

Expertise

pour juger de l'équité financière de l'offre d'achat soumise par
Axpo Holding SA aux actionnaires de **EGL SA, Laufenburg**



SARASIN

Banque Sarasin & Cie SA
Corporate Finance
Löwenstrasse 11
8022 Zurich

Zurich, le 17 juin 2011

Table des matières

1	Introduction	3
1.1	Situation initiale.....	3
1.2	Mandat du conseil d'administration de EGL à la Banque Sarasin & Cie SA	4
2	Bases d'appréciation	5
3	EGL en bref.....	7
3.1	Le Groupe EGL.....	7
3.2	Accent stratégique et secteurs d'activité	11
4	Analyses d'évaluation.....	15
4.1	Périmètres d'évaluation.....	15
4.2	Plans financiers utilisés.....	16
4.3	Présentation récapitulative des données financières.....	20
4.4	Méthodes d'analyse utilisées	20
4.5	Méthode du Discounted Cash Flow.....	20
4.6	Evaluation sur la base de sociétés cotées comparables (Compco)	24
4.7	Evaluation sur la base de transactions comparables (Compac)	26
4.8	Analyse des primes payées dans le marché des capitaux en Suisse (analyse des primes).....	27
4.9	Résumé des résultats de l'évaluation.....	29
5	Résultat de l'expertise	30
6	Annexes	31
	Annexe 1: Multiples de sociétés cotées comparables (Compco)	31
	Annexe 2: Multiples de transactions comparables (Compac).....	32
	Annexe 3: Analyse des primes	33
	Annexe 4: Bêta de sociétés cotées comparables	34
	Annexe 5: Tableaux des abréviations / Glossaire	35

1 Introduction

1.1 Situation initiale

EGL SA, Laufenburg («EGL») est une entreprise cotée à la bourse suisse SIX Swiss Exchange dont la capitalisation boursière se monte à CHF 1'839 Mio au 17 juin 2011. EGL est une compagnie d'électricité active dans le domaine du négoce en gros d'énergie avec un propre portefeuille d'investissements en Europe. Le cœur de métier de EGL est le négoce d'énergie au niveau international (électricité, gaz naturel, certificats CO₂, produits financiers liés à l'énergie, produits structurés et services pour grands utilisateurs), épaulé par un propre portefeuille d'actifs (propres centrales électriques, participations dans des centrales électriques, droits d'approvisionnement en gaz naturel et électricité).

EGL dispose au 30.09.2010 d'un capital ordinaire de CHF 132 Mio. Elle n'a pas de capital autorisé ou conditionnel. Le capital-actions est subdivisé en 2'640'000 actions au porteur («actions») d'une valeur nominale de CHF 50 chacune. Les actions sont entièrement libérées.

Axpo Holding SA, Baden («Axpo»), laquelle détient 91.0% des actions au porteur de EGL et est ainsi l'actionnaire de référence de EGL. Les statuts de EGL font mention d'une clause de sortie.

Axpo envisage de soumettre le ou approximativement le 27 juin 2011 une offre d'achat pour toutes les actions de EGL se trouvant encore en main du public (au total 237'601 actions, correspondant à 9% du capital-actions et/ou des droits de vote). Le prix de l'offre s'élève à CHF 850 net en espèces par action EGL¹ et se situe ainsi 20.8% au-dessus du cours moyen des actions EGL calculé en fonction de la pondération des volumes pendant les derniers 60 jours de bourse à partir de la date de l'annonce préalable (publiée le 20 juin 2011).

¹ Après déduction du montant brut d'éventuels effets de dilution, qui se produisent jusqu'à la réalisation de l'offre d'achat (par exemple: paiements de dividendes, remboursements de capital, etc.)

1.2 Mandat du conseil d'administration de EGL à la Banque Sarasin & Cie SA

Le conseil d'administration de EGL a constitué un comité d'offre en vue d'une éventuelle offre publique d'achat auquel appartiennent les deux membres du conseil d'administration n'ayant pas reçu mandat par Axpo. Le comité a commissionné à la Banque Sarasin & Cie SA, Zurich («Sarasin») au 30 mars 2011 l'établissement d'une expertise qui est sensée juger de l'équité financière d'une possible offre publique d'achat par Axpo Holding SA («Axpo»).

L'expertise est destinée exclusivement au comité indépendant du conseil d'administration de EGL dans le cadre de l'établissement du rapport du conseil d'administration conformément à l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition et ne représente pas une recommandation d'acceptation ou de rejet d'une possible offre d'achat établie à l'attention des actionnaires publiques de EGL. Par contre le comité indépendant du conseil d'administration de EGL, dans le cadre de son rapport aux actionnaires, se prononce sur l'offre d'achat et fait référence à cette expertise.

L'expertise de Sarasin ne s'adresse ni à Axpo ni à ses actionnaires et n'est ainsi pas destinée à l'évaluation de la transaction du point de vue de Axpo et/ou de ses actionnaires.

Notre expertise s'appuie sur l'appréciation d'informations dont nous avons supposé l'exactitude et l'intégrité et auxquelles nous nous sommes fiées sans les faire vérifier ou contrôler par des tiers. Nous avons supposé que les indications, informations et données mises à notre disposition ont été établies correctement. Comme précisé plus exactement au chapitre 4 sous la rubrique «plausibilité et consistance des plans financiers», les principaux facteurs influençant la définition de la valeur de l'entreprise («Value Driver») ont été soumis à un contrôle de plausibilité par Sarasin et leur consistance a été vérifiée.

L'expertise ne peut être utilisée, à l'exception de sa publication en rapport avec le rapport du conseil d'administration de EGL, dans aucun autre but sans l'autorisation de Sarasin.

Sarasin ne reçoit, dans le cadre de ce mandat, aucune rémunération qui soit liée aux déclarations formulées dans cette évaluation ou à un éventuel succès d'une transaction avec EGL. Sarasin confirme être indépendante dans son jugement en tant qu'entité chargée de l'évaluation conformément à l'application de la Circulaire COPA no. 3 concernant les organes de contrôle.

2 Bases d'appréciation

Sarasin a utilisé les bases suivantes pour son appréciation:

- ◆ Informations publiquement accessibles concernant EGL, lesquelles sont à notre avis pertinentes pour l'évaluation et/ou l'appréciation de l'équité de l'offre d'achat. Il s'agit entre autres des rapports annuels (2008/09 et 2009/2010) ainsi que du rapport intermédiaire au 31 mars 2010 (pas certifié) et de l'ébauche du rapport intermédiaire au 31 mars 2011 (pas certifié).
- ◆ Prévisionnel de la direction pour l'exercice comptable 2010/11 (état mai 2011).
- ◆ Présentation de la direction et données financières détaillées (datées du 18 août 2010) concernant le budget/la planification à moyen terme pour les années 2010/11 - 2012/13 (ratifiées par le conseil d'administration de EGL au 18 août 2010²).
- ◆ Informations détaillées (fichiers excel avec calculs de projets et impairment tests) sur des projets séparés rentrant dans la catégorie actifs (TAP-Pipeline, Global Tech 1, Winbis) et sur certains actifs existants (Calenia et Rizziconi). Ces documents datent principalement de l'année 2010 et n'ont pas été formellement ratifiés par le conseil d'administration.
- ◆ Planification à long terme pour les secteurs d'activité Energy Trading & Origination («ET&O» ou «Négoce» et/ou «Négoce d'énergie»), datée du mois d'avril 2011 (pas ratifiée de façon formelle par le conseil d'administration) et pour Gas Supply & Southeast Europe («Gaz») du mois de mai 2011 (examinée par le conseil d'administration, mais pas ratifiée de façon formelle).
- ◆ Divers entretiens et clarifications avec les chefs de département finances et contrôle de gestion concernant la rentabilité et situation financière, perspectives commerciales, générateurs de valeur et hypothèses du business plan.
- ◆ Entretiens avec les CEO et CFO quant au positionnement et alignement stratégique. Dans cette optique l'on a surtout discuté le changement stratégique qui comporte l'abandon d'une stratégie de croissance pour se diriger vers une stratégie de consolidation et les répercussions qui en découlent sur la planification à moyen terme existante et les générateurs de valeur à long terme³.
- ◆ Examen du rapport des réviseurs et rapport de gestion des risques actuels.
- ◆ Données financières et du marché des capitaux de sociétés cotées choisies (Peer-Group).
- ◆ Multiples utilisés pour des transactions d'achat comparables.
- ◆ Primes de contrôle payées dans le cas d'entreprises industrielles cotées en Suisse.
- ◆ Analyses des marchés financiers actuelles et historiques étant utiles pour déterminer les paramètres importants pour l'évaluation.

L'évaluation de Sarasin se base sur les conditions actuelles du marché, les conditions d'exploitation et les conditions de l'économie financière et tient compte de la situation du marché des capitaux et d'autres facteurs existants ou attendus et pouvant être estimés au moment de l'évaluation.

² A condition que les charges opératives (OPEX) soient réduites de CHF 20 Mio. p.a. Cette condition a été prise en compte dans les données financières élaborées par Sarasin.

³ Le changement de stratégie comportant l'abandon de la stratégie de croissance pour une stratégie de consolidation n'a pas été ratifié par le conseil d'administration de manière formelle. Par contre, le président du conseil d'administration de EGL, Heinz Karrer, a communiqué le changement aux actionnaires lors de l'assemblée générale du 24 janvier 2011.

Rapport d'expertise EGL SA

Lors de cette évaluation, Sarasin n'a procédé à aucune inspection des installations de production ni des équipements de EGL. Sarasin n'a pas non plus entrepris ou fait réaliser des estimations ou des évaluations des actifs et passifs de EGL.

Lors de l'établissement de son expertise, Sarasin a supposé l'exactitude et l'intégralité des informations financières et autres informations utilisées concernant EGL et s'y est fié, sans assumer la responsabilité quant à une vérification indépendante de telles informations.

En outre, Sarasin s'est appuyé sur les garanties fournies par la direction de EGL que celle-ci n'est pas au courant de faits ou circonstances qui pourraient impliquer que les informations utilisées seraient imprécises, trompeuses ou incomplètes.

3 EGL en bref

3.1 Le Groupe EGL

EGL est une compagnie d'électricité active dans le domaine du négoce en gros d'énergie avec un propre portefeuille d'investissements en Europe. Le cœur de métier de EGL est le négoce d'énergie au niveau international (comme par exemple électricité, certificats CO₂, produits financiers liés à l'énergie, produits structurés et services pour grands utilisateurs), épaulé par un propre portefeuille d'actifs (centrale de production à gaz à cycle combiné, participations dans des centrales électriques (centrale de production de gaz à cycle combiné, centrale hydro-électrique, centrale éolienne), droits d'approvisionnement à long terme en gaz naturel et électricité).

Le modèle commercial ainsi que l'orientation stratégique avec un fort positionnement sur le négoce en gros d'énergie en Europe se différencie de la majorité des sociétés actives dans le marché de l'énergie. Les opérations de négoce en énergie de EGL sont organisées de façon décentralisée à l'échelle européenne en différents marchés.

EGL a été fondée en 1956. Actuellement le siège social de EGL est à Laufenburg, le siège principal se trouve à Dietikon et la société est présente avec plusieurs filiales dans 22 pays européens. Au total 769 collaborateurs étaient employés par EGL au 31 mars 2011 (équivalent plein temps).

L'exercice comptable 2009/10 a été marqué par la survenance simultanée de plusieurs risques (euro faible, frais de sortie d'un projet de centrale électrique en Italie, prix de gaz plus faible et une défaillance plus longue que prévue d'une centrale électrique en France)⁴. La marge brute s'est élevée à CHF 648.0 Mio, un affaiblissement de 20% par rapport à la valeur correspondante de l'année précédente de CHF 810.4 Mio, le résultat d'exploitation (bénéfice net avant déduction de la part des minoritaires) s'est élevé à CHF 25.3 Mio par rapport à CHF 186.7 Mio dans l'exercice comptable 2008/09. Du côté du bilan, le ratio d'endettement (calculé en divisant l'endettement net par le fonds propres) a augmenté pour passer de 35.9% (au 30 septembre 2009) à 43.1% (au 30 septembre 2010).

