

Fairness Opinion **Alpiq Holding AG**

*Fairness Opinion
zum öffentlichen
Kaufangebot der
Schweizer Kraftwerks-
beteiligungs-AG*

9. Juli 2019





Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates der Alpiq Holding AG

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG für alle sich im Publikum befindlichen Namenaktien der Alpiq Holding AG, Lausanne (Schweiz)

Zürich, 9. Juli 2019

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

Inhaltsverzeichnis

<i>Inhaltsverzeichnis</i>	3
<i>Abkürzungsverzeichnis</i>	5
1 <i>Einleitung</i>	6
1.1 Ausgangslage.....	6
1.2 Unser Auftrag.....	7
1.3 Vorgehen	7
1.4 Beurteilungsgrundlagen.....	7
2 <i>Alpiq im Überblick</i>	9
2.1 Struktur der Alpiq.....	9
2.2 Geschäftstätigkeit und Strategie	9
2.3 Historische finanzielle Entwicklung der Alpiq	10
2.3.1 Nettoumsatz	10
2.3.2 Operatives Ergebnis	11
2.3.3 Finanzverbindlichkeiten und Liquidität	13
2.4 Aktuelles Marktumfeld sowie Trends in der Strombranche	13
2.4.1 Wirtschaftsaussichten.....	13
2.4.2 Monetäre Rahmenbedingungen.....	14
2.4.3 Trends in der Strombranche.....	14
2.5 Erläuterungen zur finanziellen Planung der Alpiq	15
3 <i>Wertüberlegungen Alpiq</i>	18
3.1 DCF-Methode	19
3.1.1 Theoretische Grundlagen	19
3.1.2 Anwendung der DCF-Methode.....	19
3.2 Marktbewertung	22
4 <i>Analyse des Aktienkurses und des Handelsvolumens</i>	24
5 <i>Zusammenfassung</i>	26
6 <i>Anhang</i>	27
Anhang 1: Herleitung der Kapitalkosten	27
Anhang 2: Analyse von Beta	28

Anhang 3: Details zur Eigenkapital-Überleitung	29
Anhang 4: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	30
Anhang 5: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen	31

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
Alpiq Holding AG	Alpiq
Alpiq-Aktie	Namenaktie der Alpiq Holding AG
Anbieterin	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG
Angebot	Öffentliches Kaufangebot der Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG
BIP	Bruttoinlandprodukt
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest & Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation
EDFAI	EDF Alpes Investissements Sàrl
EK	Eigenkapital
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung
FinfraV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel
FK	Fremdkapital
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel
Fairness Opinion	Bewertungsgutachten zur finanziellen Beurteilung des öffentlichen Kaufangebots der Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFRS	International Financial Reporting Standards
Management	Management der Alpiq Holding AG
Mio.	Millionen
Mia.	Milliarden
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
SKBAG	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG
SIX	SIX Swiss Exchange
Verwaltungsrat	Verwaltungsrat der Alpiq Holding AG
VSE	Verband Schweizerischer Elektrizitätsunternehmen
Zielgesellschaft	Alpiq Holding AG

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Die Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG („SKBAG“ oder „Anbieterin“) beabsichtigt am oder um den 9. Juli 2019 ein öffentliches Kaufangebot („Angebot“) im Sinne von Art. 125 ff. des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel („FinfraG“) für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Alpiq Holding AG („Alpiq“ oder „Zielgesellschaft“) mit einem Nennwert von je CHF 10.00 (je eine „Alpiq-Aktie“) zu unterbreiten. Die Alpiq-Aktien sind an der SIX Swiss Exchange („SIX“) kotiert (Valorenummer: 3.438.970; ISIN: CH0034389707; Ticker Symbol: ALPH).

Am 4. April 2019 schlossen Primeo Holding AG (ehemals EBM (Genossenschaft Elektra Birseck)), EOS Holding SA, EDF Alpes Investissements Sàrl („EDFAI“) und EDF International SAS einen Aktienkaufvertrag ab, gemäss welchem EDFAI ihre Beteiligung von 25.04% des Aktienkapitals und der Stimmrechte an Alpiq zu einem Preis von CHF 70.00 pro Alpiq-Aktie zu gleichen Teilen an Primeo Holding AG und EOS Holding SA verkaufte. Die Finanzierung dieser Transaktion erfolgte mittels durch die Anbieterin gewährte Pflichtwandelanleihen, welche zwingend bei Fälligkeit durch die Übergabe der durch Primeo Holding AG und EOS Holding SA erworbenen Alpiq-Aktien im Sinne einer Wandlung an die Anbieterin zurückgeführt werden sollen.

EOS Holding AG, SKBAG und das Konsortium Schweizer Minderheiten¹ beabsichtigen, sich neu in drei Aktionärsgruppen zu organisieren, die je über einen Drittel des Aktienkapitals der Alpiq bzw. nach einer etwaigen Squeeze-Out Fusion der Nachfolgegesellschaft von Alpiq verfügen. Zur Herbeiführung der vorgesehenen Neuorganisation ist unter anderem das Angebot erforderlich.

In Bezug auf das Angebot gelten die Credit Suisse Anlagestiftung als Alleinaktionärin der Anbieterin, EOS Holding SA und das Konsortium Schweizer Minderheiten sowie die (direkt oder indirekt) durch diese kontrollierten Gesellschaften und Personen als mit der Anbieterin in gemeinsamer Absprache handelnde Personen. Die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen halten per 5. Juli 2019 24'646'777 Alpiq-Aktien, entsprechend 88.42% des Aktienkapitals der Alpiq.

Für den Fall, dass die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen nach dem Vollzug mehr als 98% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten, wird die Kraftlosklärung der verbleibenden Alpiq-Aktien im Sinne von Art. 137 FinfraG beantragt. Sollte die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen als Folge des Angebots nach dem Vollzug zwischen 90% und 98% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten, wird die Zielgesellschaft mit einer direkten oder indirekten Tochtergesellschaft der Anbieterin fusioniert und die Inhaber der verbleibenden Alpiq-Aktien im Sinne von Art. 8 Abs. 2 des Bundesgesetzes über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung („FusG“) in bar abgefunden.

¹ Mitglieder des Konsortiums Schweizer Minderheiten sind: Aziende Industriali di Lugano (AIL) SA, EBL (Genossenschaft Elektra Baselland), Primeo Holding AG, Eniwa Holding AG, Kanton Solothurn und WWZ AG.

1.2 Unser Auftrag

Der Verwaltungsrat der Alpiq („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 Fairness Opinion soll den Mitgliedern des Verwaltungsrats sowie den Publikumsaktionären der Alpiq eine Drittmeinung aus neutraler Perspektive geben, ob der offerierte Preis von CHF 70.00 pro Namenaktie aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist. Dieses Gutachten fasst die Ergebnisse unserer Analysen zusammen. Es darf im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots der SKBAG für die sich im Publikum befindenden Namenaktien der Alpiq 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 Angebots haben können.

1.3 Vorgehen

Für die Beurteilung des offerierten Kaufpreises stellt PwC umfassende Wertüberlegungen zur Zielgesellschaft per Bewertungszeitpunkt 31. Dezember 2018 an. Daraus resultiert eine Wertbandbreite für den Wert des Eigenkapitals („EK“) sowie daraus abgeleitet eine Wertbandbreite pro Namenaktie der Alpiq, 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 der künftigen Ertragskraft von Alpiq 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 derzeitig 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.

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

1.4 Beurteilungsgrundlagen

Zur Beurteilung des Angebots hat PwC hauptsächlich die folgenden Informations- und Datengrundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über die Alpiq, die für die Analyse als relevant erachtet werden, insbesondere die veröffentlichten Jahres- und Halbjahresberichte 2016 bis 2018 sowie Pressemitteilungen und Zeitungsberichte;

- Interne Finanzinformationen erstellt vom Management der Alpiq („Management“), die für die Analyse als relevant erachtet werden, insbesondere der Businessplan 2019 bis 2029 (inklusive den der Planung zugrundeliegenden Rohdaten) sowie der Investitionsplan der Alpiq, welche vom Executive Board am 13. Mai 2019 genehmigt wurden;
- Besprechungen mit dem Management betreffend die aktuelle Finanz- und Ertragslage, die strategische Ausrichtung und die wirtschaftlichen Aussichten der Alpiq sowie eine Diskussion der zentralen Werttreiber, Annahmen und Risiken im Businessplan der Alpiq;
- Kapitalmarktanalysen von Duff & Phelps (2018 Valuation Handbook);
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen basierend auf Capital IQ; sowie
- Daten von vergleichbaren Transaktionen basierend auf Capital IQ.

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 der Alpiq zur Verfügung gestellten und die öffentlich zugänglichen Informationen nicht geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind. PwC hat jedoch insbesondere bei den von der Alpiq zur Verfügung gestellten Informationen Plausibilitätsprüfungen vorgenommen sowie diese in Gesprächen mit dem Management kritisch hinterfragt.

2 Alpiq im Überblick

2.1 Struktur der Alpiq

Alpiq mit Sitz in Lausanne verfügt per 31. Dezember 2018 über ein Aktienkapital von CHF 278'746'490, eingeteilt in 27'874'649 Namenaktien im Nennwert von je CHF 10.00. Die Namenaktien sind an der SIX Swiss Exchange unter ISIN CH0034389707 kotiert. Das Unternehmen beschäftigt per 31. Dezember 2018 über 1'500 Mitarbeitende.

Die Managementstruktur der Alpiq setzt sich per 31. Dezember 2018 aus den zwei operativen Geschäftsbereichen Generation Switzerland und Digital & Commerce sowie den beiden operativen Geschäftseinheiten Renewable Energy Sources und Thermal Power Generation zusammen. Das Group Center besteht aus dem Funktionsbereich Financial Services und den Funktionseinheiten Human Resources, Legal & Compliance, Communications & Public Affairs sowie Risk Management, die direkt dem CEO unterstellt sind. Mit Beschluss vom 7. Dezember 2018 hat der Verwaltungsrat die Organisation der Konzernführung angepasst, was zur Schaffung des neuen operativen Geschäftsbereichs Generation International mit den beiden Geschäftseinheiten Renewable Energy Sources und Thermal Power Generation per 1. Januar 2019 geführt hat.

