
Fairness Opinion **Società Elettrica Sopracenerina SA**

*Fairness Opinion
zum öffentlichen
Kaufangebot der
SES Holding SA*

3. September 2013





Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrats der Società Elettrica Sopracenerina SA

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der SES Holding SA, Locarno (Schweiz) für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Società Elettrica Sopracenerina SA, Locarno (Schweiz)

Zürich, 3. September 2013

PricewaterhouseCoopers AG, Birchstrasse 160, CH-8050 Zürich
Telefon: +41 (0) 58 792 44 00, Fax: +41 (0) 58 792 44 10, www.pwc.ch

PricewaterhouseCoopers AG mit Standorten in Aarau, Basel, Bern, Chur, Genf, Lausanne, Lugano, Luzern, Neuenburg, Sitten, St. Gallen, Thun, Winterthur, Zug und Zürich bietet Wirtschaftsprüfung, Steuer-, Rechts- und Wirtschaftsberatung an. PricewaterhouseCoopers AG ist Mitglied eines globalen Netzwerks von rechtlich selbständigen und voneinander unabhängigen Gesellschaften, das in rund 150 Ländern weltweit vertreten ist.

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	4
1 Einleitung	5
1.1 Ausgangslage	5
1.2 Unser Auftrag	5
1.3 Vorgehen	6
1.4 Beurteilungsgrundlagen	6
2 Die SES im Überblick	8
2.1 Geschäftstätigkeit der SES	8
2.2 Finanzielles Ergebnis der Geschäftstätigkeit	9
3 Wertüberlegungen SES	11
3.1 DCF-Bewertung	11
3.1.1 Theoretische Grundlagen	11
3.1.2 Anwendung der DCF-Methode	12
3.2 Marktbewertung	14
4 Analyse des Aktienkurses und des Handelsvolumens	17
5 Zusammenfassung	19
Anhang	20
Anhang 1: Analyse von Beta und Kapitalstruktur	20
Anhang 2: Herleitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC)	21
Anhang 3: Multiplikatoren von vergleichbaren kotierten Unternehmen	22
Anhang 4: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen	23

Abkürzungsverzeichnis

AET	Azienda Elettrica Ticinese
AG	Aktiengesellschaft
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CH	Schweiz
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
ElCom	Eidgenössische Elektrizitätskommission
EK	Eigenkapital
EUR	Euro
EV	Enterprise Value (Unternehmenswert)
FK	Fremdkapital
GWh	Gigawattstunde(n)
Mio.	Millionen
Management	Management der Società Elettrica Sopracenerina SA
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MWh	Megawattstunde(n)
n/a	Not available (nicht verfügbar)
p.a.	Per annum
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
SA	Società anonima
SBBI	Stocks, Bonds, Bills, and Inflation®
SES	Società Elettrica Sopracenerina SA
SIX	Swiss Exchange
SMI	Swiss Market Index
StromVG	Bundesgesetz über die Stromversorgung
StromVV	Stromversorgungsverordnung vom 14. März 2008
Verwaltungsrat	Verwaltungsrat der Società Elettrica Sopracenerina SA
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Die Società Elettrica Sopracenerina SA („SES“ oder „die Zielgesellschaft“) ist ein regionales Energieversorgungsunternehmen mit Sitz in Locarno, Schweiz. Das Aktienkapital der SES in der Höhe von CHF 16.5 Mio. verteilt sich auf 1'100'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 15.00. Die Aktien der SES sind seit 1996 an der SIX Swiss Exchange kotiert.

Am 9. Juli 2013 hat die SES Holding SA mit Sitz in Locarno, Schweiz, den Vollzug des Erwerbs von 60.89% der Aktien der SES vom ehemaligen Mehrheitsaktionär Alpiq AG bekannt gegeben. Die SES Holding SA (vormals PRH Holding SA) wurde von der Azienda Elettrica Ticinese („AET“) und den sechs grössten Gemeinden¹ im Versorgungsgebiet der SES mit dem Ziel gegründet, die Energieversorgung im Gebiet Sopraceneri in die Kontrolle der betroffenen Tessiner Gemeinden und des Kantons Tessin zu bringen. Um den zeitlichen Erfordernissen der politischen Genehmigungsprozesse in den Gemeinden Rechnung zu tragen, hält die AET aktuell 99.5% der Anteile der SES Holding SA. Die Gemeinden und die AET haben eine Vereinbarung geschlossen, die den Gemeinden das Recht gibt, nach der Zustimmung der zuständigen Organe in zwei Schritten bis zum 31. März 2015 insgesamt 69.5% der Aktien der SES Holding SA von der AET zum Nominalwert zu erwerben.

Die Aktionärsgruppe bestehend aus der SES Holding SA und den sechs Gemeinden verfügt aktuell über eine Beteiligungsquote von 74.02% der Aktien der SES (inkl. den eigenen Aktien der SES).²

Seit dem Vollzug des Erwerbs der Mehrheitsbeteiligung an der SES ist die SES Holding SA gemäss Art. 32 BEHG zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots für die sich im Publikum befindenden Aktien der SES verpflichtet.³

Am 4. September 2013 wird die SES Holding SA das öffentliche Kaufangebot für die sich im Publikum befindenden Namenaktien der SES zum Angebotspreis von CHF 149.00 pro Aktie publizieren.

1.2 Unser Auftrag

Der Verwaltungsrat der SES („Verwaltungsrat“) hat PricewaterhouseCoopers AG („PwC“) mit der Erstellung eines Bewertungsgutachtens („Fairness Opinion“) beauftragt, um das oben erwähnte öffentliche Kaufangebot auf dessen finanzielle Angemessenheit zu überprüfen. Die Erstellung einer Fairness Opinion ist im vorliegenden Fall gemäss Praxis der Übernahmekommission verpflichtend, weil keiner der Verwaltungsräte der Zielgesellschaft als unabhängig anzusehen ist.⁴

Die Fairness Opinion soll den Mitgliedern des Verwaltungsrats sowie den Publikumsaktionären von SES eine Drittmeinung aus neutraler Perspektive geben, ob der offerierte Preis von CHF 149.00 pro Aktie aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist. Dieses Gutachten fasst die Ergeb-

¹ Gemeinden Biasca, Gambarogno, Locarno, Losone, Minusio und Muralto. Diese Gemeinden sind bereits heute mit rund 13% direkt an der SES beteiligt.

² Vgl. die entsprechenden Gruppenmeldungen von 10. und 12. Juli 2013.

³ Die in Fussnote 1 genannten Gemeinden, die zum Zeitpunkt der Publikation des öffentlichen Kaufangebots an der SES Holding beteiligt sind, haben sich vertraglich verpflichtet, ihre Aktien der SES im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots nicht anzudienen. Somit bezieht sich das öffentliche Kaufangebot auf rund 26% der Aktien der SES.

⁴ Vgl. Empfehlung in Sachen Genolier Swiss Medical Network SA von 2011

nisse unserer Analysen zusammen. Es darf im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots der SES Holding SA für die sich im Publikum befindenden Namenaktien der SES veröffentlicht werden.

Dieses Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Es enthält auch keine Einschätzungen über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebotes haben können.

1.3 Vorgehen

Für die Beurteilung des offerierten Kaufpreises stellt PwC umfassende Wertüberlegungen zur Zielgesellschaft an. Daraus resultiert eine Wertbandbreite für den Eigenkapitalwert sowie daraus abgeleitet eine Wertbandbreite pro Namenaktie von SES, in der ein plausibles und als finanziell fair zu erachtendes Kaufangebot liegen sollte.

Die Wertüberlegungen basieren auf einer Betrachtung auf der Stufe des Unternehmens. Effekte, die beim einzelnen Aktionär anfallen – insbesondere steuerliche Auswirkungen – bleiben unberücksichtigt. Eine umfassende Berücksichtigung wäre aufgrund der unterschiedlichen Voraussetzungen der jeweiligen Aktionäre in der Praxis kaum möglich.