La première moitié de l'exercice comptable 2010/11 a été marquée par des événements et décisions qui peuvent et/ou pourraient avoir une influence importante sur le secteur de l'énergie. Principalement, au niveau international, il faut mentionner l'accident survenu dans la centrale nucléaire japonaise de Fukushima qui s'est produit à la suite d'un séisme et d'un tsunami déclenché par le tremblement de terre. Par la suite, les discussions sur l'avenir de l'énergie nucléaire se sont fortement intensifiées, en particulier en Allemagne, en Italie et en Suisse. Dans ces trois pays l'on a vu apparaître des premiers signes précurseurs d'un possible remplacement accéléré de l'énergie nucléaire et/ou, en particulier dans le cas de l'Italie, l'on a confirmé la volonté de renoncer à la construction de centrales nucléaires. D'autres pays, parmi lesquels la France, soulignent qu'ils continueront à retenir à l'avenir l'énergie nucléaire en tant que source énergétique.

Le développement négatif des Clean Spark Spreads en Italie s'est poursuivi dans le premier semestre 2010/11 ce qui a conduit à un nombre d'heures de fonctionnement inférieur à la moyenne des centrales de production de gaz à cycle combiné. Cependant, le résultat du secteur d'activité Actifs a pu être nettement augmenté par rapport à l'année précédente.

⁴ Les indications suivantes concernant l'exercice comptable 2009/10 et/ou le premier semestre 2010/11 reposent toutes sur les rapports financiers de EGL.

Rapport d'expertise EGL SA

Dans les activités de négoce, le résultat exceptionnellement bon du premier semestre 2009/10 n'a toutefois pas pu être atteint et notamment dans le négoce transfrontalier avec l'Italie les résultats ont été significativement plus faibles. Au total, la marge brute est descendue à CHF 252.1 Mio par rapport à CHF 420.9 Mio de l'année précédente.

Le tableau suivant présente un aperçu quant aux principales données financières de EGL⁵:

		2009/10	2008/09	Δ	H1 2010/11	H1 2009/10	Δ
Marge brute	Mio CHF	648.8	810.4	-20%	252.2	420.9	-40%
EBITDA	Mio CHF	245.9	442.6	-44%	105.7	192.1	-45%
EBIT	Mio CHF	168.0	329.8	-49%	65.8	154.5	-57%
Résultat d'exploitation	Mio CHF	25.3	186.7	-86%	47.7	38.4	24%
Flux de fonds du résultat opérationnel	Mio CHF	111.9	174.5	-36%	37.9	-66.3	N.A.
Gearing	%	43.1	35.9	20%	51.9	49.3	5%
Nombre d'employés à la date de clôture des comptes	Equivalent à plein temps	822	832	-1%	769	872	-12%

Axpo Holding SA, Baden, détient 91.0% des actions de EGL, laquelle détient à son tour une multiplicité de participations, en partie significatives, dans des sociétés et/ou des dénommées usines partenaires.

⁵ Pour des détails supplémentaires sur les données financières voir le chapitre 4.3 Présentation récapitulative des données financières.

Rapport d'expertise EGL SA

A la fin de l'exercice comptable 2009/10 les sociétés mentionnées dans le tableau ci-dessous appartenaient au Groupe EGL.

Sociétés entièrement consolidées	Siège	Autres participations (méthode de la mise en équivalence)	
EGL SA	Laufenburg (CH)	Agrícola de Servicio de Pinzón S.L.	Séville (E)
Calenia Energia S.p.A.	Gênes (I)	Agroenergética de Pinzón S.L.	Séville (E)
EG Laufenburg Ibérica Renovables S.L.	Madrid (E)	Energie Riccovabili	Naples (I)
EGL Albania sh.a.	Tirana (AL)	Eólicas Energéticas Eljas S.L.	Mérida (E)
EGL Austria GmbH	Vienne (A)	Global Tech I Offshore Wind GmbH	Wolfschlügen (D)
EGL Bulgaria EAD	Sofia (BG)	Grischelectra SA	Coire (CH)
EGL Ceská Republika s.r.o.	Prague (CZ)	Isjön Vindkraft AB	Malmö (S)
EGL d.o.o. Beograd	Belgrade (SRB)	Karsholms Vindkraft AB	Malmö (S)
EGL Deutschland GmbH	Leipzig (D)	NMK Norsk Miljøkraft AS	Tromsø (N)
EGL Elektrik Toptan Ticaret A.S	Istanbul (TR)	NorGer AS	Kristiansand (N)
EGL Energia Iberia S.L.	Madrid (E)	NorGer KS	Kristiansand (N)
EGL Finance Jersey Ltd.	Jersey (GB)	Parque Eólico la Peñuca S.L.	León
EGL Finland Oy	Helsinki (FIN)	Repower AG	Poschiavo (CH)
EGL France and Benelux S.A	Bruxelles (B)	Società EniPower Ferrara S.r.l.	San Donato Milanese (I)
EGL Gas&Power Romania S.A.	Bukarest (RO)	Sogesa SA	Le Chable (CH)
EGL Gen Hellas S.A.	Athènes (GR)	swissgrid sa	Laufenburg (CH)
EGL Grid AG	Laufenburg (CH)	TAP Asset S.p.A.	Rome (I)
EGL Hellas S.A.	Athènes (GR)	Trans Adriatic Pipeline AG	Baar (CH)
EGL Holding Luxembourg AG	Luxembourg (L)	Vrangsens Kraft AB	Malmö (S)
EGL Hungary Kft.	Budapest (H)		
EGL Italia S.p.A.	Gênes (I)	Centrales partenaires (méthode de la mise en équivalence)	Sitz
EGL Kosovo L.L.C	Pristina (KOS)	AKEB AG für Kernenergie-Beteiligungen	Lucerne (CH)
EGL New Energy GmbH	Düsseldorf (D)	Albula-Landwasser Kraftwerke AG	Filisur (CH)
EGL Nordic AS	Oslo (N)	Calancasca AG	Roveredo (CH)
EGL Nodic Capital Management AS	Oslo (N)	ENAG Energiefinanzierungs AG	Schwyz (CH)
EGL NorGer AS	Oslo (N)	Engadiner Kraftwerke AG	Zernez (CH)
EGL Polska Sp.z.o.o.	Varsovie (PL)	Etrans AG	Laufenburg (CH)
EGL Produzione Italia S.p.A.	Rome (I)	Kernkraftwerk Gösgen-Däniken AG	Däniken (CH)
EGL Renewable Luxembourg AG	Luxembourg (L)	Kernkraftwerk Leibstadt AG	Leibstadt (CH)
EGL doeel Skopje	Skopje (FYROM)	Forces Motrices de Mattmark SA	Saas-Grund (CH)
EGL Slovensko s.r.o.	Bratislava (SK)	Forces Motrices de Mauvoisin SA	Sion (CH)
EGL Sol 1 Hellas S.A.	Athènes (GR)	Lizerne et Morge S.A.	Sion (CH)
EGL Sol 2 Hellas S.A.	Athènes (GR)	Misoxer Kraftwerke SA	Mesocco (CH)
EGL Sol 3 Hellas S.A.	Athènes (GR)	Rheinkraftwerk Albruck-Dogern AG	Waldshut-Tiengen (D)
EGL Sverige AB	Malmö (S)	Tecnicama SA	Cama (CH)
EGL Trading AG	Dietikon (CH)		
EGL UK Limited	Londres (GB)	Autres participations	Siège
EGL UK Trading Limited	Londres (GB)	Klagerup Kraft AB	Malmö (S)
Energia de la Zarza S.L.	Madrid (E)	Linderödsasens Kraft AB	Tollarp (S)
Energy Plus S.p.A.	Gênes (I)	Aurica AG	Aarau (CH)
HS Kraft AB	Malmö (S)	Blinnenwerk AG	Reckingen (CH)
Molisenenergy S.r.l.	Neapel (I)	ECRA GmbH	Vienne (A)
Rizziconi Energia S.p.A.	Genua (I)		
TAP LNG SA	Baar (CH)		
TAP Storage SA	Baar (CH)		
WinBis S.p.A.	Gênes (I)		
WinCap S.r.l.	Gênes (I)		

Modèle commercial EGL

EGL est active dans les secteurs production et négoce d'électricité ainsi que dans le négoce de gaz naturel et d'autres sources d'énergie. Par rapport à la majorité des sociétés opérant dans le secteur de l'énergie, EGL n'est pas active en qualité de fournisseur classique tout le long de la chaîne de création de valeur. En particulier EGL ne dispose, à l'exception des activités en Italie, que d'un accès limité aux clients finaux. Les efforts commerciaux de EGL se concentrent sur les activités avec les gros utilisateurs.

Le renfort des activités de négoce par ce que l'on désigne par le terme d'actifs (propres centrales électriques, centrales électriques partenaires, droits d'approvisionnement en énergie etc.) constitue un élément central du modèle commercial de EGL. Dans le passé l'on a investi en particulier dans des centrales de production de gaz à cycle combiné et des centrales éoliennes en Italie. De plus grands projets en cours comprennent, entre autres, le Trans Adriatic Pipeline («TAP») ainsi que la participation dans un parc éolien offshore, en mer du Nord («Global Tech 1»). A cause du résultat décevant de la société lors de l'exercice comptable 2009/2010 et de l'environnement économique actuel en partie défavorable (par exemple à cause d'une demande énergétique plus faible, d'un surplus d'offre en gaz naturel, d'un développement limité des prix de gros pour l'électricité, etc.), EGL a décidé de changer d'orientation stratégique lors du dernier exercice comptable en abandonnant la stratégie de croissance pour se diriger vers une stratégie de consolidation en visant sur une croissance durable, c'est-à-dire une croissance adaptée aux conditions économiques actuelles. En conséquence les investissements futurs planifiés ont été nettement réduits. En même temps des mesures de réduction des coûts ont été entreprises pour améliorer la rentabilité de EGL.

Les opérations de négoce de EGL comprennent le négoce physique et financier d'énergie. Des propres centrales électriques, des participations dans des centrales électriques ainsi que des droits d'approvisionnement à long terme en gaz et électricité constituent la base des activités de négoce qui se basent sur des actifs détenus. Les opérations liées aux gaz sont exploitées en association avec le négoce d'électricité dans les marchés les moins liquides avec un accent sur les marchés d'Europe du Sud-Est et l'Italie.

Les activités de EGL sont subdivisées en trois domaines d'activité du point de vue opérationnel:

- (1) **Energy Trading & Origination (ET & O)** – Le segment ET & O comprend les plateformes de trading suivantes: Nordique, Ibérie, Italie, Europe Centrale, Europe Centrale Trading & Services et RU. Il s'agit d'activités dans les secteurs du négoce d'énergie, négoce transfrontalier (Cross Border Trading); Cross Commodity Trading; Origination (développement de services structurés autour du négoce d'énergie et pour la gestion de portefeuille) et optimisation de la production de centrale électrique. L'on négocie soit des produits à livrer physiquement soit des produits financiers. Les marchandises énergétiques sont l'électricité, le gaz naturel, le pétrole, le charbon, les certificats et biomasse. Avec ce domaine d'activité EGL est active non seulement dans le négoce d'énergie en bilatéral et en bourse, mais également dans les opérations à la clientèle avec des produits et services structurés (Origination);
- (2) **Actifs** – Le secteur Actifs comprend l'exploitation, l'entretien et l'optimisation économique à long terme des actifs détenus. Le portefeuille d'actifs de EGL comprend des centrales électriques, des contrats à long terme et des installations de transport dans le pays et à l'étranger. EGL utilise ce portefeuille d'actifs en visant l'optimisation économique et l'encadrement le plus profitable possible dans ses activités de négoce (confer p. 13);
- (3) **Gas Supply & Southeast Europe** – Les activités en gaz naturel à long terme (horizon temporel supérieur à trois ans) comprennent l'approvisionnement, l'importation, le transport

et le stockage, le négoce en gros, la distribution à des gros utilisateurs ainsi que le centre de compétence pour le Gaz Naturel Liquéfié (GNL). EGL utilise le gaz naturel obtenu en général directement chez le producteur pour la fourniture des propres centrales de production à gaz à cycle combiné et également pour les activités de négoce à court terme ou la distribution sur le long terme aux clients. En outre, les activités de négoce de gaz et électricité dans les marchés illiquides de l'Europe du Sud-Est (ESE) sont allouées à ce segment. Dans cette catégorie sont incluses les activités en électricité au niveau du commerce en gros et le négoce transfrontalier. EGL exploite un propre portefeuille en gaz naturel qu'elle utilise également pour alimenter ses centrales électriques et pour la distribution sur les marchés internationaux. Elle s'approvisionne en gaz naturel en général directement chez les producteurs, mais investit également, avec TAP, dans la construction d'infrastructure de transport.

