

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

relatif à

l'appréciation de l'équité financière de l'offre publique d'échange de Motor-Columbus AG  
(« MC »), Baden, concernant toutes les actions nominatives d'Aare-Tessin AG für Elektrizität  
(« Atel »), Olten, se trouvant en mains du public.

Zurich, le 12 avril 2006<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 23 mars 2006.

**Ce document est une traduction du texte original allemand.**

## Sommaire

<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	4
1.3	Procédure d'évaluation	5
1.4	Bases d'évaluation	5
<b>2</b>	<b>Présentation des sociétés</b>	<b>7</b>
2.1	Aare-Tessin AG für Elektrizität	7
2.2	Motor-Columbus AG	8
<b>3</b>	<b>Considérations relatives à la valeur d'Aare-Tessin AG für Elektrizität</b>	<b>9</b>
3.1	Méthode DCF	9
3.2	Approche de marché	11
<b>4</b>	<b>Considérations relatives à la valeur de Motor-Columbus AG</b>	<b>13</b>
<b>5</b>	<b>Analyse de l'évolution des cours et des volumes d'échange de l'action</b>	<b>15</b>
<b>6</b>	<b>Considérations relatives au rapport d'échange</b>	<b>17</b>
6.1	Fourchettes de valeur	17
6.2	Rapport d'échange	17
6.3	Effets de dilution	17
<b>7</b>	<b>Conclusion</b>	<b>18</b>
	<b>Annexes</b>	<b>19</b>
	Annexe 1: Analyse des betas et de la structure de financement	19
	Annexe 2: Multiples de sociétés cotées comparables	20
	Annexe 3: Multiples de transactions comparables	21

## Liste des abréviations

Atel	Aare-Tessin AG für Elektrizität
CAGR	Compound Annual Growth Rate (taux de croissance moyen)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (modèle d'évaluation des actifs financiers)
CHF	Franc suisse
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)
EDF	Electricité de France
EUR	Euro
FP	Fonds propres
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
NAV	Net Asset Value, Valeur des actifs nets
M	Million(s)
MC	Motor-Columbus AG
Mrd	Milliard(s)
OPA	Offres publiques d'acquisition
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)

## 1 Introduction

### 1.1 Situation

Le 29 septembre 2005, un consortium composé des sociétés Electricité de France («EDF») International, Paris, EOS Holding («EOS»), Lausanne, Aziende Industriali di Lugano SA, Lugano, Elektra Baselland, Liestal, Elektra Birseck, Münchenstein, IBAarau AG, Aarau, le canton de Soleure et les Forces motrices de Zoug, Zoug ainsi qu'Aare-Tessin AG für Elektrizität («Atel») a conclu un contrat 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»). Le consortium envisage de restructurer l'actuel groupe Atel/MC dans le sens d'une fusion de ses activités avec celles d'EOS et, le cas échéant, avec les activités suisses du groupe EDF, Paris. Les étapes de la transaction<sup>1</sup> prévue doivent 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. 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'EOS ainsi que, le cas échéant, avec les actifs suisses du groupe EDF

Dans sa recommandation du 11 août 2005, la commission suisse des OPA a précisé que dès lors que les membres du consortium et Atel signaient la convention de consortium, ils détendraient, de concert, directement ou indirectement, plus de 33 ⅓% des droits de vote dans Atel. De ce fait, le consortium dépasse le seuil légal défini à l'article 32 al. 1 de la Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières («LBVM») et se voit dans l'obligation de soumettre une offre publique aux actionnaires d'Atel.

En revanche, les membres du consortium et Atel sont libérés de l'obligation de soumettre une offre publique aux actionnaires de MC en raison d'une clause d'opting out stipulée dans les statuts de MC.

Sur demande des membres du consortium, MC établit une offre obligatoire pour l'échange d'actions Atel contre des actions MC. L'offre d'échange prévoit que les actionnaires d'Atel recevront 0.321 actions au porteur de MC d'une valeur nominale de CHF 500 chacune par action nominative d'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 précité de l'offre obligatoire du point de vue des actionnaires d'Atel. Les résultats de nos analyses sont présentés dans ce document. Cette Fairness Opinion est destinée à être publiée.

