

ABN AMRO Bank N.V.
Gustav Mahlerlaan 10
1082 PP Amsterdam

Mailing address
P.O. Box 283
1000 EA Amsterdam
The Netherlands

Telephone +31 20 628 93 93
Telex 11006 ABAM NL

FAIRNESS OPINION

zuhanden des Verwaltungsrats der Swiss International Air Lines AG

Beurteilung, ob der "PREIS" (wie nachfolgend definiert) aus finanzieller Optik gegenüber den "AKTIONÄREN" (wie nachfolgend definiert) angemessen ist

Inhaltsverzeichnis

1. Einführung
2. Auftrag
3. Grundlage
4. Hintergrund
5. Bewertungsansätze
6. Opinion
7. Beilagen

1. Einleitung

Nach unserem Verständnis wird die AirTrust AG, eine unter Schweizer Recht gegründete Gesellschaft, im Hinblick auf die Übernahme der SWISS durch die Deutsche Lufthansa AG ("Lufthansa" oder der "ANBIETER"), eine unter Deutschem Recht gegründete Gesellschaft, das Angebot unterbreiten, alle ausstehenden Aktien der Swiss International Airlines AG ("SWISS" oder die "GESELLSCHAFT"), eine ebenfalls unter Schweizer Recht gegründete Gesellschaft, zu erwerben (das "ANGEBOT").

Gemäss den Bedingungen des ANGEBOT, wie im Angebotsprospekt dargelegt, im Wesentlichen in der Form des Entwurfs datierend vom 25. April 2005 (der "ANGEBOTSPROSPEKT"), gehen wir davon aus, dass der ANBIETER das ANGEBOT macht,

- (i) jedem Inhaber einer frei handelbaren Aktie zu nominal CHF 18.00 der GESELLSCHAFT (ca. 15% der ausstehenden Aktien) und
 - (ii) gewissen Lock-up Aktionären als Inhabern von Aktien zu nominal CHF 18.00 der GESELLSCHAFT (bis zu Maximum von 4.5% der ausstehenden Aktien), welche das Barangebot im ANGEBOT annehmen können
- (die unter (i) und (ii) erwähnten Aktien je eine "AKTIE" und jeder Berechtigte dieser AKTIEN, der "AKTIONÄR")

CHF 8.96 netto in bar für jede AKTIE zu bezahlen (der "PREIS").

2. Auftrag

Der Verwaltungsrat der GESELLSCHAFT hat ABN AMRO Bank N.V. ("ABN AMRO") beauftragt, eine Beurteilung der Frage abzugeben, ob der angebotene PREIS aus finanzieller Sicht gegenüber den AKTIONÄREN als angemessen zu betrachten ist (die "FAIRNESS OPINION").

Das Mandat der ABN AMRO wurde einzig gegenüber dem Verwaltungsrat der GESELLSCHAFT eingegangen, und diese FAIRNESS OPINION und die darin ausgedrückte Auffassung sind einzig für diesen bestimmt. Diese Beurteilung wird daher einzig an den Verwaltungsrat der Gesellschaft mit Bezug auf die Prüfung des ANGEBOT abgegeben und stellt in keiner Weise eine Empfehlung der ABN AMRO an AKTIONÄRE dar, das ANGEBOT anzunehmen oder zu verwerfen oder sonst in irgendeiner Weise mit Bezug auf das ANGEBOT zu handeln. Wir empfehlen Ihnen dringend, diese FAIRNESS OPINION sorgfältig und in ihrer Gesamtheit zu lesen.

Diese FAIRNESS OPINION nimmt keinen Bezug auf relative Vorteile anderer Transaktionen. Die FAIRNESS OPINION enthält auch keine Beurteilung der Auswirkungen des ANGEBOT für die AKTIONÄRE, welche das ANGEBOT nicht akzeptieren, noch handelt es sich um eine Beurteilung des künftigen Werts der AKTIEN, welche nicht angeboten werden. Diese FAIRNESS OPINION

nimmt auch keine Stellung zur Frage, ob die AKTIEN nach der Durchführung des ANGEBOTS noch gehandelt werden und falls ja, zu welchen Kursen.

