

**Rapport de « Fairness Opinion » à l'attention du Conseil d'administration d'Energie  
Electrique du Simplon SA, Simplon-Dorf**

relatif à

l'appréciation de l'équité financière de l'offre publique d'achat d'Energie Ouest Suisse (« EOS »),  
Lausanne, portant sur toutes les actions au porteur d'Energie Electrique du Simplon SA (« EES »),  
Simplon-Dorf, en mains du public.

Genève, le 26 juillet 2006

## Sommaire

1.	Introduction .....	4
1.1	Situation .....	4
1.2	Mandat du Conseil d'administration d'EES à PricewaterhouseCoopers SA .....	4
1.3	Procédure d'évaluation .....	4
1.4	Bases d'évaluation .....	5
2.	Présentation de la société .....	6
2.1	Energie Electrique du Simplon .....	6
2.2	Relations EES et EOS .....	7
2.3	Commentaires relatifs aux projections financières d'EES .....	7
3.	Considérations relatives à la valeur d'Energie Electrique du Simplon .....	9
3.1	Méthode DCF .....	9
3.2	Application de la méthode DCF .....	10
3.3	Approche de marché .....	12
3.4	Application de l'approche de marché .....	12
4.	Analyse de l'évolution des cours et des volumes d'échange de l'action .....	14
5.	Conclusion .....	16

### Liste des abréviations

Actionnaires Industriels	EOS, Atel, EnAlpin et EWBN
Atel	Aare-Tessin AG für Elektrizität
CAPM	Capital Asset Pricing Model (ou « MEDAF », Modèle d'évaluation des actifs financiers)
CHF	Franc suisse
DCF	Discounted Cash Flow
EES	Energie Electrique du Simplon SA
EEX	European Energy Exchange
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (résultat opérationnel avant intérêts et impôts)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (résultat opérationnel avant intérêts, impôts et amortissements d'actifs corporels et incorporels)
EnAlpin	EnAlpin AG
EOS	Energie Ouest Suisse SA
EUR	Euro
EWBN	Elektrizitätswerk Brig-Naters AG
GWh	Gigawatt-heure
K	Millier(s)
M	Million(s)
MWh	Megawatt-heure
OPA	Offre publique d'acquisition
p.a.	per annum (par année)
PwC	PricewaterhouseCoopers SA
SWX	Swiss Exchange
VE	Valeur d'entreprise
WACC	Weighted Average Cost of Capital (ou « CMPC », Coût Moyen Pondéré du Capital)

### 1. Introduction

#### 1.1 Situation

Energie Electrique du Simplon SA, Simplon Dorf (« EES » ou la « Société ») est une société de droit suisse cotée au segment SWX Local Caps de la SWX. Le capital-actions de CHF 8'000'000 est divisé en 160'000 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 50 chacune.

Le 28 juin 2006, le Conseil d'administration d'Energie Ouest Suisse (« EOS ») a fait une annonce préalable relative au lancement d'une offre publique d'achat (« OPA ») sur les titres d'EES en mains du public. Dans le contexte de cette opération, EOS agit de concert avec les trois autres actionnaires industriels d'EES (collectivement les « Actionnaires Industriels »), à savoir EnAlpin AG (« EnAlpin »), Elektrizitätswerk Brig-Naters AG (« EWBN ») et Aare-Tessin AG für Elektrizität (« Atel »). A la date de la préannonce, les Actionnaires Industriels détenaient au total 89.9% des actions d'EES (soit 143'763 actions au porteur).

L'OPA porte sur les 16'237 actions au porteur qui se trouvent en mains du public. Le prix de l'offre s'élève à CHF 630 par action.

#### 1.2 Mandat du Conseil d'administration d'EES à PricewaterhouseCoopers SA

Le Conseil d'administration d'EES a chargé PricewaterhouseCoopers SA (« PwC ») d'établir un rapport de Fairness Opinion relatif à l'équité financière de l'OPA décrite ci-dessus.

Notre attestation d'équité doit, en tant qu'avis indépendant, donner au Conseil d'administration et aux actionnaires de EES un confort que le prix offert de CHF 630 par action d'EES est équitable d'un point de vue financier. Elle répond à la demande du Conseil d'administration d'EES, dont certains membres ont des relations avec EOS ou avec les sociétés agissant de concert avec EOS.

Les résultats de nos analyses sont présentés dans ce document. Cette attestation d'équité est destinée à être mise à la disposition du public.

Ce rapport ne constitue pas une recommandation d'acceptation ou de refus de l'OPA. Il ne contient pas non plus d'appréciation sur les conséquences qui peuvent découler d'une acceptation ou d'un refus de l'offre.

#### 1.3 Procédure d'évaluation

Pour apprécier l'offre d'achat, PwC a procédé à une analyse des projections financières d'EES et à une évaluation de la Société. L'évaluation a été réalisée principalement à l'aide de la méthode du Discounted Cash Flow (« DCF ») et validée par l'approche de marché, c'est-à-dire par l'étude des multiples de sociétés cotées comparables et de transactions ayant impliqué des sociétés similaires.

Le résultat de nos analyses a conduit à une fourchette de valeurs pour la Société. Les valeurs supérieures et inférieures de cette fourchette de valeurs ont été divisées par le nombre d'actions en circulation et comparées au prix de l'offre.

