

An den Verwaltungsrat der  
Gehold SA  
Rue de la Rôtisserie 29  
1204 Genève

16. Februar 2005  
AMN/HPW/ybr

## **Unabhängiges Bewertungsgutachten**

Sehr geehrte Damen und Herren,

Die Gehold SA, Genf (der „Anbieter“) beabsichtigt ein Aktienpaket von rund 70% der Stimmrechte an der Beteiligungsgesellschaft EIC Electricity SA, Genf, („EIC“ oder „Zielgesellschaft“) von einer Gruppe von grösseren Aktionären („Alpine Gruppe“) bestehend aus Alpine Select AG, Zug („Alpine“), Trinsic AG, Zug, Herrn Daniel Sauter, Zug, Herrn Michel Vukotic, Zug, und Hirst MetaStrategy Fund Ltd., Cayman Islands, zu erwerben. Gemäss Art. 32 BEHG ist der Anbieter nach Erwerb dieses Aktienpaketes verpflichtet, für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der EIC ein Übernahmeangebot zu unterbreiten. Die Statuten der Zielgesellschaft sehen keine Befreiung von der Angebotspflicht („Opting out“) vor. Eine Vorankündigung des Angebots ist bis heute noch nicht publiziert worden.

Nach Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK muss der Angebotspreis für die Aktien der EIC grundsätzlich mindestens dem Börsenkurs entsprechen. Er wird auf Basis des Durchschnitts der während der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung bzw. Voranmeldung des Angebots an der SWX ermittelten Eröffnungskurse bestimmt (Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK i.V.m. Art. 9 Abs. 3 lit. A UEV-UEK). Gemäss Praxis der Übernahmekommission sind die Aktien als nicht liquide zu bezeichnen, falls an weniger als 15 von 30 Börsentagen vor der Veröffentlichung bzw. Voranmeldung des Angebots ein Handel stattgefunden hat. In analoger Anwendung von Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK sind folglich die Aktien zu bewerten. Im Zeitraum von 5. Januar 2005 bis 15. Februar 2005 sind die Aktien nur an 7 Tagen gehandelt worden.

Im Weiteren war vor Erwerb des Aktienpaketes EIC durch den Anbieter beabsichtigt, dass die „Private Equity“-Beteiligung Ensys AG für Energiesysteme, Deutschland („Ensys“), die gemäss Anbieter nicht in die zukünftig beabsichtigte Investitionsstrategie der EIC passt, an die Alpine Gruppe bzw. nach Ausübung Ihrer Erwerbsrechte an Drittaktionäre der Ensys veräussert wird. Alpine hält ihrerseits rund 70% der Inhaberaktien von EIC und ausserdem sind zwei Mitglieder der Verwaltungsräte von Alpine mit EIC identisch.

## Beurteilung der Net Asset Values der EIC

Bei der EIC handelt es sich um eine Beteiligungsgesellschaft mit einem Aktienkapital von CHF 15,275,100 eingeteilt in 1,527,510 Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 10. Die für Beteiligungsgesellschaften übliche Bewertungsmethode ist der Net Asset Value („NAV“). Er widerspiegelt den aktuellen Marktwert der Gesellschaft, da er sich aus sämtlichen Aktiven abzüglich der Verbindlichkeiten, bewertet zu Marktwerten, zusammensetzt. Die Anlagen der EIC bestehen seit Juli 2004 hauptsächlich aus liquiden Mitteln sowie drei Beteiligungen und eigenen Aktien. Seither waren nur geringe Schwankungen des NAV zu verzeichnen. Im Januar 2005 wurde eine der Beteiligungen liquidiert und die Beteiligung an Ensys ist per 11. Februar 2005 verkauft worden. In diesem Bewertungsgutachten werden diese beiden Beteiligungen spezifisch beurteilt.