---

<sup>1</sup> Nous renvoyons à cet égard au prospectus d'offre concernant la description détaillée des étapes de la transaction

Ce rapport ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre d'échange. Il ne comporte 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 de MC. Les fourchettes de valeur déterminées pour les deux sociétés sont divisées par le nombre d'actions en circulation et comparées entre elles. 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 ». Les synergies qui pourraient résulter de cette transaction ne sont donc pas prises en compte, notamment en raison du fait qu'elles sont jugées négligeables.

Notre analyse se base sur une prise en considération des valeurs au niveau des deux sociétés Atel et MC. L'incidence qui peut en résulter pour chaque actionnaire – notamment répercussions fiscales<sup>2</sup> – n'est pas prise en compte dans notre analyse. Une telle analyse serait presque impossible à réaliser compte tenu des situations spécifiques à 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 MC 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 de MC, 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 de la valeur des quotes-parts fait ensuite l'objet d'un abattement 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 MC 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 budget 2006 (établi en date du 05.12.2005) ainsi que le plan d'affaires 2006-2010 (établi en date du 16.06.2005) du groupe Atel et de ses filiales consolidées;
- informations internes à MC qui ont été jugées importantes pour notre analyse, y compris les derniers états financiers (2005) de ses participations, des extraits de comptes au

---

<sup>2</sup> Nous renvoyons à cet égard au prospectus d'offre concernant les détails des aspects fiscaux de la transaction

28.02.2006, les avoirs en titres au 28.02.2006, des expertises de divers immeubles ainsi qu'une récapitulation par les gestionnaires de fonds des justes valeurs des participations détenues dans les sociétés de capital risque et de Private Equity;

- analyses des marchés des capitaux de Pictet & Cie (La performance des actions et des obligations en Suisse 1926-2005, mise à jour janvier 2006), d'Ibbotson Associates (2005 Yearbook) ainsi que de Damodaran (betas et coût du capital par branche);
- données du marché des capitaux et données financières concernant des entreprises 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 de MC concernant la situation financière et les résultats de MC et de ses participations.

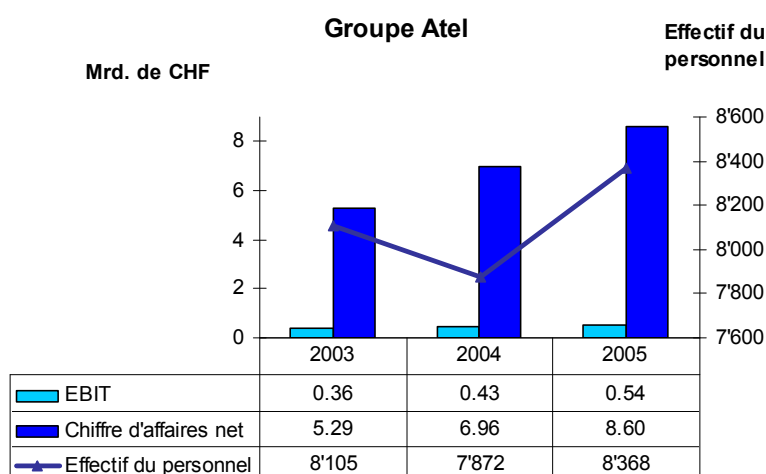
Les informations et réflexions présentées dans ce document se fondent sur les informations disponibles à la date de l'évaluation et peuvent être sujettes à des modifications. Dans le cadre de son travail, PwC n'a procédé à aucune révision au sens de la loi et n'a pas effectué de Due Diligence. PwC n'a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

## 2 Présentation des sociétés

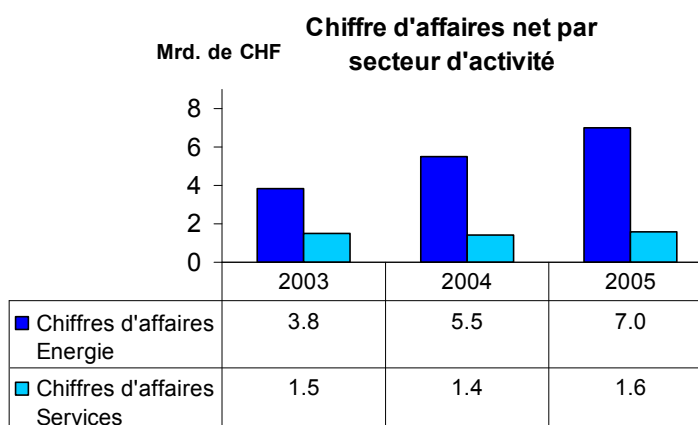
### 2.1 Aare-Tessin AG für Elektrizität

Atel est une entreprise active dans le secteur électrique et domiciliée à Olten. Elle déploie ses activités à l'échelle européenne. Elle travaille dans le domaine de la production et du négoce de courant électrique ainsi que 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).