Les activités de EGL sont destinées en majorité à des gros utilisateurs comme par exemple des compagnies électriques, des services municipaux d'électricité, gaz et eau, des banques, des entreprises industrielles et des redistributeurs. Afin de saisir et desservir de façon optimale les besoins de ses clients, EGL est présente dans de nombreux marchés européens avec son propre réseau de filiales. La présence paneuropéenne de EGL lui permet en outre d'exploiter les opportunités ressortant du négoce entre différents marchés.

Le succès du modèle commercial orienté négoce se base sur l'acceptation de risques consciemment assumés. Chez EGL, la gestion du risque est positionnée au cœur de l'organisation et pilotée de façon centralisée, les filiales opèrent conformément aux directives du groupe lors de l'étude de scénarios de risque et rendement. Les risques de marché, de crédit, opérationnels et normatifs forment les classes de risque à considérer, à évaluer et à pourvoir de consignes opératoires.

3.2 Accent stratégique et secteurs d'activité

Accent stratégique

Le marché principal de EGL est le marché européen de l'électricité. Ce marché est exploité physiquement à l'aide de droits d'approvisionnement à long terme et grâce à la disponibilité de propres centrales électriques. Le négoce en soi, en particulier toutefois le négoce financier, a pris de plus en plus d'envergure au cours des dernières années. En outre, l'on vise le développement des activités Origination. Des filiales de EGL agissant de façon décentralisée sont présentes en tant qu'opérateur sur pratiquement toutes les bourses de l'énergie les plus renommées en Europe.

Entre autres, le négoce en gaz naturel a pris de l'importance au cours des dernières années à cause de l'alimentation en gaz envisagée des propres centrales de production à gaz à cycle combiné. Les activités liées au gaz prendront considérablement de l'ampleur suite à la réalisation du TAP en collaboration avec le norvégien Statoil et l'allemand E.ON Ruhrgas et l'exploitation potentielle d'unités de stockage de gaz naturel.

Le marché européen de l'électricité se trouve en mutation depuis la fin du millénaire. Au niveau UE, le troisième paquet de libéralisation est devenu obligatoire pour tous les états membres. D'autres normes portant sur le négoce d'énergie à l'échelle européenne ayant pour objectif une modification de fond des activités de négoce OTC et de négoce d'énergie sont en préparation. Au jour d'aujourd'hui l'on ne peut pas encore affirmer de manière définitive dans quelle forme ces normes seront implémentées, leur portée et les conséquences qu'elles auront sur l'activité de négoce de EGL.

EGL place les activités de négoce au centre du modèle commercial. La société a réussi à s'imposer, en peu d'années, en tant qu'intervenant important du marché au niveau paneuropéen. Les vastes activités de négoce de EGL se fondent sur le trésor d'expérience accumulé

dans le négoce physique et financier d'énergie à travers le pôle incontournable que constitue le réseau de transport suisse avec ses accès frontaliers aux pays voisins.

Le fait de caler le modèle commercial sur la production d'électricité élargit d'un côté les gammes de produits négociables et permet d'autre part, grâce à l'intense proximité avec le client, une profonde compréhension du marché. Ceci est un aspect essentiel de la relation consistant en une identification précoce des opportunités commerciales et une adéquate évaluation des risques, relation étant d'une extrême importance pour le développement des activités de négoce.

L'accent sur les activités de négoce détache une part de succès significative du niveau des prix absolu des sources d'énergie. Les volatilités des prix, l'existence et l'identification des tendances ainsi que les matrices quantitatives sont primordiales pour le succès commercial, tandis qu'avec le potentiel de production disponible à court terme des centrales de production à gaz à cycle combiné les phases de prix élevé peuvent être exploitées de façon ciblée.

Le réseau à très haute tension de EGL en Suisse sera transféré, sur la base de la loi fédérale sur l'approvisionnement en électricité, jusqu'à fin 2012 à Swissgrid. La forme et le montant de l'indemnisation des opérateurs de réseaux suisses (y compris EGL) n'ont pas encore été définitivement établis⁶.

Négoce d'énergie (Energy Trading & Origination)

EGL place le négoce d'énergie au centre du modèle commercial. Un assez vaste portefeuille, comme par exemple électricité, gaz naturel, pétrole, charbon, certificats et biomasse, est traité en négociation directe avec des contreparties et sur toutes les bourses d'énergie européennes les plus importantes. Un autre axe commercial important est représenté par l'exploitation des différences de prix dans le marché européen («Cross-Border Trading»). Avec l'accent posé sur les quantités d'énergie négociées, le négoce financier (également dénommé «négoce de dérivés») prend de plus en plus d'envergure par rapport aux quantités négociées liées au transfert physique de marchandises.

Dans les activités Origination l'on répond aux besoins des gros utilisateurs opérant au niveau paneuropéen par des produits et services personnalisés. Des exemples en sont la gestion du portefeuille d'approvisionnement en énergie pour d'importants revendeurs et clients industriels, le soutien des producteurs lors de la commercialisation d'électricité provenant d'énergies renouvelables, les contrats d'approvisionnement de longue durée avec des producteurs d'énergie, etc. Par rapport au négoce d'énergie classique, dans les activités Origination le seuil de passage est plus élevé, mais en même temps il existe toutefois aussi un potentiel accru de fidélisation de la clientèle.

D'autres opportunités ressortent, pour le secteur d'activité négoce d'énergie, de l'emploi optimale des centrales électriques appartenant à l'entreprise. Ainsi, par exemple les centrales de production à gaz à cycle combiné, flexibles du point de vue charge, sont employées de manière si conforme aux besoins que l'on arrive à exploiter des chances de rendement supérieures à la moyenne.

L'on agit sur la base d'un concept «proximité client et proximité marché» dans les pays respectifs. Les activités de négoce sont, d'une part, du point de vue géographique largement soutenues en Europe et, d'autre part, elles englobent presque toutes les possibles facettes des activités de négoce dans le commerce de l'énergie.

⁶ Voir le rapport annuel 2009/10 de EGL, page 65, pour de plus amples détails sur les incertitudes d'évaluation en rapport avec le réseau de transport.

Actifs

Le portefeuille d'Actifs comprend des propres centrales électriques, des participations dans des centrales électriques, des droits d'approvisionnement en énergie à long terme ainsi que des capacités de transport.

Dans les années passées AGL a fortement investi dans l'agrandissement de ses propres capacités en termes de centrales électriques en Italie. La première centrale de production à gaz à cycle combiné Calenia (760 MW) a été connectée au réseau en mai 2007 (participation de EGL à hauteur de 85%), la deuxième centrale de production à gaz à cycle combiné Rizziconi (760 MW) a été achevée en 2008 (participation de EGL à hauteur de 100%); la centrale de production à gaz à cycle combiné SE Ferrara, dans laquelle EGL détient une participation de 49%, est en fonction depuis octobre 2010. EGL a également investi dans l'énergie éolienne et envisage de développer son engagement dans ce secteur. Ainsi l'on prévoit par exemple la mise en service d'un parc éolien de 66 MW p. ex. dans la région Campania (Italie) en été 2012. En plus, EGL détient une participation minoritaire de 24.1% dans la Global Tech 1 Offshore Wind GmbH, qui prévoit la construction d'un parc éolien de 400 MW en mer du Nord, et une part de 46% dans la société espagnole Parque Eólico La Peñuca S.L. (société d'exploitation d'un parc éolien de 33 MW). Avec trois sociétés partenaires norvégiennes l'on a en outre lancé un projet pour un câbles sous-marins à haute tension de 570 km de long entre la Norvège et l'Allemagne (dénommé «NorGer»).

La représentation suivante montre les projets réalisés récemment et les projets en cours de réalisation (dans la mesure où ils sont publiquement connus). Le projet de la centrale électrique La Zarza (Espagne) n'a pas été considérée étant donné que l'on a décidé d'abandonner ce projet.

Nom du projet	Emplacement	Type de projet	Achèvement (planifié)
Calenia	Italie	Centrale de production de gaz à cycle combiné	2007
Rizziconi	Italie	Centrale de production de gaz à cycle combiné	2008
Se Ferrara	Italie	Centrale de production de gaz à cycle combiné	2010
Winbis	Italie	Parc éolien	2012
Global Tech 1	Allemagne	Parc éolien offshore	2013
NorGer	Allemagne / Norvège	Câbles souterrains à haute tension	2016/17
TAP	Grèce, Italie	Pipeline de gaz	2017
TAP storage	Europe du Sud-Est	Stockage de gaz	2017

En outre, le segment Actifs comprend également des participations dans AKEB AG pour prises de participations dans l'énergie nucléaire (26.4%), Albula-Landwasser Kraftwerke AG (75%), Calancasca AG (50%), ENAG Energiefinanzierungs AG (33.2%), Engadiner Kraftwerke AG (15%), Kernkraftwerk Gösgen-Däniken AG (4.5%), Kernkraftwerk Leibstadt AG (4.4%), Forces Motrices de Mattmark SA (30.4%), Forces Motrices de Mauvoisin SA (29.3%), Lizerne et Morge S.A. (50%), Forces Motrices du Val Mesocco SA (68%), Parque Eólico la Peñuca S.L. (46%) et Rheinkraftwerk Albruck-Dogern AG (5%), Repower AG (17.5%). En rapport avec les participations dans l'énergie nucléaire susmentionnées, EGL détient indirectement, outre les participations dans les centrales nucléaires de Gösgen et Leibstadt, en particulier une participation dans la centrale nucléaire française de Bugey et Cattenom (via AKEB).

EGL-Grid, une filiale de EGL, est propriétaire d'un réseau de transport d'électricité à haute tension en Suisse évalué à CHF 245 Mio au 31 mars 2011 qui comprend plusieurs points de raccordement frontaliers. En 2012 au plus tard l'on prévoit de transférer ce réseau de transport d'électricité à haute tension (ensemble avec tous les réseaux de transport d'électricité à haute tension des autres opérateurs) à Swissgrid qui exploitera le réseau suisse de transport d'électricité à l'avenir. La valeur du transfert est encore contestée.

Gaz (Gas Supply & Southeast Europe)

Le gaz naturel prend de l'ampleur en tant que source d'énergie. EGL se concentre sur les segments dénommés «Downstream» et «Midstream» allant de l'approvisionnement au transport et éventuellement du stockage jusqu'à la livraison aux grands utilisateurs. L'accès direct aux producteurs est privilégié. Le champ d'activité Gaz est sensé approvisionner en gaz naturel les propres centrales de production à gaz à cycle combiné. Toutefois, la commercialisation du gaz naturel ne se limite pas au propre portefeuille d'actifs, EGL agit, également dans le cas du gaz naturel, comme opérateur de marché et est active dans d'autres circuits de distribution. Afin de garantir les activités de négoce, EGL dispose des contrats d'approvisionnement à long terme. EGL est également active dans les transactions avec du gaz naturel liquide (gaz naturel liquéfié et/ou GNL).

