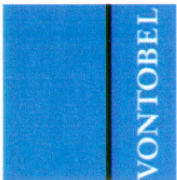


Bank Vontobel AG



**Öffentliches Übernahmeangebot  
der EnAlpin AG (vormals EnAlpin Wallis AG), Visp, an die Aktionäre der  
Aletsch AG, Mörel**

---

Beurteilung der Angemessenheit des Angebotspreises zu Handen  
des Verwaltungsrates der Aletsch AG

---

Zürich, 11. Mai 2004

<b>Inhalt</b>	<b>Seite</b>
Auftrag	3
Grundlagen	4
Ausgangslage	5
Bewertungsansätze	7
Zusammenfassung	12
Anhang I – Kursverlauf Aletsch	13
Anhang II – Bewertungsvergleich	14

## Auftrag

Die EnAlpin AG (vormals EnAlpin Wallis AG), Visp, ("EnAlpin"), hält derzeit 19'509 Inhaberaktien Aletsch AG, Mörel, ("Aletsch", "Gesellschaft"), entsprechend 97.55% der 20'000 insgesamt ausstehenden Inhaberaktien Aletsch von je CHF 1'000 Nennwert ("Aktien", "Inhaberaktien"). Die Inhaberaktien Aletsch sind an der SWX Swiss Exchange kotiert.

EnAlpin beabsichtigt den übrigen Aktionären von Aletsch ein öffentliches Kaufangebot für sämtliche Inhaberaktien Aletsch zu einem Angebotspreis von CHF 5'150 netto je Aktie zu unterbreiten.

Aufgrund der teilweisen Personalunion der Verwaltungsräte der EnAlpin und der Gesellschaft hat der Verwaltungsrat von Aletsch die Bank Vontobel AG ("Bank Vontobel") beauftragt, die Angemessenheit des Angebotspreises zu prüfen und per 11. Mai 2004 eine entsprechende "Fairness Opinion" zu Händen des Verwaltungsrates von Aletsch abzugeben.

Die Fairness Opinion der Bank Vontobel bezieht sich in keiner Weise auf, (i) die zugrundeliegende Entscheidung der Gesellschaft, die vorgeschlagene Transaktion durchzuführen, oder auf (ii) den relativen Nutzen von alternativen Transaktionen, welche von der Gesellschaft durchgeführt werden könnten.

Diese Fairness Opinion ist für den Verwaltungsrat von Aletsch bestimmt und stellt nicht eine Empfehlung gegenüber irgendeinem Publikumsaktionär dar, den Angebotspreis zu akzeptieren. Sie enthält auch keine Einschätzung über die Auswirkungen der vorgeschlagenen Transaktion und des Angebots auf Publikumsaktionäre, welche ihre Aktien nicht einliefern, oder über den künftigen Wert nicht eingelieferter Aktien oder ob und zu welchen Preisen derartige Aktien nach Durchführung des Angebots gehandelt werden.



## Grundlagen

Die Bank Vontobel stützt sich bei ihrer Beurteilung namentlich auf folgende Grundlagen:

- Entwurf des öffentlichen Kaufangebots für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien Aletsch
- Entwurf der Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots, in Übereinstimmung mit den Bestimmungen der Schweizerischen Übernahmekommission und spezifischen Konditionen der vorgeschlagenen Transaktion
- Bestimmte öffentlich zugängliche Informationen hinsichtlich der Gesellschaft, welche unseres Erachtens für unsere Analyse relevant sind, einschliesslich der Jahresberichte der Gesellschaft per 31. Dezember 2000, 2001, 2002 und 2003
- Finanzinformationen und operative Informationen in Bezug auf die Geschäftstätigkeit und die geschäftlichen Aussichten der Gesellschaft, welche uns von Aletsch zur Verfügung gestellt wurden, einschliesslich bestimmten, vorläufigen von der Geschäftsleitung der Gesellschaft aufbereiteten finanziellen Hochrechnungen
- Historische Kursentwicklung der Inhaberaktien Aletsch
- Vergleich der historischen finanziellen Resultate und des gegenwärtigen finanziellen Zustandes der Aletsch mit anderen Gesellschaften, welche wir als relevant erachten
- Vergleich der finanziellen Konditionen des Angebots mit den finanziellen Konditionen bestimmter anderer Transaktionen, welche wir als relevant erachten
- Besprechungen mit der Geschäftsleitung von Aletsch in Bezug auf das Geschäft der Gesellschaft, ihren Markt und ihr Wettbewerbsumfeld, ihre operativen Tätigkeiten, ihre Finanz- und Ertragslage und ihre Geschäftsaussichten
- Zusammenstellung der von EnAlpin in den letzten Jahren getätigten Börsentransaktionen in Inhaberaktien Aletsch