Es bestehen keine kotierten Gesellschaften, die zum Konsolidierungskreis der Alpiq gehören. Zudem bestehen auch keine Kreuzbeteiligungen.

2.2 Geschäftstätigkeit und Strategie

Alpiq ist eine führende Stromproduzentin, Energiehändlerin und -dienstleisterin. Das Unternehmen betreibt einen technologisch und europaweit diversifizierten, hochflexiblen Kraftwerkspark mit einer CO₂-freien Produktion in der Schweiz. Das Geschäft von Alpiq umfasst darüber hinaus die Flexibilitätsvermarktung des eigenen Kraftwerkportfolios und dezentraler Kraftwerke Dritter in Europa, das internationale Handels-, Grosskunden- und Retailgeschäft sowie digitale Energiedienstleistungen und E-Mobility.

Der Geschäftsbereich Generation Switzerland fasst die Stromproduktion aus Schweizer Wasserkraft und Kernenergie zusammen. Im Kraftwerkportfolio befinden sich Flusskraftwerke, Speicher- und Pumpspeicherkraftwerke, die Beteiligungen an den Kernkraftwerken Gösgen und Leibstadt sowie das Projekt für das Pumpspeicherkraftwerk Nant de Drance. Im Weiteren bewirtschaftet der Geschäftsbereich die beiden Anteile an der HYDRO Exploitation SA und an der Kernkraftwerk-Beteiligungsgesellschaft AG (KBG).

Der Geschäftsbereich Generation International umfasst die Stromproduktion in Windkraftwerken, Kleinwasserkraftwerken und industriellen Photovoltaikanlagen, den Betrieb der Kraftwerke und die Entwicklung mehrerer Windparkprojekte. Zudem beinhaltet der Geschäftsbereich die Produktion von Strom und Wärme in thermischen Kraftwerken in Tschechien², Ungarn, Italien und Spanien. In diesem Kraftwerkportfolio befinden sich Gas-Kombikraftwerke, Gasturbinenkraftwerke und Braunkohlekraftwerke. Der Strom wird über den Geschäftsbereich Digital & Commerce oder über Dritte am europäischen Stromhandelsmarkt abgesetzt. Die Kraftwerke werden ausserdem in den vier Ländern von den jeweiligen Netzbetreibern zur Netzregelung eingesetzt.

² Alpiq hat am 17. Mai 2019 den Verkauf der Kohlekraftwerke Kladno und Zlín kommuniziert. Für die vorliegende Fairness Opinion wurde deshalb der kommunizierte Verkaufspreis von rund CHF 310 Mio. (Enterprise Value) zugrunde gelegt.

Der Geschäftsbereich Digital & Commerce umfasst die Optimierung der eigenen Kraftwerke, die Optimierung dezentraler Erzeugungseinheiten sowie der Stromproduktion aus erneuerbaren Energien Dritter. Zudem beinhaltet der Geschäftsbereich den Handel mit standardisierten und strukturierten Produkten für Strom und Gas sowie mit Emissionsrechten und Zertifikaten. Im Weiteren konzentriert sich der Bereich auf die Weiterentwicklung von Produkten und Services künstlicher, selbstlernender Intelligenz, um mithilfe der Digitalisierung künftig Energiemanagementsysteme zu optimieren und zu vernetzen. Schliesslich verfügt Digital & Commerce über ein Kompetenzzentrum für Elektromobilität, um dereinst eine Schlüsselrolle als digitale Mobilitätsdienstleisterin in Europa einzunehmen.

Alpiq's Strategie zielt auf eine erfolgreiche Positionierung in einer zunehmend dekarbonisierten, digitalisierten und dezentralen Energiewelt ab. Auf der Grundlage der historisch bereits getätigten und künftig geplanten Investitionen in einen hochflexiblen Kraftwerkspark strebt Alpiq eine weitere Stärkung ihrer Position im europäischen Strommarkt an. Durch den kontinuierlichen Ausbau von erneuerbaren Energien und der damit verbundenen Dezentralisierung wird die Nachfrage nach flexibler Stromproduktion zunehmen, um dadurch Netzstabilitäten aufrecht erhalten zu können. Gleichzeitig wird die Dekarbonisierung und Denuklearisierung den Trend zur Stromverknappung und damit auch der Zunahme von Preisspitzen verstärken, wovon Alpiq aufgrund ihrer vorhandenen Kompetenzen zusätzlich profitieren kann. Schliesslich strebt Alpiq aber auch die Weiterentwicklung von neuen Wachstumsfeldern an, welche sich durch die zunehmende Digitalisierung ergeben. Dabei sollen insbesondere neue Geschäftsmodelle aus Kundensicht entwickelt werden. Alpiq's Strategie ist es, sich dabei als „Early Mover“ in der Energiebranche optimal aufzustellen.

2.3 Historische finanzielle Entwicklung der Alpiq

2.3.1 Nettoumsatz

Aufgrund der von Alpiq in den letzten Jahren durchgeführten Restrukturierungsmassnahmen ist eine Analyse der historischen Finanzentwicklung nur beschränkt aussagekräftig. Insbesondere der Verkauf des Engineering-Services-Geschäftes an Bouygues Construction im Juli 2018 hat dazu geführt, dass auch auf Stufe des Nettoumsatzes Vergleiche mit der Vergangenheit beschränkt möglich sind. Abbildung 1 zeigt den historischen Verlauf des Nettoumsatzes nach Sondereinflüssen, wobei eine Unterscheidung gemacht wird zwischen Umsatz der fortgeführten und nicht-fortgeführten Aktivitäten. Als fortgeführte Aktivitäten werden dabei die Aktivitäten der Alpiq per 31. Dezember 2018 verstanden. Es gilt zudem zu beachten, dass der Nettoumsatz für die Jahre 2017 und 2018 nach Anwendung von IFRS 15 dargestellt sind.

Nettoumsatzentwicklung (in CHF Mio.)

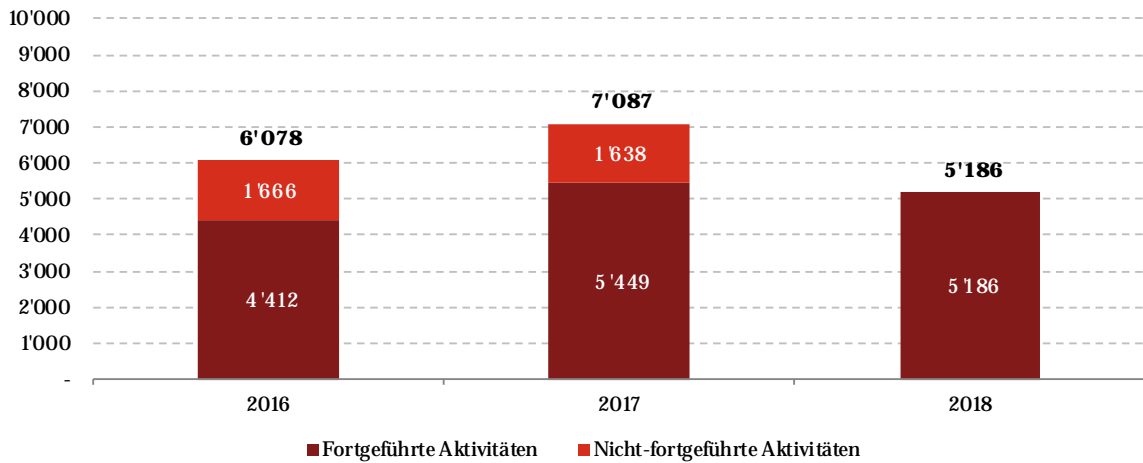


Abbildung 1: Historische Nettoumsatzentwicklung nach Sondereinflüssen 2016-2018 (Quelle: Alpiq)

Die fortgeführten Aktivitäten erwirtschafteten im Jahr 2018 einen Nettoumsatz von rund CHF 5.2 Mia., was im Vergleich zum Vorjahr einer Reduktion von CHF 263 Mio. (-4.8%) entspricht. Bereinigt um Sondereffekte reduzierte sich der Nettoumsatz im Vergleich zum Vorjahr um CHF 214 Mio. Die Verschlechterung im Umsatz resultierte primär durch ein tieferes Handelsergebnis sowie tiefere Erlöse im Geschäftsfeld Generation Switzerland.

Die nachfolgende Abbildung zeigt den Beitrag der einzelnen Geschäftsbereiche zum Nettoumsatz nach Sondereinflüssen im Jahr 2018. Mit einem Nettoumsatz von über CHF 4.7 Mia. trägt das Geschäftsfeld Digital & Commerce am wesentlichsten zum Gesamtnettoumsatz bei, gefolgt von Generation Switzerland (CHF 618 Mio.) und Generation International (CHF 422 Mio.).

Nettoumsatz nach Geschäftsbereichen (in CHF Mio.)

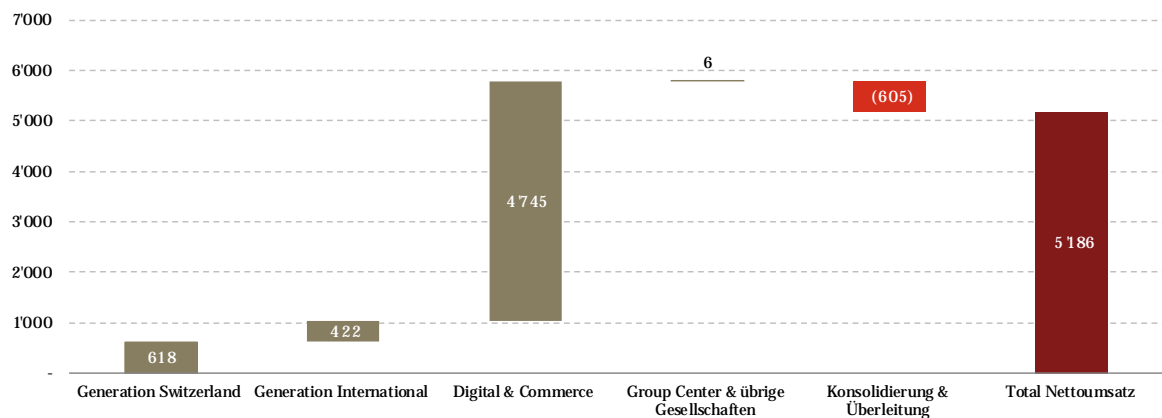


Abbildung 2: Nettoumsatz nach Sondereinflüssen 2018 nach Geschäftsbereichen (Quelle: Alpiq)

2.3.2 Operatives Ergebnis

Das operative Ergebnis (Earnings Before Interest and Taxes, „EBIT“) hat in den letzten Jahren kontinuierlich abgenommen von CHF 379 Mio. im Jahr 2016 auf CHF -160 Mio. im Jahr 2018. Während der Beitrag der nicht-fortgeführten Aktivitäten im Jahr 2016 positiv war (CHF 43 Mio.), resultierte im Folgejahr ein Verlust von CHF 88 Mio. Abbildung 3 zeigt den historischen Verlauf des operativen

Ergebnisses nach Sondereinflüssen, wobei wiederum eine Unterscheidung gemacht wird zwischen den fortgeführten und nicht-fortgeführten Aktivitäten.