Pour le développement de ce champ d'activité la réalisation du projet TAP est, du point de vue actuel, essentielle. Le projet TAP comporte la planification d'un pipeline de gaz naturel d'une longueur de 520 km qui est sensé partir de Grèce et en passant par l'Albanie à travers l'Adriatique aller jusqu'en Italie et qui devrait permettre l'exploitation de réserves de gaz naturel de la région transcaspienne pour l'Europe de l'Ouest. Avec une participation de 42.5 % du norvégien StatoilHydro ASA dans le projet TAP l'on a pu s'assurer la collaboration d'un partenaire disposant d'une expérience importante dans la réalisation technique de ce genre de projet. EGL elle-même détient une participation de 42.5% dans le projet TAP et la société allemande E.ON Ruhrgas détient 15%.

L'on prévoit d'acheter le gaz pour TAP en Azerbaïdjan auprès du gisement de gaz Shah Deniz II. Outre TAP, deux autres projets de pipeline, Nabucco et Interconnector Turkey Greece Italy (ITGI), ont également déposé leur candidature pour transporter le gaz de Shah Deniz II en Europe. EGL attend une décision de la part de Shah Deniz II quant à la contrepartie retenue pour le transport du gaz pour la fin de cette année. L'on projette de réaliser, à une date ultérieure, la mise en place de capacités de stockage de gaz naturel tout au long de TAP, ce qui permettrait plus de flexibilité dans le négoce physique de gaz.

Dans les marchés moins liquides d'Europe du Sud-Est, le champ d'activité Gaz recouvre également l'exploitation du portefeuille en alimentation électrique. Conjointement au négoce de gaz naturel, l'on a établi le négoce d'électricité dans des pays tels que par exemple la Bulgarie, la Roumanie et la Turquie. Dans ce cas, il s'agit de marchés qui, même partant de niveaux comparativement plus faibles, possèdent un potentiel de croissance proportionnellement supérieur.

4 Analyses d'évaluation

4.1 Périmètres d'évaluation

Stand-alone / Synergies / Primes de contrôle

Les plans financiers utilisés par Sarasin pour l'évaluation se limitent à EGL en tant que société cible, c'est-à-dire l'on considère dans les plans financiers un développement futur autonome des activités de EGL («stand-alone»), sans prendre en considération les conséquences potentielles de l'offre d'achat annoncée par Axpo.

Le rachat de EGL permettrait à un acheteur actif dans le même secteur d'exploiter des potentiels de synergie dans certains domaines, comme par exemple le négoce, la production d'électricité, l'approvisionnement en gaz ainsi que la gestion, activités qui sont, pour un acheteur, au tout premier plan. Dans ce sens, des synergies au niveau rendement et coûts peuvent être engendrées.

L'évaluation de EGL sur la base de la méthode DCF et l'évaluation à l'aide de sociétés cotées comparables ne prennent pas en considération ces potentiels de synergie étant donné que ceux-ci ne peuvent pas être réalisés par EGL sur une base stand-alone. Comme énoncé ci-dessous, la présente évaluation se base principalement sur la méthode DCF.

L'évaluation sur la base de transactions comparables et l'analyse des primes permettent une comparaison avec les valeurs qui ont été payées dans le cadre d'autres transactions (comparables). Ces valeurs peuvent fournir des indications sur l'indemnisation des actionnaires de la société cible quant au potentiel de synergie futur. Le potentiel de synergie apporté par les actionnaires d'une société cible est généralement compensé en particulier lors de la présence d'un actionnaire de contrôle et est désigné comme prime de contrôle. Dans le cas de EGL, Axpo dispose déjà avec une quote-part de 91.0% d'une majorité de contrôle du capital-actions de EGL. Des actionnaires dominants sont néanmoins également prêts à offrir une prime lors de la reprise complète de la société, comme le démontre l'analyse des primes suivante.

Date de valorisation, point de vue de la direction et événements ultérieurs

La date de valorisation a été fixée au 17 juin 2011. Les comptes annuels audités au 30 septembre 2010 et la présentation de la direction incluant les données financières détaillées (datées du 18 août 2010) concernant le budget/la planification à moyen terme pour les années 2010/11 - 2012/13 constituent en particulier le point de départ pour l'établissement des plans financiers («MTP»).

Les générateurs de valeur des plans financiers utilisés pour le développement des activités à long terme ont été élaborés conjointement par EGL et le groupe en charge de l'évaluation de la Banque Sarasin dans le cadre de l'évaluation pour la fairness opinion et soumis à un contrôle de plausibilité pour autant que le groupe en charge de l'évaluation n'ait pas pu se baser sur la planification à long terme des secteurs d'activité négoce et gaz et sur les plans de calculs de projet pour les comptes prévisionnels de projet concernant les projets de EGL les plus importants du point de vue matériel.

Lors du développement des plans financiers l'on a également pris en compte l'ébauche de clôture intermédiaire au 31 mars 2011 et le prévisionnel de la direction pour l'exercice comptable 2010/2011 (état mai 2011). Il a fallu procéder à des ajustements par rapport au MTP du mois d'août 2010 en particulier à cause du fait que le MTP ne reflète que partiellement, du point de vue actuel, d'une part le changement de stratégie, portant sur l'abandon d'une stra-

tégie de croissance et l'alignement sur une stratégie de consolidation, et d'autre part l'environnement commercial actuel particulièrement exigeant dans le secteur du négoce d'énergie.

La stratégie de consolidation implique par rapport à la stratégie de croissance d'origine un ralentissement de la croissance prévue, une réduction des risques de projet (p.ex. à travers une réduction du volume d'investissement) ainsi qu'une limitation du volume d'investissement futur à un niveau qui peut être autofinancé par la société⁷.

La direction de EGL considère que, d'un point de vue actuel, l'environnement commercial dans le négoce d'énergie deviendra plus exigeant à moyen terme par rapport à ce qui avait été supposé au moment de l'établissement du MTP. Ceci se manifeste en une efficience croissante des marchés énergétiques et dans une marge décroissante pour les produits standard dans le négoce d'énergie. EGL entend pallier à la situation de marché particulièrement difficile par le développement des activités dénommées «Origination».

Les hypothèses à la base des générateurs de valeur et des plans financiers y résultant sont présentés par la suite dans chapitre 4.2 «Plan financiers utilisés.».

La direction de EGL a confirmé vis-à-vis de Sarasin que depuis, aucun événement ne s'est produit qui pourrait avoir une influence matérielle sur l'évaluation et qui ne soit pas inclus dans le prévisionnel 2010/11 (état mai 2011) et/ou dans la planification à moyen et long terme établie avec la direction de EGL et adaptée à la stratégie de consolidation (voir à ce sujet la section «Horizon de planification et valeur résiduelle» ci-dessous).

En outre Sarasin a également eu la possibilité de discuter l'évaluation et les hypothèses d'évaluation essentielles étant à la base de cette évaluation avec les deux membres du comité d'offre.

4.2 Plans financiers utilisés

La valeur d'une entreprise se calcule sur la base des apports futurs auxquels on peut s'attendre ressortissant de l'exploitation des facteurs de succès propres à l'entreprise et étant disponibles au moment de l'évaluation; ces facteurs comprennent sa substance matérielle, sa force d'innovation, ses produits et son positionnement sur le marché, son organisation interne, ses collaborateurs, sa direction. En admettant que seuls des buts financiers sont poursuivis, la valeur de l'entreprise dépend de sa capacité à produire des excédents financiers pour ses détenteurs en utilisant tous les facteurs qui influencent sa capacité bénéficiaire.

Horizon de planification et valeur résiduelle

L'on a choisi comme horizon de planification un laps de temps allant jusqu'en 2036, auquel cas pour l'année 2036 l'on a déduit un excédent financier normalisé compatible avec les hypothèses pour le calcul de la valeur résiduelle. L'horizon de planification a été choisi pour prendre en compte la durée d'exploitation technique des centrales de production à gaz à cycle combiné (25 ans) étant en fonction aujourd'hui. Par voie de conséquence l'on s'est assuré que les implications économiques du TAP sont prises en compte dans toute leur étendue.

Dans le cadre de la normalisation, l'on a veillé, en 2036 en particulier, à ce que la croissance, les marges, les investissements et le taux d'imposition paraissent plausibles en te-

⁷ Autofinancement signifie ici que EGL ne doit pas rechercher sur le marché des fonds propres supplémentaires pour le financement des investissements.

nant compte des valeurs historiques et des estimations de la direction de EGL. L'excédent financier ainsi déterminé pour l'année 2036 a été utilisé afin de déduire la valeur résiduelle à l'aide de la formule de rente perpétuelle.

Plausibilité et consistance des plans financiers

Dans le cadre des travaux d'évaluation, Sarasin a examiné les principaux facteurs influençant la valeur de l'entreprise («Value Driver») quant à leur plausibilité et leur consistance, en tenant compte du développement historique. En outre, les plans financiers ont été discutés avec la direction de EGL, ce qui était notamment important en vue de l'évaluation des perspectives de croissance et des marges.

En cas de nécessité selon Sarasin, des adaptations ont été apportées aux plans financiers de EGL. Le tableau suivant donne un aperçu des hypothèses retenues par Sarasin pour l'évaluation des principaux facteurs d'influence:

CROISSANCE	2010/11 – 2012/13	2012/13 – 2034/35	2035/36	Dernières 3 années⁸
<p>Croissance nominale de la marge brute (moyenne p.a.)</p> <p>Pour les trois prochains exercices comptables EGL s'attend, au total, à un léger recul de la marge brute à cause principalement d'une réduction du résultat du négoce⁹ et des Clean Spark Spreads¹⁰ couramment négatifs et/ou continuellement bas. A moyen terme Sarasin prévoit, de plein accord avec les estimations de la direction de EGL, une amélioration des Clean Spark Spreads, ce qui aura des répercussions positives sur la marge brute.</p> <p>La croissance de la marge brute est à attribuer, outre à la normalisation des Clean Spark Spreads, principalement au développement des activités dans le gaz (à attribuer entre autres à la pipeline TAP). En revanche, l'on ne compte que sur une hausse modérée de la contribution des activités du négoce. La justification réside dans la croissante efficacité du marché ainsi que dans une quote-part plus élevée, prévue à long terme et très long terme, d'énergie régularisée. Ces effets négatifs sont absorbés entre autres par</p>	-8.5%	3.4%	2.0%	-20.2%

⁸ Années comptables 2007/2008 jusqu'à 2009/2010.

⁹ En vue du résultat global décevant de l'exercice comptable 2009/10 l'on a supprimé des postes de travail dans le négoce. En même temps l'on a enregistré, au premier semestre 2009/10, dans certains plateformes un résultat commercial relativement élevé, ce qui pourrait être considéré comme ambitieux à atteindre dans les prochaines années selon le point de vue de la direction.

¹⁰ Différence entre les prix des certificats et du gaz naturel d'un coté et les prix de l'électricité de l'autre.

¹¹ Etant donné que les sociétés affiliées ne sont pas consolidées, les gains générés par ces entreprises n'ont pas d'influence sur la marge brute.

l'accent prépondérant du secteur d'activité Négoces sur les transactions Origination.				
Les revenus n'étant pas inclus et/ou n'étant que partiellement inclus dans la marge brute sont les revenus des sociétés affiliées qui prendront plus d'importance entre autres par la finalisation de Global Tech 1 ¹¹ .				

Autres facteurs de succès (générateurs de valeur)

Investissements

Sarasin a intégré tous les projets d'investissement approuvés par le conseil d'administration dans la planification. Il s'agit des projets Winbis, Global Tech 1 et TAP (y inclus Storage). N'est pas intégré le projet d'un câble souterrain en mer du Nord (NorGer), ce projet n'étant à ce jour pas encore assez concrétisé.

A partir de l'année 2015 l'on prévoit des investissements de l'ordre de EUR 100 Mio p.a. (en plus des projets déjà mentionnés). Ce montant est décidemment inférieur au montant des investissements qui a été déboursé dans les années précédentes et reflète ainsi la transition d'une stratégie de croissance vers une stratégie de consolidation. Les investissements sont financés à 30% par des fonds propres et à 70% par des fonds étrangers. L'on suppose que les projets d'actifs sont amortis en moyenne sur une période de 25 ans.

