliesslich der Jahres- und Halbjahresberichte, Pressemitteilungen und Zeitungsberichte.
- Unternehmensinterne Informationen der Atel Gruppe, welche für die Analyse als relevant erachtet werden, einschliesslich des Unternehmensplanes 2007 bis 2012 inklusive den dafür zugrunde liegenden Rohdaten sowie des Investitionsplanes für die Atel Gruppe.
- Unternehmensinterne Informationen der Atel Holding AG, welche für die Analyse als relevant erachtet werden, einschliesslich der letzten Jahresabschlüsse (2006) ihrer Beteili-

³ Für Details zu steuerlichen Aspekten der Transaktion verweisen wir auf den Angebotsprospekt.

⁴ Vgl. S. 15.

gungen, Halbjahresabschluss der Atel Holding AG per 30.6.07, Wertschriftenguthaben per 30.6.07.

- Kapitalmarktanalysen von Morningstar (2007 Yearbook), von Valmetrics (Multiples nach Branche) sowie von Damodaran (Betas, Multiples 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 Atel Holding AG betreffend Finanz- und Ertragslage der Atel Holding AG und ihrer Beteiligungen.

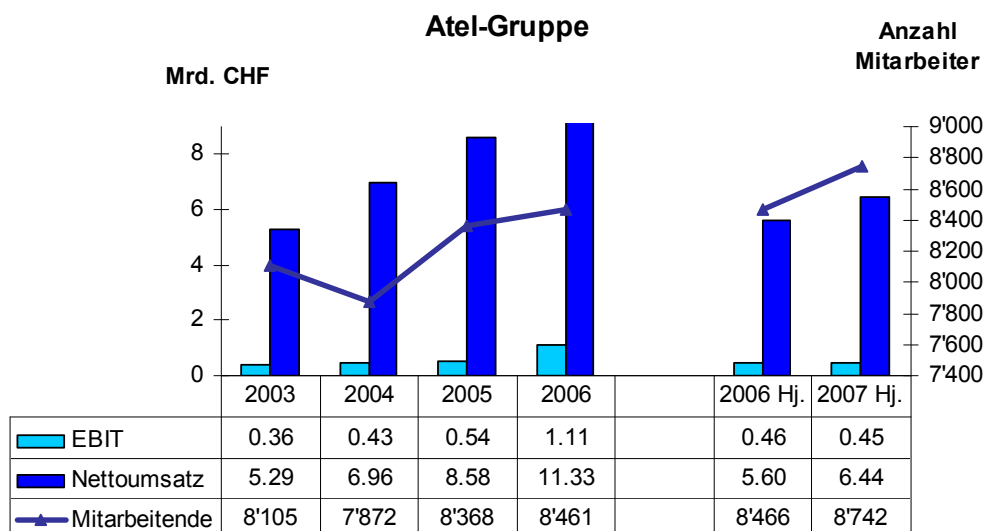
Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen. PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. PwC hat die von Atel sowie Atel Holding AG zur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

2 Gesellschaften im Überblick

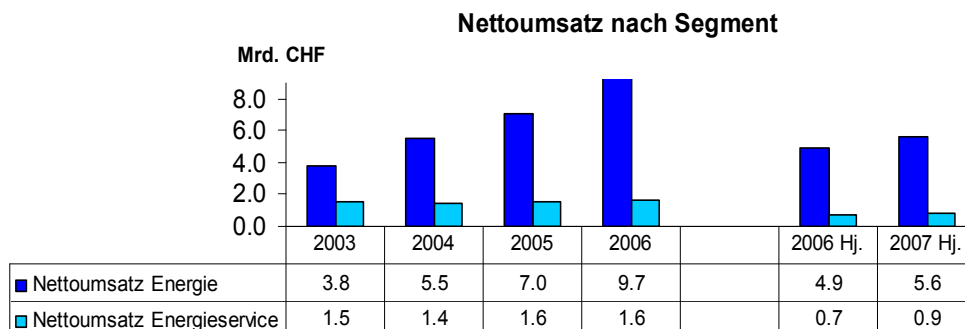
2.1 Aare-Tessin AG für Elektrizität (Atel)

Atel ist ein europaweit tätiges Energieunternehmen mit Sitz in Olten. Atel ist im Bereich der Produktion, Handel und Vertrieb von Energie sowie in der Energietechnik 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 2006 einen Nettoumsatz von 11.3 Mrd. CHF, was einer Steigerung von 32% gegenüber dem Vorjahr entspricht (im Jahr 2005 beträgt die Steigerung gegenüber dem Vorjahr 23%). Der EBIT der Atel Gruppe beträgt im Jahr 2006 gemäss veröffentlichtem Finanzbericht 1.1 Mrd. CHF. Im ersten Halbjahr 2007 generierte Atel einen Nettoumsatz von 6.4 Mrd. CHF (Vorjahr 5.6 Mrd. CHF) sowie einen EBIT von 0.5 Mrd. CHF (Senkung um 2% gegenüber dem Vorjahr). Die Entwicklung ist in untenstehender Graphik aufgezeigt.