Per 16. Februar 2005 ist der NAV wie folgt publiziert worden:

Liquide Mittel	CHF	19,472,136
Beteiligungen:		
Ensys AG für Energiesysteme, Frankfurt, Deutschland („Ensys“)	CHF	-
Termobahia Ltda, Bahia, Brasilien („Termobahia“)	CHF	2,550,393
Scandinavian Energy Finance Ltd. „in voluntary liquidation“, Dublin, Irland („SEFL“)	CHF	-
Eigene Aktien	CHF	696,044
Übrige Aktiven	CHF	11,202
Verbindlichkeiten und Abgrenzungen	CHF	(180,802)
<b>Total Net Asset Value per 16. Februar 2005</b>	<b>CHF</b>	<b>22,548,973</b>
<b>pro Inhaberaktie EIC (bei 1,527,510 ausstehenden Aktien)</b>	<b>CHF</b>	<b>14.76</b>

Der NAV wird wöchentlich jeweils Mittwochs durch Pennone & Partners SA berechnet und veröffentlicht. Wir haben die NAV-Berechnungen im Zeitraum von 6. Oktober 2004 bis 16. Februar 2005 auf der Basis von Stichproben überprüft. Dabei haben wir keine Fehler in der Berechnung sowie Übereinstimmung mit zugrunde liegenden Unterlagen festgestellt.

Da die Beteiligungsstruktur seit Juli 2004 praktisch unverändert blieb, war die Veränderung des NAV hauptsächlich auf währungsbedingte Schwankungen zurückzuführen, insbesondere gegenüber dem Euro, US-Dollar sowie der Schwedischen Krone. Es ist allerdings zu bemerken, dass die Wertanpassungen im NAV aufgrund der Liquidation von SEFL erstmals per 26. Januar 2005 und der Veräusserung der Beteiligung an Ensys erstmals per 16. Februar 2005 berücksichtigt worden sind.

Die im Zeitraum von 12. Juli 2004 bis 15. Februar 2005 an der Börse erzielten Kurse schwankten zwischen +5.6% und -2.6% im Vergleich zum NAV. Im volumengewichteten Durchschnitt handelte EIC mit einem Aufschlag von 1.6% zum NAV. Üblicherweise werden Aktien von Beteiligungsgesellschaften mit einem Abschlag vom NAV gehandelt. Gemäss der in Beilage 1 aufgeführten Übersicht der Auf- und Abschläge aller an der SWX kotierten Beteiligungsgesellschaften, beträgt der durchschnittliche Abschlag am 19. Januar 2005 rund 13%. Allerdings hängt dieser Abschlag im Einzelfall von verschiedenen Faktoren ab: Art und Struktur der Anlagen, Verwaltungskosten, Steuereffekte, Liquidität der Titel.

Wir haben zudem den geprüften Jahresabschluss der EIC per 31. Dezember 2003 sowie den ungeprüften Halbjahresabschluss per 30. Juni 2004 durchgesehen und analysiert. Die Jahresrechnung wird nach IAS/IFRS erstellt. Darin sind alle Beteiligungen zum Marktwert erfasst. Der NAV wird gegenüber der Bilanzierung nach IAS/IFRS um die eigenen Aktien angepasst. Die unabhängige Revisionsgesellschaft von EIC, Ernst & Young, Genf, hat die Jahresrechnung per 31. Dezember 2003, inkl. NAV-Berechnung und Marktwertberechnung, ohne Einschränkung bestätigt. Die geprüfte Jahresrechnung per 31. Dezember 2004 liegt bis heute erst im Entwurf vor. Allerdings hat uns Ernst & Young, Genf die Richtigkeit der Bilanz und Erfolgsrechnung per 31. Dezember 2004 bestätigt. Diese bilden die Basis der per 16. Februar 2005 publizierten NAV-Werte und berücksichtigen die Ereignisse nach dem Bilanzstichtag (insbesondere den Abschluss der Liquidation der SEFL sowie die Veräusserung der Beteiligung an Ensys).

Die drei Beteiligungen der EIC werden weiter unten separat beurteilt. Im Rahmen unserer Analysen zu den einzelnen Positionen des NAV haben wir per 31. Dezember 2004 Verlustvorträge von insgesamt CHF 60.1 Millionen identifiziert, welche in den Jahren 2005 bis 2011 verfallen. Die EIC genoss bis 2003 das Holdingprivileg und erfuhr damit auf kantonaler und kommunaler Ebene keine Gewinnbesteuerung. Aufgrund der Verflüssigung der Beteiligungen in 2004 geht die EIC davon aus, das Holdingprivileg zu verlieren. Sie wird daher in Zukunft auf Kantons- und Gemeindeebene mit ca. 16% besteuert werden, kann jedoch den Beteiligungsabzug geltend machen. Die Einkommenssteuerbelastung auf Bundesebene beträgt 8.5% vom Gewinn vor Steuern. Auf eine Aktivierung von latenten Steueransprüchen aufgrund der Verlustvorträge wird jedoch verzichtet, da es unwahrscheinlich erscheint, dass die EIC mit den heutigen Anlagen nach Abzug aller Verwaltungskosten jemals genügend Gewinne erzielt, um diese Verlustvorträge zu nutzen.