ABN AMRO wurde von der GESELLSCHAFT beauftragt, eine FAIRNESS OPINION abzugeben und wird für die Ausstellung dieser FAIRNESS OPINION eine pauschale Entschädigung erhalten, welche nicht vom Abschluss des ANGEBOTS oder sonstwie vom ANGEBOT abhängt.

Es wird festgehalten, dass sich keine Drittpartei auf diese FAIRNESS OPINION verlassen darf, noch darf sie - aus welchem Grund auch immer - Drittparteien zugänglich gemacht werden, weder ganz noch teilweise. Nichtsdestotrotz darf diese FAIRNESS OPINION zu Informationszwecken (i) im Bericht des Verwaltungsrates der GESELLSCHAFT mit Bezug auf das ANGEBOT und/oder (ii) im Angebotsprospekt, welcher gegenüber den Aktionären nach Schweizer Recht zu veröffentlichen ist, wiedergegeben werden, solange als (a) die Form der Wiedergabe dieser FAIRNESS OPINION im Bericht und/oder im Angebotsprospekt und (b) jede Beschreibung oder Referenz in diesem Bericht und/oder im Angebotsprospekt zu ABN AMRO, der FAIRNESS OPINION oder damit zusammenhängenden Analysen, in einer Form publiziert wird, welche für uns und unsere Rechtsberater akzeptabel sind (wobei die Zustimmung nicht ohne Grund zurückbehalten werden darf).

Diese FAIRNESS OPINION und die Verpflichtungen der ABN AMRO gegenüber dem Verwaltungsrat der GESELLSCHAFT untersteht schweizerischem Recht und jegliche Klagen oder Streitigkeiten, entstehend aus oder im Zusammenhang mit dieser FAIRNESS OPINION, sind durch ein Schiedsverfahren gemäss der Internationalen Schiedsordnung der Schweizerischen Handelskammern zu entscheiden. Es gilt die zur Zeit der Zustellung der Einleitungsanzeige in Kraft stehende Schiedsordnung. Das Schiedsgericht soll aus drei Schiedsrichtern bestehen. Der Sitz des Schiedsverfahrens ist Zürich. Die Sprache des Schiedsverfahrens ist Englisch.

3. Grundlage

Um zu ihrer Opinion zu gelangen, hat ABN AMRO:

1. einige öffentlich verfügbare Finanz- und Geschäftsdaten der GESELLSCHAFT geprüft, einschliesslich der Jahresrechnungen für die Geschäftsjahre, welche am 31. Dezember 2003 und 31. Dezember 2004 endeten;
2. einige interne, von der Geschäftsleitung erarbeitete und anschliessend vom Verwaltungsrat der GESELLSCHAFT genehmigte Finanzprognosen der GESELLSCHAFT für das laufende Geschäftsjahr (welches am 31. Dezember 2005 endet) sowie bezüglich der Jahre, welche am 31. Dezember 2006, 2007, 2008, 2009 enden, überprüft;
3. den Angebotsprospekt und dessen kommerzielle Bedingungen, insbesondere den PREIS, zur Kenntnis genommen;
4. an Diskussionen mit der Geschäftsleitung der GESELLSCHAFT betreffend die Geschäftstätigkeit und -aussichten der GESELLSCHAFT teilgenommen und diesbezügliche Informationen überprüft;
5. zweckdienliche Gespräche und Abklärungen mit verschiedenen Beratern der GESELLSCHAFT vorgenommen;
6. die historischen Börsenkurse und Handelsvolumen der AKTIEN überprüft;
7. die finanziellen Bedingungen von gewissen Transaktionen, welche wir als vergleichbar mit dem ANGEBOT halten, überprüft und
8. andere finanzielle Prüfungen und Analysen durchgeführt, welche ABN AMRO nach ihrem Ermessen als angemessen erachtet hat.

