

**Rapport de «Fairness Opinion» à l'attention du Conseil d'administration  
d'Aare-Tessin AG für Elektrizität (Atel), Olten**

relatif à

l'appréciation de l'équité financière du rapport d'échange dans le cadre l'offre publique  
d'échange d'Atel Holding AG, Olten portant sur la totalité des actions nominatives en mains du  
public d'Aare-Tessin AG für Elektrizität (Atel), Olten.

Zurich, le 8 novembre 2007<sup>1)</sup>

- 1) Cette Fairness Opinion est basée sur des travaux d'analyse effectués au cours de notre mission qui s'est achevée le 5 octobre 2007.

## Table des matières

<b>1</b>	<b>Introduction</b>	<b>4</b>
1.1	Situation	4
1.2	Mandat du Conseil d'administration d'Atel à PricewaterhouseCoopers SA	5
1.3	Procédure d'évaluation	6
1.4	Bases d'évaluation	6
<b>2</b>	<b>Présentation des sociétés</b>	<b>8</b>
2.1	Aare-Tessin AG für Elektrizität (Atel)	8
2.2	Atel Holding AG	9
<b>3</b>	<b>Considérations relatives à la valeur d'Aare-Tessin AG für Elektrizität</b>	<b>10</b>
3.1	Méthode du DCF	10
3.2	Approche de marché	12
<b>4</b>	<b>Considérations relatives à la valeur d'Atel Holding AG</b>	<b>14</b>
<b>5</b>	<b>Analyse de l'évolution des cours et des volumes d'échange des actions</b>	<b>16</b>
<b>6</b>	<b>Considérations relatives au rapport d'échange</b>	<b>18</b>
6.1	Fourchettes de valeur	18
6.2	Rapport d'échange	18
6.3	Effets de dilution	18
<b>7</b>	<b>Conclusion</b>	<b>19</b>
	<b>Annexes</b>	<b>20</b>
	Annexe 1: Analyse des betas et de la structure de financement	20
	Annexe 2: Multiples de sociétés cotées comparables	22
	Annexe 3: Multiples de transactions comparables	25

## Liste des abréviations

AEM	AEM S.p.A.
AH	Atel Holding AG, Olten (anciennement: Motor-Columbus AG, Baden)
AIL	Aziende Industriali di Lugano SA
Atel	Aare-Tessin AG für Elektrizität, Olten
CAGR	Compound Annual Growth Rate (taux de croissance moyen)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (modèle d'évaluation des actifs financiers)
CHF	Franc suisse
CFB	Commission Fédérale des Banques
Ct. SO	Canton de Soleure
D	Dettes financières
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (résultat opérationnel avant intérêts et impôts)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (résultat opérationnel avant intérêts, impôts et amortissements d'actifs corporels et incorporels)
EBL	Elektra Baselland, Liestal
EBM	Elektra Birseck, Münchenstein
EDF	Electricité de France
EDFAI	EDF Alpes Investissements Sàrl
EDFI	E.D.F. International, Paris
EOSH	EOS Holding, Lausanne
EUR	Euro
FP	Fonds propres
IBA	IBAAarau AG
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
NAV	Net Asset Value, Valeur des actifs nets
M ou Mio.	Million(s)
MC	Motor-Columbus AG, aujourd'hui Atel Holding AG
Mrd	Milliard(s)
p.a.	per annum (par année)
PwC	PricewaterhouseCoopers SA
SoP	Sum of the Parts (« total des parts »)
SWX	Swiss Exchange
VE	Valeur d'entreprise (opérationnelle)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût moyen pondéré du capital)
WWZ	Wasserwerke Zug, Zug

## 1 Introduction

### 1.1 Situation<sup>1</sup>

Le 29 septembre 2005, E.D.F. International, Paris («EDFI»), EOS Holding, Lausanne («EOSH»), Aziende Industriali di Lugano SA, Lugano («AIL»), Elektra Baselland, Liestal («EBL»), Elektra Birseck, Münchenstein («EBM»), IBAarau AG, Aarau («IBA»), le canton de Soleure («Ct. SO») et Wasserwerke Zug, Zoug («WWZ») regroupés en un consortium ainsi qu'Aare-Tessin AG für Elektrizität («Atel») ont conclu deux contrats d'achat d'actions avec UBS AG afin d'acquérir la totalité de la participation de 55.6% de cette dernière dans Motor-Columbus AG («MC»)<sup>2</sup>. Le consortium envisageait de restructurer le groupe Atel/MC de l'époque et de fusionner ses activités avec celles d'EOS et, le cas échéant, avec les activités suisses du groupe EDF, Paris. Les étapes de la transaction envisagée devaient avoir lieu dans l'ordre suivant:

1. Exécution des contrats d'acquisition des actions d'UBS
2. Exécution de l'offre publique d'échange de MC à l'attention des actionnaires d'Atel
3. Restructuration de MC/Atel par la fusion entre MC et Atel
4. Transformation de la société issue de la fusion MC/Atel en un holding
5. Regroupement de la société issue de la fusion MC/Atel avec les activités d'exploitation et les actifs d'EOSH ainsi que, le cas échéant, avec les actifs suisses du groupe EDF

La Commission Suisse des OPA a, dans sa recommandation du 11 août 2005, établi que les membres du consortium et Atel constituent un groupe suite à la conclusion de la convention de consortium qui détient directement ou indirectement plus de 33 1/3% des droits de vote d'Atel et, par conséquent, dépasse le seuil fixé par l'article 32 paragraphe 1 de la Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières («LVBM»). Dès lors, l'obligation de présenter une offre publique aux actionnaires d'Atel s'imposait.

Selon la version de la convention de consortium applicable à l'époque, les membres du consortium étaient tenus de ne pas présenter à l'échange leurs participations respectives dans Atel dans le cadre de l'offre obligatoire. Cette obligation de non présentation s'explique par le fait qu'une fusion de MC dans Atel devait être exécutée immédiatement après l'exécution de l'offre publique.

Suite à l'intervention d'AEM S.p.A., Milan («AEM»), la Commission Fédérale des Banques («CFB») a, dans sa décision du 3 mai 2006, constaté que les droits des actionnaires minoritaires découlant de l'article 32 LBVM ne seraient pas sauvegardés dans le cas d'une combinaison de l'offre d'échange avec une fusion de MC dans Atel, avec un laps de temps de 12 jours de bourse entre l'exécution de l'offre d'échange et l'approbation de la fusion. Atel et MC ont annulé le contrat de fusion suite à cette décision.

Le 1<sup>er</sup> juin 2006, MC a publié une offre publique avec les modifications correspondantes. L'offre obligatoire ainsi modifiée a été exécutée avec succès le 27 juillet 2006.

<sup>1</sup> Le prospectus d'offre du 12 novembre 2007 fournit de plus amples informations quant à la situation initiale.

<sup>2</sup> Nommé Atel Holding AG, avec siège à Olten depuis l'assemblée générale extraordinaire du 7 novembre 2007.

Dans sa recommandation VII Aare-Tessin AG für Elektrizität du 12 juin 2006, la Commission Suisse des OPA a confirmé que l'offre obligatoire modifiée de MC du 1<sup>er</sup> juin 2006 était conforme aux exigences. Cette décision a été confirmée par la CFB par décision du 4 juillet 2006. AEM a cependant porté la décision de la CFB devant le Tribunal fédéral. Par jugement du 27 février 2007, le Tribunal fédéral a retenu que la CFB avait eu tort d'entrer en matière sur le «rejet» par AEM de la recommandation VII Aare-Tessin AG für Elektrizität. Selon le Tribunal fédéral, AEM n'était pas habilitée à recourir contre la décision de la CFB confirmant la recommandation de la Commission Suisse des OPA, faute d'avoir un intérêt digne de protection. Pour ce même motif, le Tribunal fédéral n'est pas entré en matière sur le recours de droit administratif d'AEM.