## **Überprüfung der Marktkonformität der geplanten Veräusserung von Ensys AG für Energiesysteme („Ensys“)**

Zwecks Überprüfung der Marktkonformität der Veräusserung von Ensys, haben wir (i) den Verkaufsprozess beurteilt sowie die dieser Transaktion zugrunde liegenden Dokumente geprüft und (ii) uns auf eigene Bewertungsüberlegungen zu Ensys gestützt.

Die Ensys wurde 1998 zu Beginn der Liberalisierung des deutschen Strommarktes gegründet. Die Unternehmensgründer Alfred Steiof und Jürgen Putz sind heute als CEO und COO tätig und neben EIC bedeutendste Aktionäre der Ensys. Die Gesellschaft ist ein Energieversorgungsunternehmen das sich in Deutschland bundesweit auf Industrie- und Gewerbekunden, hauptsächlich Handelsketten mit vielen Filialen konzentriert. Sie kauft Energie ‚back-to-back‘ in den Märkten Zentraleuropas und leitet diese durch die deutschen Stromnetze direkt zu seinen Kunden. Zunehmend erfolgt der Stromeinkauf auch dynamisch auf kurzfristiger Basis auf dem OTC-Markt, insbesondere für kurzfristige Spitzenlasten. Ein momentaner Wettbewerbsvorteil für Ensys ist die Tatsache, dass sie landesweit als einzige Ansprechperson gegenüber ihren Kunden auftreten und ihm transparente Abrechnungen anbieten kann. Die Kunden müssen nicht mit den verschiedenen Produzenten und Lieferanten verhandeln.

Zur Finanzierung ihres Wachstums erhöhte die Ensys im Mai 2000 ihr Kapital. Bei dieser Gelegenheit beteiligte sich die EIC mit EUR 2.3 Millionen und hält seither 44.6% an der Ensys. Eine weitere wichtige Finanzierungsquelle für Ensys ist die Divergenz der Zahlungsfristen für Guthaben und Verbindlichkeiten. Dies erlaubt ihr, auf eine Fremdfinanzierung zu verzichten.

Die Ensys hat die Gewinnschwelle in 2003 erreicht und agiert in einem sich immer noch stark wandelndem Markt. Grosse Chancen ergeben sich für die Ensys aufgrund der Tatsache, dass sie momentan die einzigen Anbieter ihrer Art sind und die Anzahl potentieller Kunden gross ist. Dagegen steht das Risiko, dass die grossen deutschen Stromproduzenten oder andere Anbieter verstärkt in diesen Markt eindringen und Ensys verdrängen könnten. Aufgrund der momentanen Novellierung des Energiewirtschaftsrechts (EnWG) sowie den Bemühungen durch die Regulierungsbehörde (RegTP) ist mit abnehmenden Zugangsbehinderungen in die Energieversorgung und damit mit mehr Konkurrenz für Ensys zu rechnen. Zudem ist die Preis- und Margenentwicklung zurzeit unter Druck und für die Zukunft schwierig abschätzbar. Daraus ist ableitbar, dass für die Bewertung der Ensys kaum ein exakter Wert, sondern je nach Einschätzung der Zukunftsaussichten nur eine Bandbreite von möglichen Werten bestimmbar ist.

## ***(i) Verkaufsprozess und Dokumentation***

Der Anbieter machte sein Angebot für die Inhaberaktien der EIC u.a. von der Bedingung abhängig, dass EIC vorgängig die Beteiligung an der Ensys veräussert. Zu diesem Zweck ist die EIC mit der Alpine eine Vereinbarung eingegangen, wonach sich die Alpine verpflichtete, die gesamte Beteiligung der EIC an Ensys von 44.63% zum Preis von insgesamt EUR 6,025,050 (entspricht CHF 9,317,964 zum Kurs per 31. Dezember 2004) zu übernehmen. Dieser Preis liegt um EUR 291,035 oder 5.1% über dem der NAV-Berechnung per 31. Dezember 2004 zugrundegelegtem Marktwert. Am 4. Februar 2005 wurde ein entsprechender Vertrag zwischen EIC und Alpine unterzeichnet.