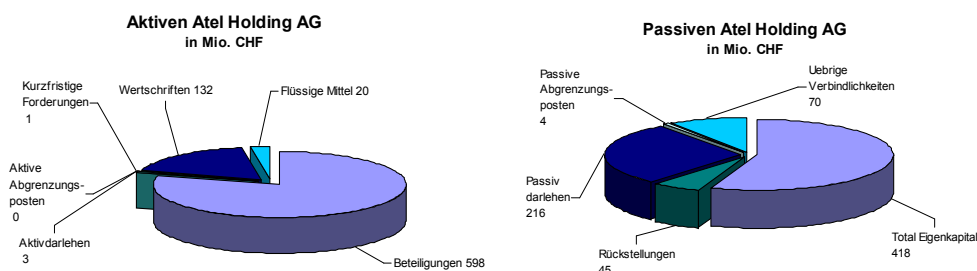
Der Hauptteil des Nettoumsatzes (86%) wird im Jahr 2006 vom Geschäftssegment Energie erbracht (9.7 Mrd. CHF), während das Geschäftsfeld Energieservices 2006 14% zum Nettoumsatz beiträgt (1.6 Mrd. CHF). Im ersten Halbjahr 2007 wird der Nettoumsatz gar zu 87% im Bereich Energie erbracht (5.6 Mrd. CHF). Das Geschäftssegment Energieservices trägt demgegenüber mit 13% zum Nettoumsatz bei (0.9 Mrd. CHF). Eine Übersicht ist in untenstehender Graphik ersichtlich.



2.2 Atel Holding AG

Die Atel Holding AG (vormals Motor-Columbus AG) ist eine finanzorientierte Holdinggesellschaft mit Sitz in Olten und führt selber keine operative Tätigkeit aus. Die Beteiligung von Atel Holding AG an Atel macht per 30. Juni 2007 bei wirtschaftlicher Betrachtung, d.h. bei Bewertung der Beteiligung zum Marktwert, ca. 99% ihrer Aktiven aus. Die Namenaktien der Atel Holding AG sind an der SWX Swiss Exchange kotiert.

Die Aktiven und Passiven der Bilanz der Atel Holding AG setzen sich gemäss Halbjahresabschluss per 30.06.07 (Buchwerte) wie folgt zusammen:



Die wesentlichste Beteiligung ist die Beteiligung an der Atel Gruppe (59.1%)⁵. Daneben hält die Atel Holding AG Beteiligungen an der Citinvest AG (100%), MC Management AG (100%), Friol Immobilien GmbH (100%), Motor-Columbus AG⁶ (100%), MC Venture Finance NV. (100%) sowie an weiteren kleineren Gesellschaften.

Da die Atel Holding AG eine Mehrheitsbeteiligung von 59.1% an der Atel Gruppe hat und die Atel Holding AG selber keine operative Tätigkeit wahrnimmt, setzt sich die konsolidierte Rechnung vorwiegend aus Geschäftszahlen der Atel Gruppe zusammen.

⁵ Basierend auf der Anzahl aller (nicht nur der ausstehenden) Aktien.

⁶ Diese Gesellschaft (vormals Tecenet AG) hat ihre Firma „Atel Holding AG“ an der ausserordentlichen Generalversammlung vom 7.11.07 in „Motor-Columbus AG“ geändert.

3 Wertüberlegungen Aare-Tessin AG für Elektrizität (Atel)

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

- Discounted Cash Flow (“DCF”)-Methode
- Marktbewertung mittels Analyse von kotierten vergleichbaren Gesellschaften und 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 (z.B. nicht betrieblich notwendige flüssige Mittel sowie Finanzanlagen), nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals und der Minderheiten, sowie nach Berücksichtigung von weiteren bewertungsrelevanten Grössen (z.B. steuerliche Verlustvorträge, Arbeitgeberreserven) 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 erstellen Unternehmensplan 2007 bis 2012 sowie den dem Unternehmensplan zugrunde liegenden Rohdaten zurückgegriffen. Während der Planjahre geht das Management von einem moderaten Umsatzwachstum (CAGR: 5.3%) durch weitere geographische Expansion aus. Der EBITDA bewegt sich dabei zwischen 1.1 Mrd. CHF und 1.5 Mrd. CHF.

In der Endwertberechnung (ab Jahr 2013) wird der nachhaltige Freie Cash Flow mit dem Kapitalkostensatz, unter Berücksichtigung des nachhaltigen Wachstums, in die Ewigkeit kapitalisiert (sogenannte Fortführungsformel⁷). 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 Eigenkapi-

⁷ Endwert = Nachhaltiger Freier Cash Flow / (WACC – Nachhaltige Wachstumsrate).

talkosten setzen sich aus zwei Komponenten zusammen: Dem risikolosen Zinssatz und der Eigenkapitalrisikoprämie. Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt das CAPM zu 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 7.27% geschätzt. Dabei wird ein Eigenkapitalkostensatz von 8.29% und ein Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 4.21% ermittelt.

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

Risikoloser Zinssatz

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 2006 verwendet. Auf Basis dieser Vorgehensweise ergibt sich ein gewichteter risikoloser Zinssatz für Atel von 4.29%.

Marktrisikoprämie

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 1926.⁸

Beta

Das „levered“ Beta entspricht dem um die Kapitalstruktur der Atel angepassten „unlevered“ Beta. Zur Ermittlung des „unlevered“ Betas wird auf die „unlevered“ Betas vergleichbarer kotierter Unternehmen sowie auf Industriebetas zurückgegriffen.⁹ 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.

Finanzierungsverhältnis

Basierend auf dem Finanzierungsverhältnis der Vergleichsunternehmen und dem Industriewert sowie auf Gesprächen mit dem Management wird, basierend auf Marktwerten, eine langfristige Zielkapitalstruktur mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 25%¹⁰ angenommen. Details zu den Finanzierungsverhältnissen der Vergleichsunternehmen sind im

⁸ Quelle: Pictet & Cie.: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2007) sowie PwC internen Analyse.

⁹ Unlevered Beta = Levered Beta / (1+(Fremdkapital/Eigenkapital)). Dabei entspricht das Fremdkapital dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich nicht operativen flüssigen Mitteln (Annahme: sämtliche flüssige Mittel seien nicht operativ). Quelle der Betas der Vergleichsunternehmen: Bloomberg, 18.9.07. Quelle der Industriebetas: Damodaran, Januar 2007.