Zur Erarbeitung der Fairness Opinion, hat die Bank Vontobel die Richtigkeit und Vollständigkeit der finanziellen und weiteren von ihr verwendeten Informationen angenommen und sich darauf verlassen, ohne eine Verantwortung für die unabhängige Überprüfung der Informationen zu übernehmen. Im weiteren hat sich die Bank Vontobel auf die Zusicherungen der Geschäftsleitung der Gesellschaft abgestützt, dass sie sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, wodurch die zur Verfügung stehenden Informationen ungenau oder irreführend werden würden. Die Bank Vontobel hat die finanziellen Prognosen und Hochrechnungen der Gesellschaft überprüft und diese Hochrechnungen und Schätzungen mit der Geschäftsleitung der Gesellschaft besprochen. Zur Erarbeitung dieser Fairness Opinion hat die Bank Vontobel keine physische Besichtigung der Gebäude und Anlagen der Gesellschaft durchgeführt. Sodann hat sie keine Auswertungen oder Schätzungen der Werte der Aktiven oder Passiven der Gesellschaft vorgenommen. Die Fairness Opinion basiert notwendigerweise auf den Marktkonditionen, ökonomischen und weiteren Konditionen, wie sie zum Zeitpunkt dieses Schreibens bestehen und ausgewertet werden können.



## Ausgangslage

### 1. Aletsch AG

Die Aletsch AG ist eine Kraftwerksgesellschaft, welche über folgende Laufkraftwerke verfügt:

Kraftwerk	Inbetriebnahme	Heimfall der Konzession	Kapazität	Energie p.a.
Mörel	1950/65	2045	38 MW	168 GWh
Ackersand 2	1958/59	2045	67 MW	223 GWh

Neben den genannten Kraftwerken gehören Aletsch die Freiluftanlagen in Mörel und Ackersand, die 65 kV-Doppelleitung Ackersand-Visp, die 65 kV-Doppelkabelleitung Ackersand-Stalden inkl. Benützungsrechte an der dortigen Freiluftanlage der Mattmark AG, sowie die 65 kV-Stränge und die Stützpunkte der Aletsch/Lonza-Gemeinschaftsleitungen Mörel-Visp und Ackersand-Mattsand. Ferner ist Aletsch zu einem Drittel an der 220 kV-Törbel-Leitung Stalden-Creux de Chippis und am dazugehörenden Benützungsrecht an der Schaltanlage Creux de Chippis beteiligt.

Das Aktienkapital von Aletsch beträgt CHF 20 Mio., eingeteilt in 20'000 Inhaberaktien von je CHF 1'000 Nennwert.