Après avoir pris connaissance du jugement du Tribunal fédéral suisse, les membres du consortium et Atel se sont mis d'accord sur les étapes suivantes de transactions pour réaliser les concepts industriels :

1. Réorganisation du groupe Atel existant, en particulier changement de dénomination de Motor-Columbus AG en Atel Holding AG.
2. Exécution d'une offre publique volontaire par Atel Holding AG (anciennement Motor-Columbus AG) portant sur la totalité des actions nominatives d'Atel sous la forme d'un échange d'actions Atel contre des actions Atel Holding.
3. Dans la mesure où la totalité des actions Atel ne serait pas présentée à Atel Holding dans le cadre de l'offre publique d'échange, il est prévu la mise en œuvre de mesures adéquates pour assurer le contrôle complet par Atel Holding de sa filiale opérationnelle, Atel, comme par exemple l'introduction d'une procédure en annulation des titres restants selon l'article 33 LVBM ou une fusion avec dédommagement conformément à la loi sur la fusion.
4. Décotation des actions Atel de la SWX Swiss Exchange, après exécution de l'offre
5. Regroupement du groupe Atel avec les activités d'exploitation et les actifs d'EOSH ainsi que, le cas échéant, avec les actifs suisses du groupe EDF.

Atel Holding AG a établi une offre publique sous forme d'un échange d'actions Atel contre des actions Atel Holding AG. Cette offre prévoit que les actionnaires d'Atel recevront 8.025 actions nominatives d'Atel Holding AG d'une valeur nominale de CHF 20 chacune par action nominative Atel d'une valeur nominale de CHF 100 chacune.

## **1.2 Mandat du Conseil d'administration d'Atel à PricewaterhouseCoopers SA**

Le Conseil d'administration d'Atel a chargé PricewaterhouseCoopers SA («PwC») d'établir un rapport de Fairness Opinion relatif à l'équité financière du rapport d'échange proposé dans le cadre de l'offre publique décrite ci-dessus. Les résultats de nos analyses sont présentés dans ce document. Cette Fairness Opinion est destinée à être publiée.

Ce rapport ne constitue pas une recommandation d'acceptation ou de refus de l'offre publique d'échange. Il ne contient pas non plus d'appréciation sur les conséquences qui peuvent découler d'une acceptation ou d'un refus de l'offre.

### 1.3 Procédure d'évaluation

Pour apprécier le rapport d'échange, PwC a procédé à une analyse détaillée des considérations relatives à la valeur d'Atel et d'Atel Holding AG (anciennement: Motor-Columus AG). Les fourchettes de valeur déterminées pour les deux sociétés sont divisées par le nombre d'actions en circulation et les résultats obtenus sont comparés. On obtient alors une fourchette faisant apparaître un rapport d'échange envisageable et jugé équitable.

L'analyse relative à la valeur des différentes sociétés se base sur une situation «Stand-alone». De ce fait, les synergies qui pourraient résulter de la transaction ne sont pas considérées, d'autant plus qu'elles sont jugées négligeables.

Notre analyse se base sur la valeur des deux sociétés Atel et Atel Holding AG. L'incidence, notamment fiscale<sup>3</sup>, qui peut résulter de la transaction pour chaque actionnaire n'est pas considérée dans notre analyse. Une telle analyse serait difficilement réalisable compte tenu de la situation spécifique de chaque actionnaire.

Pour Atel, la fourchette de valeur est déterminée à l'aide de la méthode du Discounted Cash Flow («DCF»). Cette fourchette est validée par l'utilisation d'une approche de marché, c'est-à-dire par l'étude des multiples de sociétés cotées comparables et de transactions ayant impliqué des sociétés similaires.

Les considérations de valeur relatives à Atel Holding AG reposent principalement sur la méthode de la valeur substantielle, c'est-à-dire la somme de la valeur des quotes-parts des différentes entités détenues par le holding («Sum of the Parts» ou «SoP»). La juste valeur des participations, notamment la participation dans Atel, ainsi que de tous les autres postes du bilan d'Atel Holding AG, qui est de fait un holding financier, a été déterminée en tenant compte des impôts différés. La fourchette de valeur qui résulte de l'addition des valeurs des quotes-parts fait ensuite l'objet d'un abattement<sup>4</sup> qui s'explique par le fait que les actionnaires ne fondent pas leur décision d'investissement uniquement sur la valeur substantielle mais tiennent également compte d'autres aspects ayant trait à la valeur.

### 1.4 Bases d'évaluation

Dans le cadre de notre évaluation, nous nous sommes basés sur les éléments suivants:

- informations publiques concernant Atel et Atel Holding AG (anciennement Motor-Columbus AG) qui ont été jugées importantes pour l'analyse, y compris les rapports annuels et semestriels, les communiqués de presse et articles de journaux sur les sociétés;
- informations internes à Atel qui ont été jugées importantes pour notre analyse, y compris le plan d'affaires 2007-2012, les informations constitutives de la base pour l'élaboration de celui-ci et le plan d'investissement du groupe Atel;
- informations internes à Atel Holding AG qui ont été jugées importantes pour notre analyse, y compris les derniers états financiers (2006) de ses participations, le rapport semestriel d'Atel Holding AG au 30 juin 2007 et les avoirs en titres au 30 juin 2007;
- analyses des marchés des capitaux de Morningstar (2007 Yearbook), de Valmetrics (Multiples par industrie) ainsi que de Damodaran (betas et coût du capital par branche);

<sup>3</sup> Des informations complémentaires sur les aspects fiscaux sont comprises dans le prospectus de l'offre.

<sup>4</sup> Voir page 16.

- données du marché des capitaux et données financières concernant des sociétés cotées comparables, émanant principalement de Bloomberg;
- données relatives à des transactions considérées comme comparables, émanant principalement des bases de données Mergermarket et Dealogic M&A Global;
- entretiens avec le management d'Atel concernant la situation financière et les résultats, les perspectives de l'entreprise, les facteurs d'accroissement de valeur et les hypothèses retenues lors de l'établissement des projections;
- entretiens avec le management d'Atel Holding AG concernant la situation financière et les résultats d'Atel Holding SA et de ses participations.

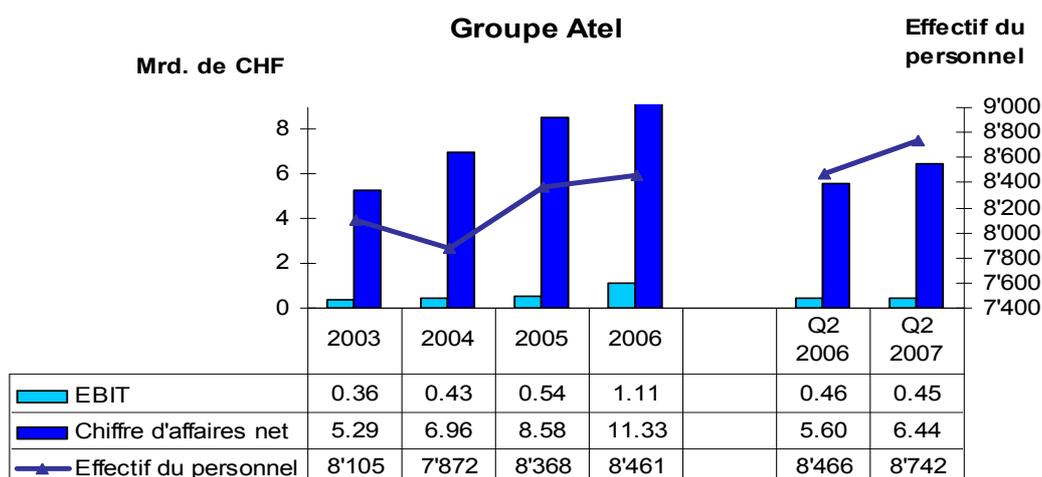
Les informations et réflexions présentées dans ce document se fondent sur les informations disponibles à la date de l'évaluation et peuvent être sujettes à des modifications. Dans le cadre de son travail, PwC n'a procédé à aucune révision au sens de la loi et n'a pas effectué de Due Diligence. PwC n'a vérifié ni l'information fournie par Atel et Atel Holding AG ni les informations publiques et a considéré celles-ci comme complètes et exactes.