¹⁰ Aktuell beträgt der Fremdfinanzierungsgrad (netto) basierend auf Marktwerten rund 18%.

Appendix 1 dargestellt.

Fremdkapitalrisikoprämie

Basierend auf Analysen von Atel sowie auf eigenen Abschätzungen wird mit einer Fremdkapitalprämie von 1.00% auf dem risikolosen Zinssatz gerechnet.

Steuersatz

Basierend auf Gesprächen mit dem Management sowie vorliegenden Analysen zur zukünftigen Steuerbelastung wird der Berechnung des WACCs ein mittel- bis langfristig zu erwartender effektiver Steuersatz von 20.5% 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 und Wachstumsraten in den Endwertberechnungen) durchgeführt. Im Folgenden sind die wichtigsten Erkenntnisse illustriert.

Sensitivitätsanalyse

Veränderung Kapitalkostensatz (WACC)	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%
Veränderung Eigenkapitalwert	11.41%	5.43%	0.00%	-4.95%	-9.49%
Veränderung Wachstumsrate	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%
Veränderung Eigenkapitalwert	-7.75%	-4.04%	0.00%	4.42%	9.29%
Veränderung EBITDA-Marge im Endwert	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Veränderung Eigenkapitalwert	-15.15%	-7.58%	0.00%	7.58%	15.15%

Basierend auf der DCF-Bewertung sowie den durchgeführten Sensitivitätsanalysen ergibt sich für den Eigenkapitalwert der Atel eine Wertbandbreite von 10.2 bis 11.2 Mrd. CHF. Die aktuelle Börsenkapitalisierung der Atel liegt bei rund 10.6 Mrd¹¹. 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 Finanz-

¹¹ Basierend auf dem Durchschnittskurs der letzten 30 Tage vor dem 5.10.07 und den ausstehenden Aktien.

kennzahlen 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 der kotierten vergleichbaren Unternehmen ins Verhältnis zu den Kennzahlen Umsatz, EBITDA, EBIT und Reingewinn gesetzt, jeweils für die Jahre 2006, 2007 und 2008. Dabei wird für die Jahre 2007 und 2008 von den durchschnittlichen Analystenschätzungen ausgegangen. Von den resultierenden Multiplikatoren für jedes Vergleichsunternehmen wird der Median gebildet, und dieser dann mit den aktuellen, respektive erwarteten Kennzahlen Umsatz, EBITDA, 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 zudem aussagekräftiger. Auch die Reingewinn-Multiples können von Verzerrungen geprägt sein. Deshalb werden für die Bestimmung der Wertbandbreite nur EBITDA- und EBIT-Multiples berücksichtigt, während auf die Verwendung der Umsatz- und Reingewinn-Multiples verzichtet wird.

Die hergeleiteten Multiplikatoren von kotierten vergleichbaren Gesellschaften sind in Appendix 2 dargestellt.

In Ergänzung zur Analyse der Börsenbewertung wird eine Recherche nach Transaktionen von Vergleichsunternehmen durchgeführt, welche seit dem 1.1.06 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 9.3 bis 12.5 Mrd. CHF abgeleitet werden. Damit wird einerseits der DCF-Wert bestätigt, andererseits liegt auch die aktuelle Börsenkapitalisierung von rund 10.6 Mrd. CHF innerhalb dieser Wertbandbreite.

4 Wertüberlegungen Atel Holding AG

Zur Ermittlung des Eigenkapitalwertes der Atel Holding AG (vormals Motor-Columbus AG) werden Wertüberlegungen mittels der Substanzwertmethode durchgeführt, respektive der Wert wird mittels einer SoP-Betrachtung berechnet. 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 Atel Holding AG betriebswirtschaftliche Werte ermittelt.

Für das Umlaufvermögen ist der Marktpreis auf dem Beschaffungsmarkt am Bewertungsstichtag massgebend. Berücksichtigt werden die Kontensalden und Wertschriftenbestände per 30.6.07.

Für die Finanzbeteiligungen werden die als fair erachteten Werte der Beteiligungen eingesetzt. Die Beteiligungen der Atel Holding AG 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 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.

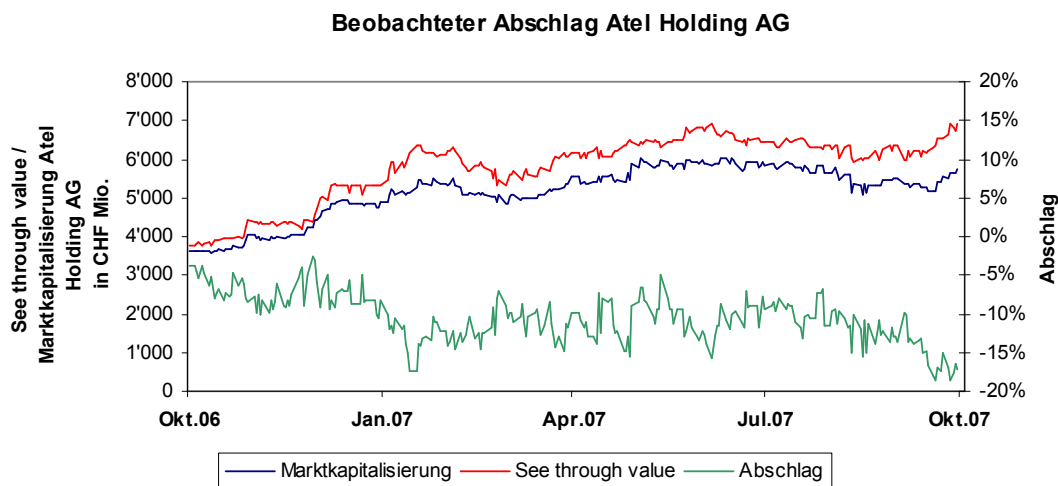
Auf der Passivseite erfolgt eine Bereinigung des kurzfristigen und langfristigen Fremdkapitals sowie der Rückstellungen. Die Rückstellungen berücksichtigen dabei auch die latenten Steuerfolgen von Aufwertungen auf Holdingstufe.