EBIT -Entwicklung (in CHF Mio.)

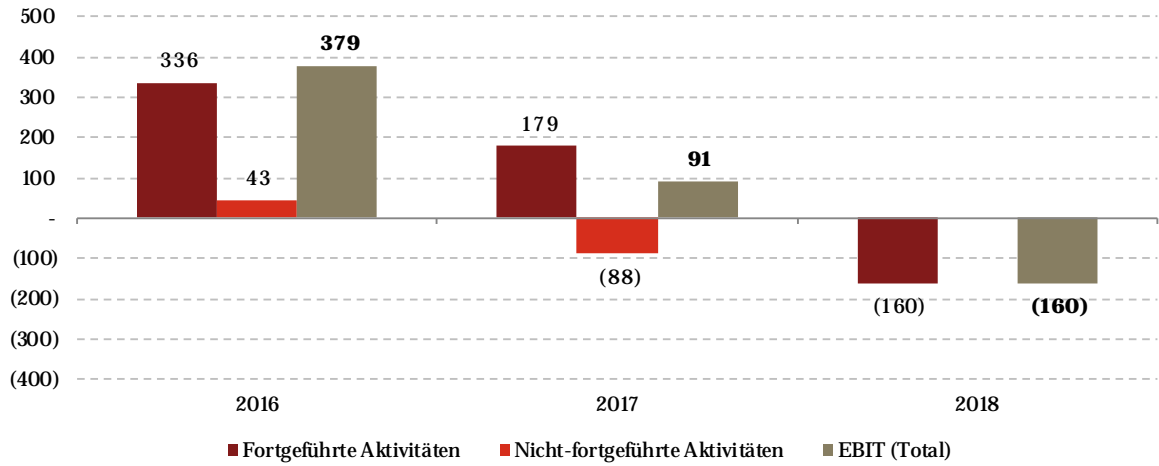


Abbildung 3: Historische EBIT-Entwicklung 2016-2018 (Quelle: Alpiq)

Das operative Geschäft der Alpiq verlief im Jahr 2018 deutlich unter dem Vorjahr. Hauptgrund für die tieferen Ergebnisse waren die unter den Produktionskosten liegenden Strompreise, welche in den Vorjahren abgesichert wurden. Die inzwischen gestiegenen Preise werden sich erst zeitverzögert ab dem Jahr 2020 positiv auf das Ergebnis auswirken. Demgegenüber wirtschaftete die Stromproduktion in Europa sowie das Energiehandels-, Industrie-, Grosskunden- und Retailgeschäft in Süd- und Westeuropa sehr erfolgreich. Die nachfolgende Abbildung fasst den Beitrag der einzelnen Geschäftsbereiche zum operativen Ergebnis nach Sondereinflüssen im Jahr 2018 zusammen.

EBIT nach Geschäftsbereichen (in CHF Mio.)

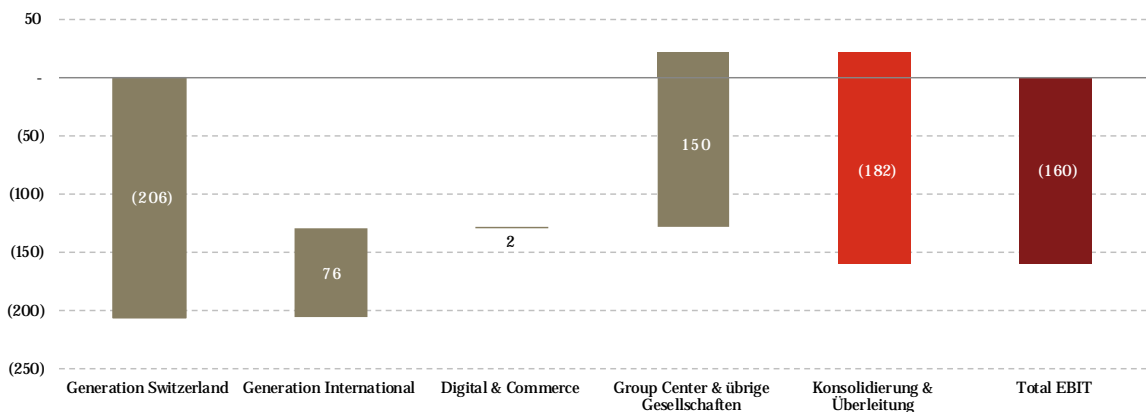


Abbildung 4: EBIT 2018 nach Geschäftsbereichen (Quelle: Alpiq)

2.3.3 Finanzverbindlichkeiten und Liquidität

Alpiq hat in den letzten Jahren ihre Nettoverschuldung signifikant von CHF 2'050 Mio. im Jahr 2013 auf CHF 247 Mio. im Jahr 2018 reduziert. Dies wurde zum einen durch die Fokussierung auf das Kerngeschäft (Veräusserung von strategisch nicht relevanten Geschäftsbereichen und Beteiligungen) und zum anderen durch interne Restrukturierungsmassnahmen, insbesondere Optimierung von Kosten, erreicht.

Die kurz- und langfristigen Finanzverbindlichkeiten konnten im Geschäftsjahr 2018, insbesondere durch die Rückzahlung von zwei Obligationsanleihen und einem Passivdarlehen sowie dem vierten Rückkauf von Anleihen, um rund CHF 600 Mio. reduziert werden. Die Nettoverschuldung konnte damit durch den Verkauf des Engineering-Services-Geschäfts wesentlich von CHF 714 Mio. auf CHF 247 Mio. verkleinert werden. Dadurch hat sich trotz rückläufigem operativem Ergebnis vor Abschreibungen und Amortisationen (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation, „EBITDA“) der Verschuldungsfaktor von 2.4 auf 1.5 reduziert.

Abbildung 5 zeigt die historische Entwicklung der Nettoverschuldung sowie des Verschuldungsfaktors. Dabei wurde die Verschuldung gemäss den für Alpiq relevanten Rechnungslegungsvorschriften berechnet (Hybridkapital Dritte und Shareholder als Teil des Eigenkapitals).

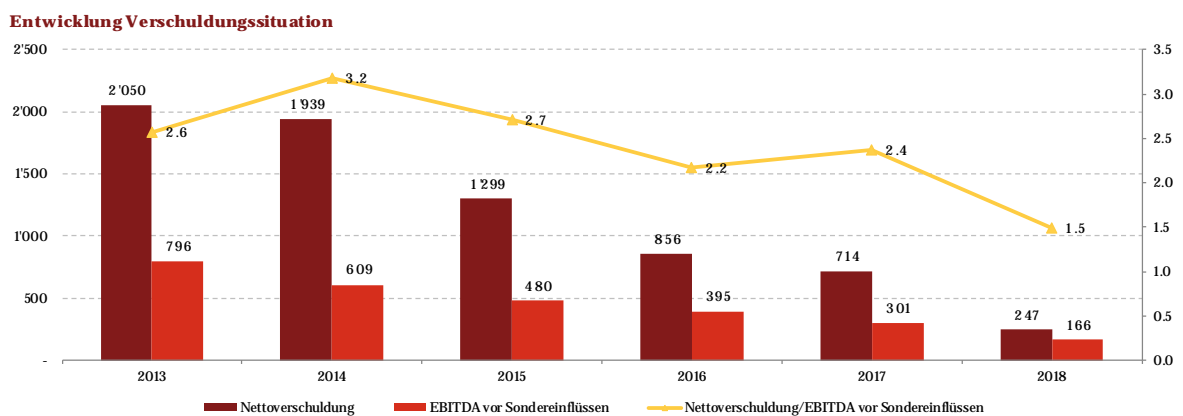


Abbildung 5: Historische Entwicklung der Verschuldungssituation 2013-2018 (Quelle: Alpiq)

2.4 Aktuelles Marktumfeld sowie Trends in der Strombranche

2.4.1 Wirtschaftsaussichten

Gemäss Analyse der Schweizer Nationalbank³ schwächte sich die globale Wirtschaftsaktivität in den letzten Monaten stärker ab als erwartet. Neben vorübergehenden wachstumsbremsenden Faktoren verlangsamte sich auch die zugrundeliegende Konjunkturdynamik in vielen Industrieländern. Insbesondere die Produktion in der verarbeitenden Industrie entwickelte sich an vielen Orten nur schleppend. Wachstum und Teuerung fielen in einigen Ländern erneut schwächer aus als allgemein erwartet, was zu tieferen Erwartungen in Bezug auf die Leitzinsentwicklung in den wichtigsten Währungsräumen führte. Die konjunkturellen und politischen Unsicherheiten erhöhten Ende 2018 zudem die Volatilität und Risikoprämien an den Finanzmärkten. Als Folge dieser Entwicklungen hat die Schweizer Nationalbank in ihrem neuen Basisszenario für die Weltwirtschaft das Wachstum der Industrieländer für die erste Jahreshälfte 2019 nach unten angepasst. Dennoch erwartet die Schwei-

³ Quelle: Schweizer Nationalbank, Medienmitteilung vom 21. März 2019

zer Nationalbank, dass die Weltwirtschaft in den kommenden Monaten immer noch im Rahmen ihres Potenzials wachsen wird. Stützend wirken dabei die expansive Geldpolitik und die robuste Lage am Arbeitsmarkt sowie in einigen Ländern auch die Fiskalpolitik.