Unser Bewertungsgutachten basiert auf der Discounted Cash Flow („DCF“)-Methode, weil mit diesem Verfahren den aktuellen und möglichen künftigen regulatorischen Vorgaben am besten Rechnung getragen werden kann. Zudem bietet die DCF-Methode die notwendige Flexibilität, um durch Szenarioanalysen die Aussagekraft der Wertüberlegungen zu erhöhen. Um dem derzeit anspruchsvollen Marktumfeld Rechnung zu tragen und die Unsicherheiten hinsichtlich der künftigen Cash Flows angemessen zu berücksichtigen, werden ausserdem Sensitivitätsanalysen durchgeführt, welche die finanziellen Auswirkungen bei einer Veränderung der zentralen Werttreiber darstellen.

Die Ergebnisse der DCF-Methode werden mit den Ergebnissen der Marktbewertungsmethode verglichen und plausibilisiert. Letztere beinhaltet die Analyse von Multiplikatoren von vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen sowie die Analyse von vergleichbaren Transaktionen im Energiesektor.

Schliesslich wurde noch eine Analyse des Aktienpreises und des Handelsvolumens durchgeführt, um die Bewertungsergebnisse den aktuellen Marktpreisen gegenüber zu stellen.

1.4 Beurteilungsgrundlagen

Zur Beurteilung des öffentlichen Kaufangebots der SES Holding SA hat PwC hauptsächlich die folgenden Informations- und Datengrundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über die SES, die für die Analyse als relevant erachtet werden, insbesondere die veröffentlichten Jahres- und Halbjahresberichte 2011 und 2012 sowie Pressemitteilungen und Zeitungsberichte;
- Interne Finanzinformationen erstellt vom Management der SES („Management“), die für die Analyse als relevant erachtet werden, insbesondere die nicht geprüften Abschlusszahlen per 30. Juni 2013, das Budget 2013, der Businessplan 2014 bis 2017 inklusive den zugrunde liegenden Rohdaten sowie der Investitionsplan der SES;

- Bericht zu den Geschäftsbereichen „Netz“ und „Energie“ mit Analysen aus technischer und regulatorischer Perspektive sowie deren finanziellen Auswirkungen zugestellt vom Management der SES;
- Besprechungen mit dem Management betreffend die aktuelle Finanz- und Ertragslage, die strategische Ausrichtung sowie die wirtschaftlichen Aussichten der SES sowie Diskussion der zentralen Werttreiber, Annahmen und Risiken im Businessplan der SES;
- Kapitalmarktanalysen von Ibbotson / Morningstar (2013 Ibbotson SBBI Valuation Yearbook);
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen basierend auf Bloomberg und Thomson OneBanker;
- Daten von vergleichbaren Transaktionen im Energiesektor (primär aus der Datenbank von mergermarket);
- Gespräche mit den Rechtsberatern der SES insbesondere im Zusammenhang mit formellen Anforderungen resultierend aus den Interessenskonflikten im Verwaltungsrat der SES und SES Holding SA.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen. PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. PwC hat die von SES zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen nicht geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind. PwC hat jedoch insbesondere bei den von SES zur Verfügung gestellten Informationen Plausibilitätsprüfungen vorgenommen sowie diese in Gesprächen mit dem Management kritisch hinterfragt.

2 Die SES im Überblick

2.1 Geschäftstätigkeit der SES

Die SES ist ein regionales, in der Südschweiz tätiges Energieversorgungsunternehmen, das rund 80'000 Kunden in 54 Tessiner Gemeinden sowie in fünf Gemeinden im Misoix und im Calancatal (Kanton Graubünden) mit Elektrizität versorgt. Die SES ging 1933 aus dem Zusammenschluss von zwei lokalen Energieversorgern hervor. Am Sitz der Gesellschaft in Locarno und in der Niederlassung in Biasca waren per 31. Dezember 2012 gesamthaft 174 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente) beschäftigt.

Die Grundlage für die Geschäftstätigkeit der SES bilden Konzessionsvereinbarungen mit den Gemeinden, die der Gesellschaft das Recht einräumen, in den Gemeinden die Stromversorgung und die öffentliche Beleuchtung wahrzunehmen. Das für die Versorgung erforderliche Verteilnetz befindet sich dabei im Eigentum der SES.

Die SES beschafft die für die Versorgung erforderliche Energie (rund 693 GWh im Jahr 2012) vorwiegend beim Vorlieferanten AET. Ein geringer Teil des Energiebedarfs wird aus Eigenproduktion (rund 31 GWh/a aus Wasserkraft) sowie durch die Einspeisung von unabhängigen Produzenten in das Verteilnetz der SES gedeckt. In den letzten Jahren hat die SES neben ihrem Kerngeschäft (Stromversorgung und Verteilnetzbetrieb) die Geschäftsaktivitäten in den Bereichen Energieberatung für Industriekunden sowie Energieerzeugung aus erneuerbaren Energien aufgebaut. Wesentliche Beteiligungen der SES sind die Società Locarnese di Partecipazioni e Immobiliare SA (99.45%, Immobilien) und die Calore SA (48.90%, Wärmeversorgung).

Die Struktur von SES ist nachfolgend dargestellt.

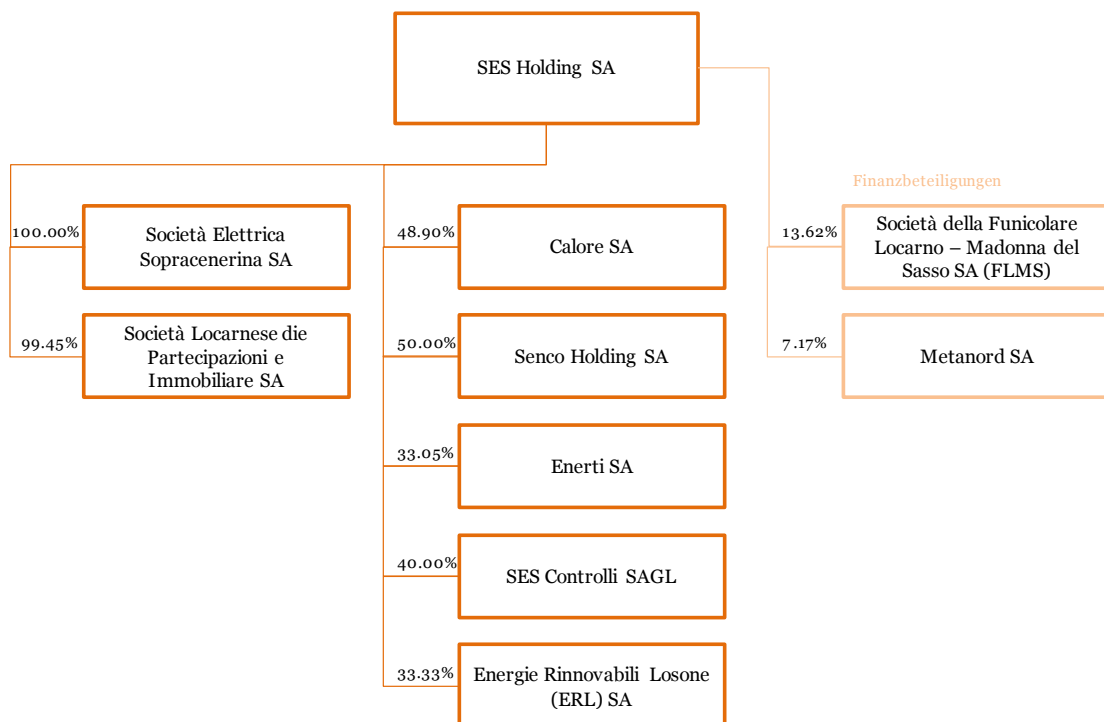


Abbildung 1: Struktur der SES (Quelle: Geschäftsbericht 2012)

2.2 Finanzielles Ergebnis der Geschäftstätigkeit

Die SES erzielte im Geschäftsjahr 2012 einen Nettoumsatz von CHF 144.4 Mio., was einer Zunahme von rund 1% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Der EBIT lag in der gleichen Berichtsperiode mit CHF 16.0 Mio. rund 0.4% unter dem Vorjahreswert. Der stabile Geschäftsverlauf im Geschäftsjahr 2012 widerspiegelt das Geschäftsmodell der SES als Verteilnetzbetreiber mit einem hohen Anteil in der Grundversorgung gebundener Kunden (rund 72% des Stromabsatzes in 2012). Der rückläufige Absatz im Segment der marktberechtigten Kunden (Stromverbrauch >100 MWh/a) wurde 2012 durch den steigenden Verbrauch im Segment der gebundenen Kunden weitgehend kompensiert. Die nachfolgende Abbildung gibt einen Überblick über die Ergebnisentwicklung der SES in den letzten Jahren.