### 2. Verbindung von Aletsch mit EnAlpin Wallis AG

Aletsch ist auf mehreren Ebenen eng verbunden mit EnAlpin:

- EnAlpin hält derzeit 19'509 Inhaberaktien Aletsch, entsprechend 97.55% der 20'000 insgesamt ausstehenden Inhaberaktien Aletsch.
- Herr René Dirren (Delegierter des Verwaltungsrates von EnAlpin) und Herr Prof. Dr. Otto Eduard Hasenkopf (Vizepräsident des Verwaltungsrates von EnAlpin) vertreten EnAlpin im Verwaltungsrat von Aletsch.
- EnAlpin ist mit der Geschäftsführung von Aletsch beauftragt. Herr René Dirren (Delegierter des Verwaltungsrates von EnAlpin) ist verantwortlich für die Geschäftsleitung von Aletsch.
- Zwischen EnAlpin und Aletsch besteht ein Abnahmevertrag, aufgrund dessen EnAlpin sich verpflichtet hat, die gesamte Energieproduktion von Aletsch zu übernehmen (Abnahmegarantie) und die Jahreskosten von Aletsch zu bezahlen (Kostendeckungsgarantie). Aletsch tritt entsprechend nicht selber am Markt auf, sondern gibt seine Energie zu Gestehungskosten zuzüglich einer vertraglich vereinbarten Gewinnmarge an EnAlpin ab.

### **3. Schweizer Energiemarkt**

Bis spätestens 1. Juli 2004 bzw. 1. Juli 2007 müssen die EU-Staaten ihre Strommärkte für gewerbliche Kunden bzw. für die Haushalte vollständig geöffnet haben. In der Schweiz ist der Bundesrat derzeit daran eine neue gesetzliche Grundlage für die Elektrizitätsversorgung in der Schweiz (Elektrizitätswirtschaftsordnung, "ELWO") auszuarbeiten. Da die Schweiz ein wichtiger Bestandteil des europäischen Strombinnenmarktes ist, werden sich die neuen gesetzlichen Grundlagen an den neuen EU-Richtlinien orientieren. Demnach wird der nicht-diskriminierende Netzzugang Dritter zur Belieferung von Endkunden, die Aufteilung (Unbundling) der Funktionen Erzeugung, Übertragung, Verteilung und Verkauf/Handel und die Schaffung einer unabhängigen Regulierungsbehörde neben der Öffnung der nationalen Märkte verlangt. Derzeit ist die Preisbildung im Schweizer Strommarkt noch wenig transparent. Die Auswirkungen der Liberalisierung auf die Strompreise bleiben schwer abzuschätzen.

### **4. Inhaberaktien Aletsch AG**

Die Inhaberaktien Aletsch sind an der SWX Swiss Exchange kotiert. Da die Gesellschaft zu 97.52% von EnAlpin beherrscht wird, umfasst der Free Float lediglich 496 Aktien, entsprechend einem Marktwert von rund CHF 2.55 Mio. Aletsch ist neben der Energie Electrique du Simplon SA die einzige reine Kraftwerksgesellschaft, die an der SWX Swiss Exchange kotiert ist.

Ende April 2004 hat die Gesellschaft bekanntgegeben, dass sie eine Dekotierung ihrer Aktien plant, da der kleine Free Float keinen liquiden Börsenhandel mehr ermöglicht und mit der Kotierung erhebliche Kosten verbunden sind.

Aufgrund der dargestellten Beteiligungsverhältnisse sowie der opting-out Klausel in Art. 4bis der Statuten von Aletsch sind auf das Kaufangebot die Mindestpreisvorschriften des Börsengesetzes nicht anwendbar, so dass die Anbieterin in der Preisgestaltung ihres Angebots grundsätzlich frei ist.



## **Bewertungsansätze**

### **1. Überblick**

Zur Beurteilung des Angebotspreises werden folgende Bewertungsansätze verwendet:

- Entwicklung der Börsenbewertung von Aletsch
- Vergleich mit anderen börsenkotierten Schweizer Energieunternehmen in Bezug auf Bewertungskennzahlen
- Vergleich mit den finanziellen Konditionen vergleichbarer Transaktionen
- Kapitalisierung der erwarteten künftigen Free Cash Flows

### **2. Entwicklung der Börsenbewertung von Aletsch**

#### *a. Kursverlauf*

Die Grafik in Anhang I zeigt den Kursverlauf der Inhaberaktien Aletsch und das jeweilige Handelsvolumen über die letzten 5 Jahre.