## Fairness Opinion EES

### 1.4 Bases d'évaluation

Dans le cadre de notre évaluation, nous nous sommes basés sur les informations et procédures suivantes:

- informations publiques concernant EES qui ont été jugées importantes pour l'analyse, y compris les rapports annuels, les communiqués de presse et les articles de journaux sur la Société ;
- informations financières établies par la direction d'EES qui ont été jugées importantes pour notre analyse, y compris le budget 2006 et les prévisions quinquennales 2006 à 2010 (établies en date du 30 septembre 2005), le dernier budget d'investissement 2006 à 2015 (établi en date du 10 avril 2006) et les projections financières de marché de 2006 jusqu'à l'échéance de la concession en 2061 (établies en date du 27 juin 2006) ;
- informations internes sur l'activité d'EES, y compris les statistiques historiques de production des centrales exploitées par EES, les prix de marché estimés de l'énergie produite par EES (prix « base » sur le marché à terme allemand), le contrat de vente d'énergie signé entre EES et les Actionnaires Industriels (contrat du 1er avril 1997), les contrats de fourniture d'énergie signés entre EES et les communes de Simplon-Dorf et Zwischbergen-Gondo (contrats du 30 juin 1998) et la valeur de remplacement des lignes de transport d'EES ;
- analyses des marchés des capitaux de Pictet & Cie (La performance des actions et des obligations en Suisse 1926-2005, mise à jour janvier 2006) et d'Ibbotson Associates (2006 Yearbook) ;
- données du marché des capitaux et données financières concernant des entreprises cotées comparables, émanant principalement de Bloomberg ;
- données relatives à des transactions comparables, émanant principalement des bases de données Mergermarket et Dealogic M&A Global ;
- cours historiques et analyse des volumes d'échange de l'action EES, en se basant principalement sur les bases de données financières de Bloomberg ;
- entretiens avec la direction d'EES qui agit en tant que mandataire pour la gestion d'EES. Les discussions ont porté sur la situation financière et les résultats d'EES, les perspectives de l'entreprise et les hypothèses retenues lors de l'établissement des projections.

Nos travaux n'ont pas donné lieu à une visite ni à une inspection physique des ouvrages exploités par EES. Les réflexions présentées dans ce document se fondent sur les informations disponibles à la date de notre rapport et peuvent être sujettes à des modifications. PwC n'a procédé à aucune révision au sens de la loi et n'a pas effectué de Due Diligence. PwC n'a pas vérifié les informations fournies par EES et EOS, ni la véracité ou le bien-fondé des informations publiques, et a considérées celles-ci comme étant complètes et exactes.

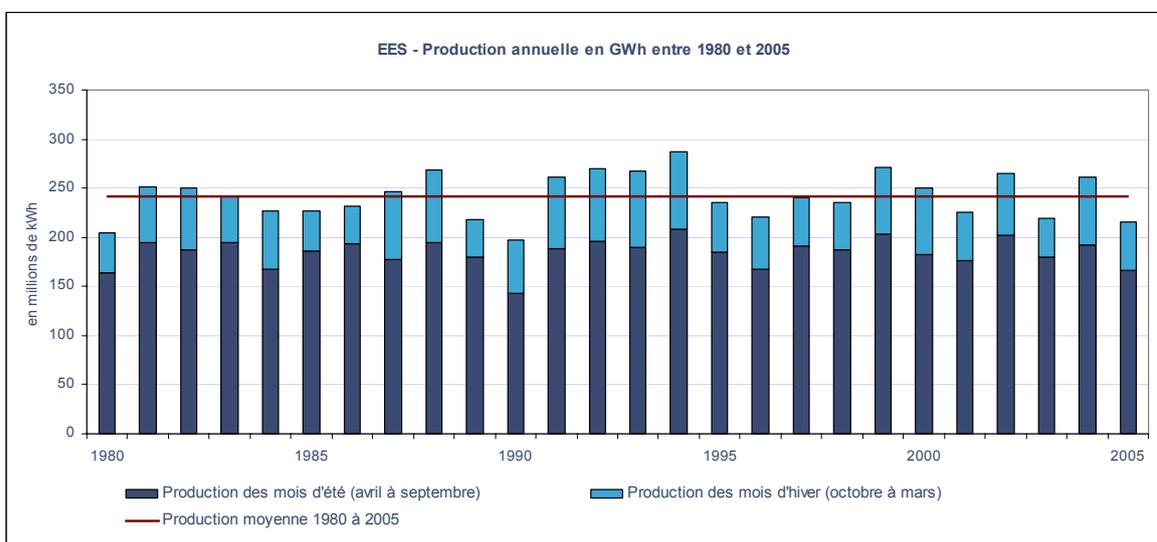
## 2. Présentation de la société

### 2.1 Energie Electrique du Simplon

L'activité d'EES se concentre sur l'exploitation de centrales hydrauliques dans la région du Simplon. L'entreprise exploite trois centrales : Gondo, Tannuwald et Gabi.

Les concessions pour l'exploitation de ces sites ont été accordées à EES par les communes de Zwischbergen et du Simplon. Selon les contrats signés en janvier 1978, les concessions prennent fin en 2061, soit 80 ans après la fin des travaux sur le site de Tannuwald.

La production annuelle d'EES a fluctué entre GWh 197 et GWh 287 avec une production annuelle moyenne de GWh 242 sur les années 1980 et 2005.



L'énergie d'EES est essentiellement produite au fil de l'eau et les caractéristiques techniques des centrales ne permettent qu'une accumulation relativement limitée de l'eau. Environ 75% de la production annuelle est produite durant la période d'avril à septembre.

L'énergie des centrales est destinée aux communes ayant accordé les concessions et aux actionnaires d'EES. La fourniture d'énergie et les prix de vente sont définis selon trois contrats, deux avec les communes de Simplon-Dorf et de Gondo-Zwischbergen datés du 30 juin 1998 et un contrat avec les Actionnaires Industriels d'EES daté du 1<sup>er</sup> avril 1997.

EES dispose également d'une participation de 20% dans la ligne internationale Mörel-Monscera de 220 kV.