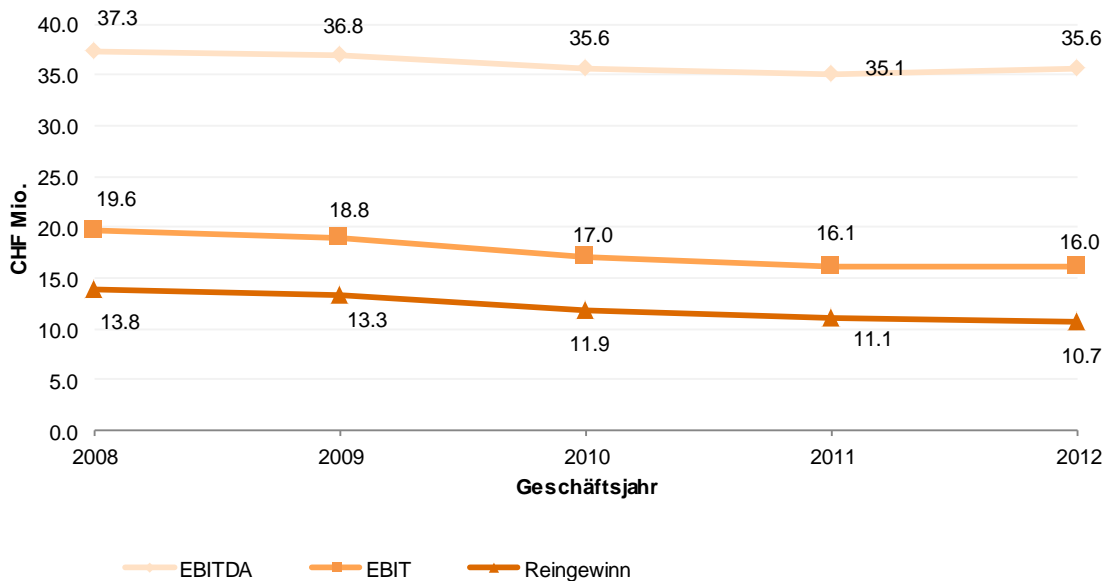


Abbildung 2: Ergebnisentwicklung der SES (Quelle: Geschäftsberichte 2008 bis 2012)

Die historisch rückläufige Ergebnisentwicklung in der in Abbildung 2 dargestellten Betrachtungsperiode 2008 bis 2012 ist massgeblich auf die gestiegenen Energiebeschaffungskosten zurückzuführen, die von der SES nicht vollständig bzw. zeitlich verzögert auf die Kunden überwältzt wurden. Weiter ist die Entwicklung auf das Inkrafttreten des Stromversorgungsgesetzes per 1. Januar 2009 zurückzuführen (insbesondere Verlust von marktberechtigten Endverbrauchern, Zunahme des Verwaltungsaufwands). Die EBITDA-Marge des Unternehmens ist als Folge dieser Effekte von 12.1% im Jahr 2008 auf 8.1% im Jahr 2012 gesunken. Schliesslich haben die als Folge der Investitionstätigkeit im Netzbereich gestiegenen Abschreibungen den EBIT und das Unternehmensergebnis in der Betrachtungsperiode reduziert.

Die Wertüberlegungen basieren auf dem Businessplan der SES, welcher vom Management der SES auf einer stand-alone Basis erarbeitet wurde. Insbesondere wurden keine Effekte aus dem Plan der industriellen Zusammenarbeit zwischen der AET und der SES berücksichtigt. Dieser Plan bildet einen integralen Bestandteil der Vereinbarung zwischen der AET und den Gemeinden und sieht für den Übergang der SES in die Kontrolle der öffentlichen Hand u.a. die Realisierung von Synergien von AET und SES (bspw. in Netzplanung, Netzunterhalt sowie Betrieb und Instandhaltung der Kraftwerke) vor sowie die Zusammenarbeit in verschiedenen Bereichen (Smart Grid/Metering, Wärmeversorgung etc.).

Der Businessplan der SES erfolgt zudem unter der Annahme der Unternehmensfortführung (Going Concern). Insbesondere wird davon ausgegangen, dass die Konzessionen der SES für die Energieversorgung in den Gemeinden im Versorgungsgebiet verlängert werden, d.h. keine Rückkäufe der Netze durch die Gemeinden gestützt auf Bestimmungen des „Legge sulla municipalizzazione dei servizi pubblici“ erfolgen. Netzzurückkäufe der Gemeinden im Versorgungsgebiet der SES sind nach Auffassung des Managements der SES zwar nicht auszuschliessen. Weil aber die sechs grössten Gemeinden im Versorgungsgebiet zu 13% direkt an der Zielgesellschaft beteiligt sind und zugleich auch Aktionäre der SES Holding SA sind und die Gemeinden aufgrund ihrer Vereinbarung mit der AET die Möglichkeit zur Erlangung der Kontrolle über die SES haben, erachtet das Management die Wahrscheinlichkeit von materiell wesentlichen Netzzurückkäufen als gering.

Der vom Management der SES erarbeitete und von PwC hinsichtlich der wichtigsten Einflussfaktoren auf den Unternehmenswert („Value Driver“) analysierte und adjustierte Businessplan berücksichtigt die aktuellen Marktentwicklungen, die regulatorischen Vorgaben in den Geschäftsbereichen Netz und Energie sowie die aus den vom Management von SES zugestellten technischen und regulatorischen Analysen im Geschäftsbereich Netz abgeleitete Risiken. Im Geschäftsbereich Netz, für den gemäss StromVG das Prinzip der Kostenregulierung gilt, wird die Ergebnisentwicklung durch die unterstellte Kapitalbasis, die Investitionstätigkeit der SES, die Erhöhung des Kapitalkostensatzes gemäss Art. 13 StromVV auf 4.70% sowie die Anrechenbarkeit von Kosten bestimmt.⁵ Im Geschäftsbereich Energie wird die Ergebnisentwicklung hauptsächlich durch die erwartete verstärkte Regulierung der Energietarife in der Grundversorgung sowie durch die fortschreitende Liberalisierung des Schweizer Strommarkts bestimmt. Sowohl im Bereich Netz als auch im Bereich Energie wird der Businessplan um den Effekt des Mitte 2013 vollzogenen Rückkaufs des lokalen Verteilnetzes durch die Gemeinde Faido bereinigt.

⁵ Vgl. Mitteilung des Eidgenössischen Departements für Umwelt, Verkehr, Energie und Kommunikation vom 15. März 2013.

3 Wertüberlegungen SES

Zur Ermittlung des Unternehmenswerts der SES wurden Wertüberlegungen mithilfe der folgenden Methoden durchgeführt:

- DCF-Methode
- Marktbewertung mittels der Analyse von vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen.

Unsere Überlegungen zur Bestimmung des Eigenkapitalwerts der SES sowie des Werts pro Namenaktie basieren grundsätzlich auf den Resultaten der DCF-Methode. Die Marktbewertung hat zum Ziel, die Resultate dieser Methode zu überprüfen und validieren.

Aufgrund der in den einzelnen Geschäftsbereichen unterschiedlichen Marktentwicklungen und regulatorischen Rahmenbedingungen haben wir unsere Wertüberlegungen für die einzelnen Geschäftsbereiche separat durchgeführt. Der Wert von SES ergibt sich schliesslich durch die Aufsummierung der Werte der einzelnen Geschäftsbereiche. Der dadurch ermittelte Wert wurde durch eine Bewertung auf Basis der konsolidierten Finanzzahlen plausibilisiert.

3.1 DCF-Bewertung

3.1.1 Theoretische Grundlagen

Gemäss dem theoretisch korrekten Ansatz der Investitionsbewertung entspricht der Unternehmenswert den erwarteten Nettoeinnahmen des Investors (Eigen- und Fremdkapitalgeber), die wegen des Zeitwerts des Geldes sowie des Risikos diskontiert werden müssen.