Valeur résiduelle: hypothèse de croissance après l'année 2035

Le taux de croissance pour le calcul de la valeur résiduelle influence profondément le résultat de l'évaluation car le poids de la valeur résiduelle est important pour les estimations par la méthode Discounted Cash Flow. A cause de l'horizon de planification relativement long choisi pour l'évaluation et de la part plus élevée de la valeur actualisée, résultant de la période de planification, dans la valeur actualisée totale, le poids de la valeur finale dans la présente évaluation est moins marqué. Pour l'évaluation de EGL, Sarasin a supposé une croissance perpétuelle de 2.0% p.a., ce qui implique une perspective inflationniste à long terme modérée dans les principaux pays dans lesquels EGL est active (1.5%) ainsi qu'un taux de croissance réel de 0.5%.

Taux d'imposition

La direction de EGL et Sarasin considèrent un taux d'imposition moyen du groupe à long terme de 30.0% comme adéquat. Celui-ci se situe légèrement au-dessus du niveau historique. Cette hausse est justifiée par l'augmentation de la part des activités réalisée hors Suisse. Le taux d'imposition dans l'exercice comptable 2009/10 se situait à 60.8%¹², dans les années précédentes 2008/09 et 2007/08 à 24.6% respectivement 24.0%.

Taux de change

Tous les calculs en EUR transformés en CHF se basent sur un taux de change de 1.35 CHF pour 1.00 EUR. Le taux de change correspond à celui utilisé pour la planification à l'intérieur de EGL et a été vérifié à l'aide d'estimations d'analystes et d'études sur la parité

¹² Ceci à cause du fait qu'en particulier des sociétés résidant dans des pays à hauts taux d'imposition ont généré des gains imposables.

des pouvoirs d'achat et considéré comme plausible à moyen et long terme. Des études et des évaluations d'analyste actuelles, en majorité, partent du principe que le taux de change EUR/CHF se rétablira à un niveau d'environ CHF 1.40.

Le tragique accident à la centrale nucléaire de Fukushima vers la fin du premier semestre 2010/11 et les débats qui ont eu lieu à la suite en Suisse et dans d'autres pays européens sur le futur de l'énergie nucléaire n'ont eu aucune influence significative sur l'évaluation. L'établissement d'une évaluation fondée quant aux implications de Fukushima et de celles de l'arrêté du Conseil fédéral du 25 mai 2011 qui comporte la fermeture des centrales nucléaires suisses à la fin de leur durée de vie de fonctionnement et la non substitution par de nouvelles centrales nucléaires sur le développement futur de EGL n'est pas possible dans le cadre de cette Fairness Opinion.

Les membres indépendants du conseil d'administration de l'acheteur et la direction de EGL estiment, en ligne de principe, que EGL pourrait profiter à moyen et long terme, par rapport à beaucoup d'autres producteurs d'énergie, d'un abandon accéléré de l'énergie atomique en Allemagne et en Suisse. Ce point de vue se base sur les faits suivants:

1. En Suisse, EGL dispose d'une participation de 4.4% respectivement 4.5% dans les centrales nucléaires de Leibstadt et Gösgen-Däniken AG. Ces centrales nucléaires sont sensées être déconnectées du réseau en dernier, par rapport aux autres centrales nucléaires suisses, après une durée de fonctionnement de 50 ans, selon la décision du Conseil fédéral, (Gösgen-Däniken 2029, Leibstadt 2034).
2. En France, l'abandon de l'énergie nucléaire ne semble pas être une option. La centrale nucléaire de Bugey aux prestations de laquelle EGL a proportionnellement droit, conformément à un contrat d'approvisionnement en électricité, vient d'achever une révision après 10 ans, ce qui devrait s'avérer positif pour la disponibilité de cette centrale nucléaire dans les prochaines années.
3. EGL dispose d'une grande expérience dans la construction et exploitation de centrales de production à gaz à cycle combiné.
4. EGL s'est associée avec TAP à un projet d'infrastructure d'une portée imminente pour approvisionner l'Europe en gaz naturel provenant de la région transcaspienne, en particulier également parce que l'Europe nécessite à moyen terme de plus de centrales à gaz afin de compenser la production décroissante des centrales nucléaires.
5. EGL a également systématiquement investi, dans les dernières années, dans des formes alternatives de production d'énergie. A ce sujet le projet le plus grand de EGL, la participation au parc éolien offshore Global Tech 1 en mer du Nord, est nettement mieux positionné à la suite de la décision du gouvernement fédéral de déconnecter du réseau relativement rapidement les centrales nucléaires allemandes et de subventionner des parcs éoliens offshore.

Comme nous l'avons mentionné plus haut, nous n'avons pas pu quantifier, dans le cadre de la présente évaluation, l'impact des facteurs évoqués ci-dessus sur la situation financière future de EGL et par conséquent nous n'avons procédé à aucun ajustement des données financières. Le positionnement favorable de EGL corrobore toutefois, dans son ensemble, les hypothèses de base des plans financiers selon lesquelles la rentabilité de EGL devrait s'améliorer à moyen et à long terme.

4.3 Présentation récapitulative des données financières

Les résultats des plans financiers sur lesquels se base l'évaluation sont présentés de manière récapitulative ci-dessous:

Mio. CHF	2007 / 2008	2008 / 2009	2009 / 2010	Croissance moyenne		
				2010/2011 - 2012/2013	2013/2014 - 2020/2021	2021/2022 - 2035/2036
Marge brute	781	810	649			
Δ in %	41.7%	3.8%	-19.9%	-7.6%	5.2%	2.3%
EBITDA	483	443	246			
Δ in %	46.0%	-8.4%	-44.4%	-4.8%	8.9%	3.2%
EBIT	433	330	168			
Δ in %	46.2%	-23.9%	-49.0%	-4.8%	11.7%	3.1%

4.4 Méthodes d'analyse utilisées

Afin d'évaluer l'équité financière du prix d'achat, la méthode DCF est au premier plan. Afin de pouvoir procéder à un contrôle de plausibilité du résultat d'évaluation, l'on a procédé, en outre, à une analyse de sociétés comparables (analyse Compco), à une analyse de transactions comparables (analyse Compac) ainsi qu'à une analyse de primes de contrôle (analyse des primes) payées dans le marché suisse lors de transactions en bourse.

4.5 Méthode du Discounted Cash Flow

Dans la méthode DCF l'on calcule d'abord la valeur actuelle des excédents financiers du patrimoine nécessaire à l'exploitation. Comme excédents financiers l'on a retenu le Free Cash Flow qui est à la disposition des actionnaires et des bailleurs de fonds étrangers. La somme des valeurs actualisées du Free Cash Flow (y compris la valeur résiduelle) et des actifs non nécessaires à l'exploitation donnent la valeur brute de l'entreprise. De celle-ci sont déduits les engagements portant intérêts, apurés des moyens liquides excédentaires, pour obtenir la valeur nette de l'entreprise, soit la valeur des fonds propres.

Pour le calcul de la valeur actuelle des excédents financiers l'on a utilisé comme taux d'escompte le coût moyen pondéré des capitaux propres et étrangers (Weighted Average Cost of Capital). Le calcul des composants du coût des capitaux se base sur le Capital Asset Pricing Model.

Les paramètres suivants ont été retenus lors du calcul du taux d'escompte:

Taux d'intérêt sans risque

Puisqu'une grande partie du chiffre d'affaires et des coûts de EGL sont réalisés dans la zone euro l'on a pris en compte, afin d'établir le taux d'intérêt sans risque, le taux d'intérêt pour un placement (presque) sans risque dans la zone euro. A cet effet l'on a pris comme base de comparaison, pour le taux d'intérêt sans risque, le rendement pouvant être obtenu à long terme d'emprunts d'émetteurs publics. Etant donné que ces émissions sont toutefois limitées du point de vue temporel, l'on a dû émettre une hypothèse quant au niveau du taux d'intérêt lié au réinvestissement. L'on a consulté l'évolution des taux d'intérêt du passé à titre d'information.

Le rendement des emprunts d'état dans la zone euro divergeait considérablement au 17 juin 2011. Les emprunts d'états tels que l'Irlande, le Portugal et la Grèce présentaient un rende-

ment clairement supérieur à 5%. Etant donné que les rendements élevés sont une expression de la dette publique élevée de ces états, ceux-ci ne peuvent pas représenter une bonne approximation du taux d'intérêt sans risque. Il faut plutôt se baser, à notre avis, sur le rendement d'emprunts d'état à 10 ans plus bas en cours, puisqu'ils incorporent au mieux l'aspect absence de risque. Au 17 juin 2011 un emprunt à 10 ans de l'état fédéral allemand présentait un rendement d'environ 3.0%¹³. Dans les années 80 jusqu'à la fin des années 90 le rendement des emprunts allemands avec une durée de vie restant à courir de 20 ans se situait au-delà des 5%¹⁴. Compte tenu de l'évolution des taux d'intérêt dans le passé et du rendement actuel de ces emprunts à long terme, un taux d'intérêt de base d'un montant de 5% a été utilisé.

Prime de risque

Un engagement dans une entreprise comporte toujours des risques. Par conséquent, les excédents financiers futurs ne peuvent pas être prévus avec certitude. Les investisseurs font payer le risque d'entreprise qu'ils sont prêts à assumer par une prime de risque. Comme les investisseurs contractent un risque particulier lors de l'investissement d'argent dans une entreprise, l'on doit prévoir une prime qui vient s'ajouter au taux d'intérêts sans risque (prime de risque). De sorte à obtenir un risque équivalent aux flux de capitaux à escompter, l'établissement de la prime de risque doit refléter la structure de risque de l'entreprise à évaluer.

Pour le calcul de la prime de risque l'on peut recourir au modèle de formation des prix sur le marché des capitaux. Le modèle le plus utilisé en théorie et en pratique est le Capital Asset Pricing Model (CAPM). Celui-ci a été utilisé dans le cadre de cette expertise.

La prime de risque spécifique à une entreprise est obtenue en multipliant le facteur bêta de l'entreprise avec la prime de risque du marché. Le facteur bêta est une mesure du risque spécifique de l'entreprise en comparaison avec le risque du marché en entier. Un facteur bêta supérieur à un signifie que la valeur des fonds propres de l'entreprise considérée, mesurée au cours de l'action, réagit en moyenne plus que proportionnellement aux variations du marché; un facteur bêta inférieur à un signifie que la valeur se modifie en moyenne moins que proportionnellement.

Le calcul de la prime de risque du marché se fait par la formation d'un différentiel de rendement entre un investissement en actions et un investissement sans risque. Des recherches sur le marché des capitaux ont démontré qu'à long terme les investissements en actions ont produit dans le passé des rendements supérieurs à ceux obtenus par les emprunts à faible risque. En considérant le rendement du marché des actions à long terme en Europe d'un montant d'environ 10%¹⁵, après déduction du taux d'intérêt sans risque supposé d'un montant de 5%, l'on parvient à une prime de risque du marché sous-jacente pour l'évaluation d'un montant de 5%.

Pour obtenir le facteur bêta pour EGL, l'on a retenu le facteur bêta d'entreprises comparables (cf. annexe 4: «Bêta de sociétés cotées comparables»). Afin que les facteurs bêta de sociétés comparables soient comparables, ces entreprises ont été apurées de l'endettement spécifique à chaque entreprise (corrigés de l'endettement et/ou unlevered beta).

Afin de tenir compte d'une volatilité plus élevée des revenus dans les activités de négoce d'énergie par rapport aux compagnies d'électricité de type plus classique, des activités de projets prépondérantes et de l'absence de rapport direct avec les consommateurs finaux, les coûts des fonds propres du taux d'actualisation ont été calculés en se basant sur un bêta

¹³ Source: Bloomberg

¹⁴ Source: Bloomberg

¹⁵ Source: Bloomberg

Rapport d'expertise EGL SA

apuré de l'endettement de 0.62. Cette valeur correspond à la valeur moyenne des trois bêta les plus élevés apurés de l'endettement des sociétés comparables (par comparaison: la moyenne de toutes les sociétés comparables se monte à 0.50).