In der Schweiz ist das Bruttoinlandprodukt („BIP“) nach einem starken Wachstum in den Vorquartalen in der zweiten Jahreshälfte 2018 stagniert. Das Wachstum für das Gesamtjahr fiel mit 2.5% aber kräftig aus. Die Produktionskapazitäten der Unternehmen waren gut ausgelastet und die Arbeitsmarktlage verbesserte sich kontinuierlich. Dadurch ging die Zahl der Arbeitslosen weiter zurück, was zu einer Arbeitslosenquote im Februar 2019 von 2.4% führte. Gemäss Schweizer Nationalbank deuten momentan die Konjunkturindikatoren auf eine moderat positive Dynamik hin. Dadurch dürfte das BIP-Wachstum nach der Stagnation im zweiten Halbjahr 2018 wieder etwas an Fahrt aufnehmen. Für das gesamte Jahr 2019 erwartet die Schweiz Nationalbank unverändert eine Zunahme des BIP von rund 1.5%.

2.4.2 Monetäre Rahmenbedingungen

Gemäss Analyse der Schweizer Nationalbank⁴ hat sich der Schweizer Franken seit Dezember 2018 handelsgewichtet leicht abgewertet. Insgesamt ist der Franken gemäss Einschätzung der Schweizer Nationalbank aber immer noch hoch bewertet und die Lage am Devisenmarkt bleibt fragil.

Die neue bedingte Inflationsprognose der Schweizer Nationalbank liegt tiefer als im Dezember. Der Hauptgrund dafür sind gesunkene Wachstums- und Inflationsaussichten im Ausland und die damit verbundenen tieferen Erwartungen in Bezug auf die zukünftigen Leitzinsen in den wichtigsten Währungsräumen. Für das laufende Jahr liegt die Prognose mit 0.3% leicht tiefer als die im letzten Quartal prognostizierten 0.5%. Für 2020 wird eine Inflation von 0.6% und für 2021 eine Inflationsrate von 1.2% prognostiziert.

Vor dem Hintergrund der gemachten Analysen beurteilt die Schweizer Nationalbank die expansive Geldpolitik mit dem Negativzins und der Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, als weiterhin angebracht. Dadurch soll die Preisentwicklung stabilisiert und das Wirtschaftswachstum unterstützt werden. Somit beträgt der Zins auf Sichteinlagen der Banken bei der Schweizer Nationalbank weiterhin -0.75% und das Zielband für den Dreimonats-Libor bleibt unverändert zwischen -1.25% und -0.25%.

2.4.3 Trends in der Strombranche

Die Welt der Versorgungsunternehmen hat sich in den letzten 30 Jahren fundamental verändert, was die betroffenen Unternehmen zu radikalen Transformationen gezwungen hat respektive noch zwingen wird.⁵ Die Öffnung und Integration von Märkten, das Erscheinen neuer Wettbewerber, die technologischen Entwicklungen sowie veränderndes Kundenverhalten sind einige Beispiele dafür, weshalb Versorgungsunternehmen ihre Strategien kontinuierlich anpassen müssen. Traditionelle Strategien haben auf regulatorischen Vorgaben, Investitionen in die Infrastruktur sowie Kundenservice aufgebaut und waren damit primär durch Vorsicht geprägt. Aufgrund der ständigen Veränderungen und Entwicklungen können sich die Unternehmen heute nicht mehr auf solche Strategien verlassen und müssen vermehrt Risiken eingehen, in dem zum Beispiel neue Geschäftsfelder identifiziert und entwickelt werden müssen. Gleichzeitig können sie aber ihre historisch gewachsene Rolle, nämlich die Sicherstellung der Versorgung, nicht ignorieren. Vielmehr sind die Unternehmen aufgrund Veränderungen in der Angebots- und Nachfragestruktur auch in ihrem traditionellen Geschäftsfeld mit steigenden Herausforderungen konfrontiert. Dies gilt auch für Schweizer Versorgungsunternehmen.

⁴ Quelle: Schweizer Nationalbank, Medienmitteilung vom 21. März 2019

⁵ "Global power strategies – The future of the utilities industry and the players that are driving market success", PwC/Strategy&, 2019.

Gemäss einer Studie vom Verband Schweizerischer Elektrizitätsunternehmen („VSE“) wird für das Jahr 2035 im Vergleich zu heute eine höhere Nachfrage nach Strom erwartet.⁶ Wesentliche Treiber für die steigende Nachfrage sind dabei das Bevölkerungs- und Wirtschaftswachstum, die Substituierung fossiler Energieträger sowie die Zunahme an elektronischen Geräten. Mit der zunehmenden Dekarbonisierung werden fossile Anwendungen durch elektrische, erneuerbar produzierte Anwendungen ersetzt werden. Dadurch werden die Sektoren Strom, Gas, Wärme, Mobilität und ihre Infrastrukturen stärker zusammenwachsen und der Stromverbrauch entsprechend zunehmen.

Beim Angebot wird gemäss VSE die Nutzung der erneuerbaren Energien aufgrund technologischer Fortschritte und sinkender Kosten markant zunehmen. Dies wird zu mehr dezentralen Strukturen führen, so dass der Anteil der dezentralen Produktion am zukünftigen Strombedarf im Jahr 2035 circa 10% bis 25% betragen wird. Mit der Annahme der Energiestrategie 2050 und der Ratifizierung des Klimaabkommens werden die erneuerbaren, dezentral produzierten Energien in das Gesamtsystem und in den Markt integriert. Die Produktionsstruktur 2035 wird jedoch ein Mix aus zentraler und dezentraler Produktion bleiben, wobei der Wasserkraft weiterhin die tragende Rolle zukommen wird.

Es ist zudem davon auszugehen, dass die Digitalisierung im Energiesektor weiter zunehmen wird, wobei deren Entwicklung unabhängig vom Energiesektor erfolgt. Dies wird in der Strombranche bereits in absehbarer Zukunft zu grundlegenden Veränderungen führen. Der Energiemarkt 2035 wird gemäss VSE stark von der Digitalisierung durchdrungen sein. Dabei wird z.B. das Internet der Dinge dafür sorgen, dass immer mehr Geräte mit dem Internet verbunden sind und permanent Daten liefern. Dadurch wird die Menge an Daten signifikant zunehmen und die Analyse und Auswertung dieser Daten ermöglicht es, Prozesse zu überwachen, zu optimieren und Prognosen zu automatisieren und zu verbessern. Die Nachfrage wird somit stärker flexibilisiert und die Produktion kann weiter optimiert werden.

2.5 Erläuterungen zur finanziellen Planung der Alpiq

Die Bewertung anhand der DCF-Methode basiert auf der vom Executive Board im Mai 2019 genehmigten Planung 2019 – 2029. Die vom Verwaltungsrat im Dezember 2018 genehmigte Planung 2019 – 2028 wurde im April und Mai 2019 überarbeitet, um neue Marktentwicklungen angemessener zu reflektieren. Die wesentlichsten Faktoren sind dabei die gestiegenen Preise und die langfristig höheren Preiserwartungen. Dies hat für den Zeitraum 2019 bis 2028⁷ im Vergleich zur alten Planung zu einer signifikanten Erhöhung des operativen Ergebnisses geführt.

Die Planung wurde unter Berücksichtigung der strategischen Prioritäten, des aktuellen Marktumfeldes sowie der Branchentrends mit Alpiq diskutiert. Nachfolgend werden wesentliche Annahmen im Zusammenhang mit der Planung der Alpiq beschrieben:

Geschäftsbereich Generation Switzerland

- Für die Geschäftseinheit Nuclear mit den Kernkraftwerken in Gösgen und Leibstadt werden zur Einhaltung von Sicherheitsstandards in den nächsten Jahren grössere Investitionen in der Höhe von je CHF 200 Mio. bis CHF 250 Mio. notwendig sein. Die daraus resultierenden höheren Gestehungskosten werden durch geplante Kostensenkungsmassnahmen kompensiert, so dass sich die Profitabilität in Kombination mit den steigenden Preisen verbessert.
- Ein wesentliches Risiko stellt der Stilllegungs- und Entsorgungsfonds dar, da aus heutiger Sicht nicht abschliessend beurteilt werden kann, ob es zu weiteren (auch politisch getriebe-

⁶ VSE Trends 2035 (Stand 2018) (Quelle: <https://www.strom.ch/de/energiewissen/energiewelten>)

⁷ Die alte Planung hatte lediglich einen Zeitraum bis 2028, weshalb der Vergleich nur über diese Periode möglich war.

nen) Zusatzbelastungen für Alpiq kommen wird. Die für die vorliegende Fairness Opinion zugrunde gelegte Planung basiert auf der aktuellen Kostenstudie und es wurden somit keine weiteren Kosten unterstellt.

- Für die Geschäftseinheit Hydro wurde unterstellt, dass das Kraftwerk Nant de Drance bis Ende 2020 fertiggestellt ist. Die entsprechenden Investitionen sowie Ersatzinvestitionen für von Alpiq konsolidierte Kraftwerke werden entsprechend in der Planung berücksichtigt. Die durchschnittlichen, jährlichen Ersatzinvestitionen für konsolidierte Kraftwerke werden während der Planperiode rund CHF 25 Mio betragen. Danach wird mit nachhaltigen Ersatzinvestitionen von jährlich CHF 20 Mio. gerechnet, was deutlich unter den Abschreibungen von circa CHF 40 Mio liegt. Dies ist damit zu begründen, dass die Mehrheit der Anlagen bei der Hälfte ihrer technischen Laufzeit liegen und somit ein grosser Teil der Erneuerungsinvestitionen erst gerade getätigt wurde.
- Die Planung basiert auf unveränderten Wasserzinsen von CHF 110 pro Kilowatt Bruttoleistung.
- Die Overhead-Kosten für den Geschäftsbereich Generation Switzerland werden nach dem Betriebsende der beiden Kernkraftwerke in Gösgen und Leibstadt entsprechend reduziert.