In der Praxis wird für die Bestimmung des Unternehmenswerts von den zukünftig zu erwartenden Freien Cash Flows ausgegangen, die im Rahmen der DCF-Methode mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital – „WACC“) auf den Gegenwartswert diskontiert werden. Unter dem Freien Cash Flow wird der operative Brutto Cash Flow abzüglich der Investitionen in das Anlage- und das Umlaufvermögen verstanden.

Um den operativen Unternehmenswert zu erhalten, wird die Summe aus den diskontierten zukünftigen Freien Cash Flows der expliziten Planungsperiode sowie dem diskontierten Residualwert für die Jahre nach dieser Planungsperiode gebildet. Die Berechnung des Residualwerts basiert auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit, indem der normalisierte nachhaltige Free Cash Flow pro Jahr als ewige Rente kapitalisiert wird (so genannte Fortführungsformel⁶).

Durch die Addition der nichtbetrieblichen Vermögenswerte (z.B. nichtbetriebliche Liquidität) zum operativen Unternehmenswert ergibt sich der Gesamtunternehmenswert („Enterprise Value“). Nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals sowie weiterer liquiditätswirksamer Verbindlichkeiten vom Gesamtunternehmenswert resultiert der Eigenkapitalwert.

Der Diskontierungssatz, mit dem die Freien Cash Flows abgezinst werden, entspricht dem WACC. Dieser basiert auf den Eigenkapitalkosten sowie den Fremdkapitalkosten nach Steuern und der angenommenen Finanzierungsstruktur. Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus den folgenden Komponenten zusammen: Dem risikolosen Zinssatz, der Eigenkapitalrisikoprämie und gegebenenfalls einer

⁶ Residualwert = Nachhaltiger Freier Cash Flow / (WACC – Nachhaltige Wachstumsrate).

Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen. Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt das Capital Asset Pricing Model („CAPM“) zugrunde, wonach die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des „levered“ Betas mit der Marktrisikoprämie entspricht. Das „levered“ Beta ist ein Mass für das systematische Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Gesamtmarktrisiko und hängt neben dem operativen Risiko des Unternehmens auch von der Finanzierungsstruktur ab. In Abhängigkeit der Unternehmensgrösse wird in den Eigenkapitalkosten häufig zusätzlich eine Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen berücksichtigt.⁷

Die Fremdkapitalkosten setzen sich aus dem risikolosen Zinssatz und der unternehmensspezifischen Fremdkapitalrisikoprämie zusammen. Durch den Einbezug einer Fremdkapitalrisikoprämie wird berücksichtigt, dass ein Unternehmen nicht zum risikolosen Zinssatz Fremdkapital aufnehmen kann, sondern aufgrund des Unternehmensrisikos den Fremdkapitalgebern einen Zinsaufschlag bezahlen muss.

3.1.2 Anwendung der DCF-Methode

Für die Bewertung der SES basierend auf der DCF-Methode werden die zukünftigen Freien Cash Flows der einzelnen Geschäftsbereiche für die explizite Planungsperiode abgeschätzt. Diese basieren auf dem Unternehmensplan und der Investitionsplanung der SES bis ins Jahr 2017. Aufgrund der Konzessionsdauern der eigenen Kraftwerke wurde die explizite Planungsdauer für alle Geschäftsfelder bis ins Jahr 2038 verlängert. Dies ermöglicht auch Investitionsplanungen, welche über das Jahr 2017 hinausgehen, zu berücksichtigen.

Der auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit basierende Residualwert (exklusive eigene Kraftwerke) beinhaltet die Freien Cash Flows nach der expliziten Planungsperiode. Diese basieren auf nachhaltigen Annahmen bezüglich Margen und Investitionen. Für die Berechnung des Residualwerts wird eine nachhaltige Wachstumsrate von 1% angenommen, die der langfristig erwarteten Inflation in der Schweiz entspricht.⁸

Um den Barwert der zukünftigen Freien Cash Flows sowie des Residualwerts zu erhalten, werden diese mit dem WACC diskontiert.

Für die Bewertung des Geschäftsbereichs Netz haben wir uns auf Art. 14 StromVG und Art. 13 StromVV gestützt und dabei die von der SES beim Regulator deklarierte Kapitalbasis der bestehenden Verteilnetzanlagen sowie den regulatorisch anrechenbaren kalkulatorischen Zinssatz von 4.70% zugrunde gelegt.⁹

Für die Bewertung der weiteren Geschäftsbereiche (Energie & Dienstleistungen) wurde ein WACC von 6.4% unterstellt, welcher auf den in Tabelle 1 dargestellten Parametern basiert (vgl. Details in Anhang 2). Der verwendete WACC beruht auf einem Eigenkapitalkostensatz von 9.0% sowie einem Fremdkapitalkostensatz (nach Steuern) von 1.8%. Nachfolgend werden die einzelnen Parameter für die WACC-Herleitung kurz beschrieben.

⁷ Die Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen basiert auf empirischen Erhebungen und ist nicht Bestandteil des CAPM-Konzepts.

⁸ International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2013.

⁹ Vgl. Mitteilung des Eidgenössischen Departements für Umwelt, Verkehr, Energie und Kommunikation vom 15. März 2013.

Risikoloser Zinssatz

Der risikolose Zinssatz entspricht der Rendite von Schweizer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 15 Jahren (Business Plan der SES ist in Schweizer Franken). Auf dieser Basis wird ein risikoloser Zinssatz zum Bewertungsstichtag in der Höhe von 1.4% hergeleitet.¹⁰

Marktrisikoprämie

Für die Berechnung des WACC wird eine Marktrisikoprämie von 5.9% verwendet. Diese widerspiegelt die implizite Marktrisikoprämie für entwickelte Aktienmärkte per Bewertungsstichtag 30. Juni 2013.¹¹

Beta

Das „unlevered“ Beta wird anhand von vergleichbaren kotierten Unternehmen hergeleitet. Das abgeleitete „unlevered“ Beta beträgt 0.58. Detaillierte Angaben zu den Beta-Werten sind im Anhang 1 aufgeführt. Das „levered“ Beta entspricht dem an die Zielkapitalstruktur der SES angepassten „unlevered“ Beta.¹²

Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen

Die Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen reflektiert die höheren Risiko- und Renditeerwartungen, die mit Investitionen in kleinere und mittlere Unternehmungen verbunden sind. Sie entspricht der Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite von tiefer kapitalisierten Unternehmen und der für diese Unternehmen mit dem CAPM geschätzten Rendite. Die für die Bestimmung des WACC verwendete Prämie beträgt 2.2%.¹³

Finanzierungsverhältnis

Die langfristige konstante Kapitalstruktur mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 36% wird gestützt auf die Analyse der analysierten Vergleichsunternehmen hergeleitet. Die Details zu den Finanzierungsverhältnissen der Vergleichsunternehmen sind im Anhang 1 dargestellt.

Fremdkapitalrisikoprämie

Gemäss Angaben des Managements der SES wird mit einer Fremdkapitalrisikoprämie von 0.9% auf dem risikolosen Zinssatz gerechnet.

Steuersatz

Basierend auf Gesprächen mit dem Management der SES wurde der Berechnung des WACC ein langfristig zu erwartender effektiver Durchschnittssteuersatz für ein in Locarno ansässiges Unternehmen von 20.4% zugrunde gelegt.

Tabelle 1: Übersicht der WACC-Parameter

¹⁰ Quelle: Bloomberg, Renditeanalyse per 30. Juni 2013.

¹¹ Quelle: PwC Berechnung in Anlehnung an Damodaran (2012) und den Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft („FAUB“) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. („IdW“; 2012).

¹² $\text{Unlevered Beta} = \text{Levered Beta} / (1 + (\text{Fremdkapital} / \text{Eigenkapital}))$. Dabei entspricht das Fremdkapital dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich der nicht operativen flüssigen Mittel (Annahme: operative flüssige Mittel = 5.0% des Nettoumsatzes gemäss Management von SES). Quelle der Betas der Vergleichsunternehmen: Bloomberg, per 30. Juni 2013.

¹³ Quelle: 2013 Ibbotson SBBI Valuation Yearbook.