Afin de pouvoir déterminer le facteur bêta de EGL à partir du facteur bêta ajusté des structures de financement du groupe des sociétés de comparaison, celui-ci doit être à nouveau adapté au niveau d'endettement spécifique de EGL.

Le calcul du facteur bêta de EGL se base sur la structure d'endettement actuelle et en prenant en compte les activités d'investissement prévues dans le futur. L'on a envisagé un endettement cible à long terme de 35% d'endettement financier net par rapport à 65% fonds propres (calculés sur la base des valeurs de marché).

Coût des fonds étrangers

En se basant sur des contrats de prêt existants, un emprunt obligataire actuellement en cours, des déclarations de la direction de EGL et sur la base de nos propres évaluations, l'on considère que le coût des fonds étrangers des sociétés, en tenant compte de la structure de capital visée, se situe, sur le long terme, à 150 points de base (all-in) au-dessus du taux d'intérêt sans risque. Ceci correspond aux coûts de financement considérés sur un laps de temps assez long d'une société ayant un (présupposé) «single A rating»¹⁶.

Coût global du capital

Sur la base des indications précédentes, le coût global du capital pour EGL se calcule comme suit:

(Montants parfois arrondis)

Taux d'intérêt sans risque	5.0%	Rendement des emprunts étatiques européens y inclus prémisses de réin
Prime de risque du marché	5.0%	Bloomberg; (rendement du marché des actions – taux d'intérêt sans risq
Unlevered Beta	0.62	Hypothèse Sarasin
Relevered Beta	0.85	= Unlevered Beta * (1+(1-s) * Gearing)
Coût des fonds propres	9.27%	= taux d'intérêt sans risque + (prime de risque du marché*relevered Beta
Taux d'intérêt sans risque	5.0%	Rendement des emprunts étatiques européens y inclus prémisses de réin
Prime de risque	1.5%	Coûts de financement EGL
Coût des fonds étrangers	6.5%	
Coût des fonds étrangers (ajusté de l'impôt)	4.6%	= Coûts des fonds étrangers * (1-s)
Gearing (net debt/equity*)	53.8%	Structure du capital cible à long terme présumée
Partie net debt	35%	
Partie equity	65%	
Taux d'imposition (s)	30%	Taux marginal d'imposition
WACC (ajusté de l'impôt)	7.62%	Coûts pondérés de l'ensemble du capital ajustés de l'impôt

*aux valeurs de marché

Particularités

EGL détient une participation dans la société Repower AG. La participation a été prise en considération dans l'évaluation à la valeur de marché (capitalisation boursière) sur la base d'un cours moyen calculé en fonction de la pondération des volumes de Repower AG pendant les derniers 60 jours de bourse (c'est-à-dire CHF 507.78 jusqu'au 17 juin 2011).

¹⁶ L'évaluation part du principe qu'un rating «Investment Grade» pour une entreprise telle que EGL active dans le négoce d'énergie est indispensable.

Les liquidités nécessaires à l'exploitation sont estimées par EGL à CHF 210 Mio. Celles-ci ne sont pas prises en compte dans le calcul de la position d'endettement financier net. L'endettement financier net ainsi calculé de EGL se monte à CHF 1'075 Mio¹⁷.

En outre l'on suppose que EGL investit une partie de la liquidité nécessaire à l'exploitation à court terme dans la zone euro afin de générer des produits d'intérêt. Ces produits d'intérêt ont été pris en compte lors de l'évaluation.

En ce qui concerne le réseau de transport, Sarasin a supposé qu'un transfert planifié du réseau à Swissgrid est effectué à la valeur prévu par ElCom^{18 19}, à laquelle s'ajoutent les investissements prévus jusqu'au moment du transfert et de laquelle on déduit les amortissements à prendre en compte jusqu'au moment du transfert.

Les sociétés affiliées (Global Tech 1, SE Ferrara, TAP, La Peñuca, etc.) ont été évaluées sur la base des Free Equity Cash Flows actualisés avec le coût des fonds propres.

EGL ne détenait aucune action en positions propres au 17 juin 2011.

Résultat du scénario de base

Le résultat d'évaluation propre au scénario de base est le suivant :

Résultat d'évaluation	Mio. de CHF
Evaluation de la société avant sociétés affiliées	2'648
Valeur des sociétés affiliées	676
Déduction des intérêts minoritaires	-25
Evaluation de la société dans son ensemble	3'299
Déduction des fonds étranegrs nets	-1'075
Valeur des fonds propres de EGL	2'224
Nombre des actions en vigueur	2'640'000
Valeur des fonds propres par action (CHF)	843

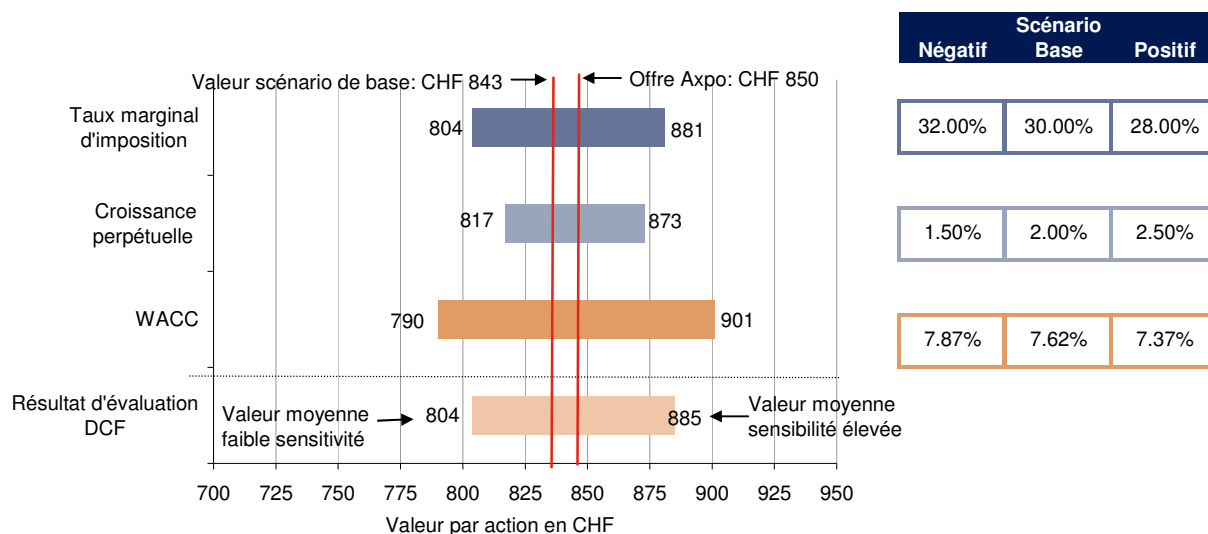
Analyse de sensibilité

La marge de fluctuation de la valeur de l'évaluation DCF a été fixée par une analyse de sensibilité à l'aide de laquelle la valeur des générateurs de valeur a été modifiée à l'intérieur d'une fourchette de valeurs. L'on a défini comme paramètres le WACC, la croissance perpétuelle et le taux d'imposition. Le résultat de l'analyse de sensibilité est représenté dans le graphique suivant.

¹⁷ Se basant sur les données financières de EGL au 30 septembre 2010 actualisées au jour de référence de l'évaluation.

¹⁸ Conformément à la valeur de la décision de ElCom du 11 novembre 2010.

¹⁹ L'on ne peut pas exclure qu'un tribunal, dans le cadre d'une contestation en cours de cette valeur, n'attribue pas une valeur plus élevée au réseau de transport.



Résultat de l'évaluation DCF

L'analyse de sensibilité de l'évaluation DCF conduit à une marge de fluctuation de la valeur allant de CHF 790 à CHF 901 par action au porteur EGL à cause de la marge de fluctuation élevée de la valeur par la sensibilité du WACC. Au total l'on juge, lors d'une valeur du scénario de base de CHF 843, une marge de fluctuation de la valeur de CHF 804 jusqu'à CHF 885 comme plausible (valeur moyenne des sensibilités inférieures et/ou supérieures).

4.6 Evaluation sur la base de sociétés cotées comparables (Compco)

Importance

Cette méthode est notamment préférée par l'analyse financière car les acteurs du marché des capitaux ne disposent généralement pas de plans financiers détaillés des entreprises. Etant donné que Sarasin a obtenu les plans financiers de EGL et qu'elle a pu procéder à un contrôle de plausibilité en les discutant avec la direction, nous considérons l'évaluation DCF comme la méthode d'évaluation la plus pertinente. L'évaluation à l'aide de sociétés cotées comparables sert ainsi principalement à vérifier et contrôler la plausibilité du résultat d'évaluation obtenu par la méthode DCF.

Méthodologie de base

L'on obtient des multiples et l'on forme une moyenne (voir annexe 1: «Multiples de sociétés cotées comparables») au travers de la division de la valeur de l'entreprise (valeur boursière actuelle plus endettement net, intérêts minoritaires) de sociétés cotées comparables par les chiffres clés actuels et/ou attendus (par exemple: chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, bénéfice net). L'application de ces multiples moyens sur les chiffres clés financiers de EGL (EBITDA, EBIT, bénéfice net) donne un résultat d'évaluation pour chaque multiple moyen calculé.

Les deux facteurs suivants ont une importance considérable sur le résultat de l'évaluation:

- ◆ le multiple moyen obtenu et
- ◆ la sélection et le calcul des chiffres clés financiers de EGL auxquels le multiple est appliqué.

Le multiple moyen dépend principalement du choix des sociétés comparables retenues. Le multiple n'est pertinent que si l'on dispose de sociétés qui sont, du point de vue de leurs caractéristiques essentielles, comparables à la société à évaluer.

Comme l'évaluation à base de sociétés comparables se base sur des résultats actuels et/ou attendus pour les deux prochaines années (derniers 12 mois au 31 mars 2011 («LTM») 2010/11E ainsi que 2011/12E), le calcul reflète la valeur de l'entreprise dans une optique à court terme. Le potentiel de croissance et d'amélioration des marges réalisable à moyen terme ainsi qu'un stade spécifique dans le cadre d'un cycle commercial ne sont atteints que si les sociétés comparables ont des potentiels de croissance et de marge semblables et se trouvent dans la même phase du cycle commercial.

Choix des sociétés comparables à EGL

Le choix des sociétés comparables à EGL s'est présenté comme une tâche très difficile. En tant que société active dans le négoce d'énergie détenant des actifs, EGL achète et vend de l'électricité, du gaz naturel et des produits financiers en rapport avec l'énergie. Les activités de vente et négoce s'adressent aux gros utilisateurs. EGL est présente localement sur tous les marchés européens les plus importants grâce à son réseau de filiales et est un opérateur de marché accrédité sur toutes les principales bourses européennes. Outre les participations dans des centrales électriques en Suisse, EGL possède également des quotes-parts dans trois centrales de production à gaz à cycle combiné en Italie et dispose de contrats d'approvisionnement à long terme conclus avec des producteurs d'énergie.