## 2 Présentation des sociétés

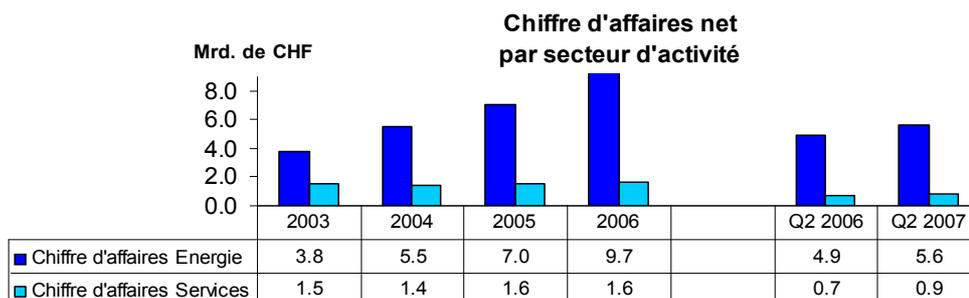
### 2.1 Aare-Tessin AG für Elektrizität (Atel)

Atel est une entreprise active dans le secteur électrique et domiciliée à Olten. Elle déploie ses activités à l'échelle européenne dans le domaine de la production, du négoce de courant électrique et des services liés à l'énergie électrique. La société dispose d'installations de production en Suisse et à l'étranger ainsi que d'un réseau qui lui est propre. Les actions nominatives d'Atel sont cotées à la bourse suisse (SWX Swiss Exchange).

En 2006, le groupe Atel a réalisé un chiffre d'affaires net de CHF 11.3 Mrd, soit une progression de 32% par rapport à l'année précédente (en 2005, la progression était de 23% par rapport à 2004). Selon les chiffres publiés, l'EBIT 2006 du groupe Atel était de CHF 1.1 Mrd. Au premier semestre 2007, Atel a généré un chiffre d'affaires net de CHF 6.4 Mrd. (CHF 5.6 Mrd. pour le premier semestre 2006) et un EBIT de CHF 0.5 Mrd (en baisse de 2% par rapport à la même période de l'année précédente). L'évolution est reproduite dans le graphique ci-dessous.



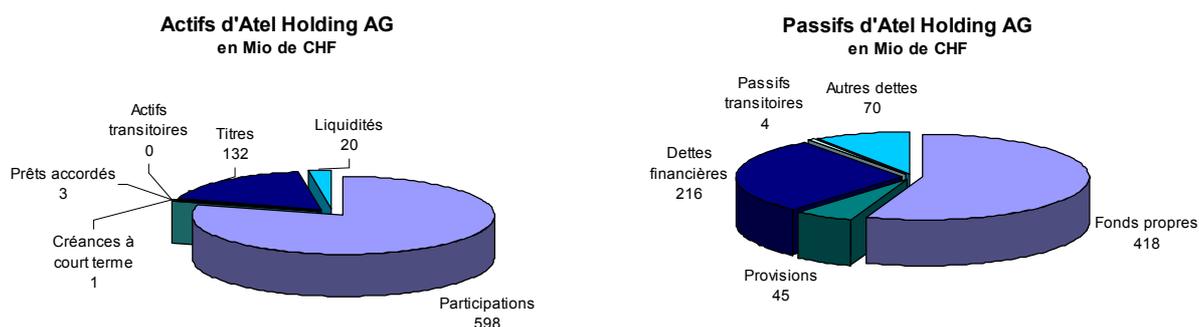
Le chiffre d'affaires 2006 a été généré principalement par le segment de l'énergie (86% ou CHF 9.7 Mrd). Le segment des services énergétiques a contribué en 2006 pour 14% au chiffre d'affaires net (CHF 1.6 Mrd). Au premier semestre 2007, la contribution du segment de l'énergie représente 87% du chiffre d'affaires net (CHF 5.6 Mrd). Les services énergétiques contribuent pour 13% au chiffre d'affaires net (CHF 0.9 Mrd). Le graphique ci-dessous donne une vue d'ensemble:



## 2.2 Atel Holding AG

Atel Holding (anciennement Motor-Columbus AG) est un holding financier dont le siège est à Olten et qui n'exerce pas d'activité opérationnelle propre. Au 30 juin 2007, la participation d'Atel Holding AG dans Atel (selon une appréciation économique, c'est-à-dire l'évaluation des participations à leur valeur marchande) représentait environ 99% de ses actifs. Les actions nominatives d'Atel Holding sont cotées à la bourse suisse (SWX Swiss Exchange).

Selon les comptes semestriels au 30 juin 2007, les actifs et les passifs du bilan d'Atel Holding se décomposent de la manière suivante (valeurs comptables):



La participation la plus importante est celle détenue dans le groupe Atel (59.1%)<sup>5</sup>. Atel Holding AG détient en outre des participations dans Citinvest AG (100%), MC Management AG (100%), Friol Immobilien GmbH (100%), Motor-Columbus AG<sup>6</sup> (100%), MC Venture Finance NV. (100%), ainsi que dans d'autres sociétés de moindre envergure.

Atel Holding AG détenant une participation majoritaire de 59.1% dans le groupe Atel et n'exerçant pas elle-même d'activité opérationnelle, les comptes consolidés se composent principalement des chiffres du groupe Atel.

<sup>5</sup> Pourcentage basé sur la totalité des actions émises et non uniquement celles en circulation

<sup>6</sup> Cette société (anciennement Tecenet AG) a changé sa raison sociale «Atel Holding AG» lors de l'assemblée générale extraordinaire du 7 novembre 2007 en «Motor-Columbus AG».

### **3 Considérations relatives à la valeur d'Aare-Tessin AG für Elektrizität**

La détermination de la valeur des fonds propres d'Atel repose sur les méthodes suivantes:

- méthode du Discounted Cash Flow («DCF»);
- approche de marché basée sur la comparaison avec des entreprises cotées comparables ainsi que des analyses de transactions similaires.

La fourchette de valeur des fonds propres déterminée selon la méthode du DCF constitue la principale méthode sur laquelle reposent nos conclusions. Des données déterminées au moyen de l'approche de marché ont été utilisées afin de vérifier la plausibilité des résultats obtenus par la méthode du DCF.

#### **3.1 Méthode du DCF**

Selon l'approche théorique pour l'évaluation d'investissements, la valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux qui tient compte des risques et de la valeur de l'argent dans le temps. Dans la pratique, cette valeur est estimée sur la base des cash-flows libres futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût du capital. Les cash-flows libres correspondent aux cash-flows bruts opérationnels après déduction des investissements relatifs aux actifs immobilisés et au fonds de roulement. Le coût du capital est estimé sur la base du coût des fonds propres et des dettes, l'estimation du coût des fonds propres reposant sur le modèle du marché du Capital Asset Pricing Model («CAPM»). La valeur d'entreprise opérationnelle est obtenue par la somme des cash-flows libres futurs escomptés additionnée à la valeur résiduelle. Cette dernière sous-entend une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme. En additionnant les actifs hors exploitation (p. ex. liquidités excédentaires ou investissements financiers) et en déduisant les fonds étrangers portant intérêts ainsi que les parts des minoritaires et les éventuelles autres valeurs (p. ex. pertes reportables, excédents relatifs à la caisse de pension), on obtient la valeur de marché des fonds propres, dans une perspective de marché des capitaux.