Die Summe der Gegenwartswerte aller Freien Cash Flows der Planungsperiode sowie der Residualwerte der einzelnen Geschäftsbereiche ergeben einen operativen Unternehmenswert der SES von CHF 247 Mio. Um den Wert des Eigenkapitals der SES zu ermitteln, werden die betriebsfremden Vermögenswerte (nicht betrieblich genutzte Liegenschaften, Equity-konsolidierte Minderheitsbeteiligungen und nicht betriebsnotwendige flüssige Mittel) in Höhe von CHF 18 Mio. zum operativen Unternehmenswert addiert sowie der Fair Value der verzinslichen Verbindlichkeiten in Höhe von CHF 109 Mio. abgezogen. Daraus resultiert ein Eigenkapitalwert in Höhe von CHF 156 Mio.

Um die Bewertungsergebnisse der DCF-Methode zu plausibilisieren, wurden Sensitivitätsanalysen mittels der Variation der wesentlichen Werttreiber des Geschäftsmodells der SES durchgeführt. Als wesentliche Werttreiber der SES lassen sich die regulatorischen Risiken bezüglich der Anrechenbarkeit der Kosten für den Verteilnetzbetrieb und die Energielieferung in der Grundversorgung sowie die Auswirkungen einer (möglichen) vollständigen Marktöffnung und einer Einführung einer Anreizregulierung für Verteilnetzbetreiber identifizieren. Bei der Variation der einzelnen Werttreiber unter sonst gleichbleibenden Bedingungen resultiert für den Wert des Eigenkapitals der SES eine Wertbandbreite von CHF 146 Mio. bis CHF 168 Mio. Die nachfolgende Tabelle fasst die wichtigsten Erkenntnisse aus den Sensitivitätsanalysen zusammen.

Sensitivitätsanalyse					
Veränderung WACC	0.3%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.3%
Veränderung des Aktienwerts	-11.7%	-5.9%	0.0%	6.1%	12.4%
Veränderung nachhaltige EBITDA-Marge	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
Veränderung des Aktienwerts	-3.8%	-1.9%	0.0%	1.9%	3.8%
Veränderung nachhaltige Wachstumsrate	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%
Veränderung des Aktienwerts	-7.6%	-3.9%	0.0%	4.3%	8.9%

Tabelle 2: Ergebnisse Sensitivitätsanalysen (Quelle: PwC)

Basierend auf der DCF-Bewertung sowie den durchgeführten Sensitivitätsanalysen ergibt sich damit für den Eigenkapitalwert der SES eine Wertbandbreite von CHF 146 Mio. bis CHF 168 Mio. Bei insgesamt 1'097'661¹⁴ ausstehenden Namenaktien per 30. Juni 2013 resultiert basierend auf der DCF-Bewertung eine als fair zu bezeichnende Wertbandbreite von CHF 133 bis CHF 153 pro Namenaktie der SES.

3.2 Marktbewertung

Bei der Marktbewertung kann der Unternehmenswert basierend auf dem Wert von vergleichbaren kotierten Unternehmen oder anhand von vergleichbaren historischen Transaktionen von kotierten und nicht kotierten Unternehmen bestimmt werden. Der Wert des Eigenkapitals wird durch Addition von allfälligen nicht-betrieblichen Vermögenswerten sowie durch die Subtraktion der verzinslichen Verbindlichkeiten vom Unternehmenswert berechnet.

Bei der Marktbewertung anhand von vergleichbaren kotierten Unternehmen wird der Unternehmenswert des kotierten Vergleichsunternehmens – aus dem Aktienkurs abgeleiteter Marktwert zuzüglich betriebsfremder Vermögenswerte und abzüglich verzinslicher Verbindlichkeiten – zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen des jeweiligen Unternehmens ins Verhältnis gesetzt. Die resultieren-

¹⁴ Die SES hält per 30. Juni 2013 total 2'339 eigene Aktien, die bei der Bestimmung des Werts pro Aktie nicht berücksichtigt werden.

den Multiplikatoren wurden anschliessend auf die entsprechenden Finanzkennzahlen der SES angewendet, um den hypothetischen Marktwert der SES zu erhalten.

Als Vergleichsunternehmen werden in Europa kotierte Unternehmen herangezogen, die in derselben Branche wie die SES tätig sind (vgl. Anhang 1 und Anhang 3).

Die Finanzkennzahlen der kotierten Vergleichsunternehmen basieren auf Einschätzungen von verschiedenen Analysten für die Jahre 2013 bis 2015. Der Medianwert dieser Multiplikatoren wurde auf die entsprechenden Finanzkennzahlen von SES angewendet.

Ergänzend zur Marktbewertung anhand von vergleichbaren kotierten Unternehmen wurde eine Analyse von vergleichbaren Transaktionen von europäischen Energieversorgungsunternehmen für die letzten drei Jahre durchgeführt.

Dabei ist zu beachten, dass im Unterschied zu den Multiplikatoren anhand kotierter Vergleichsunternehmen Transaktions-Multiplikatoren durch bezahlte Prämien für die Übernahme einer Kontrollmehrheit bzw. durch Abschläge im Falle von forcierten Verkäufen bei Restrukturierungen verzerrt sein können. Deshalb kann die Aussagekraft der verfügbaren Transaktionen und daraus abgeleiteten Multiplikatoren eingeschränkt sein. Ausserdem ist anzufügen, dass historisch vergleichbare Transaktionen nicht zwingend die aktuellen Bewertungsverhältnisse an den Kapitalmärkten reflektieren, was die Aussagekraft im aktuellen Umfeld ebenfalls relativieren kann.

Wir haben verschiedene Transaktionen identifiziert, bei denen Unternehmen aus derselben Branche beteiligt waren (vgl. die Details in Anhang 4). Basierend auf öffentlich zugänglichen Informationen zu diesen Transaktionen wurden Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren für jede Transaktion berechnet.

Wir erachten es als angemessen, die Marktbewertung primär auf EBITDA-Multiplikatoren abzustützen, weil der EBITDA-Multiplikator im Gegensatz zum Umsatz-Multiplikator auch die Kostenseite berücksichtigt und nicht durch unterschiedliche Darstellungsweisen des Umsatzes in der Rechnungslegung verzerrt werden kann. Gegenüber dem EBIT-Multiplikator hat der EBITDA-Multiplikator den Vorteil, dass er nicht durch die unterschiedlichen Investitionszyklen sowie die Abschreibungspolitik der Unternehmen beeinflusst wird.

Abbildung 2 fasst die Ergebnisse der Marktbewertung zusammen. Basierend auf der Bewertung anhand der Multiplikatoren kann die mittels der DCF-Bewertung hergeleitete Wertbandbreite von CHF 133 bis CHF 153 pro Namenaktien von SES hinreichend plausibilisiert werden.

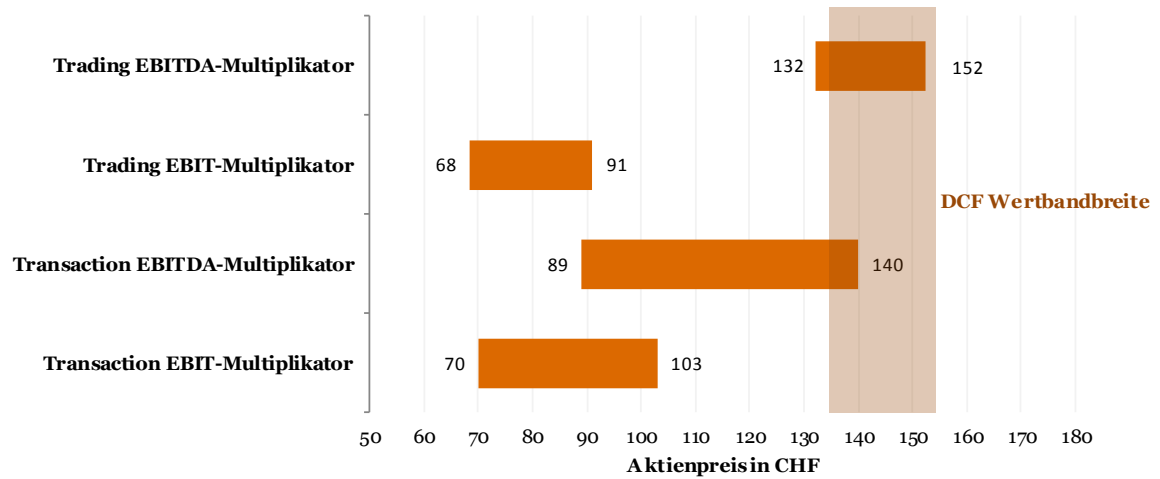


Abbildung 3: Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen und vergleichbarer Transaktionen (Quelle: Bloomberg, PwC)

4 Analyse des Aktienkurses und des Handelsvolumens

Der im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots der SES Holding SA offerierte Preis von CHF 149.00 pro Namenaktie der SES liegt 8.0% über dem aktuellen Schlusskurs (CHF 138.00 pro Namenaktie per Mitte August) und 0.7% unter dem volumengewichteten Durchschnittskurs der SES-Aktie während der letzten 60 Handelstage (CHF 150.00 pro Namenaktie; die Aktien wurden jedoch nicht täglich gehandelt).