Geschäftsbereich Generation International

- Der Geschäftsverlauf der thermischen Kraftwerke wird massgeblich durch die unterstellten Preisentwicklungen sowie durch Kapazitätzahlungen (z.B. in Spanien) bestimmt. Aufgrund der angenommenen steigenden Preisen wird sich die Profitabilität in den kommenden Jahren erhöhen. Zudem werden trotz auslaufenden Verträgen keine negativen, finanziellen Auswirkungen unterstellt (Annahme, dass Erträge auch über Vertragsende erwirtschaftet werden können).
- Für die Geschäftseinheit Renewable Energy Sources wurden die geltenden Regelungen im Zusammenhang mit Einspeisevergütungen berücksichtigt, welche aktuell rund drei Viertel der Produktion abdecken und somit eine Absicherung von Marktrisiken darstellen. Regulatorische Risiken, z.B. in Form von möglichen Reduktionen der Einspeisevergütungen, wurden im Businessplan nicht berücksichtigt.
- Der Businessplan berücksichtigt auch ein neues Kleinwasserprojekt in der Schweiz, welches gemäss Plan 2021 in Betrieb gehen soll. Weitere Projekte wurden nicht berücksichtigt, da diese noch zu wenig konkret sind. Aus diesem Grund wurden im Businessplan Kosteneinsparungen von über CHF 30 Mio. (diskontiert) berücksichtigt, da ein Teil der Overhead-Kosten im Zusammenhang mit der Entwicklung von neuen Projekten stehen.

Geschäftsbereich Digital & Commerce

- Aufgrund der unterstellten Preisentwicklungen wird sich der Bruttogewinn für die Geschäftseinheit Trading & Origination zwischen 2019 und 2029 kontinuierlich erhöhen, wobei auch die Bruttogewinnmarge zwischen 2019 und 2029 um beinahe 2.0% zunehmen wird. Gestützt wird diese Entwicklung unter anderem auch durch das angenommene Wachstum im Bereich Origination in Zentraleuropa. Zusätzlich können durch die Zusammenlegung des Ost- und Westgeschäfts Synergien realisiert werden (Reduktion von Kosten, Erhöhung von Effizienz), was im Businessplan teilweise berücksichtigt wurde.
- Für die Geschäftseinheit Energy Retail wird ebenfalls von steigenden Bruttogewinnen ausgegangen, dies trotz angenommener tieferer Profitabilität in Frankreich. E-Commerce Platt-

formen entwickeln sich insbesondere in Polen und Tschechien planmässig, woraus entsprechendes Wachstum erwartet wird.

- In der Geschäftseinheit Digital Technologies & Innovation werden neue Lösungen entwickelt. Diese Geschäftseinheit weist Start-Up-ähnlichen Charakter auf. Folglich sind die Ergebnisbeiträge in den ersten Jahren negativ, mit anschliessend starkem Wachstum und positiver Ergebnisentwicklung.

Alpiq Gruppe

- Im Businessplan wurde eine Reduktion der Group Center Kosten unterstellt. Dies wird nachhaltig zu einer Verbesserung des operativen Ergebnisses auf Gruppenstufe führen. Zukünftige mögliche Mittelabflüsse und Zuflüsse aufgrund laufender Rechtsstreitigkeiten werden auf Gruppenstufe abgebildet.
- Die Steuern werden für die einzelnen Geschäftseinheiten auf Basis der lokalen Steuersätze berechnet. In der Schweiz fällt der Grossteil des zukünftig erwarteten Gewinns in Olten an. Weil die Solothurner Bevölkerung eine Senkung der Steuersätze am 19. Mai 2019 abgelehnt hat, gibt es keine belastbaren Informationen über künftige Steuersätze im Kanton Solothurn. Deshalb wurde der aktuelle Steuersatz von 21% unterstellt.
- Aufgrund der unterstellten Preisentwicklungen wird sich der Bruttogewinn auf Gruppenstufe (exklusive Digital Technologies & Innovation) zwischen 2019 und 2029 kontinuierlich erhöhen. Dies führt dazu, dass der erwartete Bruttogewinn im Jahr 2029 absolut beinahe 60% grösser ist als im Jahr 2019. Gleichzeitig wird sich auch die Profitabilität verbessern, was sich in einer rund 3% höheren Bruttogewinnmarge und beinahe 4% höheren EBITDA-Marge widerspiegeln wird. Die positiven Entwicklungen im operativen Ergebnis werden sich entsprechend auch auf die freien Cash Flows auswirken. Im Vergleich zum Jahr 2019 wird sich die Cash Flow-Marge bis ins Jahr 2029 versechsfachen.

3 Wertüberlegungen Alpiq

Zur Ermittlung des Wertes der Alpiq wurden Bewertungen mittels der folgenden Methoden durchgeführt:

- DCF-Methode; sowie
- Marktbewertung mittels der Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen.

Unsere Überlegungen zur Bestimmung des Eigenkapitalwertes der Alpiq sowie des Wertes pro Namensaktie der Alpiq basieren primär auf den Resultaten der DCF-Methode. Die Marktbewertung bezweckte die Überprüfung und Validierung der Resultate dieser Methode.

Aufgrund der in den einzelnen Geschäftseinheiten unterschiedlichen Marktentwicklungen und Risiken haben wir unsere Wertüberlegungen nicht auf den konsolidierten Finanzzahlen der Alpiq, sondern für die einzelnen Geschäftseinheiten separat durchgeführt. In diesem Zusammenhang sind unter anderem die folgenden Annahmen relevant:

- Für die Geschäftseinheit Nuclear Power Generation wurde die Businessplan Periode verlängert, um der endlichen Laufzeit der Kernkraftwerke in Gösgen und Leibstadt Rechnung zu tragen.
- Für die Geschäftseinheit Hydro Power Generation wurde ein über die Konzessionsenden hinausgehender Ergebnisbeitrag sämtlicher Kraftwerke unterstellt. Hintergrund für diese Annahme ist die Strategie von Alpiq, sich aktiv an Rekonzessionierungen zu beteiligen, respektive über die Konzessionsenden hinaus ein wesentlicher Partner zu bleiben. Die genaue Zusammensetzung des künftigen Portfolios kann zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht definiert werden. Jedoch wurde unterstellt, dass es zu keiner Ergebnisverschlechterung kommen wird.
- Für die Geschäftseinheit Thermal Power Generation wurde die Businessplan-Periode verlängert, um der endlichen Laufzeit sämtlicher Kraftwerke Rechnung zu tragen. Das Kraftwerkportfolio beinhaltet die thermischen Kraftwerke Plana del Vent (Spanien), Csepel (Ungarn), San Severo, Novel und Vercelli (alle Italien) sowie Kladno und Zlín (beide in Tschechien). Für Kladno und Zlín wurde der kommunizierte Verkaufspreis von CHF 310 Mio. angesetzt. Es wurden keine Beteiligungen an neuen thermischen Kraftwerken unterstellt.
- Für die Geschäftseinheit Renewable Energy Sources wurde die Businessplan-Periode verlängert, um der endlichen Laufzeit sämtlicher Kraftwerke Rechnung zu tragen.

Der Wert von Alpiq ergibt sich dabei durch die Aufsummierung der Werte der einzelnen Geschäftseinheiten und unter Berücksichtigung von nicht auf die Geschäftseinheiten allozierten Kosten (z.B. Kosten des Group Centers). Mit diesem sogenannten „Sum-of-the-Parts Ansatz“ kann auch der Tatsache Rechnung getragen werden, dass in Geschäftseinheiten mit Kraftwerksanlagen eine endliche Laufzeit zu unterstellen ist (Nuclear Power Generation, Thermal Power Generation, Renewable Energy Sources).

3.1 DCF-Methode

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 freie Cash Flow pro Jahr als ewige Rente kapitalisiert wird (so genannte Fortführungsformel).

Durch die Addition der nichtbetrieblichen Vermögenswerte (z.B. nichtbetriebliche Liquidität) zum operativen Unternehmenswert ergibt sich der Gesamtunternehmenswert („Enterprise Value“). Nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals („FK“) 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 Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen sowie einer Länderrisikoprämie. Der Herleitung der Eigenkapitalrisikoprämie liegt das Capital Asset Pricing Model („CAPM“) zugrunde, wonach die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des „levered“ Betas mit der Marktisikoprämie 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.

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 von Alpiq basierend auf der DCF-Methode werden die zukünftigen Freien Cash Flows der einzelnen Geschäftseinheiten für die explizite Planungsperiode abgeschätzt. Diese basieren auf dem Unternehmensplan und der Investitionsplanung der Alpiq bis ins Jahr 2029. Aufgrund der endlichen Laufzeit von Kraftwerken wurde die explizite Planungsdauer entsprechend verlängert.

Der auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit basierende Residualwert (sofern anwendbar) beinhaltet die Freien Cash Flows nach der expliziten Planungsperiode. Diese basieren auf nachhaltigen Annahmen bezüglich Margen und Investitionen. Für die Fortschreibung von Planungs-

jahren sowie für die Berechnung des Residualwerts wird eine nachhaltige Wachstumsrate von 1% angenommen. Diese ergibt sich aufgrund der langfristig erwarteten Inflationsrate in der Schweiz gemäss Schätzungen des Internationalen Währungsfonds.

Im Weiteren wurde bei Residualwertberechnungen von der Annahme ausgegangen, dass sich die nachhaltigen Abschreibungen und Investitionen entsprechen.

Um den Barwert der zukünftigen freien Cash Flows sowie des Residualwertes zu erhalten, wurden diese mit dem WACC diskontiert. Der abgeleitete WACC für Alpiq auf konsolidierter Stufe wurde auf rund 5.7% geschätzt (vgl. Anhang 1).

Nachfolgend werden die einzelnen Parameter für die Herleitung des WACC kurz beschrieben:

Risikoloser Zinssatz

Der risikolose Zinssatz entspricht der Rendite einer Schweizer Staatsanleihe in CHF mit einer Laufzeit von 15 Jahren. Auf dieser Basis wurde ein risikoloser Zinssatz zum Bewertungsstichtag in der Höhe von rund 0.1% hergeleitet.⁸

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie für entwickelte Aktienmärkte von 5.8% basiert auf PwC Berechnungen zur impliziten Marktrisikoprämie unter Berücksichtigung von Prämien, die von Damodaran und weiteren führenden Bewertungsfachleuten verwendet werden, sowie in Anlehnung an den Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft („FAUB“) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. („IdW“).

Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen

Die Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen reflektiert die erhöhten Risiko- und Renditeerwartungen, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmungen verbunden sind. Sie berechnet sich als die Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite tiefer kapitalisierter Unternehmen und der für diese Firma mittels CAPM geschätzten Rendite.

Die in unserer Analyse angewandte Prämie von 1.4% basiert auf einer jährlichen Studie von Duff & Phelps (Valuation Handbook 2018) sowie eigenen Analysen.