Le groupe Atel a réalisé en 2005 un chiffre d'affaires net de CHF 8,6 Mrd, soit une progression de 24% par rapport à l'année précédente (en 2004, la progression était de 32% par rapport à 2003). Selon les chiffres publiés, l'EBIT 2005 du groupe Atel est de CHF 541 M alors que, selon les comptes audités, il s'élevait à CHF 431 M en 2004 et à CHF 360 M en 2003. L'évolution est reproduite dans le graphique ci-dessous.



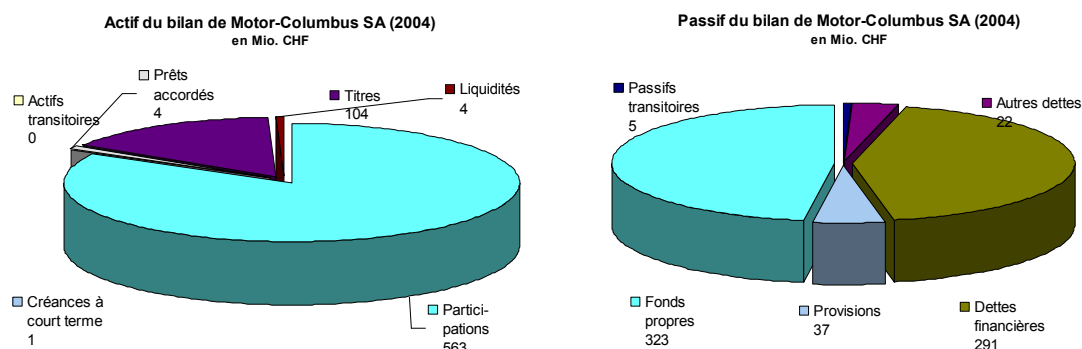
La part principale du chiffre d'affaires (81%) a été générée en 2005 par le segment énergie (CHF 7,0 Mrd). Le secteur des services liés à l'énergie électrique a contribué en 2005 pour 19% au chiffre d'affaires net (CHF 1,6 Mrd). Le graphique ci-dessous donne une vue d'ensemble:



## 2.2 Motor-Columbus AG

MC est un holding financier dont le siège est à Baden et qui n'exerce pas d'activité opérationnelle. Au 31 décembre 2005, la participation de MC dans Atel, calculée sur une base économique, c'est-à-dire en évaluant chaque participation à la valeur du marché, représentait environ 98,5% des actifs. Les actions au porteur de MC sont cotées à la bourse Suisse (SWX Swiss Exchange).

Selon les derniers comptes annuels, publiés en 2004 (valeurs comptables), les actifs et les passifs du bilan de MC se décomposent ainsi:



La participation la plus importante est celle détenue dans le groupe Atel (58,5%). MC détient en outre des participations dans Citinvest AG (100%), MC Management AG (100%), Roos-park AG (100%), Tecenet AG (100%)%, MC Venture Finance NV. (100%), ainsi que dans d'autres sociétés de moindre envergure.

MC détenant une participation majoritaire de 58,5% dans le groupe Atel et n'exerçant pas elle-même d'activités opérationnelles, les comptes consolidés se composent principalement des chiffres du groupe Atel.



### 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 repose nos conclusions. Des données déterminées au moyen de l'approche de marché ont été utilisées afin de vérifier la plausibilité des résultats de la méthode DCF.

#### 3.1 Méthode 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 Models (« CAPM »). Afin d'obtenir la valeur d'entreprise opérationnelle, on établit la somme des cash-flows libres futurs escomptés additionnée à celle de la valeur résiduelle. Cette dernière sous-entend une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme. En additionnant les actifs hors exploitation et en déduisant les fonds étrangers rémunérés ainsi que les parts des minoritaires, 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 budget 2006 établi par la direction et du plan d'affaires 2006-2010. La direction table sur une croissance modérée du chiffre d'affaires (CAGR: 4,9%) générée par une expansion géographique continue. L'EBITDA s'accroît en moyenne de 5,2% (CAGR).