Während den 60 Handelstagen wurde die Aktie 18mal nicht gehandelt (30.0% der Zeit), änderte der Preis 21mal nicht (35.0% der Zeit), fiel 22mal im Wert (36.7% der Zeit) und stieg 17mal an (28.3% der Zeit). Die nachfolgende Grafik zeigt den historischen Verlauf des Aktienkurses und das tägliche Handelsvolumen für den Zeitraum von 60 Handelstagen. Aufgrund des tiefen Streubesitzes (rund 25%) und der geringen Handelsvolumina erachten wir die Aussagekraft der Preis- und Volumenanalyse jedoch als limitiert.

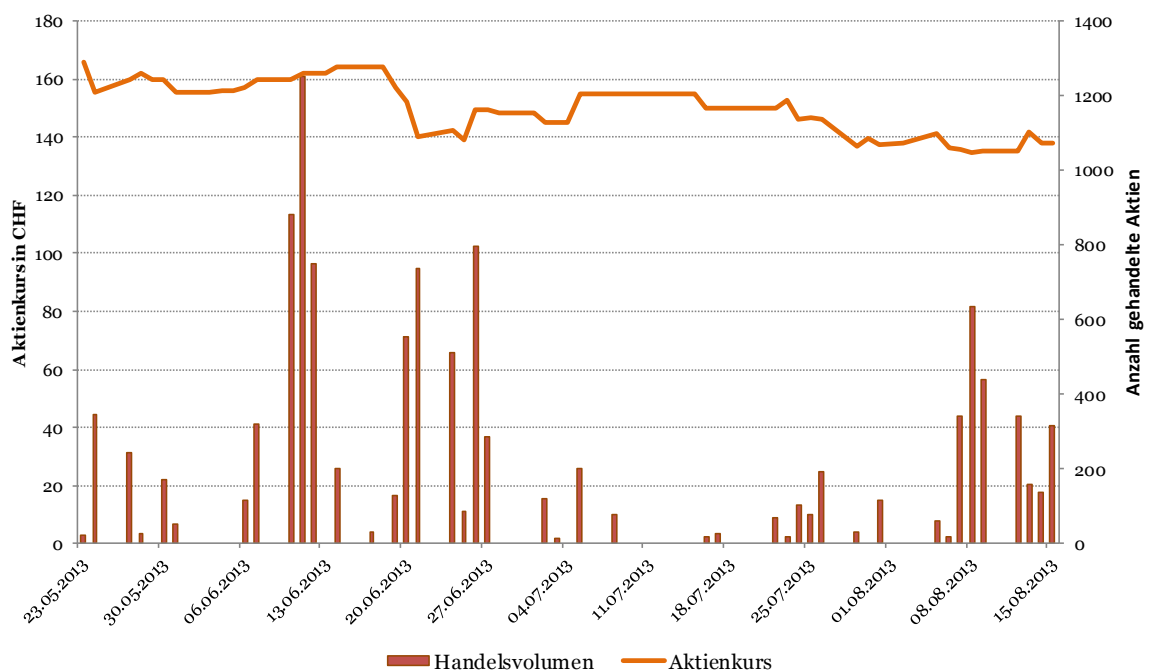


Abbildung 4: Aktienkurs und Handelsvolumen (Quelle: Bloomberg)

Abbildung 5 zeigt zudem die Entwicklung des Aktienkurses der SES, weiterer Schweizer Energieversorgungsunternehmen sowie des Swiss Performance Index für die letzten drei Jahre. Über diesen Zeitraum fiel der Aktienkurs der SES um rund 40%, wobei auch die weiteren Schweizer Energieversorgungsunternehmen zum Teil deutlich an Wert verloren. Gründe für die negative Kursentwicklung kann zum einen Fukushima und damit verbunden der Entscheid der Schweizer Regierung aus der Atomenergie auszusteigen sein. Zum anderen hat der Zubau von neuen erneuerbaren Energien zu einer Reduktion der Grosshandelspreise geführt. Dadurch haben insbesondere grössere Kraftwerksanlagen an Wert verloren, was zum Teil in entsprechenden Wertberichtigungen bei den betroffenen Unternehmen resultierte. Schliesslich dürfte auch die während der Finanz- und Wirtschaftskrise

tieferer Stromnachfrage zu Wertebussen geführt haben. In diesem Zusammenhang zeigt sich jedoch auch, dass die Aktienkurse der Schweizer Energieversorgungsunternehmen im Gegensatz zum Swiss Performance Index nicht (oder nur beschränkt) von der seit Mitte 2012 beobachtbaren Kurserholung profitiert haben. Dies kann darauf hindeuten, dass Investoren die branchenspezifischen Risiken und Unsicherheiten nach wie vor als beträchtlich beurteilen.

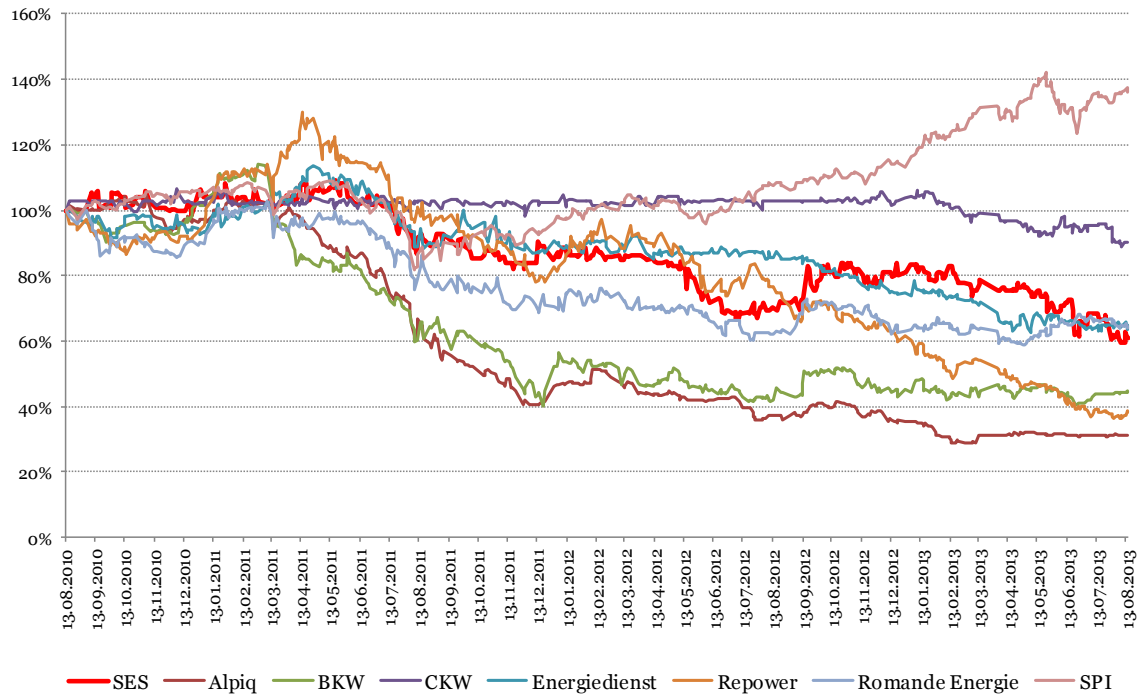


Abbildung 5: Aktienkursentwicklung von Schweizer Energieversorgungsunternehmen (Quelle: Bloomberg)

5 Zusammenfassung

Die nachfolgende Graphik fasst die Ergebnisse der Wertüberlegungen sowie der Analyse des Aktienkurses zusammen.