Beta

Das „unlevered“ Beta wird anhand von vergleichbaren kotierten Unternehmen hergeleitet. Das abgeleitete „unlevered“ Beta beträgt 0.6. Detaillierte Angaben zu den Beta-Werten sind im Anhang 2 aufgeführt. Das „levered“ Beta entspricht dem an die Zielkapitalstruktur der Alpiq angepassten „unlevered“ Beta.⁹

Länderrisikoprämie

Die Länderrisikoprämie reflektiert ein erhöhtes Risiko bei Investitionen in Ländern mit Ausfallrisiko (Länderrating unter AAA). Basierend auf den internationalen Tätigkeiten von Alpiq haben wir eine gewichtete Länderrisikoprämie von 0.9% ermittelt.¹⁰

⁸ Quelle: Schweizer Nationalbank, Renditeanalyse per 31. Dezember 2018.

⁹ Quelle der Betas der Vergleichsunternehmen: Capital IQ, per 31. Dezember 2018.

¹⁰ Quelle der Länderrisikoprämien: Damodaran, per 1. Januar 2019.

Finanzierungsverhältnis

Die langfristige konstante Kapitalstruktur mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 40.6% wird gestützt auf die Analyse der analysierten Vergleichsunternehmen hergeleitet. Die Details zu den Finanzierungsverhältnissen der Vergleichsunternehmen sind im Anhang 2 dargestellt.

Fremdkapitalprämie

Die Fremdkapitalprämie entspricht dem Aufschlag auf den risikolosen Zinssatz, welcher für die Aufnahme von Fremdkapital bezahlt werden muss. Basierend auf der Analyse von vergleichbaren am Markt beobachteten Fremdkapitalrenditen haben wir eine Prämie von 2.0% ermittelt.¹¹

Steuersatz

Basierend auf Gesprächen mit dem Management der Alpiq wurde der Berechnung des WACC ein langfristig zu erwartender effektiver Durchschnittssteuersatz von 21.0% zugrunde gelegt.

Abbildung 6: Übersicht der WACC-Parameter (PwC Analysen)

Die Summe der Barwerte aller freien Cash Flows der expliziten Planungsperiode sowie der Residualwerte (sofern anwendbar) ergibt einen operativen Unternehmenswert für Alpiq in der Höhe von CHF 3'397 Mio. Um den Wert des Eigenkapitals der Alpiq zu ermitteln, werden die betriebsfremden Vermögenswerte von CHF 1'387 Mio. zum operativen Unternehmenswert addiert sowie Verbindlichkeiten in Höhe von CHF 2'853 Mio. abgezogen (vgl. Anhang 3 für Details zur Eigenkapitalüberleitung). Daraus resultiert ein Eigenkapitalwert in Höhe von CHF 1'931 Mio.

Um die Bewertungsergebnisse der DCF-Methode zu plausibilisieren, wurden Sensitivitätsanalysen mittels der Variation der wesentlichen Werttreiber des Geschäftsmodells der Alpiq durchgeführt. Als wesentliche Werttreiber der Alpiq lassen sich die nachhaltige Wachstumsrate, die Kapitalkosten, die nachhaltige EBITDA-Marge sowie die nachhaltigen Investitionen identifizieren. Die nachhaltige EBITDA-Marge und die nachhaltigen Investitionen sind jedoch nur für jene Geschäftseinheiten relevant, bei denen ein Residualwert berücksichtigt wird. Vor dem Hintergrund, dass bei der Sum-of-the-Parts Bewertung auch Kostenstellen einfließen, für die eine EBITDA-Marge nicht berechnet werden kann und für die auch Investitionen nicht relevant sind, lässt sich lediglich die Sensitivität für die Kapitalkosten und die langfristige Wachstumsrate sinnvoll darstellen. Die nachfolgende Tabelle fasst die Erkenntnisse aus diesen Sensitivitätsanalysen zusammen.

Sensitivitätsanalyse

Veränderung Kapitalkosten	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Veränderung des Aktienwertes	7.5%	3.7%	0.0%	-3.5%	-6.9%
Veränderung nachhaltige Wachstumsrate	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Veränderung des Aktienwertes	-4.3%	-2.2%	0.0%	2.3%	4.7%

Abbildung 7: Sensitivitätsanalysen DCF-Methode (Quelle: PwC Analysen)

Basierend auf der DCF-Bewertung sowie den durchgeführten Sensitivitätsanalysen ergibt sich damit für den Eigenkapitalwert der Alpiq eine Wertbandbreite von CHF 1'822 Mio. bis CHF 2'049 Mio. Bei insgesamt 27'874'649 ausstehenden Namenaktien per 31. Dezember 2018 resultiert basierend auf der DCF-Bewertung eine als fair zu bezeichnende Wertbandbreite von CHF 65 bis CHF 73 pro Namenaktie der Alpiq.

Die mittels DCF-Methode hergeleitete Wertbandbreite von CHF 65 bis CHF 73 pro Namenaktie der Alpiq liegt unter dem Buchwert von rund CHF 103 pro Namenaktien der Alpiq per 31. Dezember

¹¹ Quelle der Fremdkapitalprämien: Capital IQ, per 31. Dezember 2018.

2018. Der Hauptgrund dafür dürfte in der Tatsache liegen, dass trotz den unterstellten Energiepreisentwicklungen die erwirtschaftete Rendite auf dem investierten Kapital auch in der mittleren Zukunft tiefer ist als die im Rahmen der DCF-Methode unterstellten Kapitalkosten.

3.2 Marktbewertung

Bei der Marktbewertung anhand von vergleichbaren kotierten Unternehmen wird der Unternehmenswert des kotierten Vergleichsunternehmens zu unterschiedlichen Finanzkennzahlen des jeweiligen Unternehmens ins Verhältnis gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren wurden anschließend auf die entsprechenden Finanzkennzahlen der Alpiq angewendet, um den hypothetischen Marktwert der Alpiq zu erhalten.

Als Vergleichsunternehmen werden kotierte Unternehmen herangezogen, die in derselben Branche wie Alpiq tätig sind (vgl. Anhang 2 und Anhang 4).

Die Finanzkennzahlen der kotierten Vergleichsunternehmen basieren auf Einschätzungen von verschiedenen Analysten für die Jahre 2019 bis 2021. Der Medianwert der daraus resultierenden Multiplikatoren wurde auf die entsprechenden Finanzkennzahlen von Alpiq angewendet.

Ergänzend zur Marktbewertung anhand von vergleichbaren kotierten Unternehmen wurde eine Analyse von vergleichbaren Transaktionen für die letzten drei Jahre durchgeführt. Dazu wurde bei Capital IQ nach Transaktionen in den Industrien „Electric Utilities“ und „Independent Power and Renewable Electricity Producers“ in Europa gesucht.

Anhand der oben beschriebenen Suchkriterien wurden in Capital IQ beinahe 2'500 Transaktionen identifiziert. Jedoch waren nur für knapp 80 Transaktionen Daten verfügbar, um mindestens einen Multiple (Umsatz, EBITDA oder EBIT) zu berechnen. Innerhalb dieser Transaktionen haben wir jene identifiziert, bei denen zumindest eine partielle Vergleichbarkeit gegeben war (vgl. die Details in Anhang 5). Basierend auf den in Capital IQ zugänglichen Informationen zu diesen Transaktionen wurden Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren für die Transaktionen 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.

Dabei ist auch 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.

Die Multiplikatoren wurden auf die geplanten Ergebnisse von Alpiq der Jahre 2020 und 2021 angewendet. Das Jahr 2019 wurde nicht verwendet, da die Ergebnisse durch Absicherungsgeschäfte aus Vorjahren nach unten verzerrt sind. Abbildung 8 fasst die Ergebnisse der Marktbewertung zusammen.

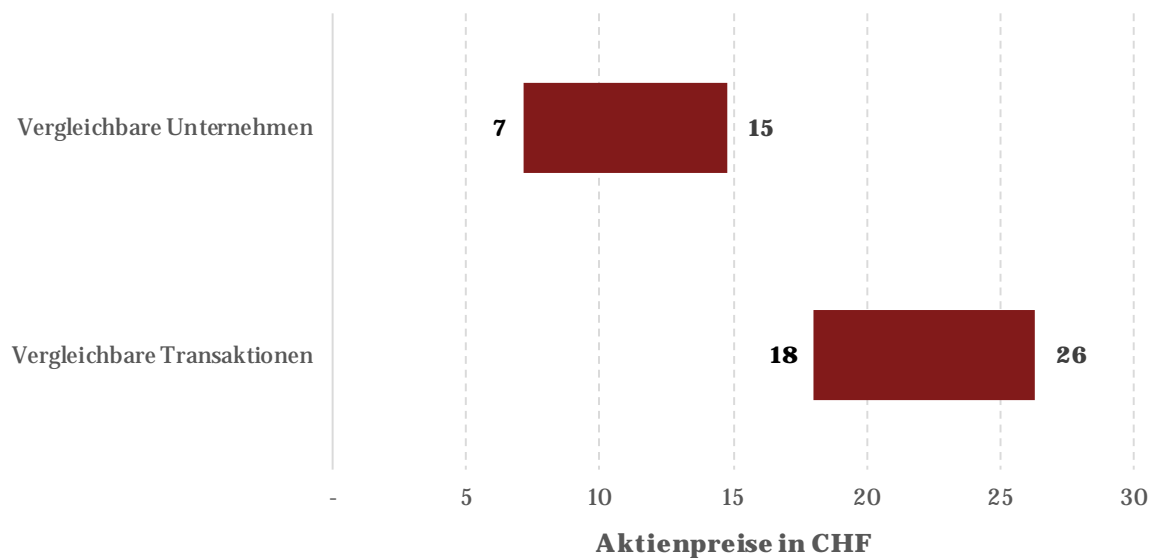


Abbildung 8: Ergebnisse aus der Marktbewertung (Quelle: PwC Analysen)

Basierend auf der Bewertung anhand der Multiplikatoren kann die mittels der DCF-Bewertung hergeleitete Wertbandbreite von CHF 65 bis CHF 73 pro Namenaktie der Alpiq nicht plausibilisiert werden. Wesentliche Gründe dafür sind:

- Bei der DCF-Bewertung resultiert der Wert primär aus den späteren Jahren, da sich die Ergebnisse aufgrund der unterstellten Preisentwicklungen kontinuierlich verbessern. Somit sind auch die Jahre 2020 und 2021, welche im Rahmen der Marktbewertung berücksichtigt werden, nicht repräsentativ, obwohl diese nicht mehr durch Absicherungsgeschäfte aus Vorjahren nach unten verzerrt sind.
- Die vergangenen Jahre waren für die Strombranche aufgrund der anhaltend tiefen Grosshandelspreise schwierig. Dies hat unter anderem auch dazu geführt, dass die Attraktivität der Unternehmen aus Investorensicht gering war, was wiederum in sinkenden Bewertungen der Unternehmen resultierte. Die Erholung der Grosshandelspreise in den letzten Monaten hat zwar positive Signale gesendet. Es muss jedoch davon ausgegangen werden, dass das Vertrauen der Investoren noch nicht zurück ist und somit die höheren Preiserwartungen noch nicht vollständig in den Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen reflektiert ist.
- Die geringe Attraktivität der letzten Jahre dürfte sich auch negativ auf erzielte Transaktionspreise ausgewirkt haben. Zudem kann nicht ausgeschlossen werden, dass zumindest ein Teil der Verkäufe aus einer gewissen Not entstanden sind. Dadurch besteht die Möglichkeit, dass die Multiplikatoren aus vergleichbaren Transaktionen nach unten verzerrt sind.