In einer Vereinbarung zwischen der EIC und verschiedenen Aktionären der Ensys sowie u.a. auch Alpine, datiert 28./29. Dezember 2004, wurde den übrigen Aktionären von Ensys ein Erwerbsrecht an den an Alpine zu veräussernden Aktien zum gleichen Preis (EUR 135 je Aktie, was EUR 6,025,000 für alle von EIC gehaltenen Aktien entspricht) eingeräumt. Zu diesen Aktionären gehören u.a. die Herren Alfred Steiof, CEO der Ensys, und Jürgen Putz, COO. Alpine hat sich damit verpflichtet, die zu erwerbenden Aktien der Ensys zum selben Preis, wie sie sie erworben hat, an die übrigen Aktionäre der Ensys zu veräussern, falls diese von ihrem Erwerbsrecht Gebrauch machen. Mit Schreiben vom 26. Januar 2005 übte Alfred Steiof dieses Erwerbsrecht aus. In einem Kauf- und Übertragungsvertrag, datiert 11. Februar 2005, zwischen der EIC, Alpine, Alfred Steiof sowie weiteren Parteien wurde die direkte Übertragung der Beteiligung an Ensys von EIC an eine von Alfred Steiof kontrollierte Gesellschaft vereinbart. Vorgängig hat eine Hauptversammlung der Ensys dieser Übertragung zugestimmt. Alpine ist dadurch letztendlich nie in den Besitz der Ensys-Aktien gekommen.

Aufgrund der Tatsachen, dass Alpine (a) selbst bedeutender Aktionär der EIC ist, (b) eine Kaufverpflichtung für die Ensys-Aktien zum Preis von EUR 6,025,050 eingegangen ist und (c) den übrigen Aktionären der Ensys ein Erwerbsrecht für die von Alpine zu erwerbenden Ensys-Aktien zum gleichen Preis eingeräumt hat, leiten wir ab, dass Alpine aus eigenem Interesse einen angemessenen Preis ausgehandelt haben muss.

## ***(ii) eigene Bewertungsüberlegungen***

Für die eigenen Bewertungsüberlegungen haben wir uns auf die für solche Unternehmen übliche Methode des Discounted-Cash-Flow („DCF-Modell“) gestützt. Mangels Vorliegen vergleichbarer kotierter Unternehmen sowie kürzlich abgeschlossener ähnlicher Transaktionen, haben wir auf die Bewertung anhand von Market-Multiples verzichtet.

Unser DCF-Modell stützt sich hauptsächlich auf Daten und Informationen, die wir durch nachfolgend aufgeführten Arbeiten erhalten haben:

- Anhand von Gesprächen mit dem CEO sowie anderen Repräsentanten der Ensys, einer Analyse der Jahresrechnungen und Prüfberichte der Jahre 1999 bis 2003 sowie Monatsabschlüssen von Januar bis Oktober 2004 und einer Durchsicht von Protokollen der Aufsichtsratssitzungen von 2002 bis heute haben wir das Geschäftsmodell der Ensys studiert. Basierend darauf und unter Berücksichtigung der Erfahrungen der Energiemarktfachleute von Deloitte Düsseldorf, haben wir die oben beschriebenen Chancen und Risiken der Ensys identifiziert.
- Die Zuverlässigkeit der Budgetierung von Ensys haben wir aufgrund von Soll-Ist-Abweichungen der geplanten und effektiv erreichten Ergebnisse in 2003 und 2004 überprüft. Dabei haben wir festgestellt, dass die Zuverlässigkeit der Planung relativ hoch war, allerdings wurden die Budgets jeweils zu den Abschlusszeitpunkten nach unten korrigiert.
- Das DCF-Bewertungsmodell der EIC, welches für die Bestimmung des Marktwertes per 31. Dezember 2003 und 2004 herangezogen wurde, haben wir im Detail analysiert. Basierend darauf und unter Berücksichtigung unserer Resultate aus obigen Arbeiten haben wir unser eigenes Bewertungsmodell aufgestellt, welches im folgenden beschrieben ist.