Pour le choix des sociétés comparables l'on a pris en considération que le modèle commercial de EGL comprend les trois domaines d'activité: négoce d'électricité, négoce de gaz naturel et portefeuille d'actifs et que la société se différencie plus ou moins de façon marquée de la majorité des sociétés actives dans le marché de l'énergie en qualité de fournisseur. On n'a pas pu trouver des sociétés cotées en bourse directement comparables dont l'activité principale consiste dans le négoce d'énergie. Par conséquent, l'on a retenu des sociétés qui sont au moins comparables dans différents secteurs et qui reproduisent, si possible, dans leur totalité, toutes les activités opérationnelles essentielles de EGL. Dans ce contexte, les sociétés comparables présentant de façon idéale les exigences suivantes ont été identifiées:

- ◆ cotation en bourse en Europe de l'Ouest/Europe du Nord,
- ◆ compagnie d'électricité avec des activités industrielles dans les secteurs production, négoce et distribution d'électricité et/ou gaz

Les multiples pour LTM, 2011E et 2012E ont été pris pour base pour l'évaluation. A cause du modèle commercial différent et/ou du modèle commercial spécifique de EGL, les multiples de chiffre d'affaires ne sont pas pertinents et n'ont, par conséquent, pas été appliqués. Sarsin se base donc pour l'analyse des multiples sur les paramètres suivants: EBITDA, EBIT et multiples PER. Afin d'obtenir le résultat de l'évaluation l'on a en outre calculé pour l'évaluation à l'aide de multiples EBITDA et EBIT la valeur des sociétés consolidées «at equity», étant donné que leur contribution au résultat n'est pas contenue dans les données financières au niveau EBITDA et EBIT. Ceci comprend en particulier la participation dans Repower AG et TAP. La valeur déterminée correspond à la valeur actualisée du free equity cash flow sortant de l'analyse DCF. En revanche, la valeur des intérêts minoritaires (essentiellement en raison de la participation à hauteur de 85% dans Calenia) a été déduite du résultat. L'évaluation de la part des minoritaires a également eu lieu à l'aide de l'actualisation de la valeur du free equity cash flow avec le coût des fonds propres conformément à l'analyse DCF. Pour le multiple PER l'on a utilisé le bénéfice net exclusif intérêts minoritaires et par conséquent aucune adaptation n'était nécessaire.

Les sociétés suivantes ont été choisies comme sociétés comparables:

Entreprises comparables		
♦ Alpiq	♦ Endesa	♦ Iberdrola
♦ E.ON	♦ Enel	♦ RWE
♦ EDF	♦ Energias de Portugal	♦ Scottish & Southern
♦ Edison	♦ Fortum	

Sur la base des critères susmentionnés, nous considérons ces sociétés comme en principe qualifiées pour le calcul de multiples moyens. Comme précédemment mentionné, l'on n'a pu déterminer aucune société cotée en bourse directement comparable.

Résultat de l'évaluation sur la base de sociétés cotées comparables

L'évaluation à l'aide d'autres sociétés cotées comparables résulte en une marge de fluctuation d'évaluation allant de CHF 332 à CHF 483 par action au porteur.

Les résultats étant basés sur les multiples EBITDA, EBIT et PER de l'analyse Compco se situent décidemment en-dessous des résultats de l'évaluation DCF. Ceci est principalement imputable au fait que EGL prévoit, pour les deux prochaines années, un environnement commercial difficile et que les données financières prévues se situent considérablement en-dessous du rendement potentiel à moyen et long terme de la société. Par conséquent, nous ne jugeons pas le résultat de l'analyse Compco comme pertinent dans ce cas spécifique.

4.7 Evaluation sur la base de transactions comparables (Compac)

Importance

Si un acheteur stratégique et un vendeur veulent se mettre d'accord sur un prix d'achat en vu d'un rachat, les deux parties doivent évaluer le potentiel de marché résultant de leur association et le potentiel de synergie. Afin de profiter de ce surplus en tant qu'acheteur, celui-ci peut se déclarer prêt à intégrer une partie de ce potentiel futur dans son offre de prix, ce qui conduit à une prime sur le cours de bourse. Une analyse des transactions comparables peut éclairer sur les multiples payés dans ces situations de rachat. Toutefois, l'on doit constater qu'il est difficile de trouver des transactions comparables étant également actuelles. Celles-ci ne peuvent remonter trop loin dans le temps, parce que les multiples payés – comme l'évaluation des marchés des actions – sont soumis à de fortes mutations dans le temps.

Méthodologie de base

L'on obtient les multiples payés au travers de la division de la valeur de l'entreprise payée dans le cadre de l'offre d'achat par les chiffres clés financiers choisis (par exemple: chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, bénéfice net). L'on calcule ainsi un multiple moyen à partir de plusieurs transactions, lequel conduit, par une multiplication avec l'excédent financier correspondant de la société cible, à une valeur implicite d'entreprise pour la société cible.

Choix des transactions comparables

Les critères les plus importants que nous avons employés pour le choix des transactions ont été les suivants:

- ◆ Transactions annoncées dans les 4 dernières années
- ◆ Transactions en Europe de l'Ouest/Europe de Nord
- ◆ Transactions supérieures à USD 50 Mio
- ◆ Compagnie électrique ayant des activités industrielles dans les secteurs production, négoce, distribution d'électricité et gaz
- ◆ Multiples disponibles
- ◆ Achat d'une quote-part < 50% dans la société cible
- ◆ La transaction ne permet pas d'obtenir une majorité de contrôle

Résultat de l'évaluation sur la base de transactions comparables

Dans l'annexe 2: Multiples de sociétés comparables sont spécifiées les transactions choisies ainsi que les multiples payés. L'analyse montre que les chiffres clés présentent une marge de fluctuation relativement étroite. Selon les observations de Sarasin, les multiples sont à évaluer avec précaution, puisque la comparabilité de la plupart des sociétés avec le modèle commercial de EGL «Société active dans le négoce d'énergie en gros et détenant des actifs» n'est que partiellement assurée. De même, les chiffres des derniers 12 mois («données financières LTM») de EGL sont négativement influencés par les conditions difficiles actuellement en vigueur sur le marché ainsi que par des facteurs extraordinaires et ne sont donc pas pertinents pour déterminer le potentiel de rendement à long terme de la société.

L'évaluation à l'aide de transactions comparables produit un résultat d'évaluation allant de CHF 551 à CHF 614 par action au porteur. Il faut prendre en considération que l'évaluation comporte des primes potentielles, conditionnées à la méthode d'évaluation, pour les synergies réalisables par l'acheteur.

Les résultats de l'analyse Compco se basant sur les multiples EBITDA, EBIT et PER se situent décidemment en-dessous des résultats de l'évaluation DCF. Ceci est principalement imputable au fait que les données financières LTM se situent considérablement en-dessous du rendement potentiel à moyen et long terme de la société. Par conséquent, nous ne jugeons pas le résultat de l'analyse Compac comme pertinent dans ce cas spécifique.

4.8 Analyse des primes payées dans le marché des capitaux en Suisse (analyse des primes)

Dans une autre analyse l'on peut également juger quelle est le rapport de la prime calculée en comparaison du cours moyen calculé en fonction de la pondération des volumes (VWAP²⁰) de l'action EGL des derniers 60 jours de bourse avant l'annonce d'une offre possible par rapport aux primes payées dans les précédentes transactions de bourse comparables.

La configuration particulière dans le cadre d'une offre publique d'achat influence considérablement la prime. Ainsi, par exemple, la hauteur du montant de la participation de l'acheteur

²⁰ Volume Weighted Average Price

dans la société cible au moment de l'annonce préalable est importante. Si l'acheteur dispose déjà d'une majorité confortable du capital-actions, il sera moins disposé à accorder aux autres actionnaires une prime de contrôle supplémentaire sur le cours de l'action, puisqu'il exerce effectivement déjà un contrôle sur la société (par exemple: Energie Electricque du Simplon ou Agie Charmilles). En outre, l'existence/absence d'une offre concurrente doit également être prise en considération. Des primes plus élevées ont été payées dans le passé en cas de luttes pour la prise de contrôle entre différents acheteurs potentiels (par exemple: Saia Burgess, SIG, sia Abrasives) par rapport à des offres sans participants aux soumissions d'offre. En outre, il faut également considérer le type de compensation, c'est la raison pour laquelle uniquement des offres en espèces ont été considérées dans cette analyse. En plus, des primes plus élevées ont été payées dans le passé dans certains cas à des classes d'action, lesquelles disposent d'une préférence de vote respectivement d'une valeur nominale plus faible lors de droits de vote identiques. Pour tenir compte de cette circonstance, l'on a inclus dans l'analyse uniquement des transactions qui sont comparables, dans le cadre de ces paramètres, à l'offre publique d'achat de Axpo.

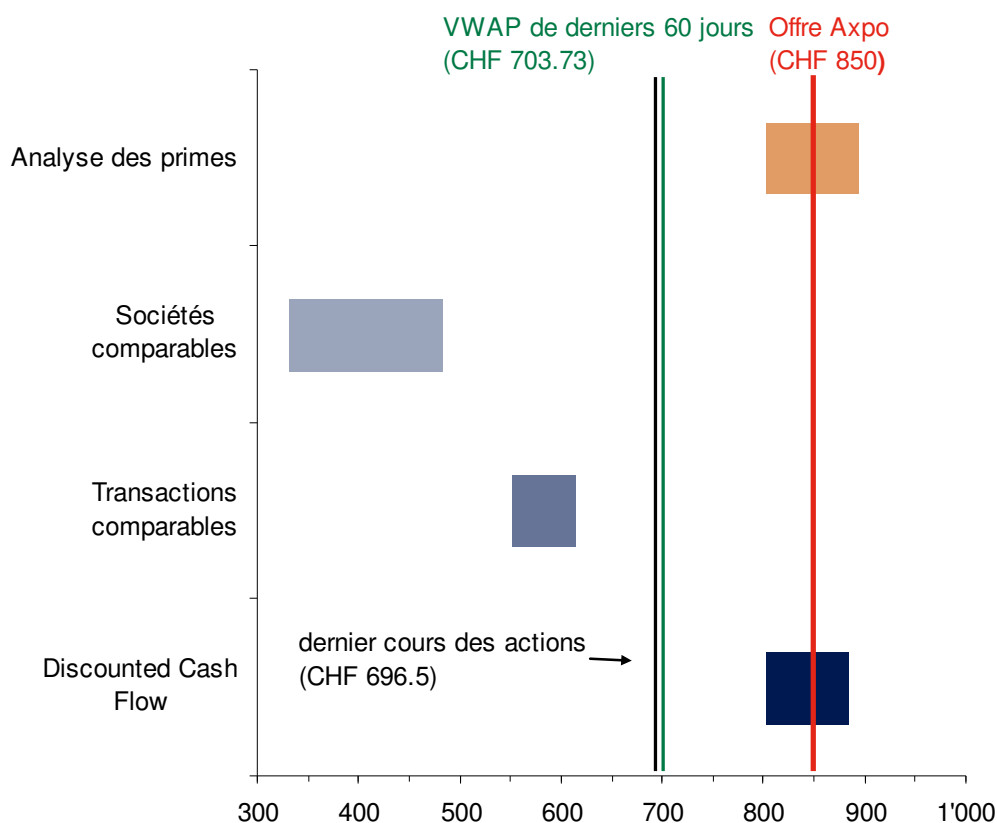
Par conséquent, les critères visant la prise en considération de transactions comparables ont été fixés comme suit:

- ◆ Prise en compte des transactions à partir du 1^{er} janvier 2006 ou précédentes
- ◆ Société cible est/était cotée à la bourse SIX Swiss Exchange
- ◆ Banques, compagnies d'assurances et sociétés de participation n'ont pas été prises en compte
- ◆ Offres en espèces (Cash Offer)
- ◆ Le capital-actions de la société cible se compose d'une seule classe d'action uniquement
- ◆ L'acheteur détenait déjà, avant le lancement de l'offre d'achat, d'une participation majoritaire > 50% dans la société cible

Sur la base des primes payées en moyenne de 27.1% l'on calcule, sur la base du cour moyen calculé en fonction de la pondération des volumes de l'action au porteur EGL dans les derniers 60 jours avant le 17 Juin 2011 d'un montant de CHF 703.73, un prix de l'action d'un montant de CHF 894 par action nominative. Si par contre l'on considère la médiane des primes payées (14.2%), il en résulte un prix de l'action d'un montant de CHF 804.

L'évaluation des primes payées dans le marché des capitaux en Suisse est présentée dans l'annexe 3: Analyse des primes.

4.9 Résumé des résultats de l'évaluation



Le résultat d'évaluation de la méthode DCF est confirmé par le résultat de l'analyse des primes. Cependant, les résultats de l'analyse de transactions comparables (Compac) et de l'analyse des sociétés comparables (Compco) se situent à un niveau considérablement plus bas.