Zusätzliche Dokumente, welche von der GESELLSCHAFT zur Verfügung gestellt wurden, und welche in die Überprüfung und Analysen der ABN AMRO miteinbezogen wurden, sind:

- Weissbuch des Transaktionsvorschlags der Lufthansa
- SWISS Geschäftsplan 2005 – 2008
- Management Information System (MIS) per Dezember 2004 (datiert 28. Januar 2005)
- Management Information System (MIS) per Dezember 2003 (datiert 13. Februar 2004)
- SWISS Budget 2005 v2.0 (datiert 31. Januar 2005)
- Bankdarlehen 2005 – 2009
- Übersicht der SWISS Flotte (datiert 1. März 2005)
- Business Integration Agreement (datiert 22. März 2005)

- SWISS: Strategische Optionen (datiert 8. März 2005)
- Prognose für Abschreibungen 2005 – 2009
- Management-Zusammenfassung des Treasury Reports (datiert 31. Dezember 2004)
- Mercer Pension Report (datiert Dezember 2004)
- Voranmeldung des Angebots vom 29. März 2005

ABN AMRO geht davon aus und verlässt sich darauf, dass die Informationen, Prognosen, finanziellen und weiteren Daten, welche ihr zur Verfügung gestellt wurden oder welche von ihr verwendet wurden, richtig, genau und vollständig sowie nicht irreführend sind. ABN AMRO übernimmt und anerkennt keinerlei Verantwortung oder Haftung, weder für eine unabhängige Über- oder Nachprüfung dieser Informationen noch für jegliche unabhängige Beurteilung und Auswertung des Geschäftes, der Vermögenswerte oder Verpflichtungen der GESELLSCHAFT. Hinsichtlich der finanziellen Prognosen geht ABN AMRO davon aus, dass diese vernünftig sind und auf Grundlagen basieren, welche die bestmöglichen Schätzungen und Beurteilungen der Geschäftsleitung hinsichtlich des künftigen finanziellen Erfolges der GESELLSCHAFT im jeweiligen Zeitpunkt wiedergeben. ABN AMRO geht weiter davon aus, dass kein späteres ihr nicht bekannt gegebenes Ereignis eingetreten ist, welches massgebliche Auswirkungen auf diese finanziellen Prognosen hätte. ABN AMRO übernimmt und anerkennt keine Haftung oder Verantwortung für (und gibt diesbezüglich auch keine Meinung ab) diese Prognosen oder die Annahmen, auf welchen die Prognosen basieren. In Zusammenhang mit der Ausarbeitung dieser Opinion hat ABN AMRO die spezifische Bestätigung der Geschäftsleitung der GESELLSCHAFT erhalten, dass alle Informationen, welche die GESELLSCHAFT der ABN AMRO im Rahmen dieses Mandats zur Verfügung gestellt hat, korrekt und vollständig sind und dass ihr keine Informationen vorenthalten wurden, welche die Äusserungen dieser FAIRNESS OPINION hätten beeinflussen können.

Ferner basiert die FAIRNESS OPINION der ABN AMRO zwingend auf Finanz-, Wirtschafts-, Börsen- und Geldmarkt- und anderen Umständen, die bis zum heutigen Datum verfügbar sind und auf Informationen, welche ABN AMRO bis zum heutigen Datum zugänglich gemacht oder von ihr verwendet wurden. Diese Opinion beschränkt sich ausschliesslich auf die Angemessenheit des PREISES für die AKTIONÄRE aus finanzieller Sicht und äussert sich nicht zu anderen Themen, wie beispielsweise den zugrundeliegenden Entscheidungen zur Annahme des ANGEBOTS oder dessen kommerzielle Vorteile; dies liegt in der alleinigen Verantwortung des Verwaltungsrates der GESELLSCHAFT. Spätere Entwicklungen betreffend die vorerwähnten Bedingungen vermögen diese Opinion und die Annahmen, welche mit Bezug auf die Erstellung dieser Opinion gemacht wurden, zu beeinflussen. ABN AMRO ist nicht verpflichtet, diese Opinion zu aktualisieren, überarbeiten oder ihre Opinion nochmals zu bestätigen, falls sich die Umstände ändern sollten.

Mit der Ausstellung dieser Opinion gibt ABN AMRO keinen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, buchhalterischen oder versicherungstechnischen Rat ab. Demzufolge übernimmt ABN AMRO keine diesbezügliche Verantwortung oder Haftung. Ferner geht ABN AMRO davon

aus, dass das ANGEBOT zu den Bedingungen und Bestimmungen, wie im Angebotsprospekt erläutert, erfolgt ohne materielle Änderungen von oder Verzicht auf dessen Bestimmungen und Bedingungen.

4. Hintergrund

4.1. SWISS

SWISS wurde auf der Basis der Crossair als neue schweizerische internationale Fluggesellschaft gegründet, nachdem die SWISSAIR die Nachlassstundung beantragt hatte. Die Firma SWISS wurde im Mai 2002 im Handelsregister eingetragen.