4 Analyse des Aktienkurses und des Handelsvolumens

Der im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots der SKBAG offerierte Preis von CHF 70.00 pro Namenaktie der Alpiq liegt 2.1% unter dem Schlusskurs von CHF 71.50 pro Namenaktie per 28. Mai 2019 (Tag vor der Voranmeldung).

Es gilt jedoch zu beachten, dass der Voranmeldung am 29. Mai 2019 nicht die gleiche Bedeutung zukommt wie in anderen Transaktionen. Vielmehr war die Bekanntgabe der Übernahme des Aktienpakets von EDF Alpes Investissements Sàrl durch EOS Holding SA und Primeo Holding AG am 4. April 2019 entscheidend. Seit diesem Zeitpunkt ist der Aktienkurs der Alpiq nicht mehr wesentlich vom offerierten Preis von CHF 70.00 abgewichen.

Der im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots der SKBAG offerierte Preis von CHF 70.00 pro Namenaktie der Alpiq liegt 7.4% über dem Schlusskurs von CHF 65.20 pro Namenaktie per 4. April 2019 und 3.5% unter dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Alpiq-Aktie während der letzten 60 Handelstage vor der Transaktion (CHF 72.50 pro Namenaktie der Alpiq).

Während den 60 Handelstagen vor der Transaktion wurde die Alpiq-Aktie täglich gehandelt, wobei sich der Preis 5mal nicht geändert hat (8.3% der Zeit), 33mal im Wert fiel (55.0% der Zeit) und 22mal anstieg (36.7% der Zeit). Die nachfolgende Grafik zeigt den historischen Verlauf des Aktienkurses und das tägliche Handelsvolumen für den Zeitraum von 60 Handelstagen vor der Transaktion am 5. April 2019.

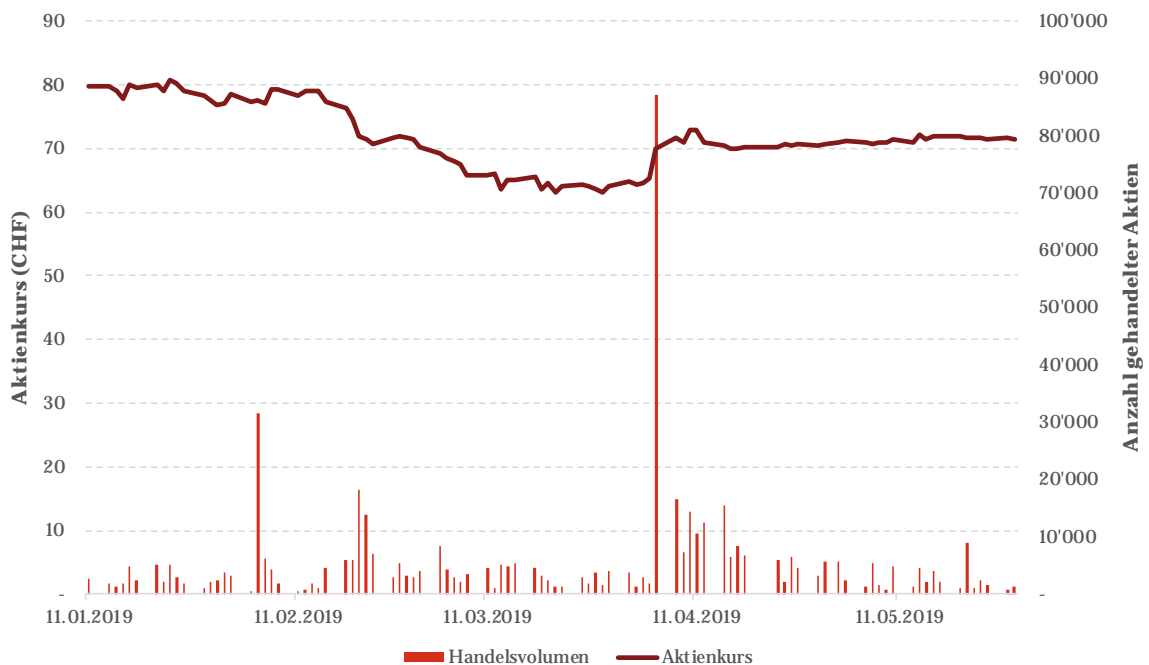


Abbildung 9: Aktienkurs und Handelsvolumen (Quelle: Capital IQ)

Zur Beurteilung der Aussagekraft des Aktienkurses der Alpiq wurde analysiert, ob die Aktien liquid sind. Dazu haben wir uns auf die Vorgaben des UEK-Rundschreiben Nr. 2 «Liquidität im Sinn des Übernahmerechts» abgestützt. Gemäss UEK-Rundschreiben ist ein Beteiligungspapier, das nicht

dem SLI Swiss Leader Index angehört, liquid im Sinne von Art. 42 Abs. 4 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel („FinfraV-FINMA“), wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers ist.

Basierend auf unseren Analysen ist das im UEK-Rundschreiben definierte Kriterium lediglich in 8 von 12 Monaten erfüllt und die Liquidität im Sinne des Übernahmerechts nicht gegeben. Aus diesem Grund erachten wir die Aussagekraft der Preis- und Volumenanalyse als limitiert.

5 Zusammenfassung

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

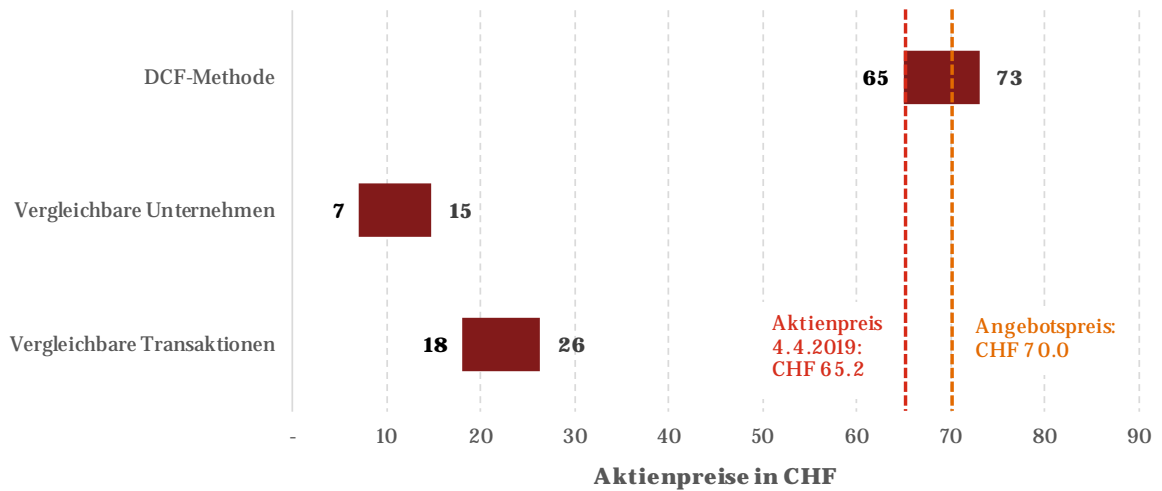


Abbildung 10: Zusammenfassung der Ergebnisse (Quelle: PwC Analysen)

Basierend auf den in der vorliegenden Fairness Opinion dargestellten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen ergibt sich für das Eigenkapital der Alpiq eine Wertbandbreite von CHF 1'822 Mio. bis CHF 2'049 Mio. Bei insgesamt 27'874'649 ausstehenden Namenaktien per 31. Dezember 2018 resultiert damit eine Wertbandbreite von CHF 65 bis CHF 73 pro Namenaktie der Alpiq. 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 nicht plausibilisiert werden, da die Aussagekraft der Marktbewertung limitiert ist.

Gestützt auf die dargelegten Analysen beurteilen wir den im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots der SKBAG offerierten Preis von CHF 70.00 pro Namenaktie der Alpiq mit einem Nennwert von CHF 10.00 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 9. Juli 2019 durchgeführt wurden.