Pour l'évaluation d'Atel selon la méthode du DCF, les cash-flows libres futurs ont été estimés sur la base du plan d'affaires 2007 à 2012 ainsi que des informations sur lesquelles repose le plan d'affaires. Sur la durée de projection, la direction table sur une croissance modérée du chiffre d'affaires (CAGR: 5.3%) générée par une expansion géographique continue. L'EBITDA se situe dans une fourchette comprise entre CHF 1.1 Mrd et CHF 1.5 Mrd.

Dans le calcul de la valeur résiduelle (à partir de 2013), on capitalise à l'infini les cash-flows libres durables au taux du coût du capital, en tenant compte d'une croissance à l'infini (formule dite de continuité de l'exploitation<sup>7</sup>). Le taux de croissance à l'infini correspond à l'inflation de 1.75% p.a. attendue à long terme alors que le taux d'actualisation demeure inchangé par rapport à la période prévisionnelle.

Le taux d'actualisation qui s'applique pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital – «WACC»). Ce dernier se compose du coût des fonds propres et de celui de la dette, après impôts. Le coût des fonds propres regroupe deux composantes: le taux d'intérêt hors risques et la prime de risque

<sup>7</sup> Valeur résiduelle = cash-flow libre durable / (WACC – taux de croissance durable)

pour fonds propres. L'estimation de la prime de risque pour fonds propres repose sur le modèle d'évaluation des actifs financiers («CAPM»), selon lequel la prime de risque spécifique à une entreprise résulte de la prime de risque du marché multipliée par le «levered» beta. Le «levered» beta est une mesure du risque d'une entreprise par rapport au marché et dépend entre autres de sa structure de financement spécifique. Le coût de la dette se compose d'un taux d'intérêt hors risques et d'une prime de risque supplémentaire. Cette prime de risque tient compte du fait qu'une entreprise ne peut pas emprunter des fonds au taux d'intérêt hors risques mais doit, en raison du risque inhérent à l'entreprise, payer aux bailleurs de fonds un supplément d'intérêt.

Le WACC pour Atel a été estimé à 7.27%, sur la base d'un coût des fonds propres de 8.29% et d'un coût de la dette (après impôts) de 4.21%.

Les différents paramètres utilisés pour le calcul du WACC sont brièvement présentés ci-dessous:

#### **Taux d'intérêt hors risques**

Le taux hors risques d'Atel est estimé sur la base du rendement des emprunts d'Etat hors risques en CHF et en EUR avec une durée résiduelle de 30 ans. Les taux par pays et les risques monétaires ont été pondérés en fonction de la répartition géographique du chiffre d'affaires en 2006. Sur cette base, le taux hors risques pondéré pour Atel est de 4.29%.

#### **Prime de risque du marché**

Le calcul du coût moyen pondéré du capital considère une prime de risque du marché de 5.00%. Celle-ci se base sur l'écart entre le rendement moyen du marché des actions et celui des obligations suisses depuis 1926.<sup>8</sup>

#### **Beta**

Le «levered» beta est dérivé du «unlevered» beta et est ajusté en fonction de la structure de financement de la société.<sup>9</sup> Le «unlevered» beta est estimé sur la base de celui des entreprises cotées comparables et du beta de l'industrie. Le beta retenu de 0.60 correspond au beta sur 3 à 5 ans d'entreprises européennes comparables. La stratégie d'Atel qui table sur une poursuite de l'expansion en Europe corrobore ce choix. Les considérations tiennent également compte du fait qu'Atel réalise une partie de ses résultats dans le segment des services énergétiques qui devrait présenter un risque systématique plus élevé que celui du secteur de l'énergie. Le détail des betas des entreprises comparables est fourni en annexe 1.

#### **Structure de financement**

Sur la base de la structure de financement des entreprises cotées comparables et de l'industrie ainsi que des discussions avec la direction, une structure du capital à long terme avec un taux d'endettement (net) de 25%<sup>10</sup> a été estimée. Des informations complémentaires concernant la structure de financement des entreprises cotées comparables sont fournies en annexe 1.

<sup>8</sup> Source: Pictet & Cie: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2007) et analyses internes à PwC

<sup>9</sup> Unlevered Beta = Levered Beta / (1+(dette nette/fonds propres)). Les dettes nettes correspondent aux dettes financières après déduction des liquidités non opérationnelles (hypothèse: les liquidités disponibles sont non-opérationnelles). Source des betas des entreprises cotées comparables: Bloomberg, 18 septembre 2007. Source du beta de l'industrie: Damodaran, janvier 2007.

<sup>10</sup> L'endettement net actuel, sur la base de valeurs de marché, s'élève à environ 18%.

**Prime de risque pour dettes**

Sur la base d'analyses d'Atel et de nos propres estimations, une prime de risque de 1.00% sur le taux d'intérêt hors risques a été retenue dans le cadre de l'analyse.

**Taux d'imposition**

Sur la base des discussions avec la direction ainsi que des analyses relatives à l'imposition future, le calcul du WACC repose sur un taux d'imposition effectif prévisionnel à moyen terme de 20.5%.

Les actifs d'Atel non nécessaires à l'exploitation, notamment les participations financières, sont pris en considération et évalués séparément. Les participations cotées en bourse sont considérées proportionnellement à leur valeur de marché; les autres participations sont considérées à la valeur comptable. La valeur des participations prises en compte à la valeur comptable peut dans l'ensemble être considérée comme négligeable.

Pour déterminer la valeur des fonds propres d'Atel, la valeur d'entreprise opérationnelle obtenue par la méthode du DCF est augmentée de la valeur des actifs non nécessaires à l'exploitation puis réduite du montant des dettes financières et de la valeur des intérêts minoritaires.

Afin de vérifier la plausibilité de la valeur obtenue par la méthode du DCF, PwC a procédé à des analyses de sensibilité en faisant varier différents paramètres (p. ex. coût du capital, marge EBITDA utilisée dans la valeur résiduelle et taux de croissance utilisé dans le calcul de la valeur résiduelle). Les principaux enseignements tirés de ce calcul sont les suivants:

**Analyses de sensibilité**

Coût du capital (WACC) (variation)	-0.50%	-0.25%	<b>0.00%</b>	0.25%	0.50%
Variation de la valeur des fonds propres	11.41%	5.43%	<b>0.00%</b>	-4.95%	-9.49%
Croissance à l'infini (variation)	-0.50%	-0.25%	<b>0.00%</b>	0.25%	0.50%
Variation de la valeur des fonds propres	-7.75%	-4.04%	<b>0.00%</b>	4.42%	9.29%
Marge EBITDA dans la valeur résiduelle (variation)	-1.00%	-0.50%	<b>0.00%</b>	0.50%	1.00%
Variation de la valeur des fonds propres	-15.15%	-7.58%	<b>0.00%</b>	7.58%	15.15%

La valeur des fonds propres d'Atel obtenue par l'évaluation sur la base de la méthode du DCF ainsi que des analyses de sensibilité est estimée dans une fourchette de CHF 10.2 à 11.2 Mrd. La capitalisation boursière actuelle d'Atel d'environ CHF 10.6 Mrd<sup>11</sup> se situe dans la fourchette de valeur déterminée.