Dans le calcul de la valeur résiduelle (à partir de 2011), on capitalise à l'infini le cash-flow libre durable au taux du coût du capital, en tenant compte d'une croissance à l'infinie (formule dite de continuité de l'exploitation<sup>3</sup>). Le taux de croissance à l'infinie 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 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

<sup>3</sup> Valeur résiduelle = cash-flow libre durable / (WACC – taux de croissance durable)

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 6.54%, à raison du coût des fonds propres de 7.65% et de celui de la dette (après impôts) de 3.24%.

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 du chiffre d'affaires pour 2005. Sur cette base, le taux hors risques pondéré pour Atel est de 3.65%.

#### **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 des obligations suisses depuis 1926.<sup>4</sup> Pour le calcul de la prime de risque du marché, une majoration de 0,50% a été considérée sur l'écart entre le rendement des actions et celui des obligations dans la mesure où le calcul initial repose sur un échantillon d'obligations émises par différents débiteurs plutôt que sur des obligations d'Etat.

#### **Beta**

Le « levered » Beta est dérivé du Beta « unlevered » et est ajusté en fonction de la structure de financement de la société.<sup>5</sup> Le beta « unlevered » est estimé sur la base de celui des entreprises cotées similaires 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 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.

#### **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% a été estimée. Des informations complémentaires concernant la structure de financement des entreprises cotées comparables sont fournies en annexe.

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

<sup>5</sup> Unlevered Beta = Levered Beta / (1+(dette nette/fonds propres)). Les dettes nettes correspondent aux dettes financières après déduction des liquidités non opérationnelles (hypothèse: liquidités opérationnelles = 4% du chiffre d'affaires). Source des betas des entreprises cotées comparables: Bloomberg, 01.01.2006. Source du beta de l'industrie: Damodaran, 14.02.2006.

**Prime de risque pour dettes**

Atel a émis, le 01.03.2006, un emprunt au taux de 2.625% portant sur un montant de CHF 250 M et d'une durée de 12 ans. À long terme, il faut toutefois s'attendre à des coûts de financement plus élevés de la dette. On se fonde sur une prime pour dettes de 0.50% sur le taux d'intérêt hors risques.

**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 22%.

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; sinon, on a recours 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 résultant de l'évaluation selon la méthode 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 plausibiliser la valeur du DCF, PwC a procédé à des calculs de sensibilité en faisant varier différents paramètres (p. ex. coût du capital, marge EBITDA, marge EBIT 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%	+1%
Variation de la valeur des fonds propres	+15%	+7%	<b>0%</b>	-6%	-12%
Croissance à l'infinie (variation)	-0.50%	-0.25%	<b>0.00%</b>	0.25%	0.50%
Variation de la valeur des fonds propres	-10%	-5%	<b>0%</b>	+6%	+13%
Marge EBITDA dans la valeur résiduelle (variation)	-1.0%	-0.5%	<b>0.0%</b>	+0.5%	+1.0%
Variation de la valeur des fonds propres	-20%	-10%	<b>0%</b>	+10%	+20%

Sur la base de l'évaluation DCF, ainsi que des analyses de sensibilité, on obtient pour la valeur des fonds propres d'Atel, une fourchette de valeur de CHF 6.4 à 7.0 Mrd. La capitalisation boursière actuelle d'Atel est d'environ CHF 6.6 Mrd, et se situe dans la fourchette de valeur déterminée.

**3.2 Approche de marché**

L'approche de marché repose sur une comparaison avec les 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 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 par l'approche de marché d'Atel, les valeurs d'entreprise et/ou les valeurs des fonds propres actuelles (au 28.02.2006) des entreprises cotées comparables ont été mises en relation avec leurs chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT et bénéfice net des années 2005, 2006 et 2007. Les résultats estimés des années 2006 et 2007 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 grandes différences relatives à l'importance des activités de négoce et des méthodes de comptabilisation des revenus utilisés par les entreprises retenues dans l'échantillon des sociétés cotées comparables. Les multiples tenant compte des structures de coûts sont plus pertinents, raison pour laquelle on tient compte uniquement des multiples de l'EBITDA, l'EBIT et du bénéfice net pour déterminer la fourchette de valeur.