Es gab drei Gründe für die Gründung der neuen Schweizer Fluggesellschaft. Erstens sollte die Gründung einer neuen Fluggesellschaft die Anbindung der Schweiz an den Rest der Welt sicherstellen und Schweizer Bürgern ermöglichen, von und in die Schweiz zu reisen. Zweitens sicherte die neue Gesellschaft der Schweiz den Fortbestand einer angemessenen Luftverkehrsinfrastruktur. Drittens hätte der Kollaps der Gesellschaft eine grosse Anzahl von Entlassungen zur Folge gehabt, welche durch das Fortbestehen des Flugbetriebes mit der neuen Airline verhindert werden konnten.

Die SWISS beabsichtigt, eine neue schweizerische Interkontinentale Fluggesellschaft auf der Basis von Crossair zu entwickeln. Die SWISS hatte sich als Premium Airline positioniert. Die Entwicklung der neuen Gesellschaft wurde finanziert durch eine breite Aktionärsbasis bestehend aus der öffentlichen Hand und Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz, welche ungefähr CHF 2.6 Milliarden an das Aktienkapital beigesteuert haben. Die SWISS hat ihren Betrieb mit 38 Langstrecken- und 147 Kurzstreckenrouten aufgenommen, und zwar mit der Einführung des Sommerflugplans am 31. März 2002.

Anfangs 2003 ist die SWISS durch den Ausbruch von Sars und der sich abzeichnenden Krise im Irak in eine schwierige Marktsituation geraten, welche zu einem signifikanten Rückgang der Geschäfte führte. Die SWISS hat auf diese veränderten Marktbedingungen reagiert. Im Februar 2003 hat die SWISS eine Strategie zur Leistungsverbesserung bekannt gegeben. Als Folge davon war das europäische Netzwerk der SWISS, mit Bezug auf die verfügbaren Sitzplatzkilometer, im April 2003 ungefähr um 20% reduziert im Vergleich zum Vorjahr. Im Frühsommer 2003 hat die SWISS eine fundamentale Neubeurteilung der Gesamtorganisation vorgenommen, welche zu einer weiteren Reduzierung des Streckennetzes und der Flotte führte, sowie eine weitere substantielle Kostenreduktion und einen weiteren umfassenden Abbau der Arbeitskräfte zur Folge hätte.

Diese Bemühungen basierten auf drei strategischen Grundlagen. Erstens ein nachhaltiges und profitables Streckennetz mit einer entsprechenden Reduktion der Flugzeugflotte.

Langstreckenflüge wurden auf Märkte fokussiert, welche eine grosse Nachfrage von und nach der Schweiz aufwiesen. Das europäische Netzwerk wurde ebenfalls primär auf den Schweizer Markt und auf Besucher der Schweiz ausgerichtet. Das zweite Prinzip beinhaltete eine signifikante Reduktion der Kostenstruktur, und zwar sowohl bezüglich Flugoperationen wie auch Administration. Die kommerzielle Flotte der SWISS wurde entsprechend reduziert. Geringere Kosteneinsparungen verlangten Verbesserungen bei verschiedenen Geschäftsprozessen, gepaart mit einer Reduktion der Beschäftigten um 33%. Die ersten Modifikationen im Streckennetz (Bekanntgabe am 25. Februar 2003) beinhaltete den Abbau von 700 Arbeitsplätzen. Weitere 3'000 Arbeitsplätze wurden im Zusammenhang mit Restrukturierungsmassnahmen, die im Juni bekannt gegeben wurden, gestrichen. Die Bemühungen um die Reduktion der Arbeitsplätze brachten intensive Gespräche mit den verschiedenen Arbeitnehmerverbänden mit sich. Konstruktive Gespräche mit Zulieferern wurden in der zweiten Hälfte des Jahres 2003 geführt. Diese Gespräche verliefen erfolgreich, wie die Kostenreduktion von 20% für die fünf wichtigsten Zulieferer zeigt. Die Kostenreduktionen wurden hauptsächlich durch Neudefinition von Produkten sowie Synergieeffekten aufgrund des Outsourcings von Aktivitäten, welche nicht zum Kerngeschäft gehörten, erreicht. Der dritte strategische Ansatz bezog sich auf die Etablierung von 'SWISS in Europe', die strategische Antwort der SWISS auf den zunehmenden Druck der Billigflieger auf die traditionellen Fluggesellschaften.