**3.2 Approche de marché**

L'approche de marché repose sur une comparaison avec des entreprises cotées similaires. Dans le cadre de cette méthode, la valeur de marché des entreprises cotées comparables, estimée sur la base des cours de bourse actuels, est mise en relation avec les chiffres-clés de chaque entreprise cotée. Les multiples en résultant sont ensuite appliqués aux chiffres-clés de l'entreprise à évaluer, afin d'estimer la valeur de marché de celle-ci.

Les entreprises cotées comparables ont été sélectionnées parmi les entreprises du secteur de l'énergie cotées sur les bourses suisses et européennes et pouvant être comparées à

<sup>11</sup> Cours de cotation moyen de l'action au cours des 30 derniers jours précédant le 5 octobre 2007

Atel. Les critères de comparabilité utilisés sont en premier lieu l'appartenance à la branche, la répartition géographique des activités, la taille de l'entreprise ainsi que les activités déployées le long de la chaîne de création de valeur.

Pour l'évaluation d'Atel par l'approche de marché, les valeurs d'entreprise et/ou les capitalisations boursières des entreprises cotées comparables ont été mises en relation avec le chiffre d'affaires, l'EBITDA, l'EBIT et le bénéfice net de chacune d'entre elles pour les années 2006, 2007 et 2008. Les résultats estimés des années 2007 et 2008 reposent sur la moyenne des estimations des analystes financiers. La médiane des multiples en résultant a ensuite été appliquée au chiffre d'affaires, à l'EBITDA et à l'EBIT ainsi qu'au bénéfice net, actuels et projetés, d'Atel. Les multiples basés sur le chiffre d'affaires ne sont toutefois pas représentatifs, en raison des différences relatives à l'importance des activités de négoce et aux méthodes de comptabilisation des revenus utilisées par les entreprises retenues dans l'échantillon des sociétés cotées comparables. Les multiples tenant compte des structures de coûts sont plus pertinents, à l'exception des multiples du bénéfice net qui peuvent également être biaisés. Pour cette raison, seuls les multiples de l'EBITDA et de l'EBIT ont été retenus pour déterminer la fourchette de valeur.

Les multiples des sociétés cotées comparables sont présentés à l'annexe 2.

En complément à l'analyse des multiples boursiers, une recherche de transactions ayant eu lieu depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2006 sur des entreprises comparables a été effectuée. En fonction du prix payé, les mêmes multiples que ceux présentés précédemment ont été déterminés et viennent compléter l'analyse (annexe 3).

L'approche de marché valorise les fonds propres d'Atel dans une fourchette de valeur de CHF 9.3 à 12.5 Mrd. La valeur obtenue par la méthode du DCF est ainsi confirmée et la capitalisation boursière actuelle d'environ CHF 10.6 Mrd est également comprise dans cette fourchette de valeur.

#### **4 Considérations relatives à la valeur d'Atel Holding AG**

La détermination de la valeur des fonds propres d'Atel Holding AG (anciennement Motor-Columbus AG) repose sur des considérations établies sur la base de la méthode de la valeur substantielle, c'est-à-dire la somme de la valeur des quotes-parts («SoP»). L'évaluation des différents éléments du patrimoine doit se faire selon des critères économiques, sans tenir compte des prescriptions du droit commercial et du droit fiscal. Les valeurs économiques des différents postes du bilan d'Atel Holding AG sont déterminées à partir des valeurs comptables.

Pour la valorisation des actifs circulants, le prix de cotation des titres détenus à la date critère de l'évaluation est déterminant. Les portefeuilles de titres et les soldes de comptes ont été valorisés à la date du 30 juin 2007.

Les participations financières ont été considérées sur la base d'estimations de leur valeur marchande. Les participations d'Atel Holding AG se composent de participations dans Atel, dans des sociétés immobilières ainsi que dans MC Venture Finance N.V. Pour la valeur de la participation dans Atel, les fourchettes de valeur déterminées au chapitre 3 ont été retenues au pro rata du pourcentage détenu. Les évaluations des sociétés immobilières se fondent sur la méthode de la valeur substantielle, qui repose elle-même sur des estimations de valeur des immeubles. L'évaluation de MC Venture Finance N.V. se base sur les indications fournies par les gestionnaires de portefeuilles au sujet des valeurs marchandes des différents fonds et participations.

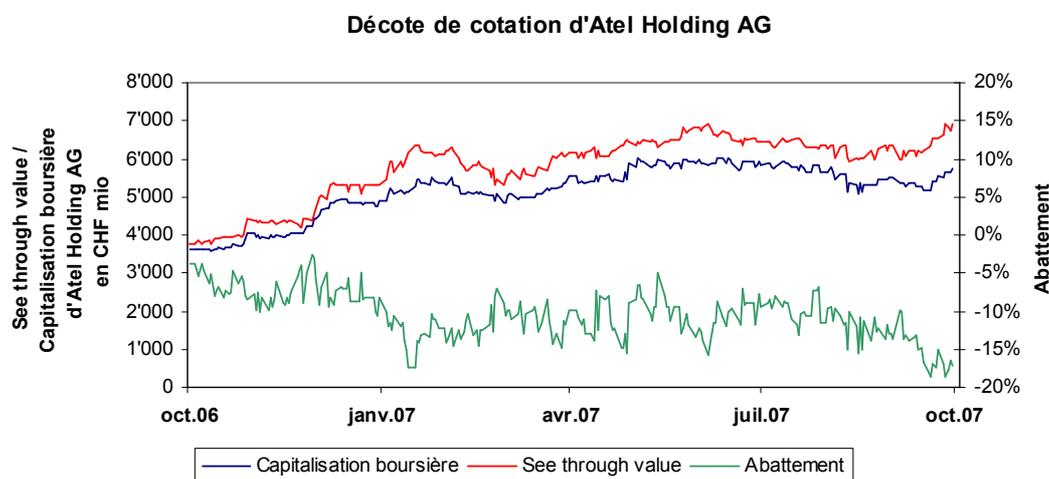
Au passif, un apurement des fonds étrangers à court et à long terme ainsi que des provisions a été effectué. Les provisions ont notamment été ajustées afin de tenir compte des charges fiscales différées qui s'appliquent suite aux réévaluations effectuées au niveau du holding.

Les impôts différés sur les réévaluations d'actifs sont pris en considération dans la mesure où la vente future de l'actif correspondant peut être admise. Tel est notamment le cas pour les immeubles des participations considérées comme des actifs hors exploitation et les titres de l'actif circulant. Dans ce calcul, la dissolution de réserves latentes sur provisions est également prise en compte. Au niveau des filiales, l'impact fiscal est calculé en prenant en considération l'intégralité du taux fiscal applicable au siège de la société. Les conséquences fiscales différées sont réduites au niveau du holding en raison du privilège holding.

La fourchette de valeur pour Atel Holding AG est principalement dépendante de la fourchette de valeur définie pour Atel, laquelle découle des méthodes d'évaluation présentées au chapitre 3. La fourchette de valeur obtenue est cependant réduite afin de tenir compte d'autres aspects relatifs à la valeur: au niveau du holding, on constate des coûts supplémentaires chez Atel Holding AG qui ne sont pas reflétés dans la valeur substantielle. De plus, la prise d'influence directe sur les activités opérationnelles des participations fait défaut. Enfin, Atel Holding AG a, contrairement à Atel, intégré une clause d'opting out dans ses statuts qui empêche les actionnaires importants de se voir dans l'obligation de présenter une offre obligatoire aux autres actionnaires lorsque leur participation dépasse certains seuils en termes de droits de vote. Dans l'hypothèse d'un marché des capitaux efficient, l'abattement se justifie aussi du fait des observations empiriques qui montrent que les sociétés de participation sont souvent négociées en bourse à une valeur inférieure à leur Net Asset Value («NAV»).