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

En complément à l'analyse des multiples boursiers, on procède à une recherche de transactions d'entreprises comparables qui ont eu lieu au cours des trois dernières années. En fonction du prix payés les mêmes multiples 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 6.3 à 7.2 Mrd. La valeur du DCF est ainsi confirmée et la capitalisation boursière actuelle d'environ CHF 6.6 Mrd est également comprise dans cette fourchette de valeur.

#### **4 Considérations relatives à la valeur de Motor-Columbus AG**

La détermination de la valeur des fonds propres de MC 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 (« Sum of the Parts »). L'évaluation des différents éléments de fortune doit se faire selon des critères de finance d'entreprise, sans tenir compte des prescriptions du droit commercial et du droit fiscal. Les valeurs économiques des différents postes du bilan de MC 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 soldes de comptes et les portefeuilles de titres ont été valorisés à la date du 28.02.2006.

Les participations financières ont été considérées sur la base d'estimations de leur juste valeur. Les participations de MC 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, on a tenu compte des fourchettes de justes valeurs déterminées au chapitre 3 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 justes valeurs des différents fonds et participations.

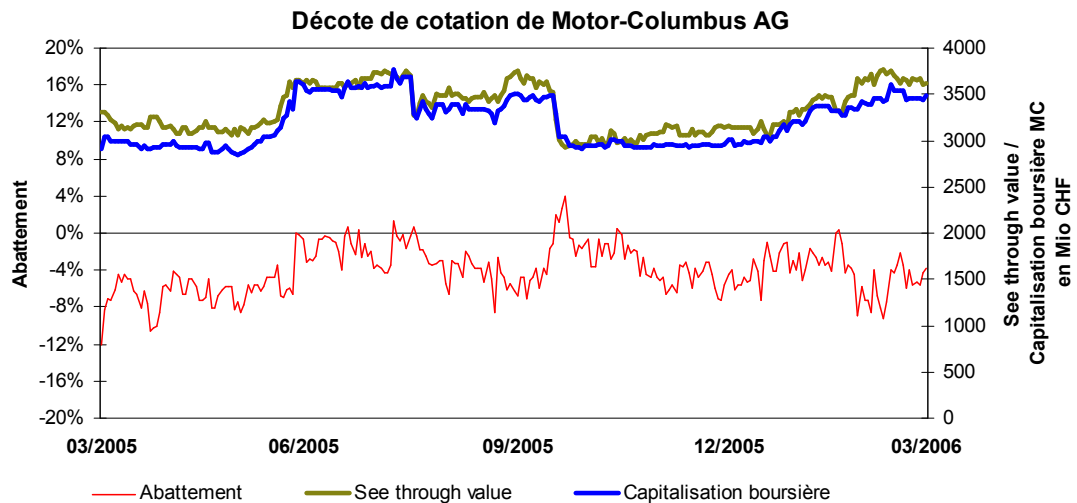
Au passif, on a procédé à un apurement des fonds étrangers à court et à long terme ainsi que des provisions. Les provisions ont notamment été ajustées afin de tenir compte des charges fiscales différées suite aux réévaluations effectuées au niveau du holding.

Les impôts différés sur les réévaluations d'actifs sont pris en considération dans la mesure où l'on peut admettre que l'actif correspondant sera vendu. Tel est notamment le cas pour les immeubles des participations considérées comme hors exploitation ainsi que pour 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 MC est déterminée par la fourchette de valeur définie pour Atel, laquelle découle des méthodes d'évaluation présentées au chapitre 3. La fourchette de valeur en résultant est ensuite réduite à raison d'un abattement de 4.0% à 5.0%. Outre la valeur substantielle, il convient de tenir compte d'autres aspects relatifs à la valeur: au niveau du holding, on constate des coûts supplémentaires chez MC 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, MC 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 terme 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 MC a, par rapport à l'action Atel, été négociée durant les 30 derniers jours avant la publication de l'offre obligatoire avec un abattement moyen

d'environ 5.5% et, sur toute l'année, avec un abattement moyen d'environ 4.0%. Cet abattement est calculé par comparaison entre la capitalisation boursière effective de MC et la valeur des fonds propres de MC dans l'hypothèse d'une revalorisation continue des fonds propres de MC en fonction de l'évolution du prix de cotation du titre Atel (see through value).