Unser DCF-Modell basiert auf einer Diskontierung von Free Cash Flows, die aufgrund einer detaillierten Planung bis ins Jahr 2009 und einer ewigen Rente ermittelt worden sind. Dem Modell liegen im wesentlichen folgende Hauptannahmen zugrunde, die wir als eine realistische Einschätzung aufgrund der oben beschriebenen Arbeiten getroffen haben:

- Eigenkapitalkosten: 15.65% (entspricht gleichzeitig dem Diskontierungssatz, da keine Fremdfinanzierung besteht bzw. erforderlich ist)

Wir haben diesen Eigenkapitalkostensatz wie folgt hergeleitet:

risikoloser Zinssatz <sup>1</sup>	5.00%
kapitalmarktorientierte Risikoprämie <sup>2</sup>	+3.15%
gesellschaftsspezifischer Risikozuschlag (Alpha-Faktor) <sup>3</sup>	+7.50%

- Wachstum bis 2009:
  - Wachstum des Auftragsbestandes: im Durchschnitt rund 20.0%

<sup>1</sup> Der landesübliche Zinssatz für Anleihen des Bundes mit 9 bis 10 Jahren Restlaufzeit hat im langjährigen Durchschnitt bis Anfang der 90er Jahre etwa 7,5 % betragen. Seit 1993 ist der landesübliche Zinssatz nachhaltig unter den langjährigen Durchschnitt gefallen und liegt seit Anfang 1998 auf einem im historischen Vergleich extrem niedrigen Niveau von rund 4,0 %. Ende Dezember 2004 lag die Rendite für Anleihen der öffentlichen Hand mit einer Restlaufzeit von über 8 bis einschließlich 15 Jahren bei etwa 3,6 % (vgl. Deutsche Bundesbank, Tägliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere). Die Rendite für Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von über 15 bis einschließlich 30 Jahren belief sich Ende Dezember 2004 auf 4,26 % (vgl. Deutsche Bundesbank, a.a.O.). Dieses Niveau kann jedoch nicht Massstab für die langfristige Zukunftserwartung sein. Wir halten übereinstimmend mit der vorherrschenden Meinung im deutschen Berufsstand (vgl. Berichterstattung über die 84. Sitzung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung vom 10.12.2004) aus heutiger Sicht einen Basiszinssatz oberhalb des aktuellen Niveaus, aber unterhalb des historischen Durchschnitts, in einer Größenordnung von 5,0 % für angemessen.

<sup>2</sup> Basierend auf einem langfristigen Kapitalmarktdurchschnitt von 4.5% (vgl. u.a. Arbeitskreis Unternehmensbewertung AKU im Institut der deutschen Wirtschaftsprüfer) und einem Beta-Faktor von 0.7 (Durchschnitt einer Peergroup aus Energieproduzenten und -händlern: E.ON AG, RWE AG, Electrabel SA, Poweo, Reliant Energy Inc.).

<sup>3</sup> Als spezifische Risiken sehen wir insbesondere den relative kleinen Kundenkreis, die starke Bindung an die Person des CEOs, eine kurze Historie des Unternehmens sowie sich eine daraus ergebende vergleichsweise hohe Existenzgefährdung. Die Bestimmung des gesellschaftsspezifischen Risikozuschlages basiert hauptsächlich auf unseren Erfahrungen mit anderen deutschen Wachstumsunternehmen.

- Wachstum der Fixkosten: im Durchschnitt rund 10.0%

- zunächst absinkende und ab 2006 erhöhte, auf moderatem Niveau konstante Rohertragsmargen  
Diese Wachstumserwartung widerspiegelt einige Eckdaten der detaillierten Planung für die Jahre 2005 bis 2009. Diese basiert einerseits auf der eigenen Unternehmensplanung der Ensys und andererseits auf einer Vielzahl von Informationen, welche wir im Rahmen unserer Analysen gesammelt haben (siehe oben erwähnte Arbeiten).

- Nachhaltiges Gewinnwachstum nach 2009: 1.0% p.a.

In unserem Modell haben wir mit Detailplandaten bis 2009 gerechnet. Danach orientiert sich das nachhaltige Gewinnwachstum am überwältzaren Teil der langfristig erwarteten Inflationsrate.