## Fairness Opinion EES

### 2.2 Relations EES et EOS

Des liens étroits existent entre EES et EOS :

- EOS est actionnaire à 78.8% de EES (en date du 31 décembre 2005) ;
- Monsieur Michael Wider (Président du Conseil d'administration d'EES), Monsieur Philippe Méan (Vice-Président du Conseil d'administration d'EES), Messieurs Jean Deschenaux, Peter Heydecker et Hans Schweickardt (Administrateurs d'EES) représentent les intérêts d'EOS au sein du Conseil d'EES. Monsieur Michael Wider est aussi responsable de la direction d'EES en tant que délégué du Conseil d'administration ;
- les intérêts des autres Actionnaires Industriels au sein du Conseil d'administration sont représentés par Monsieur René Dirren (Administrateur d'EES), pour le compte d'EnAlpin, Monsieur Olivier Dumas (Administrateur d'EES), pour le compte d'Atel et par Messieurs Rolf Escher et Anton Schwesternmann (Administrateurs d'EES) pour le compte d'EWBN ;
- le fonctionnement d'EES est régi par un contrat de vente d'énergie entre la Société et ses Actionnaires Industriels principaux à savoir EOS, Atel et EnAlpin. Selon les termes de ce contrat, EES s'engage à fournir à chacun de ces actionnaires sa quote-part de l'énergie produite, après déduction de l'énergie livrée aux communes concédantes et les prélèvements pour ses propres besoins. En contrepartie, chacun des actionnaires preneurs d'énergie s'engage à payer chaque année à EES sa quote-part des frais de fonctionnement de la Société. Ce contrat est en vigueur jusqu'au 31 mars 2007 ;
- un mandat de gestion et d'exploitation de l'ensemble des ouvrages d'EES a été confié à EOS par le Conseil d'administration d'EES. Les activités d'exploitation et de maintenance d'EES ont été déléguées à HYDRO Exploitation SA à Sion, dont EOS Holding SA est actionnaire à 30%.

### 2.3 Commentaires relatifs aux projections financières d'EES

Selon le contrat de fourniture d'énergie actuellement en vigueur, EES facture l'énergie fournie aux Actionnaires Industriels à un prix de revient qui tient compte d'un dividende fixé en principe à 6.5% de la valeur du capital-actions. Les résultats historiques de la Société reflètent les modalités de ce contrat et des contrats de livraison d'énergie gratuite aux communes concédantes. En 2005, le chiffre d'affaires d'EES s'élevait à KCHF 9'155 et le bénéfice net à KCHF 532. Ces résultats ne reflètent pas des conditions de marché.

L'évaluation d'EES sur laquelle se basent nos conclusions repose sur des considérations de marché et pas sur la base des contrats en vigueur. Les prévisions d'EES ont été ajustées de manière à dégager les résultats de la Société sur la base de conditions de marché. Le chiffre d'affaires 2006 est ainsi estimé à environ KCHF 19'600. Les principales hypothèses émises pour la période de projection 2006 à 2060 sont brièvement exposées ci-dessous :

## Fairness Opinion EES

- l'estimation du chiffre d'affaires repose sur les quantités d'énergie produites et un prix de marché de l'énergie. Les quantités d'énergies sont estimées sur la base de la production historique moyenne de l'entreprise, après livraison de l'énergie gratuite aux communes concédantes, la consommation propre d'EES et l'énergie perdue. Le prix du marché repose sur les prix à terme de l'énergie « base » pour les années 2006 à 2009 (prix de cotations EEX<sup>1</sup>). Après 2009, une croissance annuelle de 1.25% des prix de l'énergie a été prévue ;
- l'estimation des charges repose sur les budgets et une estimation par la direction des charges que la société aurait à supporter si celle-ci devait opérer dans des conditions normales de marché et de manière indépendante de ses Actionnaires Industriels. L'ajustement inclut notamment une charge fiscale que la Société devrait normalement payer, estimée en fonction des résultats économiques et du taux d'imposition effectif ;
- l'estimation des investissements repose sur le budget d'investissement 2006 à 2015 de EES et les indications de la direction. Ce budget d'investissement prévoit notamment l'assainissement du barrage de Serra en 2008. Les investissements en 2016 correspondent à la moyenne des investissements de 2006 à 2015 et ils croissent de 1.25% par an après cette date.

Dans les projections détaillées des années 2006 à 2060, une croissance de 1.25% des revenus et des charges a été considérée afin d'estimer les résultats d'EES jusqu'à l'échéance de la concession en 2061. Cette croissance reflète l'inflation du marché en Suisse.

A l'échéance de la concession en 2061, l'activité opérationnelle sera transférée aux communes concédantes de Simplon-Dorf et Zwischbergen. Afin d'indemniser les actionnaires de EES pour leurs investissements dans les « parties sèches », EES prévoit que les communes lui concèdent une participation d'environ 30% dans la nouvelle société d'exploitation.

Les projections financières n'incluent pas de produits ou de charges relatives à la ligne Mörel-Monscera et la participation de 20% dans la ligne est valorisée séparément à la valeur de remplacement. Cette valeur représente une estimation de la valeur de marché. Actuellement la capacité de la ligne qui revient à EES est utilisée par la Société pour acheminer l'énergie aux points de fourniture aux Actionnaires Industriels et EES ne calcule pas de prix de marché pour le transport de l'énergie sur la ligne.

Les projections et hypothèses sous-jacentes ont été discutées avec la direction d'EES. Nous avons noté que celles-ci étaient basées sur des données historiques, l'expérience et la connaissance de la direction du secteur de l'énergie et des informations de marché.

---

<sup>1</sup> European Energy Exchange

### 3. Considérations relatives à la valeur d'Énergie Electrique du Simplon

La détermination de la valeur des fonds propres d'EES repose sur les méthodes suivantes:

- méthode du Discounted Cash Flow (« DCF ») ;
- approche de marché basée sur la comparaison avec des entreprises cotées comparables ainsi que des analyses de transactions similaires.

La fourchette de valeurs des fonds propres déterminée selon la méthode DCF constitue la principale méthode sur laquelle repose nos conclusions. L'approche de marché a été utilisée afin de corroborer les résultats obtenus par la méthode DCF.