Le graphique suivant montre que l'action Atel Holding AG a, par rapport à l'action Atel, été négociée durant les 30 derniers jours avant la publication de l'annonce préalable à l'offre du 8

octobre 2007 avec un abattement moyen d'environ 14.5%. L'abattement moyen sur la dernière année est d'environ 10.8%. Ces abattements sont calculés par comparaison entre la capitalisation boursière effective d'Atel et la valeur des fonds propres d'Atel Holding AG dans l'hypothèse d'une revalorisation continue des fonds propres d'Atel Holding AG en fonction de l'évolution du prix de cotation du titre Atel (see through value).



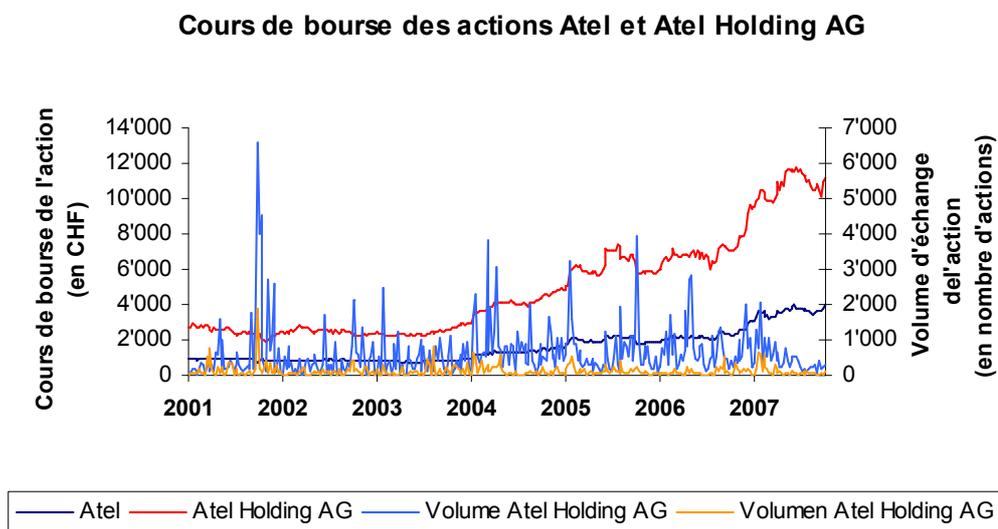
	Ø Cours (CHF)		Nombre d'actions (Mio.)		Ø Cap. boursière (CHF Mio.)		Ø See through value (CHF Mio.)		Ø Abattement (%)	
	Atel	AH	Atel	AH	Atel	AH	Atel	AH	Atel	AH
Moyenne										
30 derniers jours	3'672	10'574	2.884	0.511	10'589	5'406	6'324			-14.5%
3 derniers mois	3'675	10'854	2.884	0.511	10'597	5'549	6'329			-12.3%
12 derniers mois	3'371	10'096	2.884	0.511	9'721	5'162	5'784			-10.8%

AH = Atel Holding AG

Il est visible dans le graphique ci-dessus que le montant de l'abattement varie fortement sur la période considérée. L'abattement maximum étant de 18.7% et l'abattement minimum de 2.5%, il en résulte en une différence de 16.2%. De plus, cet abattement s'est accru au cours de la période. Alors qu'il était inférieur à 5% au départ, il a atteint 15% au cours du temps. Ces variations s'expliquent par la liquidité réduite du marché. La part du capital-actions d'Atel qui se trouve en mains du public est de 2.7% et celle d'Atel Holding de 3.9%. Aussi, le volume d'échange moyen est faible. De ce fait, les fondements économiques ne sont pas nécessairement reflétés de manière adéquate dans le prix de cotation. L'analyse ci-dessus n'a donc pas été retenue lors de la détermination du montant de l'abattement et les raisons économiques invoquées ci-dessus ont été considérées lors de son estimation. L'abattement ainsi estimé est de 4.0% à 5.0%. Après prise en considération de cet abattement ainsi que de la fourchette de valeur définie pour Atel, la fourchette de valeur des fonds propres en résultant pour Atel Holding AG est de CHF 5.8 à 6.4 Mrd. La capitalisation boursière actuelle d'Atel Holding d'environ CHF 5.4 Mrd se situe dans la fourchette de valeur déterminée.

## 5 Analyse de l'évolution des cours et des volumes d'échange des actions

Le graphique ci-dessous présente l'évolution des cours des deux actions et les volumes traités chaque semaine entre le 1<sup>er</sup> janvier 2001 et le 5 octobre 2007 (avant l'annonce préalable à l'offre publique du 8 octobre 2007).



Dans l'année ayant précédé l'annonce préalable à l'offre publique, le prix de l'action du groupe Atel a augmenté de 77% et celui de l'action Atel Holding de 58%. La hausse du cours des actions doit être considérée dans le contexte du relatif attrait du marché de l'énergie. Les facteurs d'influence sur les volumes négociés peuvent s'expliquer par les événements suivants:

- Avril 2006 : Assemblée générale d'Atel, présentation des comptes marqués par un autre exercice couronné de succès et accroissement du dividende de CHF 50 à CHF 80.
- Octobre 2005: recommandation de Lombard Odier Darier Hentsch ainsi qu'intérêt accru porté au secteur de l'énergie également dans le contexte des débats non encore achevés sur la libéralisation.
- Janvier 2005: les intentions de rachat d'Atel Holding AG par des investisseurs stratégiques sont confirmées par l'actionnaire principal de l'époque, l'UBS.
- Avril 2004: offre publique d'achat de l'UBS pour CHF 1'230 par action Atel / l'intérêt manifesté par Lugano et Bellinzona pour l'acquisition d'actions Atel Holding devient public / publication des comptes annuels 2003.

La majorité des actions du groupe Atel est détenue par des investisseurs institutionnels (Atel détient elle-même 5% de ses actions). Au 30 juin 2007, l'actionnaire principal d'Atel est Atel Holding AG, à raison d'une part de 59.1%. EBM (13.1%), EBL (6.9%), AEM (5.8%), le canton de Soleure (4.4%), IBA (1.9%), EDFAI (1.1%) et EOSH (0.0003%) sont d'autres actionnaires d'Atel. 2.7% des actions Atel sont détenues dans le public, de sorte que le Free Float est relativement limité.

Les actions Atel Holding AG présentent également un Free Float limité à raison de 5.0% d'actions détenues dans le public. Les autres actions sont entre les mains d'EDFAI (37.1%), d'EOSH (31.5%), de EWBN Elektrizitätswerk Brig-Naters AG (4.9%) et du consortium suisse de minoritaires (21.4%)<sup>12</sup>.

528 actions Atel et 115 actions Atel Holding AG ont été négociées en moyenne chaque semaine au cours de l'année écoulée.

---

<sup>12</sup> Composé d'EBM, EBL, Ct. SO, IBA, WWZ et AIL.