- Bis Mitte 2001 lag der Börsenkurs von Aletsch bei rund CHF 4'000.
- Vor dem Hintergrund der Ankündigung des bevorstehenden Verkaufs der Lonza Energie AG an EnBW stieg der Kurs der Aletsch-Aktien Mitte 2001 bis auf einen Höchstkurs von CHF 6'200. Einige Marktteilnehmer dürften – trotz einer opting-out Klausel in den Statuten von Aletsch – ein hohes Übernahmeangebot von EnBW an die Minderheitsaktionäre von Aletsch erwartet haben. Nachdem ein solches Übernahmeangebot ausblieb, fiel der Kurs in eine Spanne von CHF 4'500-5'000 zurück.
- Vom Oktober 2002 an kaufte EnAlpin an der Börse systematisch nahezu sämtliche Aletsch-Aktien auf, die zum Verkauf angeboten wurden. Diese Käufe haben den Kursverlauf der Aletsch-Aktien bestimmt.

#### *b. Einschätzung*

Ausgehend vom dargestellten Kursverlauf der Aletsch-Aktien erscheint der Angebotspreis von CHF 5'150 je Aktie als fair. Dies namentlich aufgrund folgender Überlegungen:

- Zu Kursen von rund CHF 5'000 traten neben EnAlpin keine nennenswerten Käufer an der Börse auf.

- Die Relevanz der Börsenkurse, welche über dem Angebotspreis lagen, ist aufgrund des geringen jeweiligen Handelsvolumens begrenzt. Der Kursausschlag Mitte 2001 ist auf einzelne Käufe in Erwartung eines Übernahmeangebotes zurückzuführen.
- Aufgrund des geringen Handelsvolumens in den Aletsch-Aktien dürfte es für einen Anleger kaum möglich sein, zu den aktuellen Kursen grössere Bestände über die Börse zu veräussern.
- Der Angebotspreis von CHF 5'150 schliesst eine Prämie ein von 4.0% zum volumengewichteten Durchschnitt der vom Anbieter im Verlaufe der letzten 12 Monate gemäss eigenen Angaben bezahlten Preise.
- Der Angebotspreis von CHF 5'150 schliesst eine Prämie ein von 10.5% zum volumengewichteten Durchschnittskurs der vergangenen 5 Jahre (vgl. nachstehende Tabelle)

	Mai- Dez 1999	2000	2001	2002	2003	Jan- Mai 2004	Durch- schnitt
Volumengew. Durchschn.kurs	3'978.6	3'750.8	5'242.2	5'026.4	4'913.6	5'042.2	4'659

- Der Angebotspreis von CHF 5'150 schliesst die am 25. Mai 2004 zur Auszahlung gelangende Dividende für das Geschäftsjahr 2003 von CHF 68 je Aktie nicht ein. Unter Berücksichtigung dieser Dividende vergrössern sich die erwähnten Prämien auf 5.4 bzw. 12.0%.

### 3. Bewertungskennzahlen – Vergleich mit anderen börsenkotierten Schweizer Energieunternehmen

#### a. Vergleich

Die Tabelle in Anhang II zeigt einen Vergleich der wichtigsten Bewertungskennzahlen der börsenkotierten Schweizer Energieunternehmen. Der Vergleich beruht auf den Jahresabschlüssen 2003 und den Konsensschätzungen der Analysten gemäss JCF für 2004. Bei den einzelnen Gesellschaften wurde jeweils der aktuelle Börsenkurs als Bezugsgrösse gewählt; bei Aletsch wurde der Angebotspreis von CHF 5'150 eingesetzt.