#### 3.1 Méthode DCF

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux qui tient compte des risques et de la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, la valeur est estimée sur la base des cash-flows libres futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (fonds propres et étrangers). Les cash-flows libres correspondent aux cash-flows opérationnels après déduction des investissements relatifs aux actifs immobilisés et au fonds de roulement net.

Afin d'obtenir la valeur d'entreprise des activités opérationnelles, on établit la somme des cash-flows libres futurs escomptés de la période de projection explicite à laquelle on ajoute une valeur résiduelle.

Le calcul de la valeur résiduelle repose sur la capitalisation du cash-flow libre durable au coût du capital. Il sous-entend une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini (formule dite de continuation de l'exploitation<sup>2</sup>) qui correspond à la croissance attendue à long terme.

Le taux d'actualisation qui s'applique pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital ou « WACC »). Ce dernier est composé du coût des fonds propres et de la dette après impôts.

Le coût des fonds propres regroupe deux éléments : le taux d'intérêt hors risques et la prime de risque pour fonds propres. L'estimation de la prime de risque pour fonds propres repose sur le Capital Asset Pricing Model (« CAPM »), selon lequel la prime de risque spécifique à une entreprise résulte de la prime de risque du marché multipliée par le « levered » beta. Le « levered » beta est une mesure du risque d'une entreprise par rapport au marché et dépend entre autres de sa structure de financement.

---

<sup>2</sup> Valeur résiduelle = cash-flow libre durable / (WACC – taux de croissance durable)

## Fairness Opinion EES

Le coût de la dette se compose d'un taux d'intérêt hors risques et d'une prime de risque. Cette prime de risque tient compte du fait qu'une entreprise ne peut pas emprunter des fonds au taux d'intérêt hors risques mais doit, en raison du risque inhérent à l'entreprise, payer aux bailleurs de fonds une prime d'intérêt.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, on ajoute à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles la valeur des actifs hors exploitation et on déduit les dettes portant intérêts.

### 3.2 Application de la méthode DCF

Pour l'évaluation d'EES selon la méthode DCF, les cash-flows libres futurs de la période de projection explicite (2006 à 2060) ont été estimés sur la base des projections décrites sous la section 2.3.

Le calcul de la valeur résiduelle à l'échéance des concessions, en 2061, repose sur la capitalisation du cash-flow libre durable au coût du capital. Il tient compte d'une croissance à l'infini qui correspond à l'inflation de 1.25% p.a. L'exploitation des centrales étant transférée aux communes, la valeur résiduelle a ensuite été réduite de 70%. Les 30% considérés reflètent la participation dans la nouvelle société d'exploitation que les communes pourraient concéder aux actionnaires actuels. Cette quote-part a été estimée par la direction d'EES sur la base de transactions similaires.

Le WACC pour EES a été estimé à 7.7%, à raison d'un coût des fonds propres de 9.3% et d'un coût de la dette (après impôts) de 2.9%.

Les différents paramètres utilisés pour le calcul du WACC sont brièvement présentés ci-dessous:

#### **Taux d'intérêt hors risques**

Le taux hors risques est estimé sur la base du rendement des emprunts de la Confédération suisse libellés en CHF avec une durée résiduelle de 30 ans. Sur cette base, le taux hors risques est de 3.0%.

#### **Prime de risque du marché**

Le calcul du coût moyen pondéré du capital considère une prime de risque du marché de 5.0%. Celle-ci se base sur l'écart entre le rendement moyen du marché des actions et des obligations suisses depuis 1926<sup>3</sup>. Pour le calcul de la prime de risque du marché, une majoration de 0.50% a été considérée sur l'écart entre le rendement des actions et celui des obligations dans la mesure où le calcul initial repose sur un échantillon d'obligations émises par différents débiteurs suisses plutôt que sur des obligations d'Etat.

<sup>3</sup> Source: Pictet & Cie: La performance des actions et des obligations en Suisse 1926-2005, mise à jour janvier 2006.

### **Beta**

Le « levered » Beta est dérivé du Beta « unlevered » et est ajusté en fonction de la structure de financement de la société<sup>4</sup>. Le beta « unlevered » est estimé sur la base de celui des entreprises cotées similaires et du beta de l'industrie. Le beta retenu de 0.6 correspond au beta sur 3 ans d'entreprises européennes comparables. Le détail des betas des entreprises comparables est fourni à l'annexe 1.

### **Prime pour petite capitalisation**

La prime pour petite capitalisation reflète les attentes de risques et de rendements supplémentaires du marché pour un investissement dans une entreprise petite ou moyenne. La prime correspond à la différence entre le rendement observé à long terme des petites capitalisations et le rendement empirique de ces entreprises selon le CAPM. La prime retenue dans notre analyse de 2.3% ressort d'une étude annuelle établie par Ibbotson Associates<sup>5</sup>, basée sur le marché des capitaux américain.

### **Structure de financement**

Sur la base de la structure de financement des entreprises cotées comparables, ainsi que des discussions avec la direction, une structure du capital à long terme avec un taux d'endettement (net) de 25% a été estimée. Des informations complémentaires concernant la structure de financement des entreprises cotées comparables sont fournies à l'annexe 1.

### **Prime de risque pour dettes**

EES emprunte des montants de MCHF 18 à des taux compris entre 3.1% et 3.2% pour une durée de 15 ans. Ces taux de financement s'appliquent à la structure actuelle d'EES qui prévoit que les Actionnaires Industriels couvrent les charges de fonctionnement de la Société. Nous avons admis que, dans des conditions de marché et sans la garantie apportée par le contrat avec les Actionnaires Industriels, les coûts de financement seraient majorés de 1%.