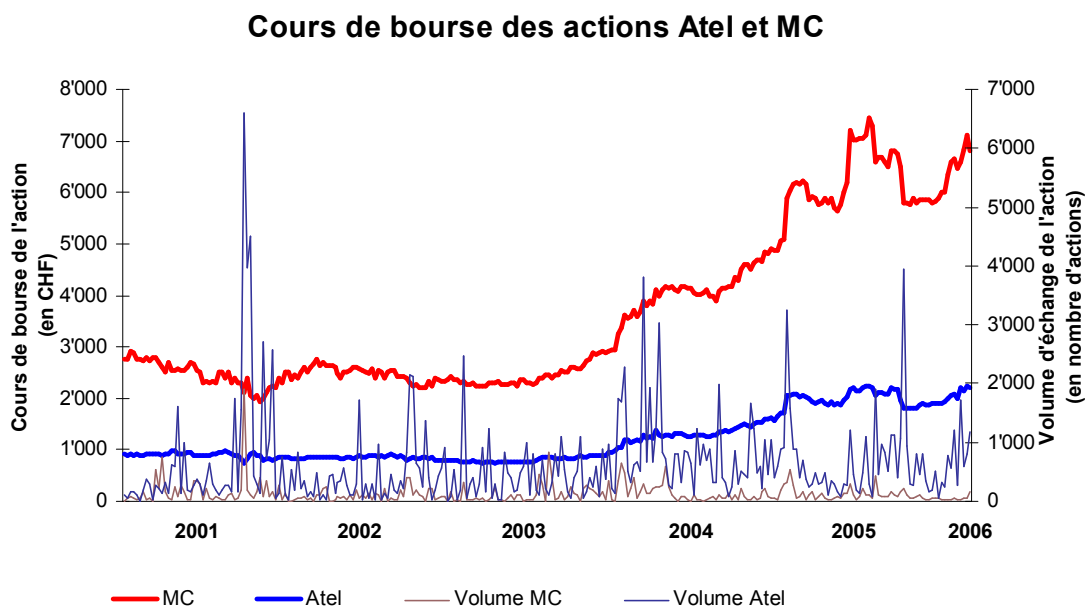


	Ø Cours (CHF)		Ø Nombre d'actions (Mio.)		Ø Cap. boursière (CHF Mio.)	Ø See through value (CHF Mio.)		Ø Cap. boursière (CHF Mio.)	Ø Abattement (%)
	Atel	MC	Atel	MC	Atel	MC	MC	MC	MC
Moyenne									
30 derniers jours	2'191	6'815	3.036	0.506	6'652	3'651	3'449		-5.52%
3 derniers mois	2'092	6'571	3.036	0.506	6'350	3'474	3'325		-4.22%
12 derniers mois	2'020	6'350	3.036	0.506	6'134	3'347	3'213		-4.01%

Après prise en considération de l'abattement mentionné de 4.0% à 5.0% ainsi que de la fourchette de valeur définie pour Atel, la fourchette de valeur des fonds propres en résultant pour MC est de CHF 3.3 à 3.7 Mrd. La capitalisation boursière actuelle de MC d'environ CHF 3.4 Mrd, se situe dans la fourchette de valeur déterminée.

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

Le rapport d'échange offert de 0.321 actions MC pour une action Atel est fonction du rapport moyen des actions négociées durant les 30 derniers jours de cotation avant l'annonce. Le graphique ci-dessous présente l'évolution des cours des deux actions et les volumes traités chaque semaine au cours des 5 dernières années avant la notification de l'offre publique obligatoire.



Le prix de l'action du groupe Atel a augmenté de 33% entre début 2005 et début mars 2006, celui de l'action MC de 40%. 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:

- 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 de MC par des investisseurs stratégiques sont confirmées par l'actionnaire principal actuel, l'UBS;
- avril 2004: offre publique d'achat de l'UBS pour 1230 CHF par action Atel / l'intérêt manifesté par Lugano et Bellinzona pour l'acquisition d'actions MC devient public / publication des comptes annuels 2003.

La majorité des actions du groupe Atel est détenue par des investisseurs institutionnels. Au 31.12.2005, l'actionnaire principal d'Atel est MC, à raison d'une part de 58,5%. Elektra Birseck (14,9%), Elektra Baselland (7,9%), AEM S.p.A. Milano (5,8%) et le canton de Soleure (5,0%), IBAArau (2,2%) et EDF (1,3%) sont d'autres actionnaires d'Atel. 4,4% des actions Atel sont détenues dans le public, de sorte que le Free Float est relativement limité.