## 6 Considérations relatives au rapport d'échange

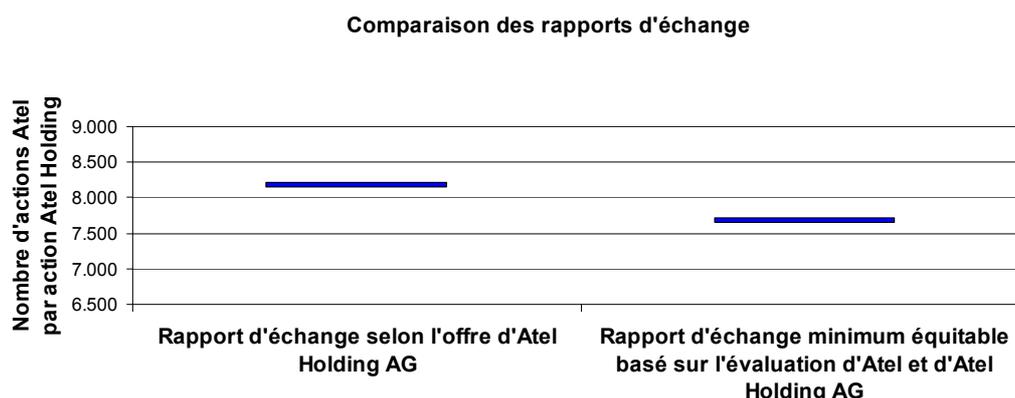
### 6.1 Fourchettes de valeur

Les travaux décrits au chapitre 3 et les analyses de plausibilité permettent d'obtenir une fourchette **de la juste valeur des fonds propres du groupe Atel située entre CHF 10.2 et 11.2 Mrd.**

Des travaux décrits au chapitre 4 et de la prise en considération de la fourchette de valeur déterminée pour le groupe Atel découle une fourchette **de la juste valeur des fonds propres d'Atel Holding AG (anciennement Motor-Columbus AG) située entre CHF 5.8 et 6.4 Mrd.**

### 6.2 Rapport d'échange

Les différentes méthodes utilisées permettent d'obtenir des fourchettes à l'intérieur desquelles on obtient un rapport d'échange équitable. Le graphique ci-dessous présente un résumé des résultats de nos analyses.



Nous considérons que les résultats obtenus selon la méthode du DCF sont les plus probants; les autres méthodes servent en revanche à les valider. Sur la base de ce qui précède, le **rapport d'échange doit au minimum prévoir 7.775 actions nominative Atel Holding pour 1 action nominative d'Atel afin d'être équitable.**

### 6.3 Effets de dilution

Le rapport d'échange repose sur une considération de la juste valeur d'Atel et d'Atel Holding AG (anciennement Motor-Columbus AG). De ce fait, la transaction n'entraîne pas d'effets de dilution pour les actionnaires d'Atel.

## 7 Conclusion

Sur la base des analyses et des considérations de valeur présentées dans le présent rapport de Fairness Opinion, le rapport d'échange doit au moins garantir qu'une action nominative d'Atel puisse être échangée contre **7.775** actions nominatives d'Atel Holding AG (anciennement MC) pour être considéré comme équitable.

Compte tenu de ce qui précède, nous estimons juste et adéquat sur le plan financier le rapport d'échange proposé par Atel Holding AG dans son offre publique de **8.025** actions nominatives d'Atel Holding AG d'une valeur nominale de CHF 20 chacune par action nominative d'Atel d'une valeur nominale de CHF 100.

Cette Fairness Opinion est basée sur des travaux d'analyse effectués au cours de notre mission qui s'est achevée le 5 octobre 2007.

Avec nos meilleures salutations

PricewaterhouseCoopers AG



Markus Bucher



Dr. Marc Schmidli

## **Annexes**

### **Annexe 1: Analyse des betas et de la structure de financement**

Sociétés cotées comparables		Structure du capital					Beta "Levered"		Beta "Unlevered" (1)				
Société	Monnaie	en monnaie locale					Dettes nettes/ Fonds propres	Dettes nettes/ Valeur d'entreprise	Beta local "ajusté" par Bloomberg (6)		Beta local "ajusté" par Bloomberg (6)		
		Fonds Propres (2)	Intérêts minoritaires (3)	Dettes (4)	Liquidités excédentaires (5)	Dettes nettes			3 ans (hebdomadaire)	5 ans (hebdomadaire)	3 ans (hebdomadaire)	5 ans (hebdomadaire)	
<b>Sociétés suisses</b>													
1)	ELEKTRIZITAET. LAUFENBURG-BR	CHF	3'474	18	986	496	490	14%	12%	0.69	0.51	0.61	0.45
2)	CENTRALSCHWEIZERISCHE KR-REG	CHF	2'762	34	229	69	159	6%	5%	0.42	0.44	0.40	0.42
3)	ROMANDE ENERGIE HOLDING-BR	CHF	1'801	40	134	229	-95	-5%	-5%	0.62	0.54	0.65	0.57
4)	RAETIA ENERGIE AG-BR	CHF	2'085	53	372	135	237	11%	10%	0.48	0.48	0.43	0.43
5)	BKW FMB ENERGIE AG	CHF	6'484	25	131	434	-303	-5%	-5%	0.72	0.45	0.75	0.47
6)	ENERGIEDIENST HOLDING AG-REG	CHF	1'605	0	133	128	5	0%	0%	0.52	0.43	0.52	0.42
<b>Moyenne (Suisse)</b>								<b>3.5%</b>	<b>2.9%</b>	<b>0.57</b>	<b>0.47</b>	<b>0.56</b>	<b>0.46</b>
<b>Médiane (Suisse)</b>								<b>3.0%</b>	<b>2.9%</b>	<b>0.57</b>	<b>0.46</b>	<b>0.56</b>	<b>0.44</b>
<b>Sociétés européennes</b>													
7)	EVN AG	EUR	3'558	233	1'412	92	1'321	35%	26%	0.81	0.78	0.60	0.58
8)	OEST ELEKTRIZITATSWIRTS-A	EUR	12'072	329	1'888	88	1'800	15%	13%	0.81	0.81	0.71	0.71
9)	CEZ AS	CZK	660'315	12'716	48'442	30'932	11'955	2%	2%	1.30	1.18	1.27	1.16
10)	E.ON AG	EUR	8'773	4'917	13'399	1'152	12'247	13%	12%	1.07	0.80	0.95	0.71
11)	ENBW ENERGIE BADEN-WUERTTEMB	EUR	14'123	930	5'110	1'932	3'178	21%	17%	0.34	0.37	0.28	0.30
12)	RWE AG	EUR	4'7864	672	19'382	2'794	16'588	34%	25%	0.90	0.80	0.67	0.60
13)	AEM SPA	EUR	4'563	2'248	5'279	253	5'026	74%	42%	0.91	0.90	0.52	0.52
14)	EDISON SPA	EUR	10'812	147	4'627	298	4'329	40%	28%	0.76	0.73	0.55	0.52
15)	ENEL SPA	EUR	48'596	565	13'603	547	13'056	21%	21%	0.80	0.73	0.63	0.58
16)	ENERGIAS DE PORTUGAL SA	EUR	14'553	946	10'153	753	9'284	60%	37%	1.03	1.04	0.65	0.65
17)	IBERDROLA SA	EUR	49'900	149	14'241	705	13'536	27%	21%	1.08	0.80	0.85	0.63
18)	ACEA SPA	EUR	2'877	62	1'570	125	1'445	49%	33%	0.83	0.77	0.55	0.52
19)	ACEGAS-APS SPA	EUR	441	10	289	27	262	58%	37%	0.71	0.72	0.45	0.46
20)	IRIDE SPA	EUR	2'197	128	1'405	82	1'323	57%	36%	0.79	0.72	0.50	0.46
<b>Moyenne (Suisse et Europe)</b>								<b>26.6%</b>	<b>18.4%</b>	<b>0.77</b>	<b>0.69</b>	<b>0.63</b>	<b>0.56</b>
<b>Médiane (Suisse et Europe)</b>								<b>23.8%</b>	<b>19.2%</b>	<b>0.79</b>	<b>0.73</b>	<b>0.60</b>	<b>0.52</b>
<b>Beta de l'industrie (7)</b>													
Damodaran	Electric-Distribution											0.44	
	Electric-Generation											0.84	
	Electric-Integrated											0.78	
	Electric-Transmission											0.70	
<b>Beta sélectionné</b>											<b>0.60</b>		