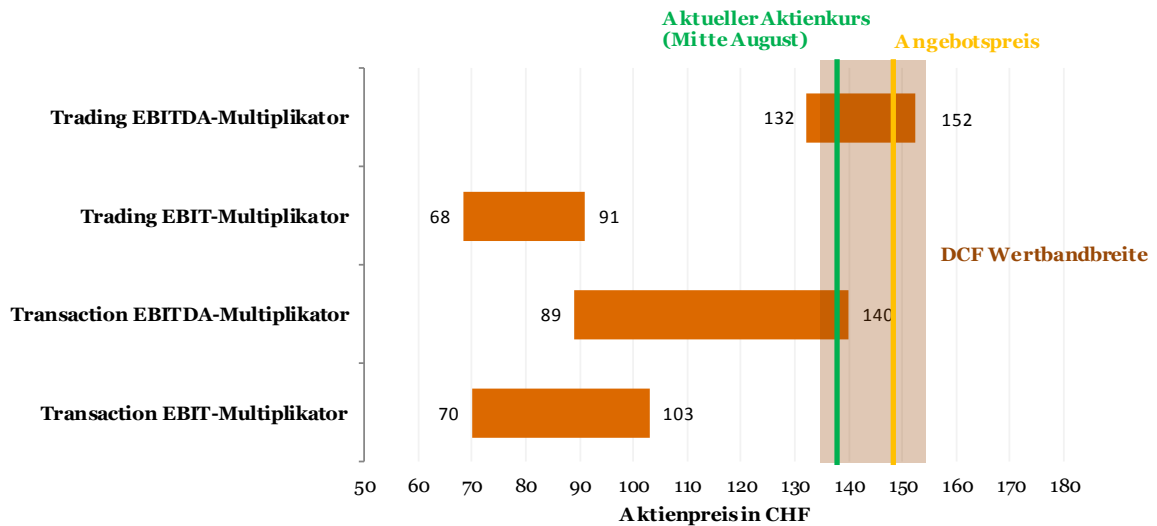


Abbildung 6: Zusammenfassung der Ergebnisse (Quelle: PwC)

Basierend auf den in der vorliegenden Fairness Opinion dargestellten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen ergibt sich für das Eigenkapital von SES eine Wertbandbreite von CHF 146 Mio. bis CHF 168 Mio. Bei insgesamt 1'097'661 ausstehenden Namenaktien per 30. Juni 2013 resultiert damit eine Wertbandbreite von CHF 133 bis CHF 153 pro Namenaktie von SES. Diese Werte basieren auf der mittels der DCF-Methode ermittelten Wertbandbreite unter Berücksichtigung der verschiedenen durchgeführten Sensitivitätsanalysen.

Die Ergebnisse der DCF-Berechnungen wurden mittels der Resultate aus der Marktbewertung überprüft und konnten hinreichend plausibilisiert werden.

Gestützt auf die dargelegten Analysen beurteilen wir den im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots der SES Holding SA offerierten Preis von CHF 149.00 pro Namenaktie der SES mit einem Nennwert von CHF 15.0 im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Die vorliegende Fairness Opinion basiert auf Arbeiten und Analysen, welche im Rahmen unseres Auftrages bis zu dessen Abschluss am 3. September 2013 durchgeführt wurden.

PricewaterhouseCoopers AG

Dr. Marc Schmidli
Partner

Markus Bucher
Partner

Anhang

Anhang 1: Analyse von Beta und Kapitalstruktur

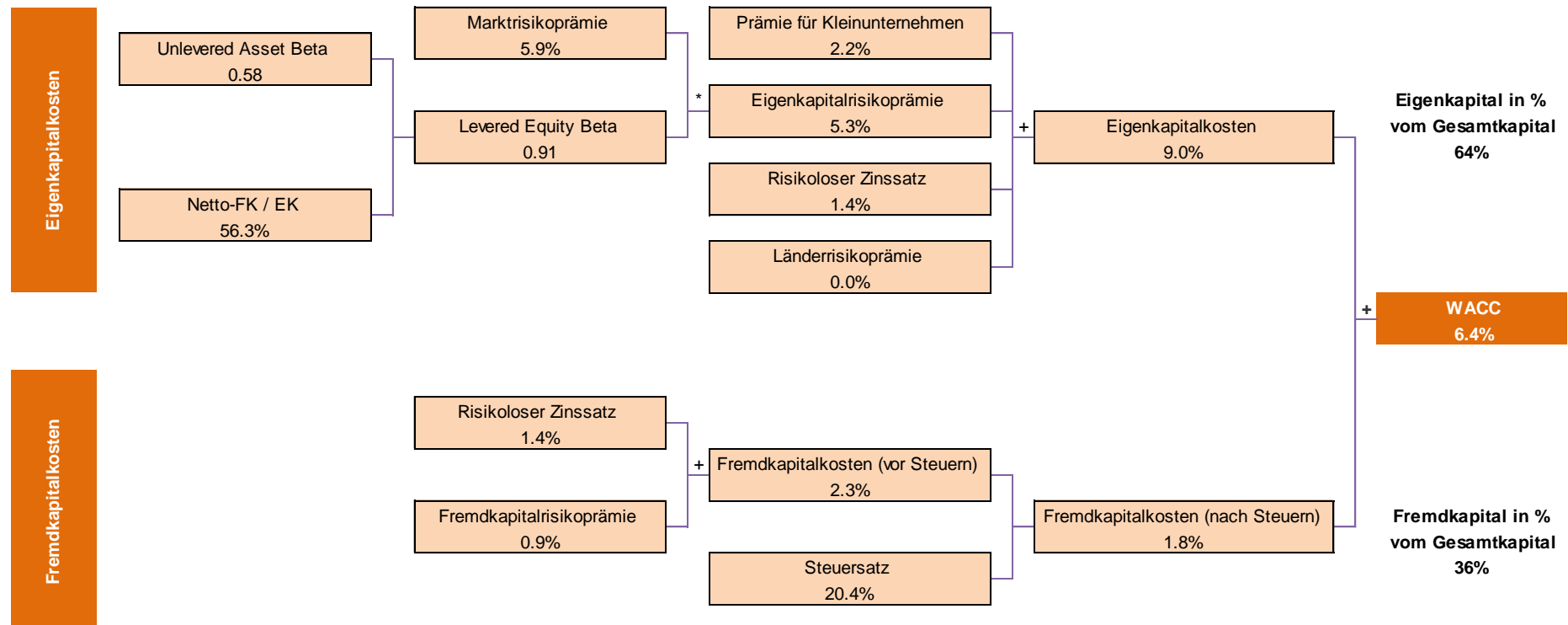
Vergleichsunternehmen	Regressions Währung	Netto-Fremdkapital / Eigenkapital (Ø 5 Jahre)	Netto-Fremdkapital / Gesamtkapital (Ø 5 Jahre)	Bloomberg Levered Equity Beta MSCI World Index (1)	Unlevered Asset Beta (2)
VERBUND AG	CHF	44%	31%	0.91	0.63
A2A SPA	CHF	93%	48%	1.15	0.59
ROMANDE ENERGIE HOLDING-REG	CHF	-15%	-17%	0.59	0.69
ENERGIEDIENST HOLDING AG-REG	CHF	-2%	-2%	0.44	0.45
HERA SPA	CHF	126%	56%	1.04	0.46
EVN AG	CHF	70%	41%	0.67	0.40
BKW AG	CHF	29%	22%	0.74	0.57
HAFSLUND-A SHS	CHF	90%	47%	1.39	0.73
RWE AG	CHF	53%	35%	1.05	0.69
ENEL SPA	CHF	129%	56%	1.06	0.46
EDF	CHF	51%	34%	1.21	0.80
GDF SUEZ	CHF	53%	35%	0.86	0.56
IBERDROLA SA	CHF	101%	50%	1.10	0.55
E.ON SE	CHF	58%	37%	1.33	0.84
FORTUM OYJ	CHF	39%	28%	1.05	0.76
EDP-ENERGIAS DE PORTUGAL SA	CHF	135%	58%	0.92	0.39
Median		56%	36%	1.04	0.58
Mittelwert		66%	35%	0.97	0.60
Gewählter Parameter (3)			36%		0.58

(1) Berechnet mit Bloomberg-Daten per 30. Juni 2013 (5 Jahre, monatliche Renditen).

(2) Unlevered Asset Beta = Levered Equity Beta / (1 + FK/EK) gemäss Harris-Pringle-Formel.