#### b. Einschätzung

Aletsch ist nur begrenzt vergleichbar mit den anderen börsenkotierten Schweizer Energiegesellschaften, da dies – mit Ausnahme der Energie Electrique du Simplon SA – keine reinen Kraftwerksgesellschaften sondern integrierte Energieunternehmen sind. Die Aletsch-Aktien entsprechen zudem aufgrund des bestehenden Abnahmevertrages



mit EnAlpin – im Unterschied zu den Aktien der anderen Energiegesellschaften – wirtschaftlich weitgehend einer Obligation. Unter Berücksichtigung dieser Einschränkungen erscheint der Angebotspreis von CHF 5'150 je Aktie aufgrund des Vergleichs der Bewertungskennzahlen als fair:

- Aletsch ist bei einem Preis von CHF 5'150 je Aktie gemessen an sämtlichen Bewertungskennzahlen deutlich höher bewertet als sämtliche börsenkotierten Schweizer Energiegesellschaften, insbesondere auch als die Energie Electrique du Simplon SA.
- Die Dividendenrendite der Aletsch-Aktien liegt bei einem Preis von CHF 5'150 je Aktie mit 1.32% p.a. deutlich unter der Rendite von CHF-Obligationen erstklassiger Schuldner. Werden die Aletsch-Aktien – ausgehend von den aktuellen Zinsverhältnissen und einer Dividende von CHF 68 – wie eine Obligation bewertet, ergibt sich ein fairer Wert je Aletsch-Aktie, der deutlich unter CHF 5'150 liegt, so dass der Angebotspreis auch unter diesem Blickwinkel als fair betrachtet werden kann.

#### **4. Finanzielle Konditionen vergleichbarer Transaktionen**

##### *a. Vergleich*

In der jüngeren Vergangenheit haben unseres Wissens keine Übernahmen und Beteiligungsnahmen an Kraftwerksgesellschaften stattgefunden, deren finanzielle Bedingungen zudem öffentlich zugänglich sind. Die unlängst im Schweizer Kapitalmarkt erfolgten Transaktionen im Energiebereich (Kauf einer Beteiligung an Motor-Columbus AG durch die UBS AG, öffentliches Pflichtübernahmeangebot der UBS AG an die Aktionäre der Atel Aare-Tessin AG für Elektrizität) sind für einen Vergleich ungeeignet, da sie sich auf integrierte Energieunternehmen und nicht auf reine Kraftwerksgesellschaften beziehen.

Als einziger Referenzpunkt kann die Übernahme der Lonza Energie AG durch die EnBW Energie Baden-Württemberg AG ("EnBW") im Juli 2001 und die entsprechende Medienberichterstattung dienen. Teil der Lonza Energie AG war auch eine Beteiligung von 91.5% an Aletsch. Die Lonza Energie AG verfügte insgesamt über eine Kraftwerkskapazität von 370 MW, die durchschnittlich produzierte Strommenge betrug rund 1'400 GWh. Der von EnBW bezahlte Kaufpreis betrug rund CHF 480 Mio., entsprechend CHF 430 Mio. in bar zuzüglich CHF 50 Mio. übernommener Schulden. EnBW bezahlte demnach einen Enterprise Value von rund CHF 345'000 je GWh. Ausgehend vom Angebotspreis je Inhaberaktie Aletsch von CHF 5'150 wird Aletsch unter Berücksichtigung des per 31. Dezember 2003 ausgewiesenen Fremdkapitals von CHF 21.5 Mio. mit einem Enterprise Value von CHF 305'000 je GWh bewertet. Dies entspricht einem Abschlag von rund 13% gegenüber dem Preis der im Rahmen der Übernahme der Lonza Energie AG bezahlt wurde.



#### *b. Einschätzung*

Ausgehend vom dargestellten Vergleich mit der Übernahme der Lonza Energie AG erscheint der Angebotspreis von CHF 5'150 je Aktie als fair. Dies namentlich aufgrund folgender Überlegungen:

- Beim Verkauf der Energie Lonza AG handelte es sich um eine vollständige Übernahme, welche dem Käufer eine beherrschende Stellung verschaffte. Im vorliegenden Fall bezieht sich das Übernahmeangebot einzig auf rund 2.5% von Aletsch, welche für die Beherrschung der Gesellschaft irrelevant sind.
- Die Energie Lonza AG hielt – anders als Aletsch - neben der Wasserkraft-Kapazität das Eigentum an namhaften Transportquoten auf dem Verbundnetz.
- Die Energie Lonza AG verfügte im Vergleich zu Aletsch über einen deutlich breiteren Kraftwerkspark, welcher zudem auch Speicherkraftwerke einschloss, was im Hinblick auf die Liefersicherheit und damit den erzielbaren Preis je kWh Strom von entscheidender Bedeutung ist.
- Die Energie Electrique du Simplon SA, neben Aletsch die einzige börsennotierte Schweizer Kraftwerksgesellschaft, wird an der Börse aktuell mit einem Enterprise Value von rund CHF 123'000 je GWh bewertet. Dies entspricht einem Abschlag von rund 60% gegenüber dem Enterprise Value von Aletsch auf der Grundlage des Angebotspreises.

### **5. Discounted Free Cash Flow**

#### *a. Annahmen*

Die Bewertung von Aletsch aufgrund der erwarteten Free Cash Flows beruht auf folgenden Annahmen:

- Aletsch tritt selbständig am Markt auf und kann seinen Strom zu Marktbedingungen absetzen. Derzeit gibt Aletsch die produzierte Energie aufgrund eines Abnahmevertrages zu Gestehungskosten zuzüglich einer vertraglich vereinbarten Gewinnmarge an EnAlpin ab.
- Die Produktionskosten und Investitionen von Aletsch für die Jahre 2004-2007 entsprechen der Mittelfristplanung der Gesellschaft. Für die Folgejahre wurde ein konstantes Wachstum von 0.5% p.a. angenommen, welches in etwa der erwarteten Inflation entspricht.
- Die Stromverkaufspreise für 2004 und 2005 entsprechen den Quartalspreisen am EEX (European Energy Exchange) Terminmarkt unter Berücksichtigung folgender Abschläge:
  - 0.75 Rp/kWh für die Transformierung von 65 kV auf 220 kV (EEX Preise beziehen sich auf 220 kV-Ebene, während Aletsch Energie auf 65 kV-Ebene abgibt) und die überregionalen Netzdurchleitungskosten.



- 20% (bezogen auf EEX Preise) aufgrund der Tatsache, dass die Energieproduktion von Aletsch nicht garantiert ist, während sich die EEX Preise auf garantierte Energie beziehen.

Die erwähnten Abschläge wurden in Absprache mit der Gesellschaft und namentlich aufgrund der Botschaft zum Elektrizitätsmarktgesetz (Durchleitungsgebühren) sowie der Tarifsätze der Walliser Elektrizitätsgesellschaft AG (Leistungspreis) festgelegt.

Für die Folgejahre wurde folgende Preisentwicklung angenommen:

- 2005-2010 Preisanstieg von 3.7% p.a.
- 2010-2045 Preisanstieg von 2.5% p.a.

Der Preisanstieg von 3.7% p.a. von 2005-2010 entspricht den Terminpreisen an der EEX und dürfte z.T. die Unsicherheit des Marktes bezüglich der Preisfolgen der für 2005 geplanten Einführung einer CO<sub>2</sub>-Steuer in Europa widerspiegeln. Mittelfristig dürfte sich die Entwicklung der Energiepreise mehr dem allgemeinen Wirtschaftswachstum angleichen. Ein nachhaltig höherer Preisanstieg dürfte zu einer Erhöhung der Konzessionsabgaben führen und würde sich entsprechend nicht im EBITDA der Kraftwerksgesellschaften niederschlagen.

- Die Aktionäre von Aletsch werden beim Heimfall der Konzessionen 2045 mit 20% des ursprünglichen Anlagewertes entschädigt. Dieser Wert beruht auf den Entschädigungszahlungen für den sogenannten "trockenen Kraftwerksteil" bei den jüngsten Heimfällen von Konzessionen (Kraftwerk Ackersand I – 25%, Kraftwerk Rhone – 10 bis 20%, Kraftwerk Bramois 22 bis 24%, Kraftwerk Navisence ca. 20%)
- Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Kapitalisierungssatz) betragen 7.8%. Grundlage bilden folgende Parameter:
 

• Risikoloser Zinssatz	4.5%
• Marktrisikoprämie	5.8%
• Beta	0.6
• Fremdkapitalkosten	2.9%
• Steuersatz	27%
• Eigenkapital/Fremdkapital	55/45

Der risikolose Zinssatz entspricht der durchschnittlichen Rendite der Bundesobligationen über die letzten 30 Jahre.

Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des Schweizer Aktienmarktes (Vontobel-Total-Market-Index) und der durchschnittlichen Rendite der Bundesobligationen über die letzten 30 Jahre.

Das Beta entspricht dem historischen (5 Jahre) Beta der Aletsch-Aktien von 0.4 zuzüglich einem Aufschlag von 0.2, mit welchem dem zunehmenden Geschäftsrisiko (Wegfall der Abnahme- und Kostenübernahmegarantie) von Aletsch Rechnung getragen wird.

Die Fremdkapitalkosten entsprechen weitgehend dem in den letzten Jahren von Aletsch ausgewiesenen Zinsaufwand.

Der Steuersatz entspricht weitgehend dem in den letzten Jahren von Aletsch ausgewiesenen Steueraufwand.

Das Verhältnis Eigenkapital/Fremdkapital entspricht den aktuellen Bilanzverhältnissen von Aletsch

*b. Einschätzung*

Aufgrund einer Discounted Free Cash Flow Bewertung erscheint der angebotene Übernahmepreis von CHF 5'150 je Aktie als fair. Dies namentlich aufgrund folgender Überlegungen:

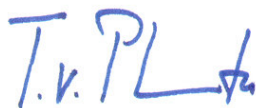
- Die Discounted Free Cash Flow Bewertung ergibt unter optimistischen Annahmen (namentlich: keine Erhöhung der Konzessionsabgaben, kein Produktionsausfall, stetiger Anstieg der Energiepreise) einen Wert je Aktie von CHF 4'980.
- Mit Rücksicht auf die eingeschränkte Handelbarkeit der Aletsch-Aktie (geringer Free Float, geplante Dekotierung) rechtfertigt sich ein Abschlag von 5 bis 10% zum errechneten fairen Wert der Aktie. Berücksichtigt man diesen Abschlag, errechnet sich ein Wert von CHF 4'482-4'731 je Aktie.

**6. Zusammenfassung**

Sämtliche verwendeten Bewertungsansätze unterstützen die Aussage, dass der Angebotspreis von CHF 5'150 je Aktie fair ist.