Conformément au point de vue de Sarasin, les deux dernières analyses mentionnées ne sont pas pertinentes, puisqu'elles ne représentent que le potentiel de rendement à court terme de EGL qui est caractérisé par un environnement commercial particulièrement difficile et ne reflètent pour ainsi dire pas le potentiel de rendement à moyen et long terme de EGL.

De cette façon, Sarasin s'appuie, dans le cas présent, sur le résultat de l'évaluation DCF. Sur la base de la procédure d'évaluation précédemment décrite lors de l'évaluation de EGL, il s'en suit, dans le cas d'une valeur du scénario de base de CHF 843, une marge de fluctuation d'évaluation allant de CHF 804 à CHF 885 par action au porteur EGL.

Le prix offert par Axpo dans le cadre de l'offre d'achat de CHF 850 se situe ainsi légèrement au-dessus de la valeur du scénario de base de l'évaluation DCF de CHF 843.

5 Résultat de l'expertise

En se basant sur les analyses d'évaluation et réflexions contenues dans cette expertise, le prix d'offre devrait se situer, du point de vue de l'équité financière, dans une marge de fluctuation d'évaluation calculée allant de CHF 803 à CHF 884 par action au porteur EGL. Cette déclaration se base principalement sur le résultat de l'évaluation DCF. Le résultat de l'évaluation DCF est épaulé par l'analyse des primes²¹. De cette façon, nous jugeons le prix offert par Axpo de CHF 850 dans le cadre de l'offre d'achat comme équitable.

Important pour les actionnaires privés

Le résultat de cette expertise ne prend pas en considération les possibles conséquences fiscales que certains actionnaires peuvent subir – en particulier des actionnaires privés en Suisse. Des données à ce sujet se trouvent dans le prospectus d'offre de Axpo du 27 juin 2011, dans la section J., conséquences fiscales générales.

Zurich, le 17 Juin, 2011

Banque Sarasin & Cie SA

sig. Alexander Cassani

sig. Daniel Flückiger

²¹ Pour des détails supplémentaires, voir le chapitre 4.8 Analyse des primes payées dans le marché des capitaux en Suisse (analyse des primes) et 4.9 Résumé des résultats de l'évaluation.

6 Annexes

Annexe 1: Multiples de sociétés cotées comparables (Compco)

Société	Capitalisation (monnaie locale en Mio)	EBITDA			EBIT			PER		
		LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E
Fortum	19'740	11.1x	10.0x	9.7x	14.6x	13.0x	12.5x	13.9x	12.6x	12.7x
EDF	49'879	5.7x	5.7x	5.3x	14.0x	10.4x	9.5x	18.1x	14.8x	12.8x
E.ON	34'848	4.3x	5.9x	5.4x	6.6x	9.0x	8.2x	8.3x	10.2x	9.3x
RWE	20'230	3.6x	4.0x	3.8x	5.5x	5.8x	5.6x	5.7x	8.1x	7.8x
Iberdrola	34'566	11.4x	10.1x	9.4x	18.8x	15.5x	14.3x	11.7x	12.0x	10.9x
Endesa	23'901	4.8x	5.0x	4.8x	7.2x	7.2x	6.9x	10.3x	10.8x	10.0x
Enel	42'635	6.8x	6.6x	6.4x	10.2x	10.0x	9.7x	9.4x	9.4x	9.0x
Edison	4'292	6.9x	9.4x	6.9x	15.1x	45.8x	17.5x	13.1x	NM	26.6x
EDP (Portugal)	9'088	7.9x	7.6x	7.1x	13.6x	13.1x	11.9x	8.2x	8.5x	8.0x
Scottish & Southern	12'817	10.4x	8.7x	7.8x	14.8x	11.0x	10.0x	14.3x	12.2x	10.9x
Alpiq	8'687	9.3x	8.9x	9.0x	14.7x	13.8x	13.9x	13.6x	15.1x	14.7x
Moyenne (ensemble des sociétés)		7.5x	7.4x	6.9x	12.3x	14.1x	10.9x	11.5x	11.4x	12.1x
Moyenne (sans Min & Max)		7.5x	7.5x	6.9x	12.3x	11.5x	10.8x	11.4x	11.3x	10.9x
Médiane		6.9x	7.6x	6.9x	14.0x	11.0x	10.0x	11.7x	11.4x	10.9x

Sources: Rapports annuels, Bloomberg

Annexe 2: Multiples de transactions comparables (Compac)

Société cible	Société reprenante	Date Annonce	Type de paiement	Multiples		
				EBITDA	EBIT	PER
Mediterranea delle Acque SpA	San Giacomo Srl	24.05.2010	Cash	7.1 x	17.4 x	29.6 x
Elia System Operator SA/NV	Publi-T	31.03.2010	Cash	12.4 x	18.8 x	15.2 x
Fluxys	Publigas	23.03.2010	Cash	7.4 x	12.4 x	15.7 x
Endesa SA	Enel SpA	20.02.2009	Cash	8.5 x	11.2 x	13.8 x
Union Fenosa SA	Gas Natural SDG SA	30.07.2008	Cash	11.0 x	15.4 x	16.7 x
Cegedel SA	Societe de Transport de Gaz SA	23.07.2008	Cash	12.4 x	18.9 x	26.6 x
Electricite de Strasbourg	EDF SA	07.09.2007	Cash	9.1 x	17.5 x	26.4 x
Médiane				9.1 x	17.4 x	16.7 x
Moyenne (ensemble des transactions)				9.7 x	15.9 x	20.6 x

Source: Bloomberg, marchés des fusions, rapports annuels, communications de presse

Annexe 3: Analyse des primes

Société cible	Société reprenante	Date de l'annonce ¹⁾	Total de la valeur de la transaction (fonds propres en CHF mn)	Participation dans la société cible lors de l'annonce	Niveau d'acceptation minimale	Prime sur la base de WAP ²⁾
Leclanché Switzerland	EnergyGroup Holding	21.02.2006	25	51%	-	8%
Energie Electrique du Simplon	Energie Ouest Suisse	28.06.2006	101	90%	-	14%
Agie Charmilles	Georg Fischer	22.08.2006	733	80%	90%	14%
Saurer	Unaxis (today's OC Oerlikon)	06.09.2006	1'964	45%	50% + 1 share	36%
SIG ³⁾	Rank Group	25.09.2006	2'739	0%	67%	52%
Bank Linth ³⁾	LLB	03.11.2006	435	1%	67%	31%
Gétaz Romang Holding	CRH Europe Holding	05.03.2007	537	33%	67%	25%
Henniez	Nestlé	04.09.2007	212	62%	-	-5%
Implenia ⁴⁾	LIL Investments (Laxey Partners)	01.11.2007	614	34%	-	6%
SEZ	LAM	11.12.2007	639	7%	67%	54%
Von Roll ⁴⁾	Aktionärsgruppe von Fink	12.12.2007	1'567	44%	-	0%
Baumgartner	Behr Bircher Cellpack	29.02.2008	54	26%	67%	0%
Eichhof Getränke Holding AG ⁵⁾	Heineken International B.V.	10.04.2008	N/A	N/A	N/A	N/A
Speedel	Novartis	10.07.2008	1'016	61%	-	80%
sia Abrasives ³⁾	Bosch	26.08.2008	316	48%	N/A	17%
Ciba	BASF	15.09.2008	3'346	1%	67%	64%
Quadrant	Aquamit BV	05.04.2009	237	33% ⁶⁾	67%	58%
Metraux Services Holding AG	Swiss Automotive Group AG	13.05.2009	68	54%	-	51%
Day Software Holding AG	Adobe Systems Benelux B.V.	28.07.2010	219	11%	67%	59%
Winterthur Technologie AG	3 M (Suisse)	06.12.2010	363	14%	67%	23%
Datacolor ⁷⁾	Werner Dubach	16.12.2010	71	33%	-	25%
Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen III AG	17.01.2011	267	33%	50%	7%
Schulthess Group AG	Nibe Industrier AB	11.04.2011	638	31%	67%	26%
Primes médianes (transactions marquées en bleu)						14.2%
Prime moyenne (transactions marquées en bleu)						27.1%
Pro Memoria: prime moyenne de l'ensemble des transactions⁸⁾						29.0%

¹⁾ Date de l'annonce de la première offre

²⁾ Prix moyen calculé en fonction de la pondération des volumes (VWAP) 60 jours de bourse avant l'annonce

³⁾ Participation aux soumissions d'offre

⁴⁾ Aucune intention de l'acheteur d'acheter d'autres actions (c'est-à-dire utilisation Price Rule; pas intégré dans le calcul de la moyenne)

⁵⁾ Aucun prix de marché disponible, étant donné que la division boissons n'est pas cotée séparément

⁶⁾ Ultérieures 4.1% à travers des options

⁷⁾ Not included in average as stock was illiquid (offer price substitutes trading price)

⁸⁾ A l'exception de transactions lors desquelles une participation aux soumissions d'offre, aucun prix de marché ou aucune intention de l'acheteur existe, d'acheter d'autres actions de la société cible

Annexe 4: Bêta de sociétés cotées comparables

	Adjusted Beta	Gearing	Ratio d'endettement	Levering Factor	Unlevered Beta
Fortum	0.77	32.3%	20.0%	1.26	0.61
EDF	0.77	63.7%	29.6%	1.45	0.53
E.ON	0.93	67.3%	22.0%	1.52	0.61
RWE	0.82	61.9%	27.6%	1.45	0.57
Iberdrola	0.94	122.3%	23.4%	1.94	0.49
Endesa	0.77	26.5%	21.5%	1.21	0.64
Enel	0.87	131.5%	29.7%	1.92	0.45
Edison	0.75	97.8%	0.0%	1.98	0.38
EDP (Portugal)	0.80	175.9%	25.7%	2.31	0.35
Scottish & Southern	0.51	40.0%	24.6%	1.30	0.39
Alpiq	0.63	45.4%	20.8%	1.36	0.46
Moyenne	0.78	78.6%	22%	1.61	0.50
Moyenne des trois bêta les plus élevés					0.62

Annexe 5: Tableaux des abréviations / Glossaire

Analyse Compac	Méthode d'évaluation qui propose une comparaison avec des transactions comparables
Analyse Compco	Méthode d'évaluation qui propose une comparaison avec des sociétés cotées comparables
Bêta	Facteur de risque relatif des fonds propres d'une entreprise
CAGR	Compound Annual Growth Rate, croissance annuelle moyenne sur un laps de temps (moyenne géométrique)
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts et impôts
EBITDA	Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts, impôts et amortissements
FCF	Free Cash Flow (avant intérêts sur fonds étrangers); a été utilisé comme excédent financier dans l'évaluation DCF
Free Float	Flottant
KKW	Centrale nucléaire
LTM	Last twelve months (derniers douze mois; résultat basé sur les données financières publiées les 12 derniers mois)
MW	Mégawatt
Société cible	Société qui est la cible d'une offre d'achat par un acheteur
Tolling	Terme utilisé dans le langage économique. Il décrit le processus par lequel l'entreprise A (Toller) paie une certaine somme d'argent à l'entreprise B afin que l'entreprise B produise un produit à partir du matériel mis à disposition par l'entreprise A, que celle-ci revendra pour son propre compte.
Valeur d'entreprise brute	Valeur d'une entreprise avant déduction des fonds étrangers portant intérêts (le cas échéant apuré de la liquidité excédentaire)
Valeur d'entreprise nette	Valeur d'une entreprise après déduction des fonds étrangers portant intérêts; correspond à la valeur des fonds propres
Value Driver	Paramètre d'évaluation qui a une influence prépondérante sur le résultat de l'évaluation DCF
Valeur résiduelle	Valeur de l'entreprise à la fin de la période de planification
VWAP	Volume Weighted Average Price (prix moyen calculé en fonction de la pondération des volumes)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût pondéré des capitaux totaux, comprenant les coûts des fonds propres et étrangers)