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 Atel Holding AG wird hauptsächlich durch die für Atel definierte Wertbandbreite bestimmt, welche über die in Abschnitt 3 dargestellten Bewertungsmethoden hergeleitet wird. Anschliessend wird diese Wertbandbreite mit einem Abschlag versehen, da neben dem Substanzwert weitere wertrelevante Aspekte berücksichtigt werden müssen: Auf der Stufe der Holdinggesellschaft fallen bei der Atel Holding AG 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 Atel Holding AG 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 öffentliches Angebot 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 Atel Holding AG Aktie im Vergleich zur Atel Aktie über die letzten 30 Tage vor der Voranmeldung des öffentlichen Angebotes am 8.10.07 mit einem

durchschnittlichen Abschlag von rund 14.5% und über das ganze letzte Jahr mit einem durchschnittlichen Abschlag von rund 10.8% gehandelt wurde. Dieser Abschlag wird berechnet, indem die anteilige Börsenkapitalisierung der Atel in die Bilanz der Atel Holding AG eingesetzt wird (see through value) und der resultierende Eigenkapitalwert mit dem Börsenwert der Atel Holding AG verglichen wird.

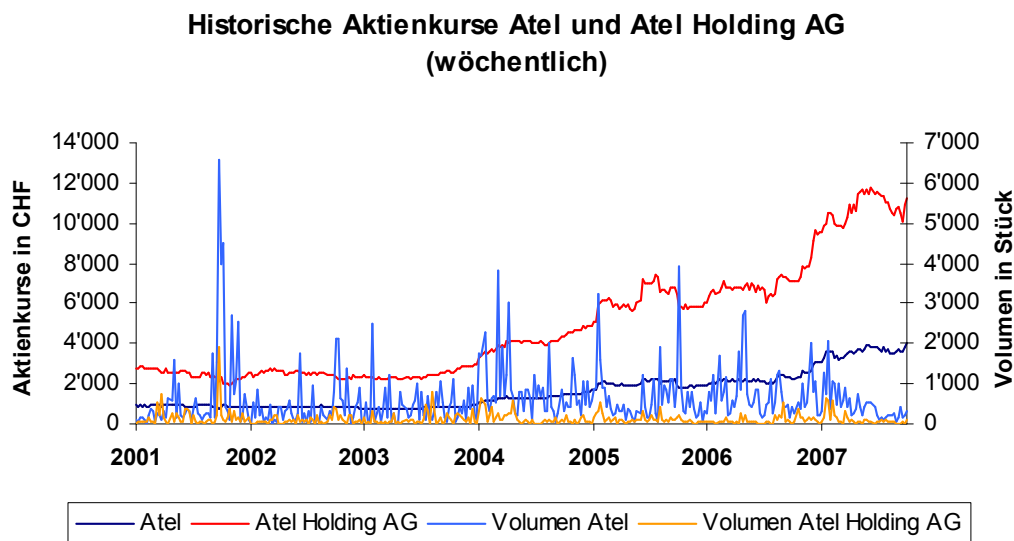


	Ø Aktienkurs (CHF)		Anzahl Aktien (Mio.)		Ø Market Cap (CHF Mio.)		Ø See through value (CHF Mio.)	Ø Abschlag (%)
	Atel	AH	Atel	AH	Atel	AH	AH	AH
Durchschnitt								
30 letzte Handelstage	3'672	10'574	2.884	0.511	10'589	5'406	6'324	-14.5%
3 letzte Monate	3'675	10'854	2.884	0.511	10'597	5'549	6'329	-12.3%
1 Jahr zurück	3'371	10'096	2.884	0.511	9'721	5'162	5'784	-10.8%

Wie auf der oben stehenden Grafik ersichtlich ist, schwankt die Höhe des Abschlages im Beobachtungszeitraum beträchtlich. Der maximale Abschlag liegt bei 18.7%, der minimale Abschlag bei 2.5%, was eine Schwankungsbreite von 16.2% ergibt. Weiter ist zu sehen, dass der Abschlag im Verlauf zugenommen hat. Liegt er anfänglich unter 5%, so erreicht er im Zeitverlauf eine Höhe von über 15%. Diese Schwankungen sind durch den engen Markt erklärbar. Die sich im Publikum befindlichen Aktien der Atel betragen nur 2.7%, diejenigen von Atel Holding AG nur 3.9% aller Aktien. Ausserdem sind auch die durchschnittlichen Handelsvolumen gering. Aufgrund dieser Gegebenheiten ist eine ökonomisch sinnvolle Preisfindung an der Börse unseres Erachtens nicht mehr vollständig gewährleistet. Wir haben uns deshalb bei der Festlegung eines sinnvollen Abschlages nicht am Abschlag am Markt orientiert, sondern haben diesen aufgrund der oben beschriebenen, ökonomisch erklärbaren Gründe festgelegt. Der so ermittelte Abschlag beträgt zwischen 4.0% und 5.0%. Nach Berücksichtigung dieses Abschlages sowie der für Atel definierten Wertbandbreite resultiert für Atel Holding AG eine Wertbandbreite des Eigenkapitalwertes von 5.8 bis 6.4 Mrd. CHF. Die aktuelle Börsenkapitalisierung der Atel Holding AG liegt bei rund 5.4 Mrd. CHF.