Das vorrangige Ziel dieser strategischen Ansätze war ein ausgeglichenes Betriebsergebnis (EBIT) für 2004. Während sich das Ergebnis (EBIT) 2002 noch auf minus CHF 909 Mio. belief, so war das Ergebnis (EBIT) im Vergleich dazu in den Jahren 2003 and 2004 signifikant besser, nämlich minus CHF 498 Mio. bzw. minus CHF 122 Mio. Das Ziel, 2004 ein ausgeglichenes Betriebsergebnis zu erreichen, wurde schliesslich nicht erreicht, teilweise auch aufgrund der sehr hohen Ölpreise. Im Herbst 2004 wurde ein neues Projekt initiiert, um weitere kostensenkende Massnahmen und Verbesserungen zu finden.

Die schwierigen allgemeinen Marktverhältnisse, welche sich im kompetitiven Druck (speziell von Billigfliegern) und dem zunehmenden Preiszerfall in Europa zeigten, führten dazu, dass die SWISS im Januar 2005 eine Anzahl von weiteren, weitreichenden Entscheiden bekannt gab. Diese beinhalteten eine geplante Reduzierung der Flotte um mindestens 13 Regionalflugzeuge. Dies, zusammen mit weiteren Initiativen, dürfte die Zahl der SWISS Beschäftigten um weitere 800 bis 1'000 Stellen reduzieren. Weitere kostensenkende und produktivitätssteigernde Massnahmen sollen durch unmittelbar bevorstehende Verhandlungen der Gesamtarbeitsverträge und durch Vertragsverhandlungen mit Zulieferern herbeigeführt werden. Die SWISS beabsichtigt damit eine jährliche Verbesserung seiner Nettokosten im Betrage von CHF 300 Mio., wobei die damit verbundenen Einsparungen ab 2007 vollständig ersichtlich werden sollten.

Trotz allen diesen Bemühungen gab die SWISS bekannt, dass sie mit hoher Wahrscheinlichkeit im Jahre 2005 kein ausgeglichenes Betriebsergebnis erreichen werde.

Als die SWISS gegründet wurde, waren 92% des Aktienkapitals in ein Lock-up Agreement gebunden, welches von den Aktionären, die sich an der Kapitalerhöhung beteiligten, unterzeichnet wurde. Diese Vereinbarung wurde zweimal verlängert, wobei sich die Anzahl der beteiligten Aktionäre leicht reduzierte. Die gegenwärtige Vereinbarung umfasst 85.02% des Aktienkapitals und wäre im August 2005 abgelaufen. Infolge des Abschlusses der Vereinbarung mit Lufthansa wurde das Lock-up Agreement jedoch vorzeitig beendet.

4.2. Geschäftsmodell und Strategie

SWISS ist eine Premium-Quality, Full-Service Netzwerk-Fluggesellschaft, welche ein weltweites Streckennetz unterhält. SWISS verfügt über einen regelmässigen Flugplan sowie einen Luftfracht- und Charter-Betrieb. Zusätzliche Einnahmen stammen aus dem Verkauf von Ingenieurdienstleistungen, dem Duty-free Geschäft und dem Sub-Leasing von Flugzeugen.

Drei-Klassen Flüge werden für ausgewählten Destinationen angeboten. Die GESELLSCHAFT macht eine klare Differenzierung zwischen Produkten und Dienstleistungen, welche in Europa und in der Economy-Klasse auf Langstrecken-Routen angeboten werden. Europäische Flüge offerieren das Konzept "Bezahlung für benutzte Leistungen", während Langstrecken-Flüge ein traditionelles Full-Service Konzept in allen Klassen anbieten.

4.3. Marktumfeld

Die Luftfahrtindustrie ist ein Sektor, welcher sich im Umbruch befindet, indem die Flugreise ein auswechselbares Gut wird, speziell in Europa. Billigflieger nehmen an Bedeutung zu und tragen zur kontinuierlichen Überkapazität und Einnahmenverlust bei. Vor diesem Hintergrund ist die Grösse ein kompetitiver Vorteil für eine Fluggesellschaft.