Les actions MC présentent également un Free Float limité à raison de 8,9% d'actions détenues dans le public. Les autres actions sont entre les mains de l'UBS (55,6%)<sup>6</sup>, d'EDF (20,0%), et d'EOS Holding (15,5%). La part de l'UBS est reprise par les membres d'un consortium, ainsi qu'il l'a été décrit au premier chapitre.

673 actions Atel (0,022%) et 119 actions MC (0,024%) ont été négociées en moyenne chaque semaine au cours de l'année écoulée.

---

<sup>6</sup> En date du 29.09.2005, UBS AG a conclu des contrats sur la vente de la part de 55,6% détenue par elle dans Motor-Columbus AG. L'exécution de cette transaction coïncide avec la soumission d'une offre obligatoire aux actionnaires d'Atel qui repose sur la présente Fairness Opinion.



## 6 Considérations relatives au rapport d'échange

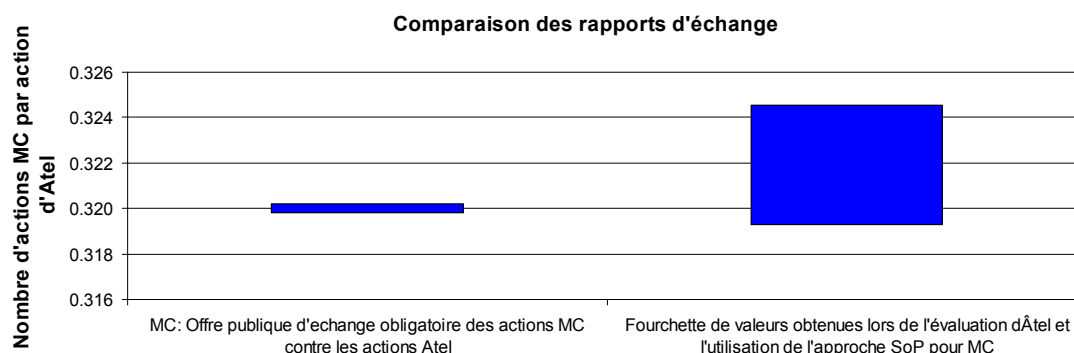
### 6.1 Fourchettes de valeur

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 6.4 et 7.0 Mrd.**

Des travaux décrits au chapitre 4 et la prise en considération de la fourchette de valeur déterminée du groupe Atel découle une fourchette **de la juste valeur des fonds propres de MC située entre CHF 3.3 et 3.7 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, on obtient un **rapport d'échange équitable de 1 action nominative Atel pour 0.319 jusqu'à 0.325 actions au porteur MC.**

### 6.3 Effets de dilution

Le rapport d'échange repose sur la prise en considération des justes valeurs d'Atel et MC. Il en ressort que la transaction n'a 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, on obtient une fourchette de 1 à **0.319 à 0.325** pour le rapport d'échange entre les actions nominatives Atel et les actions au porteur MC.

Compte tenu de ce qui précède, nous estimons juste et adéquate sur le plan financier l'offre obligatoire de MC aux actionnaires d'Atel d'échanger une action nominative de Atel d'une valeur nominale de CHF 100 chacune contre **0.321** actions au porteur MC d'une valeur nominale de CHF 500 chacune.

Cette Fairness Opinion est basée sur des travaux d'analyse effectués au cours de notre mission qui s'est achevée le 23 mars 2006.

Veuillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.

PricewaterhouseCoopers AG



Markus Bucher



Dr. Marc Schmidli

## Annexes

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

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

(1)  $Unlevered\ Beta = Levered / (1 + (Dettes / Fonds\ propres))$  selon la formule Harris-Pringle

(2) Capitalisation boursière au 28.02.2006 (source : Bloomberg)

(2) Intérêts minoritaires selon derniers comptes publiés (source: Bloomberg)

(3) Dettes financières selon derniers comptes publiés (source: Bloomberg)

(4) Liquidités excédentaires

(5) Source: Bloomberg, 31.12.2005. 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)

(6) Beta de l'industrie de la production, transmission, intégration et distribution d'énergie (source: Damodaran, Beta Europe)

## Annexe 2: Multiples de sociétés cotées comparables

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

1) Liquidités excédentaires = Liquidités non nécessaires à l'activité opérationnelle

2) Selon informations disponibles à la date du rapport

VE Valeur d'entreprise

Sources: Bloomberg, Reuters, Rapports d'analystes financiers, Rapports annuels, Oanda, etc.