5 Aktienpreis- und Aktienvolumenanalyse

In der folgenden Graphik sind die Kursentwicklungen der beiden Aktien und die wöchentlich gehandelten Volumina vom 1.01.01 bis zum 5.10.07 (vor Voranmeldung des öffentlichen Angebotes am 8.10.07) dargestellt.



Der Aktienpreis der Atel Gruppe ist im Jahr vor der Ankündigung des öffentlichen Übernahmeangebotes um 77% gestiegen, derjenige von Atel Holding AG um 58%. Der Anstieg der Aktienkurse muss vor dem Hintergrund des relativ attraktiven Energiemarktes gesehen werden. Den Ausschlägen der gehandelten Volumina können folgende Ereignisse zugeordnet werden:

- April 2006: Generalversammlung der Atel, Präsentation Zahlen eines weiteren erfolgreichen Geschäftsjahres sowie Dividendenerhöhung von CHF 50 auf CHF 80.
- Oktober 2005: Empfehlung von Lombard Odier Darier Hentsch sowie gestiegenes Interesse am Energiesektor auch vor dem Hintergrund nicht abgeschlossener Liberalisierungsdebatten.
- Januar 2005: Kaufabsichten an Atel Holding AG 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 Atel Holding AG Aktien werden publik / Veröffentlichung des Abschlusses 2003.

Die Mehrheit der Aktien der Atel Gruppe wird von institutionellen Anlegern gehalten (Atel selbst hält 5.0% eigene Aktien.) Hauptaktionärin der Atel per 30.6.07 ist die Atel Holding AG mit einem Anteil von 59.1%. Weitere Aktionäre der Atel sind EBM (13.1%), EBL (6.9%), AEM (5.8%), Kanton Solothurn (4.4%), IBA (1.9%), EDFAI (1.1%) and EOSH (0.0003%). Rund 2.7% der Atel Aktien werden im Publikum gehandelt, so dass sich ein relativ geringer Free Float ergibt.

Die Aktien der Atel Holding AG weisen mit 5.0% im Publikum gehandelten Aktien ebenfalls einen geringen Free Float aus. Die übrigen Aktien werden grösstenteils von EDFAI (37.1%), EOSH (31.5%), EWBN Elektrizitätswerk Brig-Naters AG (4.9%) sowie dem Konsortium Schweizer Minderheiten¹² (21.4%) gehalten.

Im letzten Jahr wurden pro Woche durchschnittlich 528 Atel Aktien und 115 Atel Holding AG Aktien gehandelt.

¹² Bestehend aus : EBM, EBL, Kt. SO, IBA, WWZ und AIL.

6 Überlegungen zum Umtauschverhältnis

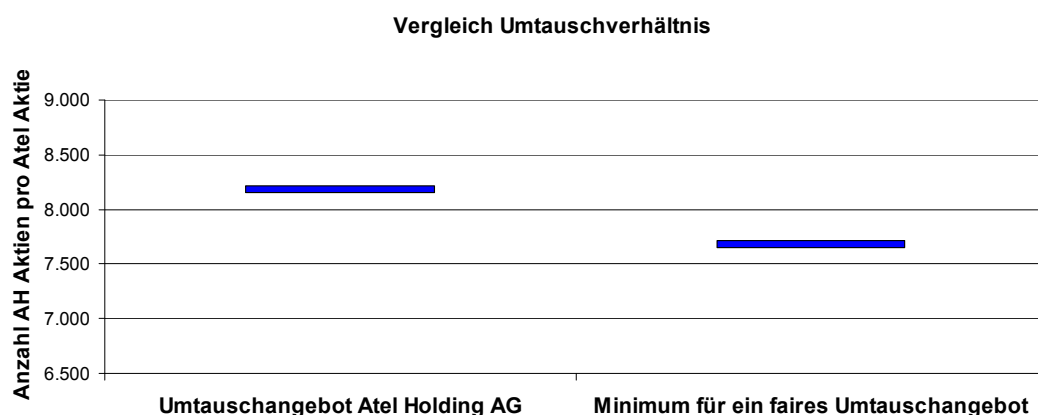
6.1 Wertbandbreiten

Anhand der in Abschnitt 3 beschriebenen Arbeiten und vorgenommenen Plausibilitätsüberlegungen ergibt sich eine **faire Wertbandbreite des Eigenkapitalwertes der Atel Gruppe von 10.2 bis 11.2 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 Atel Holding AG (vormals Motor-Columbus AG) von 5.8 bis 6.4 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, dass für ein **faires Umtauschverhältnis von 1 Atel Namenaktie mindestens 7.775 Atel Holding AG Namenaktie** angeboten werden müssen.

6.3 Verwässerungseffekte

Das Umtauschverhältnis beruht auf der Berücksichtigung der fairen Werte für Atel und Atel Holding AG (vormals Motor-Columbus AG). 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 ein Minimum für ein faires Umtauschverhältnis von Atel Namenaktien zu Atel Holding AG (vormals Motor-Columbus AG) Namenaktien von 1 zu **7.775**.

Gestützt darauf beurteilen wir das öffentliche Angebot der Atel Holding AG an die Aktionäre der Atel, je eine Namenaktie mit einem Nennwert von je CHF 100 gegen **8.025** Namenaktien der Atel Holding AG mit einem Nennwert von je CHF 20 zu tauschen, aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Diese Fairness Opinion basiert auf den Arbeiten, welche am 5.10.07 abgeschlossen wurden.