### **Taux d'imposition**

Sur la base des discussions avec la direction ainsi que des analyses relatives à l'imposition future, le calcul du WACC repose sur un taux d'imposition effectif prévisionnel à moyen terme de 27.5%. Ce taux correspond au taux d'imposition applicable dans le canton du Valais.

---

<sup>4</sup> Unlevered Beta = Levered Beta / (1+(dette nette/fonds propres)). Les dettes nettes correspondent aux dettes financières après déduction des liquidités non opérationnelles (hypothèse: liquidités opérationnelles = 4% du chiffre d'affaires). Source des betas des entreprises cotées comparables: Bloomberg, 05.07.2006. Source du beta de l'industrie: Damodaran, 05.07.2006.

<sup>5</sup> Source: Ibbotson Associates, 2006 Yearbook.

## Fairness Opinion EES

Pour déterminer la valeur des fonds propres d'EES, la valeur d'entreprise des activités opérationnelles résultant de l'évaluation selon la méthode DCF est augmentée de la quote-part de la valeur de remplacement de la ligne Mörel-Monscera puis réduite du montant des dettes financières au 31.12.2005.

Afin de valider la plausibilité de la valeur du DCF, PwC a procédé à des calculs de sensibilité en faisant varier différents paramètres (p. ex. coût du capital, prix de l'énergie en kWh et facteur de croissance). Les principaux enseignements tirés de ce calcul sont les suivants:

<b>Analyse de sensibilité</b>					
Variation du prix de l'énergie – en %	-3.0%	-1.5%	0.0%	1.5%	3.0%
Impact sur la valeur de l'action	-6%	-3%	0%	3%	6%
Variation du coût du capital – en %	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%
Impact sur la valeur de l'action	8%	5%	0%	-5%	-8%
Variation de la croissance – en %	1.00%	1.13%	1.25%	1.38%	1.50%
Impact sur la valeur de l'action	-5%	-2%	0%	2%	3%

Sur la base de l'évaluation DCF, ainsi que des analyses de sensibilité, la valeur des fonds propres d'EES s'établit dans une fourchette de MCHF 94 à MCHF 110 (soit une fourchette de CHF 590 à CHF 690 par action au porteur d'EES).

### 3.3 Approche de marché

En parallèle à la méthode DCF et afin de valider la plausibilité des résultats obtenus par cette méthode, l'approche de marché a été considérée. Celle-ci repose sur une comparaison avec les entreprises cotées similaires. Dans le cadre de cette méthode, la valeur de marché des entreprises cotées comparables, estimée sur la base des cours de bourse actuels, est mise en relation avec les chiffres-clés de chaque entreprise cotée. Les multiples en résultant sont ensuite appliqués aux chiffres-clés de l'entreprise à évaluer, afin d'estimer la valeur de marché de celle-ci.

### 3.4 Application de l'approche de marché

Pour l'évaluation par l'approche de marché, les capitalisations boursières au 5 juillet 2006 d'entreprises cotées dans l'industrie de l'énergie ont été utilisées et divers ratios financiers ont été calculés. Ces derniers ont été établis à l'aide des états financiers de l'année 2005 des sociétés comparables et des estimations résultant du consensus des analystes financiers pour les années 2006 à 2008. Une fois les multiples des sociétés comparables établis, nous avons calculé la moyenne et la médiane que nous avons ensuite appliquées aux ventes, à l'EBITDA et à l'EBIT d'EES. Les multiples de sociétés cotées comparables sont présentés à l'annexe 2.

Les entreprises cotées comparables ont été sélectionnées parmi les entreprises du secteur de l'énergie cotées sur les bourses suisses et européennes. La différence de taille, d'activité et de présence géographique limite toutefois la comparabilité.

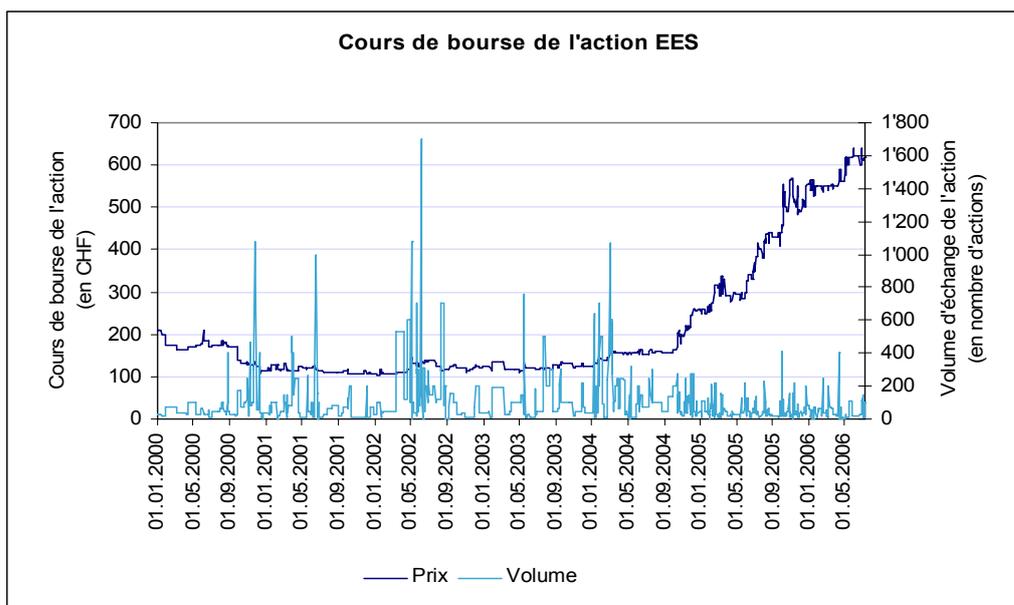
## **Fairness Opinion EES**

En complément à l'analyse des multiples boursiers, nous avons effectué une recherche de transactions impliquant des compagnies comparables à EES. Pour chacune des transactions, nous avons établis les mêmes multiples que ceux mentionnés ci-dessus en fonction des montants payés (annexe 3).