(1) Unlevered" Beta = "Levered" / (1+(dettes nettes/fonds propres) selon la formule Harris-Pringle  
 (2) Capitalisation boursière au 18.9.07, Bloomberg  
 (3) Intérêts minoritaires selon derniers comptes publiés (source: Bloomberg)  
 (4) Dettes financières selon derniers comptes publiés (source: Bloomberg)  
 (5) Liquidités excédentaires  
 (6) Source: Bloomberg, 18.9.07. Le beta ajusté est une estimation du beta futur. Il est estimé sur la base de valeurs historiques et ajusté en fonction de l'hypothèse que le Beta tend vers la moyenne du marché (Beta =1).  
 (7) Beta de l'industrie Electric-Distribution, Electric-Generation, Electric-Integrated, Electric-Transmission (source: Damodaran, Beta Europe)

**Annexe 2: Multiples de sociétés cotées comparables**

Société	Pays	Monnaie	Capitalisation	Intérêts	Dettes	Liquidités	Dettes	VE	VE/EBITDA			VE/EBIT						
			boursière 18.09.2007	minoritaires	financières	excédentaires (1)	nettes		2006	2007	2008	2006	2007	2008				
en monnaie locale Mio.													2006	2007	2008	2006	2007	2008
<b>Sociétés comparables (Suisse)</b>																		
1	ELEKTRIZITAET. 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			
<b>Moyenne (Suisse)</b>										<b>12.3x</b>	<b>12.6x</b>	<b>11.9x</b>	<b>16.1x</b>	<b>16.8x</b>	<b>16.0x</b>			
<b>Médiane (Suisse)</b>										<b>12.6x</b>	<b>13.0x</b>	<b>12.2x</b>	<b>15.7x</b>	<b>17.0x</b>	<b>15.9x</b>			
<b>Société comparables (Europe)</b>																		
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 ELEKTRIZITATSWIRTS-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-WUERTEMBERG	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			
<b>Moyenne (Suisse et Europe)</b>										<b>10.5x</b>	<b>9.8x</b>	<b>9.1x</b>	<b>15.9x</b>	<b>14.6x</b>	<b>13.1x</b>			
<b>Médiane (Suisse et Europe)</b>										<b>10.4x</b>	<b>9.4x</b>	<b>8.4x</b>	<b>16.1x</b>	<b>13.6x</b>	<b>12.4x</b>			

1) Liquidités excédentaires = Liquidités non nécessaires à l'activité opérationnelle  
n/a non disponible  
n/m non significatif  
VE Valeur d'entreprise



**Annexe 3: Multiples de transactions comparables**

N°	Date d'annonce	Date de clôture	Entreprise cible	Pays de la cible	Acquéreur	Actions acquises en %
1	28.08.2007	28.08.2007	Dneproenergo OJSC	Ukraine	Donbass Fuel-Energy Company (DTEK)	39.70%
2	20.06.2007	n/a	Electrabel N.V	Belgium	Suez SA (formerly known as Suez Lyonnaise des Eaux SA)	1.38%
3	06.06.2007	n/a	OGK-5 (OJSC The Fifth Power Generation Company)	Russia	Enel Investment Holding BV	25.03%
4	04.06.2007	n/a	ASM Brescia SpA	Italy	AEM SPA	n/a
5	28.05.2007	n/a	TGK-5 (Territorial Generating Company No 5)	Russia	Integrated Energy Systems (IES)	26.50%
6	17.05.2007	16.05.2007	Nove Elektrarne RS	Bosnia-	CEZ AS	51.00%
7	03.05.2007	n/a	Yukos Lot No 9 (energy assets located in the southern Russia)	Russia	ZAO Promregion Holding	n/a
8	17.04.2007	17.04.2007	Yukos (energy assets in Tamboskaya and Belgorodskaya regions)	Russia	Monte-Valle Limited	n/a
9	11.04.2007	n/a	Endesa SA	Spain	Enel Energy Europe S.r.l	63.10%
10	06.04.2007	06.04.2007	Teplarenska a.s.	Czech Republic	CEZ AS	n/a
11	28.03.2007	n/a	Mytilineos Holdings S.A.	Greece	Endesa SA	50.01%
12	15.03.2007	31.05.2007	EnerjiSA Power Generation Company	Turkey	Oesterreichische Elektrizitaetswirtschaft AG	49.99%
13	15.03.2007	n/a	Western-Siberian TEC	Russia	InvestEnergoproekt	93.35%
14	21.12.2006	20.12.2006	Societe Hydroelectrique du Midi	France	Electrabel N.V	59.60%
15	14.12.2006	28.02.2007	Serene SpA	Italy	BG Group Plc (formerly British Gas Plc)	66.30%
16	07.12.2006	n/a	District Heating Plant Rousse	Bulgaria	Holding Slovenske Elektrarne (HSE)	n/a
17	05.12.2006	05.12.2006	Heron Thermoelektriki S.A.(Majority Stake)	Greece	Oesterreichische Elektrizitaetswirtschaft AG	n/a
18	28.11.2006	23.04.2007	ScottishPower Plc	United Kingdom	Iberdrola SA	n/a
19	01.11.2006	01.11.2006	436 MW Levanto onshore wind farm	Germany,France	International Power PLC	n/a
20	01.11.2006	n/a	Societe Cooperative Liegeoise d'Electricite scrl (Socolie)	Belgium	Association Liegeoise d'Electricite (ALE)	n/a
21	16.10.2006	24.11.2006	Edison Rete SpA	Italy	Rete Trasmissione Locale SpA (formerly Acea Trasmissione SpA)	n/a
22	16.10.2006	24.11.2006	AEM Trasmissione SpA	Italy	Rete Trasmissione Locale SpA (formerly Acea Trasmissione SpA)	99.99%
23	10.10.2006	20.10.2006	OAO St Petersburg Generating Company	Russia	Fortum Oyj	12.50%
24	06.10.2006	08.12.2006	Viridian Group plc	United Kingdom	ElectricInvest Acquisitions Limited	39.09%
25	28.08.2006	n/a	Demasz Rt	Hungary	EDF International SA	n/a
26	10.07.2006	10.07.2006	Cogas Energie	Netherlands	Electrabel N.V	n/a
27	04.07.2006	01.01.2007	Viken Fjernvarme AS	Norway	Hafslund ASA	67.00%
28	20.06.2006	20.06.2006	Adjarian Energy Company	Georgia	Energio - Pro a.s.	n/a
29	13.06.2006	13.06.2006	RusEnergobyt (RES)	Russia	Enel SpA	49.50%
30	08.06.2006	01.07.2006	Airtricity	Ireland	Ecofin Limited	16.00%
31	05.06.2006	11.05.2007	Electrica Muntenia Sud SA	Romania	Enel SpA	67.50%
32	05.06.2006	n/a	EnerTAD SpA	Italy	ERG SpA	n/a
33	04.05.2006	02.10.2006	TPP Varna (1260 MW Varna )	Bulgaria	CEZ AS	n/a
34	27.04.2006	27.04.2006	Southern Fuel Company (YTK)	Russia	Kuzbassrazrezugol JSC; Novosibirskenergo OJSC	n/a
35	06.04.2006	06.04.2006	Elettra Holdings Srl	Italy	BKW FMB Energie AG (BKW)	n/a
36	17.03.2006	30.06.2006	Electric Power Company of Macedonia	Macedonia	Energie-Versorgung Niederoesterreich AG (EVN)	90.00%
37	21.02.2006	n/a	Endesa SA	Spain	E.ON AG	n/a
38	31.01.2006	29.05.2006	PSEG Distribution BV; PSEG Silesia BV	Netherlands	CEZ AS	n/a
39	09.01.2006	09.01.2006	Aroskraft AB	Sweden; Finland	Malarenergi AB	82.50%

<b>Moyenne</b>
<b>Médiane</b>

VE Valeur d'entreprise  
n/a non disponible  
n/m non significatif