Freundliche Grüsse

PricewaterhouseCoopers AG



Markus Bucher



Dr. Marc Schmidli

Appendix

Appendix 1: Beta- und Finanzierungsanalyse

Vergleichsunternehmen		Kapitalstrukturkennzahlen						"Levered" EK-Beta		Unlevered" EK-Beta (1)					
Unternehmen	Währung	Lokale Währung in Mio.			Excess cash (5)	Netto-FK	Netto-FK / EK	Netto-FK / Gesamtkapital	Bloomberg "adjustiert" lokales EK-Beta (6)		Bloomberg "adjustiert" lokales EK-Beta (6)				
		EK (2)	Minderheiten (3)	FK (4)					3 Jahre (wöchentlich)	5 Jahre (wöchentlich)	3 Jahre (wöchentlich)	5 Jahre (wöchentlich)			
Gruppe von Vergleichsunternehmen (Schweiz)															
1)	ELEKTRIZITAET. LAUFENBURG-BR	CHF	3'474	18	986	496	490	14%	12%	0.69	0.51	0.61 0.40 0.65 0.43 0.75 0.52	0.45 0.42 0.57 0.43 0.47 0.42		
2)	CENTRALSCHWEIZERISCHE KR-REG	CHF	2'762	34	229	69	159	6%	5%	0.42	0.44				
3)	ROMANDE ENERGIE HOLDING-BR	CHF	1'801	40	134	229	-95	-5%	-5%	0.62	0.54				
4)	RAETIA ENERGIE AG-BR	CHF	2'085	53	372	135	237	11%	10%	0.48	0.48				
5)	BKW FMB ENERGIE AG	CHF	6'484	25	131	434	-303	-5%	-5%	0.72	0.45				
6)	ENERGIEDIENST HOLDING AG-REG	CHF	1'605	0	133	128	5	0%	0%	0.52	0.43				
Durchschnitt (Schweiz)								3.5%	2.9%	0.57	0.47	0.56	0.46		
Median (Schweiz)								3.0%	2.9%	0.57	0.46	0.56	0.44		
Gruppe von Vergleichsunternehmen (Übriges Europa)															
7)	EVN AG	EUR	3'558	233	1'412	92	1'321	35%	26%	0.81	0.78	0.60 0.71 1.27 0.95 0.28 0.67 0.52 0.55 0.63 0.65 0.85 0.55 0.45 0.50	0.58 0.71 1.16 0.71 0.30 0.60 0.52 0.52 0.58 0.65 0.63 0.52 0.46 0.46		
8)	OEST ELEKTRIZITATSWIRTS-A	EUR	12'072	329	1'888	88	1'800	15%	13%	0.81	0.81				
9)	CEZ AS	CZK	660'315	12'716	48'442	30'932	11'955	2%	2%	1.30	1.18				
10)	E.ON AG	EUR	87'773	4'917	13'399	1'152	12'247	13%	12%	1.07	0.80				
11)	ENBW ENERGIE BADEN-WUERTTEMB	EUR	14'123	930	5'110	1'932	3'178	21%	17%	0.34	0.37				
12)	RWE AG	EUR	47'864	672	19'382	2'794	16'588	34%	25%	0.90	0.80				
13)	AEM SPA	EUR	4'563	2'248	5'279	253	5'026	74%	42%	0.91	0.90				
14)	EDISON SPA	EUR	10'812	147	4'627	298	4'329	40%	28%	0.76	0.73				
15)	ENEL SPA	EUR	48'596	565	13'603	547	13'056	27%	21%	0.80	0.73				
16)	ENERGIAS DE PORTUGAL SA	EUR	14'553	946	10'153	753	9'284	60%	37%	1.03	1.04				
17)	IBERDROLA SA	EUR	49'900	149	14'241	705	13'536	27%	21%	1.08	0.80				
18)	ACEA SPA	EUR	2'877	62	1'570	125	1'445	49%	33%	0.83	0.77				
19)	ACEGAS-APS SPA	EUR	441	10	289	27	262	58%	37%	0.71	0.72				
20)	IRIDE SPA	EUR	2'197	128	1'405	82	1'323	57%	36%	0.79	0.72				
Durchschnitt (total)								26.6%	18.4%	0.77	0.69			0.63	0.56
Median (total)								23.8%	19.2%	0.79	0.73			0.60	0.52
Industrie-Betas (7)															
Damodaran		Electric-Distribution												0.44 0.84 0.78 0.70	
		Electric-Generation													
		Electric-Integrated													
		Electric-Transmission													
Gewähltes Beta												0.60			
(1) "Unlevered" E "Unlevered" Beta = "Levered" / (1+(FK/EK)) gemäss Harris-Pringle Formel															
(2) Marktkapitalisierung, Bloomberg 18.9.07															
(3) Minderheiten gemäss Bloomberg letzter Jahresabschluss															
(4) Fremdkapital gemäss Bloomberg letzter Jahresabschluss															
(5) Nicht-operativ Nicht-operative flüssige Mittel															
(6) Quelle: Bloomberg, 18.9.07. Adjustiertes Beta ist eine Schätzung des zukünftigen Betas. Es wurde von historischen Daten abgeleitet und dahingehend modifiziert, dass sich das Beta über die Zeit dem Marktdurchschnitt (Beta = 1) annähert.															
(7) Industrie-Betas Electric-Distribution, Electric-Generation, Electric-Integrated, Electric-Transmission (Quelle: Damodaran Betas Europe)															