- Abschlag für Minderheitsbeteiligung sowie Illiquidität der Anlage: 30%

Einen solchen Abschlag erachten wir für eine ‚Private Equity‘-Beteiligung aus Sicht der EIC als angemessen<sup>4</sup>. Aufgrund von Vereinbarungen unter den Aktionären sind die Veräusserungsmöglichkeiten der Beteiligung eingeschränkt.

Darüber hinaus haben wir Sensitivitätsanalysen durch Variation der oben genannten wesentlichen Parameter durchgeführt<sup>5</sup>. Die daraus resultierende Bandbreite von Werten für die Beteiligung an der Ensys, welche unter Berücksichtigung aller erhaltenen Informationen und aller Ergebnisse unserer Analysen als angemessen und vertretbar beurteilt werden können, liegt danach zwischen EUR 5,570,000 und EUR 7,430,000.

In ihren Empfehlungen, datiert 4. bzw. 22. September 2003, zum Übernahmeangebot der Alpine für alle Aktien der EIC, führte der damalige Verwaltungsrat von EIC einen erwarteten Realisierungserlös von EUR 6.1 Millionen bis EUR 11.0 Millionen für die Beteiligung an Ensys auf. Diese aus heutiger Sicht optimistische Einschätzung hatte zum Ziel, das feindliche Übernahmeangebot der Alpine abzuwehren und ein Preis an der oberen Grenze wäre aus damaliger Sicht auch nur erzielbar gewesen, wenn ein strategischer Investor im Laufe eines mit allen Aktionären koordinierten Verkaufsprozesses hätte gefunden werden können. Ein solcher Verkaufsprozess kam jedoch nicht zustande und in 2003 und 2004 hat sich die Ensys unter den damals gemachten Erwartungen entwickelt. Die EIC hat die Beteiligung an der Ensys in der Folge dann auch nie aufgewertet.

### *(iii) Schlussfolgerung*

Aufgrund obiger Erläuterungen kommen wir zum Schluss, dass der Verkaufspreis von EUR 6,025,050 als marktkonform bezeichnet werden kann. Allerdings sollte dabei berücksichtigt werden, dass die Bandbreite marktkonformer Preise relativ gross ist und insbesondere von der Einschätzung der Chancen und Risiken der Ensys im deutschen Energiemarkt abhängig ist.

In der NAV-Berechnung per 16. Februar 2005 ist der Verkaufspreis von EUR 6,025,050 enthalten, welcher per 14. Februar 2005 an EIC bezahlt worden ist.

---

<sup>4</sup> Vgl. Pratt, Business Valuation – Discounts and Premiums, 2001, S. 78ff.

<sup>5</sup> Variante 1: stärkere Volumenentwicklung ab 2006, stärkerer Anstieg des Preisniveaus ab 2005, Erhöhung Beta-Faktor auf 1.2; Variante 2: flachere Volumenentwicklung ab 2006 und geringerer Anstieg des Preisniveaus ab 2005; Variante 3: nachhaltiges Gewinnwachstum von 2.0%; Variante 4: nachhaltiges Gewinnwachstum von 0.5%

## **Bewertungsüberlegungen zu Termobahia Ltda („Termobahia“)**

EIC's Investition in Termobahia besteht per 31. Dezember 2004 aus einem nachrangigem Darlehen im Betrag von USD 2,109,882 sowie einer Eigenkapitalbeteiligung von USD 64,533. Der Nominalwert des Darlehens betrug per 17. Januar 2005 USD 1,827,970 (inkl. aufgelaufene Zinsen). Es wird bis zum 30. September 2023 mit monatlich gleichbleibenden Zahlungen von ca. USD 28,000 verzinst und vollständig amortisiert (entsprechend 18.79% Verzinsung).