## Annexe 3: Multiples de transactions comparables

Nr.	Date de clôture	Type de transaction	Entreprise cible	Pays	Acquéreur	Actions acquises en %	Valeur des Fonds propres en USD Mio.	VE / EBITDA	VE / EBIT	P / E	
1	08.12.05	Offre publique d'achat	Electrabel SA/NV	BE	Suez SA	49.92%	27'787	15.57x	21.82x	23.82x	
2	26.10.05	Offre publique d'achat	Edison SpA	IT	AEM SpA, Electricite de France SA - EDF	30.46%	10'838	9.65x	19.99x	n/m	
3	30.09.05	Vente	Motor-Columbus AG	CH	Groupe d'investisseurs	55.60%	1'800	3.47x	5.53x	13.38x	
4	26.09.05	Vente	Severoceska Energetika as	CZ	J&T Finance Group as	36.60%	293	8.17x	n/a	7.69x	
5	18.07.05	Vente	United Energy as	CZ	Czech Energy Holding as	85.16%	137	n/a	n/a	14.73x	
6	27.06.05	Rachat sur le marché des	Zespol Elektrocieplowni Wroclawskich Kogeneracja SA	PL	Agencja Rozwoju Przemyslu SA,	14.10%	132	n/a	n/a	20.13x	
7	03.06.05	Vente	Fortum Oyj	FI	Marché (investisseurs différents)	7.21%	13'364	6.40x	8.11x	8.87x	
8	31.03.05	Vente	Iberdrola SA	ES	Marché (investisseurs différents)	3.90%	23'354	12.89x	15.95x	17.06x	
9	25.03.05	Rachat d'actions	Suez SA	FR	Suez SA	8.74%	47'451	8.13x	10.58x	20.36x	
10	11.02.05	Rachat sur le marché des	Iberdrola SA	ES	Sociedad de Desarrollo de Navarra- Sodena	1.00%	22'507	12.57x	15.55x	16.50x	
11	15.12.04	Rachat sur le marché des	BKW-FMB Energie AG	CH	BKW-FMB Energie AG	3.00%	2'733	9.28x	11.39x	13.58x	
12	18.11.04	Privatisation	Oesterreichische Elektrizitaetswirtschafts AG - Verbund	AT	Marché (investisseurs différents)	6.33%	5'756	13.73x	20.98x	22.18x	
13	22.10.04	Carve out, privatisation	ENEL SpA	IT	Marché (investisseurs différents)	20.00%	48'171	4.04x	8.07x	15.22x	
14	01.07.04	Offre publique d'achat	Aare-Tessin AG fuer Elektrizitaet - ATEL	CH	UBS AG	1.23%	2'956	7.00x	11.96x	13.56x	
15	01.07.04	Offre publique d'achat	Motor-Columbus AG	CH	UBS AG	20.00%	1'449	5.85x	9.98x	13.09x	
16	10.06.04	Vente	Tiszanuli Aramszolgaltato Rt (Titasz)	HU	E.ON AG,	4.81%	168	14.59x	n/a	n/m	
17	03.11.03	Offre publique d'achat	ENEL SpA	IT	Marché (investisseurs différents)	6.60%	38'307	5.39x	14.10x	16.36x	
18	24.10.03	Carve out, privatisation	Public Power Corp	GR	Marché (investisseurs différents)	15.73%	4'761	8.20x	10.86x	n/m	
19	15.08.03	Carve out, privatisation	EVN Energie-Versorgung Niederoesterreich AG	AT	Raiffeisen Landesbank Oberoesterreich	6.50%	1'503	7.87x	17.42x	n/m	
20	27.05.03	Rachat sur le marché des	Neckarwerke Stuttgart AG	DE	Energie Baden-Wuerttemberg AG - EnBW	0.56%	3'613	14.81x	n/m	n/m	
VE					Valeur d'entreprise						
n/a					non disponible						
n/m					non significatif						
								Durchschnitt	9.3x	13.5x	15.8x
								Median	8.2x	12.0x	15.2x

Sources: M&amp;A Dealogic, Bloomberg, rapports d'analystes financiers, rapports annuels