L'approche de marché (multiples de sociétés cotées et de transactions comparables) valorise les fonds propres d'EES dans une fourchette de valeur de MCHF 86 à MCHF 121 (soit une fourchette de CHF 540 à CHF 760 par action au porteur d'EES).

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

Le prix offert de CHF 630 par action au porteur d'EES se situe 3% au dessus du cours d'ouverture moyen des 30 derniers jours de cotation précédant l'annonce préalable du rachat par EOS des actions détenues en mains du public. Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de l'action et le volume traité au cours des 5 dernières années avant la notification de l'OPA.



Le prix de l'action de EES a augmenté de 15% entre le début de l'année 2006 et la date de la préannonce de l'OPA. A partir 2004, l'action EES a connu une augmentation progressive portant le prix de l'action de CHF 123 au 1<sup>er</sup> janvier 2004 à CHF 257 au 31 décembre 2004 (+108%) et à CHF 555 au 31 décembre 2005 (+115%). Cette augmentation a été principalement due à :

- la décision du Conseil d'administration de transférer la cotation du segment principal au segment Local Caps de SWX en octobre 2005 et de la publicité qui s'en est suivi autour du titre ;
- l'entrée de nouveaux actionnaires minoritaires dans le capital actions depuis 2004 et le dépassement du seuil des 5% par EnAlpin en décembre 2005 ;
- l'évolution favorable du prix de l'énergie sur le marché suisse et international (prix moyen du MWh selon l'indice « Base Load Phelix Electricity Spot Price » de EUR 28.5 en 2004 et de EUR 46.0 en 2005) ;
- le rapprochement à la date d'expiration du contrat de vente d'énergie électrique entre EES et les Actionnaires Industriels (31 mars 2007) stipulant la fourniture d'énergie aux actionnaires majoritaires au prix de revient et la distribution d'un dividende en principe fixe de 6.5% aux actionnaires.

Au cours des douze mois précédant l'annonce préalable, EOS et les personnes agissant de concert avec elle ont acheté 3'815 actions au porteur d'EES.

## **Fairness Opinion EES**

Les hausses de volume temporaires en mai 2002 et janvier 2004 sont attribuées à des mouvements de spéculation de quelques investisseurs sur les titres.

Environ 56 actions EES (0.03%) ont été négociées en moyenne chaque jour au cours de l'année écoulée (29 juin 2005 au 28 juin 2006).

## **5. Conclusion**

L'évaluation des fonds propres d'EES repose essentiellement sur la méthode DCF. Afin de déterminer une fourchette de valeurs, nous avons analysé différents scénarios basés sur les estimations de la direction et sur notre connaissance du marché. Cette fourchette de valeurs a été validée par l'approche de marché. De plus, le développement du cours de bourse de l'action EES sur les douze derniers mois a été comparé au prix offert.

Sur la base de nos analyses et de nos réflexions sur l'évaluation d'EES, nous estimons la valeur de l'action EES dans une fourchette de CHF 590 à CHF 690.

Compte tenu de ce qui précède, nous estimons le prix de l'offre aux actionnaires d'EES de CHF 630 par action au porteur EES d'une valeur nominale de CHF 50 comme juste et équitable d'un point de vue financier.

Cette attestation d'équité est basée sur des travaux d'analyse effectués au cours de notre mission qui s'est achevée le 20 juillet 2006.

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

PricewaterhouseCoopers SA



Jean-François Lagassé  
Associé



Eva Joss  
Manager

### Annexes :

- Annexe 1 : Analyse des betas et de la structure de financement
- Annexe 2 : Multiples de sociétés cotées comparables
- Annexe 3 : Multiples de transactions comparables

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

Sociétés cotées comparables	Information de marché					Structure du capital			Beta		
	Monnaie	Capitalisation boursière (1)	Intérêts minoritaires (2)	Dettes financières (3)	Liquidités excédentaires (4)	Dettes nettes	Capitalisation boursière	Dettes nettes / Valeur d'entreprise	Levered Beta	Beta ajusté (5)	Unlevered beta (6)
<b>Suisse</b>											
Aare-Tessin AG	CHF	6'390.8	106.0	1'703.0	889.0	814.0	12.7%	11.1%	0.2	0.5	0.4
Elektrizitäts-Gesellschaft Laufenburg AG	CHF	2'542.3	5.3	333.2	142.2	191.0	7.5%	7.0%	0.3	0.6	0.5
Centraischweizerische Kraftwerke	CHF	1'773.2	31.1	262.6	-4.2	266.8	15.0%	12.9%	0.2	1.5	1.3
Romande Energie Holding	CHF	1'576.0	39.9	134.6	248.8	-114.2	-7.2%	-7.6%	0.5	0.6	0.7
Raetia Energie AG	CHF	1'576.2	43.4	268.3	84.4	183.9	11.7%	10.2%	-0.2	0.2	0.2
BKW FMB Energie AG	CHF	5'955.8	16.5	230.0	1'571.0	-1'341.0	-22.5%	-29.0%	0.1	0.4	0.5
Energiedienst Holding AG, Switzerland	CHF	1'234.8	0.0	229.3	180.8	48.6	3.9%	3.8%	0.3	0.5	0.5
<b>Moyenne</b>							<b>3.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.2</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>
<b>Médiane</b>							<b>7.5%</b>	<b>7.0%</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
<b>Europe</b>											
EVN AG	EUR	3'299.1	191.2	1'037.8	160.9	877.0	26.6%	20.1%	0.7	0.8	0.6
Verbundgesellschaft	EUR	11'625.2	265.7	2'394.3	-459.0	2'853.3	24.5%	19.4%	1.0	1.0	0.8
Electrabel	EUR	24'398.9	1'534.0	3'902.0	2'375.7	1'526.3	6.3%	5.6%	0.7	0.5	0.5
CEZ	CZK	430'359.6	14'616.0	38'739.0	18'577.8	20'161.2	4.7%	4.3%	1.4	1.3	1.2
E.ON AG	EUR	61'200.5	4'734.0	14'362.0	14'590.2	-228.2	-0.4%	-0.3%	0.7	0.8	0.8
Energie Baden-Wuerttemberg AG	EUR	11'502.8	737.3	4'698.8	63.5	4'635.3	40.3%	27.5%	-0.1	0.3	0.2
RWE AG	EUR	35'975.1	1'643.0	27'452.0	11'658.4	15'793.6	43.9%	29.6%	0.7	0.8	0.6
AEM SpA	EUR	3'324.7	2'024.0	6'086.0	-24.0	6'110.0	183.8%	53.3%	0.9	0.9	0.3
Edison SpA	EUR	6'852.3	159.0	5'315.0	-853.9	6'168.9	90.0%	46.8%	0.6	0.7	0.4
Enel SpA	EUR	41'950.6	359.0	13'263.0	165.4	13'097.6	31.2%	23.6%	0.7	0.8	0.6
Energias de Portugal SA	EUR	10'969.6	1'287.8	10'584.3	378.7	10'205.6	93.0%	45.4%	1.0	1.0	0.5
Iberdrola SA	EUR	23'539.5	147.0	12'935.0	759.1	12'176.0	51.7%	34.0%	0.8	0.9	0.6
<b>Moyenne</b>							<b>49.6%</b>	<b>25.8%</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>
<b>Médiane</b>							<b>35.8%</b>	<b>25.6%</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>
<b>Beta sélectionné</b>											<b>0.6</b>