Termobahia ist ein unabhängiger Energieerzeuger in Brasilien. Die Anlage wurde im Januar 2004 fertiggestellt, ist zurzeit allerdings nicht im Betrieb. Neben EIC sind die ABB Equity Ventures (49%), Petrobras (29%) und Petros (20%) beteiligt. Bis ins Jahr 2015 besteht zudem eine durch die Inter-American Development Bank (IADB) gesicherte vorrangige Finanzierung. Gemäss einem ‚Energy Conversion Contract‘ wird die gesamte produzierte Energiemenge an Petrobras verkauft. Dieser Vertrag regelt auch, dass Petrobras bis 2023 in jedem Fall, d.h. ob Energie produziert wird oder nicht, ausreichende Zahlungen an Termobahia leisten muss, damit der operationelle Unterhalt sowie die vereinbarte Schuldentilgung finanziert werden können. Petrobras ist ein grosser brasilianischer Energiekonzern, welcher an den Börsen von São Paulo und New York kotiert und von Moody's momentan mit Ba1 bewertet ist.

Die EIC bewertet das nachrangige Darlehen durch Diskontierung der zukünftigen Zahlungsströme. Schwankungen können sich aufgrund der Umrechnung von USD in CHF ergeben. Zur Diskontierung verwendete EIC einen Satz von 15%. Dieser basiert auf dem Zinssatz für 10-jährige USD-Anleihen von Petrobras (8.5%), inklusive einer Prämie für die längere Laufzeit bis 2023 (1.0%) sowie für das geschäftsspezifische Risiko (2.5%) und die Illiquidität der Anlage (3.0%). Sowohl die externe Revisionsgesellschaft als auch wir erachten diesen Diskontsatz als angemessen.

Eine vom Anbieter an unabhängige Finanz- und Rechtsexperten in Auftrag gegebene und von uns durchgesehene Beurteilung der Beteiligung an Termobahia, kommt in Berichten vom 30. November 2004 zum Schluss, dass zum Beurteilungszeitpunkt keine nennenswerten Risiken in dieser Beteiligung erkennbar sind, welche nicht in der im Diskontsatz enthaltenen Risikoprämie reflektiert wären. Umgekehrt wurde in den Analysen im Laufe der Verhandlungen zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft auch kein Aufwertungspotenzial identifiziert.

Aufgrund unserer Analysen erscheint die Bewertung dieser Beteiligung angemessen.

## **Bewertungsüberlegungen zur Scandinavian Energy Finance Ltd., ‚in voluntary liquidation‘ („SEFL“)**

Die SEFL ist inzwischen liquidiert worden. Nachdem die Liquidationsdividende am 31. Dezember 2004 auf CHF 250,000 geschätzt worden ist, wurde am 20. Januar 2005 vom Liquidator der SEFL die Liquidationsschlussdividende im Betrag von SEK 2,168,170 (ca. CHF 371,000) überwiesen. Der per 16. Februar 2005 publizierte NAV-Wert berücksichtigt diese Anpassung.

## Einschränkungen und Schlussfolgerung

Unsere Bewertung stützt sich auf eine Evaluation von Informationen, deren Genauigkeit und Vollständigkeit wir annahmen und auf die wir uns verliessen, ohne sie von einem Dritten bestätigen oder prüfen zu lassen. Bezüglich der gemachten Angaben, Informationen und Daten, die uns zur Verfügung gestellt wurden, nahmen wir an, dass diese ordnungsgemäss erstellt worden sind. Die Vertreter der EIC bestätigten uns schriftlich, dass die uns nach bestem Wissen und Gewissen sämtliche bewertungsrelevanten Daten und Informationen im Zusammenhang mit der Erstellung dieses Bewertungsgutachten gegeben haben.

Unsere Bewertung beruht auf der Wirtschafts- und Marktlage und sonstigen Bedingungen sowie den uns vorliegenden Informationen, die zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Bewertung bekannt und massgeblich waren. Im Zusammenhang mit den Bewertungsüberlegungen zu Ensys möchten wir insbesondere darauf hinweisen, dass der heutige Wert in höchstem Masse von der Zukunftsentwicklung abhängig ist. Wir haben versucht, aufgrund von unabhängigen Analysen der heute verfügbaren Daten und Informationen, diese Zukunftsentwicklung abzuschätzen. Sollten jedoch Entwicklungen eintreten, welche in unserer Einschätzung nicht vorhersehbar und berücksichtigt waren, könnte eine Wertbeurteilung im nachhinein anders ausfallen.


Diese Bewertung ist ausschliesslich als Information für den Anbieter und die Aktionäre der EIC bestimmt. Sie darf ohne unsere Erlaubnis für keinen anderen Zweck verwendet werden, mit Ausnahme der Publikation im Angebotsprospekt.