Appendix 2: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Unternehmen	Land	Währung	Marktkap. 18.09.2007 in LW Mio.	Minderheiten	Fremdkapital	Excess Cash (1)	Netto FK	UW in LW Mio.	UW/EBITDA			UW/EBIT			
Alle Beträge in LW									2006	2007	2008	2006	2007	2008	
Gruppe von Vergleichsunternehmen (Schweiz)															
1	ELEKTRIZITÄT. LAUFENBURG-BR	CH	CHF	3'474	18	986	496	490	3'982	12.9x	11.2x	10.0x	14.4x	12.7x	11.8x
2	CENTRALSCHWEIZERISCHE KR-REG	CH	CHF	2'762	34	229	69	159	2'955	12.6x	n/a	n/a	16.1x	n/a	n/a
3	ROMANDE ENERGIE HOLDING-BR	CH	CHF	1'801	40	134	229	-95	1'746	12.4x	13.5x	13.5x	18.5x	20.8x	20.4x
4	RAETIA ENERGIE AG-BR	CH	CHF	2'085	53	372	135	237	2'375	n/m	n/a	n/a	n/m	n/a	n/a
5	BKW FMB ENERGIE AG	CH	CHF	6'484	25	131	434	-303	6'207	10.3x	13.0x	12.2x	15.4x	17.0x	15.9x
6	ENERGIEDIENST HOLDING AG-REG	CH	CHF	1'605		133	128	5	1'610	13.4x	n/a	n/a	n/m	n/a	n/a
Durchschnitt (Schweiz)									12.3x	12.6x	11.9x	16.1x	16.8x	16.0x	
Median (Schweiz)									12.6x	13.0x	12.2x	15.7x	17.0x	15.9x	
Gruppe von Vergleichsunternehmen (Übriges Europa)															
7	EVN AG	AS	EUR	3'558	233	1'412	92	1'321	5'111	12.9x	13.0x	12.0x	n/m	25.3x	21.0x
8	OEST ELEKTRIZITÄT SWIRTS-A	AS	EUR	12'072	329	1'888	88	1'800	14'201	n/m	13.0x	11.5x	17.6x	15.4x	13.8x
9	CEZ AS	CZ	CZK	660'315	12'716	48'442	30'932	17'510	690'541	10.6x	9.4x	8.0x	18.5x	13.6x	11.1x
10	E.ON AG	GE	EUR	87'773	4'917	13'399	1'152	12'247	104'937	10.3x	8.8x	7.8x	16.4x	12.0x	10.8x
11	ENBW ENERGIE BADEN-WÜRTTEMBERG	GE	EUR	14'123	930	5'110	1'932	3'178	18'230	9.0x	6.4x	n/m	15.4x	8.7x	7.6x
12	RWE AG	GE	EUR	47'864	672	19'382	2'794	16'588	65'124	7.5x	7.8x	7.5x	11.4x	10.3x	9.8x
13	AEM SPA	IT	EUR	4'563	2'248	5'279	253	5'026	11'837	9.3x	8.0x	7.8x	16.4x	13.6x	13.0x
14	EDISON SPA	IT	EUR	10'812	147	4'627	298	4'329	15'288	10.5x	9.5x	9.0x	n/m	17.1x	16.1x
15	ENEL SPA	IT	EUR	48'596	565	13'603	547	13'056	62'217	7.9x	7.2x	7.0x	11.2x	10.2x	9.3x
16	ENERGIAS DE PORTUGAL SA	PO	EUR	14'553	946	10'153	753	9'400	24'899	11.3x	9.0x	8.1x	19.9x	14.3x	12.7x
17	IBERDROLA SA	SP	EUR	49'900	149	14'241	705	13'536	63'585	n/m	10.8x	8.7x	n/m	15.6x	12.4x
18	ACEA SPA	IT	EUR	2'877	62	1'570	125	1'445	4'384	9.9x	8.5x	7.4x	15.1x	13.6x	11.4x
19	ACEGAS-APS SPA	IT	EUR	441	10	289	27	262	713	8.0x	6.9x	6.7x	16.1x	11.9x	11.5x
20	IRIDE SPA	IT	EUR	2'197	128	1'405	82	1'323	3'648	n/a	10.5x	9.2x	n/a	16.8x	14.2x
Durchschnitt (Schweiz und übriges Europa)									10.5x	9.8x	9.1x	15.9x	14.6x	13.1x	
Median (Schweiz und übriges Europa)									10.4x	9.4x	8.4x	16.1x	13.6x	12.4x	