(1) Capitalisation boursière au 05.07.2006 (source: Bloomberg)

(2) Intérêts minoritaires selon les comptes publiés 2005 (source: Bloomberg)

(3) Dettes financières selon les comptes publiés 2005 (source: Bloomberg)

(4) Liquidités excédentaires = Liquidités non nécessaires à l'activité opérationnelle

(5) Source: Bloomberg, 05.07.2006. Le beta ajusté est une estimation du beta futur. Il est estimé sur la base de valeurs historiques et ajusté en fonction de l'hypothèse que le Beta tend vers la moyenne de marché (Beta = 1)

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

## Annexe 2: Multiples de sociétés cotées comparables

Société (chiffres en millions)	Monnaie	Capitalisation boursière 05.07.2006	Intérêts minoritaires	Dettes financières	Liquidités excédentaires	VE	VE / EBITDA			VE / EBIT		
							E 2006	E 2007	E 2008	E 2006	E 2007	E 2008
<b>Suisse</b>												
Aare-Tessin AG	CHF	6'390.8	106.0	1'703.0	889.0	7'310.8	9.6	9.3	8.9	12.8	12.3	11.9
Elektrizitäts-Gesellschaft Laufenburg AG	CHF	2'542.3	5.3	333.2	142.2	2'738.6	11.0	9.3	8.5	11.0	10.8	10.7
Centraischweizerische Kraftwerke	CHF	1'773.2	31.1	262.6	-4.2	2'071.0	9.9	n.a.	n.a.	12.9	n.a.	n.a.
Romande Energie Holding	CHF	1'576.0	39.9	134.6	248.8	1'501.6	10.5	10.9	n.a.	15.1	17.3	n.a.
Raetia Energie AG	CHF	1'576.2	43.4	268.3	84.4	1'803.5	13.0	11.6	n.a.	17.7	16.0	n.a.
BKW FMB Energie AG	CHF	5'955.8	16.5	230.0	1'571.0	4'631.3	9.8	9.2	9.0	12.4	11.7	11.4
Energiedienst Holding AG, Switzerland	CHF	1'234.8	0.0	229.3	180.8	1'283.4	10.8	6.5	6.2	17.3	9.5	9.2
<b>Moyenne</b>							<b>10.6</b>	<b>9.5</b>	<b>8.2</b>	<b>14.2</b>	<b>12.9</b>	<b>10.8</b>
<b>Médiane</b>							<b>10.5</b>	<b>9.3</b>	<b>8.7</b>	<b>12.9</b>	<b>12.0</b>	<b>11.0</b>
<b>Europe</b>												
EVN AG	EUR	3'299.1	191.2	1'037.8	160.9	4'367.3	11.6	11.1	10.7	24.7	22.6	21.0
Verbundgesellschaft	EUR	11'625.2	265.7	2'394.3	-459.0	14'744.3	15.5	13.3	12.9	18.3	15.4	15.2
Electrabel	EUR	24'398.9	1'534.0	3'902.0	2'375.7	27'459.2	10.2	9.5	9.1	12.5	11.7	11.2
CEZ	CZK	430'359.6	14'616.0	38'739.0	18'577.8	465'136.8	7.7	6.8	6.1	12.1	10.5	9.3
E.ON AG	EUR	61'200.5	4'734.0	14'362.0	14'590.2	65'706.3	5.9	5.5	5.3	8.4	7.6	7.2
Energie Baden-Wuerttemberg AG	EUR	11'502.8	737.3	4'698.8	63.5	16'875.4	6.6	5.8	6.0	9.3	7.3	n.a.
RWE AG	EUR	35'975.1	1'643.0	27'452.0	11'658.4	53'411.8	5.8	5.7	5.9	8.4	8.1	8.1
AEM SpA	EUR	3'324.7	2'024.0	6'086.0	-24.0	11'458.7	9.7	8.5	8.5	36.0	14.3	13.1
Edison SpA	EUR	6'852.3	159.0	5'315.0	-853.9	13'180.2	9.2	8.8	n.a.	16.6	15.6	n.a.
Enel SpA	EUR	41'950.6	359.0	13'263.0	165.4	55'407.2	6.9	6.8	6.8	10.0	9.8	9.7
Energias de Portugal SA	EUR	10'969.6	1'287.8	10'584.3	378.7	22'463.0	9.5	8.7	8.1	15.6	13.9	13.0
Iberdrola SA	EUR	23'539.5	147.0	12'935.0	759.1	35'862.4	9.6	8.6	8.1	13.7	12.1	11.8
<b>Moyenne</b>							<b>9.0</b>	<b>8.3</b>	<b>7.9</b>	<b>15.5</b>	<b>12.4</b>	<b>12.0</b>
<b>Médiane</b>							<b>9.3</b>	<b>8.5</b>	<b>8.1</b>	<b>13.1</b>	<b>11.9</b>	<b>11.5</b>
<b>Multiple sélectionné</b>							<b>9.7</b>	<b>8.7</b>	<b>8.1</b>	<b>13.3</b>	<b>11.7</b>	<b>11.2</b>