Unsere Bewertung umfasst keine grundlegenden Untersuchungen der Vorteile des Übernahmeangebots für die Aktionäre der EIC. Wir geben den Aktionären der EIC gegenüber keinerlei Hinweise oder Empfehlungen dahingehend ab, wie sie sich verhalten sollten.

Basierend auf der oben beschriebenen Ausgangslage, den uns von der Zielgesellschaft bzw. deren Vertreter gemachten Angaben und unseren Analysen sind wir zum Schluss gekommen, dass der Verkaufspreis von EUR 6,025,050 für die Beteiligung an der Ensys angemessen ist und der per 16. Februar 2005 publizierte NAV von CHF 14.76 pro Inhaberaktie EIC eine zweckmässige Basis für die Bewertung der EIC darstellt.

Ausschliesslicher Gerichtsstand ist das Handelsgericht Zürich.

Freundliche Grüsse  
**Deloitte & Touche AG**



Gerhard Ammann

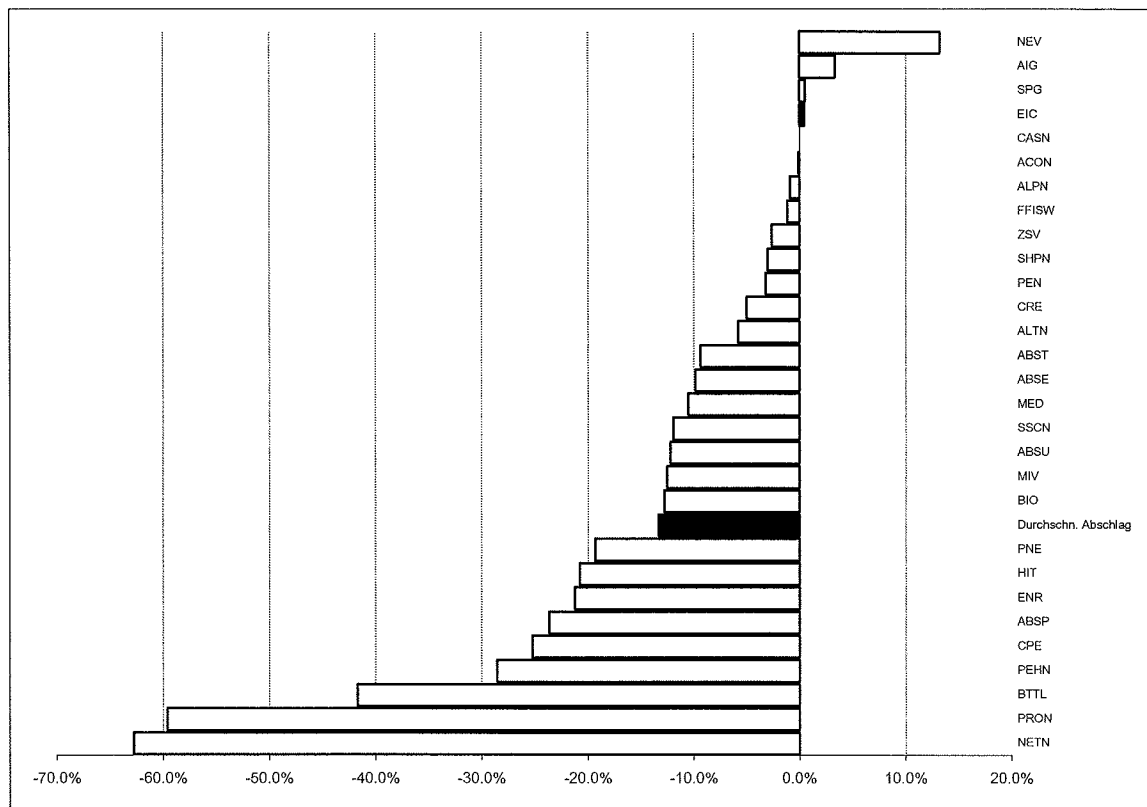


Hans-Peter Wyss

Beilage



### Übersicht der Ab- und Zuschläge der an der SWX kotierten Beteiligungsgesellschaften per 19. Januar 2005



Quellen: F&W 19. Januar 2005 sowie SWX-Marktdaten