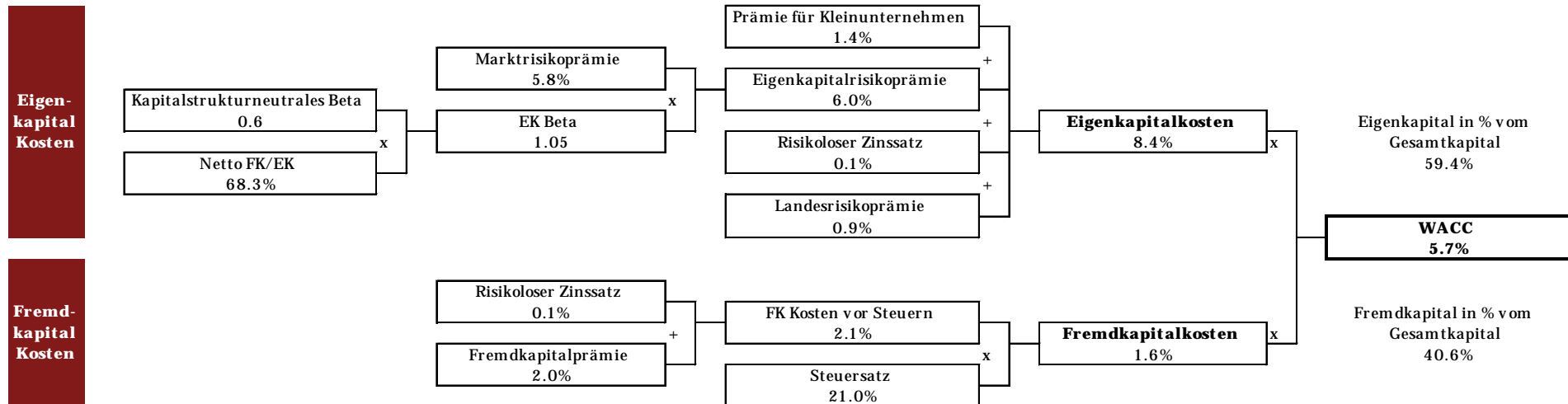
PricewaterhouseCoopers AG

Dr. Marc Schmidli, CFA
Partner

Pascal Ziegler
Director

6 Anhang

Anhang 1: Herleitung der Kapitalkosten



Anhang 2: Analyse von Beta

Vergleichsunternehmen	Nettoverschuldung / Gesamtkapital	Raw Levered Beta	T-Wert	Unlevered Beta
CEZ, a. s.	34.3%	1.06	4.59	0.70
EDP - Energias de Portugal, S.A.	53.4%	0.75	2.93	0.35
Fortum Oyj	22.0%	0.94	3.77	0.73
Electricité de France S.A.	56.9%	1.14	3.27	0.49
Energa SA	46.0%	1.01	2.68	0.54
VERBUND AG	35.2%	1.59	5.77	1.03
Durchschnitt	41.3%			0.64
Median	40.6%			0.62

Quelle: Capital IQ

Die Beta-Analyse wurde basierend auf kotierten Vergleichsunternehmen durchgeführt. Dabei wurde unter anderem auch beurteilt, ob die Ergebnisse statistisch signifikant sind (basierend auf so genanntem T-Test). Zudem wurde für die einzelnen Unternehmen auch die Liquidität im Sinne des Übernahmerechtes berücksichtigt. Dies ist insofern relevant, da bei geringem Handelsvolumen Aktienpreise über längere Zeitperioden konstant bleiben können und somit Beta-Faktoren nach unten verzerrt sind (so genannter Stale Price Bias). Die Tabelle oben zeigt jene Unternehmen, für die beide Tests positiv ausgefallen sind.

Anhang 3: Details zur Eigenkapital-Überleitung

Die Eigenkapital-Überleitung basiert auf der von Alpiq im Geschäftsbericht 2018 publizierten Bilanz. Die wesentlichen Annahmen werden nachfolgend kurz beschrieben.

Wertkomponenten (in CHF Mio.)	31.12.2018
Flüssige Mittel	634
Kurzfristige Terminguthaben	367
Langfristige Terminguthaben	229
Wertschriften	25
Liquidität	1'255
Mindestliquidität	(314)
Restricted Cash	-
Nicht-operativ notwendige Liquidität	941
Liegenschaften	89
Übrige assoziierte Gesellschaften	20
Übrige langfristige Aktiven - Finanzbeteiligungen	1
Übrige langfristige Aktiven - Aktivdarlehen	10
Übrige langfristige Aktiven - Sonstige lfr. Aktiven	197
Latente Ertragssteuern	117
Derivative Finanzinstrumente	8
Weitere	4
Weitere nicht-operative Vermögenswerte	446
Total nicht-operative Vermögenswerte	1'387
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	(195)
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	(1'345)
Hybridkapital - Öffentlich	(621)
Hybridkapital - Aktionäre	(367)
Finanzschulden	(2'528)
Verbindlichkeiten aus laufenden Ertragssteuern	(25)
Latente Ertragssteuern	-
Rückstellungen - Verlustbringende Verträge	-
Rückstellungen - Restrukturierungen	(2)
Rückstellungen - Rückbau eigene Kraftwerke	-
Rückstellungen - Gewährleistungen	(4)
Rückstellungen - Übrige	(44)
Übrige langfristige Verbindlichkeiten - Put-Optionen	(11)
Übrige langfristige Verbindlichkeiten - Sonstige	(197)
Übrige langfristige Verbindlichkeiten - Sonstige	(6)
Derivative Finanzinstrumente	(37)
Schuldenähnliche Verbindlichkeiten	(325)
Total Finanzschulden & schuldenähnliche Verbindlichkeiten	(2'853)

- Die Mindestliquidität von CHF 314 Mio. basiert auf Alpiq-internen Analysen und berücksichtigt insbesondere operative Risiken.
- Es wurde keine Reduktion für Restricted Cash vorgenommen, da eine hinterlegte Sicherheit im Februar aufgelöst werden konnte. Weiterer Restricted Cash ist im Zusammenhang mit Hinterlegungen für Projektfinanzierungen („Debt Service Reserve Accounts“). Da die Projektfinanzierungen aber bereits Teil der Finanzschulden sind, war eine weitere Anpassung nicht notwendig.
- Von den bilanzierten Liegenschaften wurde ein Grossteil als nicht-operativ klassifiziert und der geschätzte Marktwert von CHF 89 Mio. als nicht-operativer Vermögenswert addiert.
- Die aktiven latenten Ertragssteuern wurden um CHF 80 Mio. erhöht, was dem geschätzten Wert von langfristig steuerlich, nutzbaren Verlustvorträgen entspricht.
- Bei den derivativen Finanzinstrumenten (aktiv und passiv) wurden lediglich die Zins- und Währungsderivate berücksichtigt, da Werteeinflüsse aus den Energiederivaten im Businessplan berücksichtigt sind.
- Das Hybridkapital wurde als Finanzschulden berücksichtigt, weil dieses gegenüber Eigenkapital vorrangig behandelt wird. Für das öffentliche Hybridkapital wurde der Marktwert per Ende 2018 verwendet. Gleiches wurde für die Obligationsanleihen gemacht.
- Die passiven latenten Ertragssteuern wurden nicht berücksichtigt, da daraus kein künftiger Mittelabfluss erwartet wird.
- Die Rückstellungen für verlustbringende Verträge in der Höhe von CHF 289 Mio. wurden nicht berücksichtigt, da allfällige künftige Mittelabflüsse bereits im Businessplan enthalten sind.
- Rückstellungen für den Rückbau eigener Kraftwerke wurden nicht berücksichtigt. Es wird unterstellt, dass die Kosten einem möglich, erzielbaren Liquidationswert entsprechen werden.
- Von den übrigen, sonstigen langfristigen Verbindlichkeiten von CHF 48 Mio. wurden lediglich CHF 6 Mio. berücksichtigt, da die anderen CHF 42 Mio. bereits in den Cash Flows enthalten sind.
- Es wurde keine Anpassung für Minderheiten vorgenommen. Es handelt sich dabei primär um Minderheitsanteile an Kraftwerken. Im Businessplan wurden Dividenden zu Gunsten der Minderheiten bereits modelliert.

Anhang 4: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Vergleichsunternehmen	EV/Umsatz			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
CEZ, a. s.	2.1x	2.0x	2.0x	7.8x	6.9x	6.8x	16.6x	13.4x	12.1x
EDP - Energias de Portugal, S.A.	2.0x	2.0x	2.1x	8.4x	8.1x	7.9x	14.0x	13.5x	13.3x
Fortum Oyj	4.4x	4.2x	4.5x	14.2x	13.6x	15.3x	20.8x	19.0x	19.7x
Electricité de France S.A.	1.5x	1.4x	1.4x	6.4x	5.9x	5.8x	15.1x	13.1x	12.8x
Energa SA	0.7x	0.6x	0.6x	3.8x	3.7x	3.4x	7.2x	7.1x	6.8x
VERBUND AG	4.8x	4.3x	3.9x	13.6x	11.6x	10.5x	19.4x	15.6x	13.8x
Durchschnitt	2.6x	2.4x	2.4x	9.0x	8.3x	8.3x	15.5x	13.6x	13.1x
Median	2.1x	2.0x	2.1x	8.1x	7.5x	7.3x	15.8x	13.4x	13.0x

Quelle: Capital IQ

Anhang 5: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Jahr	Zielgesellschaft	Käufer	Verkäufer	Deal Value (CHF Mio.)	EV/Umsatz	EV/EBITDA	EV/EBIT
2018	ScottishPower Generation Limited	Drax Smart Generation Holdco Limited	Scottish Power Limited	926	n/a	20.2x	n/a
2018	Polenergia S.A.	Mansa Investments Sp. z o.o.	Konsortium	4	0.5x	9.0x	21.0x
2018	Danske Commodities A/S	Equinor ASA	n/a	465	0.1x	n/a	7.1x
2018	Public Joint Stock Company Inter RAO UES	CJSC INTER RAO Capital	Public Joint-Stock Company Federal Hydro-Generating Company - RusHydro	269	0.2x	2.1x	2.7x
2018	EDP - Energias de Portugal, S.A.	China Three Gorges (Europe) S.A.	Konsortium	35'325	2.0x	10.8x	21.2x
2018	Direct Energie Société Anonyme	TOTAL S.A.	Konsortium	2'863	1.3x	18.0x	24.6x
2018	Atlantica Yield plc	Algonquin Power & Utilities Corp.	Abengoa, S.A.	345	6.6x	9.5x	16.3x
2018	Saeta Yield, S.A.	TerraForm Power, Inc.	Konsortium	3'171	7.3x	9.7x	17.8x
2017	Uniper SE	Fortum Participation Limited	Elliott Management Corporation; E.ON Beteiligungen GmbH	12'513	0.1x	13.1x	79.1x
2017	Elektroprivreda Crne Gore AD Niksic	n/a	A2A S.p.A.	119	1.6x	6.1x	22.3x
2017	Public Joint Stock Company Group of Companies TNS energo	VTB Capital PLC	Sunflake Limited	106	0.2x	17.5x	19.2x
2016	Neas Energy A/S	Centrica plc	The ATP Group; VIA Equity A/S; NE Holding A/S	266	0.1x	9.1x	n/a
Durchschnitt				4'698	1.8x	11.4x	23.1x
Median				405	0.5x	9.7x	20.1x

Quelle: Capital IQ