1) Nicht-operative flüssige Mittel

n/a nicht verfügbar

n/m nicht aussagekräftig

UW Unternehmenswert

Appendix 3: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Nr.	Ankünd. Datum	Abschluss- Datum	Zielunternehmen	Land Target	Käufer	Akquirierte Aktien (%)	UW USD Mio.	EK-Wert USD Mio.	UW / EBITDA	UW / EBIT
1	28.08.2007	28.08.2007	Dneproenergo OJSC	Ukraine	Donbass Fuel-Energy Company (DTEK)	39.70%	676	491	n/a	n/a
2	20.06.2007	n/a	Electrabel N.V	Belgium	Suez SA (formerly known as Suez Lyonnaise des Eaux SA	1.38%	42'162	43'283	n/m	19.95x
3	06.06.2007	n/a	OGK-5 (OJSC The Fifth Power Generation Company)	Russia	Enel Investment Holding BV	25.03%	6'057	6'057	n/a	n/a
4	04.06.2007	n/a	ASM Brescia SpA	Italy	AEM SPA	n/a	5'608	4'775	11.15x	3.44x
5	28.05.2007	n/a	TGK-5 (Territorial Generating Company No 5)	Russia	Integrated Energy Systems (IES)	26.50%	1'717	1'691	n/a	n/m
6	17.05.2007	16.05.2007	Nove Elektrarne RS	Bosnia-	CEZ AS	51.00%	569	569	n/a	n/a
7	03.05.2007	n/a	Yukos Lot No 9 (energy assets located in the southern Russia)	Russia	ZAO Promregion Holding	n/a	191	191	n/a	n/a
8	17.04.2007	17.04.2007	Yukos (energy assets in Tamboskaya and Belgorodskaya regions)	Russia	Monte-Valle Limited	n/a	138	138	n/a	n/a
9	11.04.2007	n/a	Endesa SA	Spain	Enel Energy Europe S.r.l	63.10%	86'338	58'729	9.16x	12.49x
10	06.04.2007	06.04.2007	Teplarenska a.s.	Czech Republic	CEZ AS	n/a	115	115	n/a	n/a
11	28.03.2007	n/a	Mytilineos Holdings S.A.	Greece	Endesa SA	50.01%	1'597	1'597	n/a	n/a
12	15.03.2007	31.05.2007	EnerjiSA Power Generation Company	Turkey	Oesterreichische Elektrizitaetswirtschaft AG	49.99%	652	652	n/a	n/a
13	15.03.2007	n/a	Western-Siberian TEC	Russia	InvestEnergoprojekt	93.35%	243	243	n/a	n/a
14	21.12.2006	20.12.2006	Societe Hydroelectrique du Midi	France	Electrabel N.V	59.60%	1'115	1'115	n/a	n/a
15	14.12.2006	28.02.2007	Serene SpA	Italy	BG Group Plc (formerly British Gas Plc)	66.30%	274	194	4.20x	6.17x
16	07.12.2006	n/a	District Heating Plant Rousse	Bulgaria	Holding Slovenske Elektrarne (HSE)	n/a	113	113	n/a	n/a
17	05.12.2006	05.12.2006	Heron Thermoelektriki S.A.(Majority Stake)	Greece	Oesterreichische Elektrizitaetswirtschaft AG	n/a	107	107	n/a	n/a
18	28.11.2006	23.04.2007	ScottishPower Plc	United Kingdom	Iberdrola SA	n/a	27'026	22'568	n/m	19.34x
19	01.11.2006	01.11.2006	436 MW Levanto onshore wind farm	Germany,France	International Power PLC	n/a	723	242	n/a	n/a
20	01.11.2006	n/a	Societe Cooperative Liegeoise d'Electricite srl (Socolie)	Belgium	Association Liegeoise d'Electricite (ALE)	n/a	246	246	n/a	n/a
21	16.10.2006	24.11.2006	Edison Rete SpA	Italy	Rete Trasmissione Locale SpA (formerly Acea Trasmissione SpA)	n/a	390	390	12.15x	n/a
22	16.10.2006	24.11.2006	AEM Trasmissione SpA	Italy	Rete Trasmissione Locale SpA (formerly Acea Trasmissione SpA)	99.99%	148	148	11.80x	n/a
23	10.10.2006	20.10.2006	OAO St Petersburg Generating Company	Russia	Fortum Oyj	12.50%	1'203	1'203	n/a	n/a
24	06.10.2006	08.12.2006	Viridian Group plc	United Kingdom	ElectricInvest Acquisitions Limited	39.09%	3'643	3'064	11.11x	14.08x
25	28.08.2006	n/a	Demasz Rt	Hungary	EDF International SA	n/a	400	338	5.64x	11.72x
26	10.07.2006	10.07.2006	Cogas Energie	Netherlands	Electrabel N.V	n/a	165	165	n/a	n/a
27	04.07.2006	01.01.2007	Viken Fjernvarme AS	Norway	Hafslund ASA	67.00%	493	479	17.73x	n/m
28	20.06.2006	20.06.2006	Adjarian Energy Company	Georgia	Energio - Pro a.s.	n/a	312	312	n/a	n/a
29	13.06.2006	13.06.2006	RusEnergobyt (RES)	Russia	Enel SpA	49.50%	212	212	15.38x	n/a
30	08.06.2006	01.07.2006	Airtricity	Ireland	Ecofin Limited	16.00%	155	155	n/a	n/a
31	05.06.2006	11.05.2007	Electrica Muntenia Sud SA	Romania	Enel SpA	67.50%	1'567	1'567	n/a	n/a
32	05.06.2006	n/a	EnerTAD SpA	Italy	ERG SpA	n/a	713	379	n/m	n/m
33	04.05.2006	02.10.2006	TPP Varna (1260 MW Varna)	Bulgaria	CEZ AS	n/a	261	261	n/a	n/a
34	27.04.2006	27.04.2006	Southern Fuel Company (YTK)	Russia	Kuzbassrazrezugol JSC; Novosibirskenergo OJSC	n/a	130	130	n/a	n/a
35	06.04.2006	06.04.2006	Elettra Holdings Srl	Italy	BKW FMB Energie AG (BKW)	n/a	146	146	n/a	n/a
36	17.03.2006	30.06.2006	Electric Power Company of Macedonia	Macedonia	Energie-Versorgung Niederösterreich AG (EVN)	90.00%	305	305	n/a	n/a
37	21.02.2006	n/a	Endesa SA	Spain	E.ON AG	n/a	73'041	50'435	10.24x	14.53x
38	31.01.2006	29.05.2006	PSEG Distribution BV; PSEG Silesia BV	Netherlands	CEZ AS	n/a	300	300	n/a	n/a
39	09.01.2006	09.01.2006	Aroskraft AB	Sweden; Finland	Malarenergi AB	82.50%	131	131	n/a	n/a
Durchschnitt									10.9x	12.7x
Median									11.1x	13.3x

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