### Annexe 3: Multiples de transactions comparables

N°	Date de clôture	Type de transaction	Société cible	Pays	Acquéreur	Actions acquises %	Fonds propres M_Usd	Multiples				
								VE / CA	VE / EBITDA	VE / EBIT	P / E	
1	24 mars 2006	Désinvestissement	Motor-Columbus AG	CH	Groupe d'investisseurs	55.60%	1'800	0.5	n/a	n/a	13.4	
2	21 mars 2006	Achat d'actions sur le marché	Endesa SA	ES	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid - Caja Madrid	0.93%	35'557	2.5	7.7	8.0	7.8	
3	2 février 2006	Désinvestissement	Energias de Portugal SA - EDP	PO	Grupo Jose de Mello	2.00%	11'971	2.5	9.2	20.4	22.4	
4	8 décembre 2005	Offre publique d'achat	Electrabel SA/NV	BE	Suez SA	49.92%	27'787	1.7	15.6	21.8	23.8	
5	26 octobre 2005	Offre publique d'achat	Edison SpA	IT	AEM SpA, Electricité de France SA	30.46%	10'838	1.9	9.7	20.0	55.0	
6	26 septembre 2005	Désinvestissement	Severoeska Energetika as	CZ	J&T Finance Group as	36.60%	293	0.6	8.2	n/a	7.7	
7	18 juillet 2005	Désinvestissement	United Energy as	CZ	Czech Energy Holding as	85.16%	137	1.3	n/a	n/a	14.7	
8	27 juin 2005	Achat d'actions sur le marché	Zespol Elektrocieplowni Wroclawskich Kogeneracja SA	PL	Agencia Rozwoju Przemyslu SA	14.10%	132	1.4	n/a	n/a	20.1	
9	3 juin 2005	Désinvestissement	Fortum Oyj	FI	Market Purchase	7.21%	13'364	1.3	6.4	8.1	8.9	
10	31 mars 2005	Désinvestissement	Iberdrola SA	ES	Market Purchase	3.90%	23'354	2.4	12.9	16.0	17.1	
11	25 mars 2005	Rachat d'actions	Suez SA	FR	Suez SA	8.74%	47'451	1.2	8.1	10.6	20.4	
12	22 février 2005	Achat d'actions sur le marché	ENEL SpA	IT	Assicurazioni Generali SpA	2.01%	11'523	0.2	0.7	1.3	3.5	
13	11 février 2005	Achat d'actions sur le marché	Iberdrola SA	ES	Sociedad de Desarrollo de Navarra	1.00%	22'507	2.3	12.6	15.5	16.5	
14	15 décembre 2004	Privatisation	BKW-FMB Energie AG	CH	BKW-FMB Energie AG	3.00%	2'733	1.2	9.3	11.4	13.6	
15	18 novembre 2004	Cession de partie d'entreprise	Oesterreichische Elektrizitaetswirtschafts AG	AT	Market Purchase	6.33%	5'756	3.0	13.7	21.0	22.2	
16	22 octobre 2004	Offre publique d'achat	ENEL SpA	IT	Market Purchase	20.00%	48'171	1.2	4.0	8.1	15.2	
17	11 août 2004	Offre publique d'achat	Aare-Tessin AG fuer Elektrizitaet	CH	UBS AG	0.00%	2'350	0.7	5.8	10.0	10.9	
18	1 <sup>er</sup> juillet 2004	Désinvestissement	Motor-Columbus AG	CH	UBS AG	20.00%	1'449	0.7	5.8	10.0	13.1	
19	10 juin 2004	Offre publique d'achat	Tiszantuli Aramszolgaltato Rt	HU	E.ON AG	4.81%	168	0.5	14.6	n/a	124.6	
20	3 novembre 2003	Cession de partie d'entreprise	ENEL SpA	IT	Market Purchase	6.60%	38'307	1.3	5.4	14.1	16.4	
21	24 octobre 2003	Cession de partie d'entreprise	Public Power Corp	GR	Market Purchase	15.73%	4'761	2.4	8.2	10.9	8.5	
22	15 août 2003	Achat d'actions sur le marché	EVN Energie-Versorgung Niederoesterreich AG	AT	Raiffeisen Landesbank Oberoesterreich	6.50%	1'503	1.7	7.9	17.4	12.6	
23	27 mai 2003	Offre publique d'achat	Neckarwerke Stuttgart AG	DE	Energie Baden-Wuerttemberg AG	0.56%	3'613	1.6	14.8	28.7	77.4	
								<b>Moyenne multiples</b>	<b>1.5</b>	<b>9.0</b>	<b>14.1</b>	<b>23.7</b>
								<b>Médiane multiples</b>	<b>1.3</b>	<b>8.2</b>	<b>12.7</b>	<b>15.2</b>
								<b>Multiple choisis</b>	<b>1.3</b>	<b>8.2</b>	<b>12.7</b>	<b>15.2</b>

CA Chiffre d'Affaires

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

Cet espace est laissé volontairement vide.