Zürich, 11. Mai 2004

Bank Vontobel AG



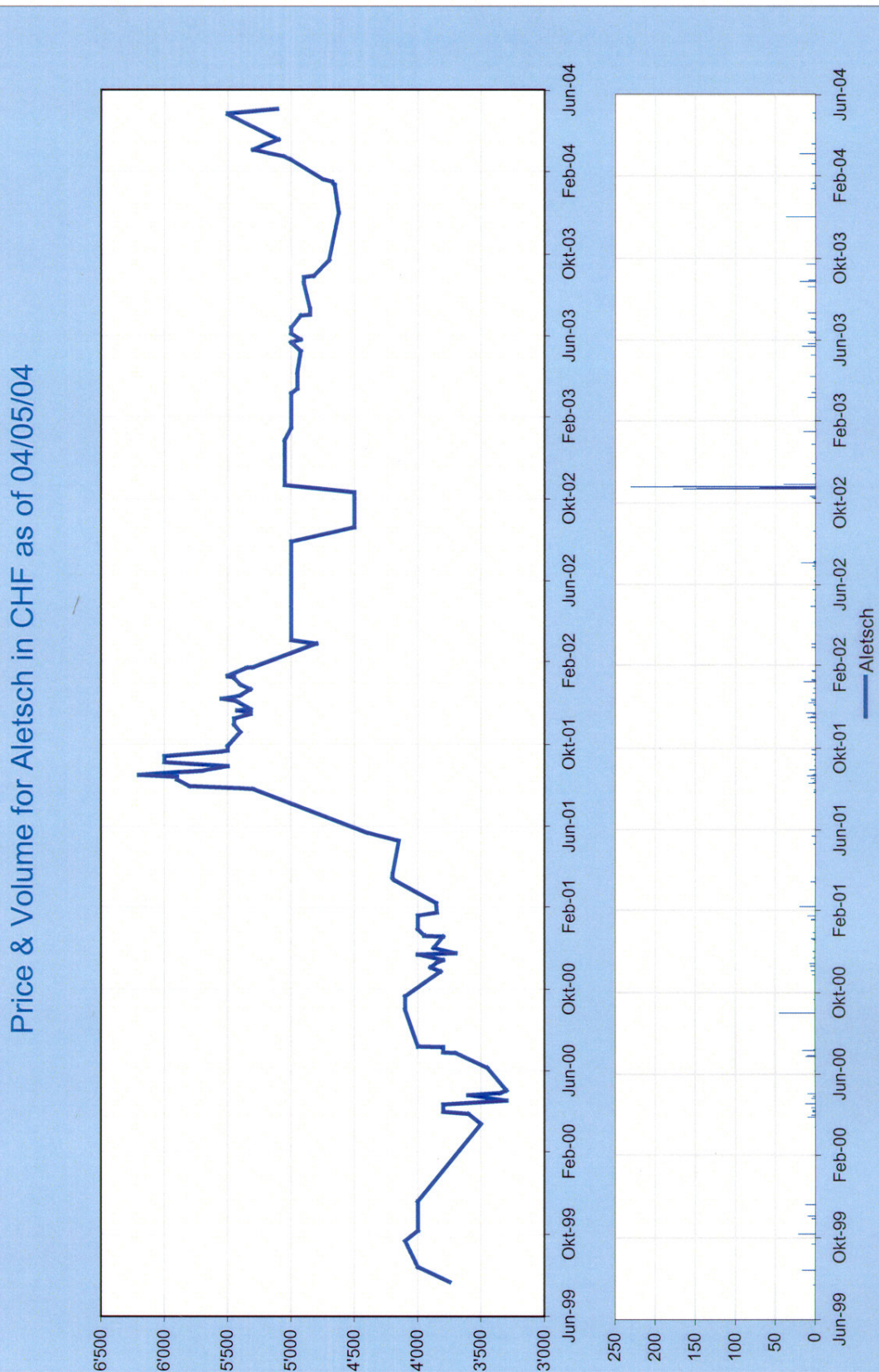
Dr. Thomas von Planta



Sergio Terribilini



# Anhang I



## Anhang II

Schweizer Peer Gruppe (in CHF)	Kurs am 11.5.04	Markt- kapitalisieru ng (in Mio.)	Durchschn. Tagesvol. in CHF (1 Jahr)	Durchschn. Volumen/ Marktkap.	P/E 03	P/E 04	EV/EBITDA 03	EV/EBITDA 04	P/B 03	Div. Rendite 03
Energie Electr. du Simplon	153	24	5'000	0.02%	45.8x	n/a	10.8x	n/a	2.1x	2.1%
BKW	602	3'179	617'000	0.02%	12.6x	14.2x	4.9x	5.6x	1.5x	2.5%
Atel	1'280	3'886	134'000	0.00%	11.7x	16.3x	8.1x	7.0x	2.1x	1.7%
EGL	770	2'033	317'000	0.02%	9.8x	11.1x	7.9x	7.6x	2.0x	1.9%
CKW	2'850	833	48'000	0.01%	10.5x	10.6x	8.7x	8.8x	1.3x	2.5%
Durchschnitt			224'000	0.01%	18.1x	13.0x	8.1x	7.3x	1.8x	2.1%
Aletsch	5'150	103	1'363	0.00%	73.2x	n/a	23.4x	n/a	4.0x	1.3%