(3) Für die Berechnung der Kapitalkosten wird vorliegend der Median des Unlevered Asset Beta der analysierten Vergleichsunternehmen verwendet.

Anhang 2: Herleitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC)



Aufgrund von Rundungsdifferenzen können sich in der obigen Darstellung geringfügige Differenzen ergeben.

Anhang 3: Multiplikatoren von vergleichbaren kotierten Unternehmen

Vergleichsunternehmen	EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
	2013 F	2014 F	2015 F	2013 F	2014 F	2015 F	2013 F	2014 F	2015 F
Integrierte Energieversorger									
A2A SPA	1.2 x	1.2 x	1.2 x	6.4 x	6.4 x	6.2 x	14.1 x	13.2 x	12.5 x
BKW AG	0.9 x	0.8 x	0.8 x	5.3 x	5.0 x	4.8 x	9.8 x	9.4 x	8.8 x
E.ON SE	0.5 x	0.5 x	0.5 x	5.8 x	5.8 x	5.8 x	9.8 x	9.7 x	10.1 x
EDF	1.2 x	1.2 x	1.1 x	5.4 x	5.0 x	4.8 x	10.1 x	9.1 x	8.7 x
EDP-ENERGIAS DE PORTUGAL SA	2.0 x	2.0 x	1.9 x	8.7 x	8.3 x	7.7 x	14.7 x	13.9 x	12.4 x
ENEL SPA	1.2 x	1.2 x	1.2 x	6.2 x	6.3 x	6.2 x	10.3 x	10.7 x	10.5 x
ENERGIEDIENST HOLDING AG-REG	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EVN AG	1.3 x	1.3 x	1.2 x	8.7 x	8.3 x	8.0 x	19.2 x	18.1 x	16.4 x
FORTUM OYJ	3.4 x	3.4 x	3.3 x	8.9 x	9.1 x	8.9 x	12.4 x	12.9 x	12.8 x
GDF SUEZ	1.3 x	1.2 x	1.2 x	7.4 x	7.4 x	7.3 x	13.4 x	13.6 x	13.4 x
HAFSLUND-A SHS	1.6 x	1.6 x	1.6 x	8.6 x	8.3 x	8.0 x	12.7 x	12.2 x	11.7 x
HERA SPA	1.1 x	1.0 x	1.0 x	6.3 x	6.1 x	5.9 x	9.2 x	9.0 x	8.6 x
IBERDROLA SA	1.6 x	1.5 x	1.5 x	7.1 x	7.0 x	6.8 x	12.1 x	12.2 x	11.9 x
ROMANDE ENERGIE HOLDING-REG	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
RWE AG	0.7 x	0.7 x	0.7 x	4.0 x	4.4 x	4.4 x	6.2 x	7.2 x	7.7 x
VERBUND AG	3.1 x	3.3 x	3.1 x	8.8 x	10.5 x	10.1 x	14.5 x	16.0 x	15.4 x
Median	1.2 x	1.2 x	1.2 x	6.8 x	6.7 x	6.5 x	12.3 x	12.2 x	11.8 x
Mittelwert	1.5 x	1.5 x	1.4 x	7.0 x	7.0 x	6.8 x	12.0 x	12.0 x	11.5 x
Netzbetreiber									
ELIA SYSTEM OPERATOR SA/NV	3.7 x	4.1 x	4.5 x	9.8 x	10.4 x	10.5 x	14.8 x	14.7 x	14.6 x
ENAGAS SA	6.4 x	6.3 x	6.1 x	8.1 x	7.9 x	7.7 x	12.2 x	11.9 x	11.4 x
NATIONAL GRID PLC	3.6 x	3.4 x	3.3 x	10.2 x	9.6 x	9.1 x	13.9 x	13.1 x	12.5 x
RED ELECTRICA CORPORACION SA	3.2 x	3.1 x	3.0 x	4.4 x	4.3 x	4.1 x	6.4 x	6.3 x	5.9 x
SNAM SPA	6.8 x	6.7 x	6.5 x	8.8 x	8.6 x	8.3 x	12.0 x	11.8 x	11.4 x
TERNA SPA	7.0 x	6.9 x	6.6 x	9.0 x	8.9 x	8.3 x	12.9 x	12.9 x	11.9 x
Median	5.1 x	5.2 x	5.3 x	8.9 x	8.7 x	8.3 x	12.6 x	12.4 x	11.7 x
Mittelwert	5.1 x	5.1 x	5.0 x	8.4 x	8.3 x	8.0 x	12.0 x	11.8 x	11.3 x

Quelle: Bloomberg

Anhang 4: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Abschlussdatum	Zielunternehmen	Bieter	Anteil	Transaktionswert	Unternehmenswert	Umsatz Multiple	EBITDA Multiple	EBIT Multiple
EUR Mio.								
Integrierte Energieversorger								
18.06.2013	Harjeans Kraft AB	Katterno Group	47.9%	52	109	1.6	7.5	13.9
10.07.2012	Karntner Elektrizitäts Aktiengesellschaft	RWE AG	12.9%	230	1'790	1.1	11.2	18.3
21.06.2012	HEAG Suedhessische Energie AG	HEAG Holding AG	40.0%	280	776	0.3	5.5	10.1
11.05.2012	Energias de Portugal S.A.	China Three Gorges Corporation	21.4%	2'690	29'199	2.1	8.1	14.2
18.08.2011	Elektrizitaets Gesellschaft Laufenburg AG	Axpo Holding AG	9.0%	168	2'467	1.2	13.4	19.6
14.03.2011	Iberdrola SA	Qatar Holding LLC	6.2%	2'021	62'525	2.1	8.3	12.9
31.12.2010	Energias de Portugal S.A.	Parpublica - Participacoes Publicas (SGPS), S.A.	2.5%	229	25'093	1.8	6.9	12.2
21.12.2010	Northern Ireland Electricity Plc	Electricity Supply Board of Ireland	n/a	2'040	2'040	7.0	n/a	20.2
02.11.2010	Tauron Polska Energia S.A.	Ministry of Treasury of the Republic of Poland	9.3%	432	4'787	2.0	7.6	15.6
20.09.2010	Prazska Energetika, a.s.	EnBW Energie Baden-Wuerttemberg AG	41.1%	563	1'288	1.7	9.5	12.2
01.07.2010	BKW FMB Energie AG	Groupe E SA	5.0%	136	2'756	1.2	8.2	11.5
01.06.2010	Alpiq Holding AG	Undisclosed bidder	5.2%	306	8'736	0.9	9.3	14.3
25.05.2010	DONG Energy A/S	Danish Ministry of Finance	2.5%	127	8'860	1.3	7.5	17.5
01.02.2010	Karlskoga Energi & Miljo AB	Karlskoga kommun	49.0%	42	128	3.1	9.4	17.1
07.03.2013 ¹⁾	Energias de Portugal S.A.	Corporacion Masaveu S.A.	2.1%	180	27'385	5.0	7.5	12.8
28.08.2012 ¹⁾	ACEGAS SpA	HERA SpA	n/a	552	552	1.0	4.8	10.5
Median						1.6	8.1	14.0
Mittelwert						2.1	8.3	14.6
Netzbetreiber								
25.05.2012	REN - Redes Energeticas Nacionais, SGPS, S.A.	State Grid Corporation of China	25.0%	387	3'870	4.8	8.3	13.7
24.02.2012	REN - Redes Energeticas Nacionais, SGPS, S.A.	Oman Oil Company S.A.O.C	15.0%	205	3'689	4.6	7.9	13.0
06.09.2011	Amprion GmbH	Consortium led by Commerzbank AG	74.9%	1'065	1'300	0.2	3.8	7.2
05.08.2010	Reti Trasmissione Energia Elettrica ASM Srl	Terna Linee Alta Tensione Srl	n/a	26	26	4.3	6.4	n/a
19.05.2010	50Hertz Transmission GmbH	Elia System Operator NV; Industry Funds Management Pty Ltd.	n/a	810	810	0.2	5.7	14.4
10.05.2010	Elia System Operator NV	Publi-T	12.5%	160	3'724	5.1	12.4	18.8
Median						4.4	7.2	13.7
Mittelwert						3.2	7.4	13.4

1) Ankündigungsdatum

Quelle: mergermarket