Grosse europäische Fluggesellschaften haben einen stabilen kompetitiven Vorteil in Europa, weil ihre Grösse eine effiziente Auslastung im globalen Umfeld, ein effizientes Vielflieger-Programm und eine starke Position im Heimatland, die auch die Versorgung von Märkten ausserhalb des Heimatmarktes ermöglicht, erlaubt.

Kleinere Billigflieger existieren aufgrund ihrer Fähigkeit, die relativ hohe Kosten von Fluggesellschaften, welche von gemischten Flugzeugflotten, komplexen internen Prozessen und Systemen sowie teuren Salärmodellen herrühren, zu senken.

Die SWISS sieht sich mehr und mehr mit Billigfliegern konfrontiert. Gleichzeitig steht sie aber auch in Konkurrenz mit Europas grössten Fluggesellschaften in einem Heimatmarkt, der dadurch gekennzeichnet ist, dass nur eine limitierte Anzahl von Passagieren, die aus der oder in die Schweiz reisen, für die Belegung relativ kleiner Langstreckenflugzeuge vorhanden sind. Daher muss die SWISS Passagiere anziehen, welche bereit sind, via die Schweiz zu reisen. Obwohl die Sitzplatzauslastung der SWISS im Vergleich zu ähnlichen Gesellschaften auf interkontinentalen

Flügen gegenwärtig zu den Besten gehört, ist die Sitzplatzauslastung auf europäischen Flügen bedeutend tiefer als der Durchschnitt von vergleichbaren anderen Fluggesellschaften.

4.4. Das Angebot der Lufthansa

4.4.1. Der Angebotspreis

Der Angebotspreis beläuft sich auf CHF 8.96 pro SWISS-Namenaktie zu nominal CHF 18.00. Der Angebotspreis entspricht dem durchschnittlichen Eröffnungspreis der AKTIE an der SWX während 30 Handelstagen vor der Voranmeldung des Angebots am 29. März 2005.

4.4.2. Bedingungen

Das ANGEBOT der Lufthansa erfolgt zu den in Ziff. B.6 des Angebotsprospektes erwähnten Bedingungen.

5. Bewertungsansätze

5.1. Übersicht

Die Erstellung einer Fairness Opinion ist ein komplexer Vorgang, der verschiedene, allgemein gebräuchliche und anerkannte Bewertungsmethoden sowie damit zusammenhängende Finanz- und anderweitige Analysen berücksichtigt. Die Auswahl und der Einsatz einzelner oder aller dieser Methoden auf gewisse Umstände hängen vom speziellen Einzelfall ab. Um zu ihrer Auffassung zu gelangen, hat ABN AMRO daher die Eignung und den Einsatz jeder einzelnen Methode einer qualitativen Beurteilung unterzogen. Daher ist ABN AMRO der Ansicht, dass die von ihr erstellten Analysen in ihrer Gesamtheit gewürdigt werden müssen und nicht bloss basierend auf einzelner ihrer Elemente oder ohne Mitberücksichtigung aller mit der Analyse zusammenhängenden Erläuterungen und Hinweisen. Wird dies nicht beachtet, könnte der umfassende Prozess, der den Analysen und dieser Opinion zugrunde liegt, als irreführend oder unvollständig aufgefasst werden.

Die Analysen beinhalten komplexe Überlegungen und Beurteilung von finanziellen und betrieblichen Aspekten sowie weiterer Faktoren, welche den Kauf, den Börsenhandel oder andere Werte der analysierten Gesellschaften, Geschäftsfelder oder Transaktionen beeinflussen könnten. Die in den Analysen von ABN AMRO enthaltenen Einschätzungen und aus einzelnen Untersuchungen hervorgehenden Bewertungsspannen sind nicht unbedingt ein Hinweis auf aktuelle Werte, noch können sie zukünftige Werte und Resultate vorhersagen, die möglicherweise erheblich von den in der Analyse aufgezeigten Werten und Resultaten abweichen. Ferner erheben Analysen mit Bezug auf den Unternehmenswert oder ein Wertpapier nicht den Anspruch, denjenigen Preis zu reflektieren, zu welchem ein Unternehmen oder ein Wertpapier tatsächlich verkauft werden könnte. Aus diesem Grund stehen die in der Analyse von ABN AMRO

erwähnten Einschätzungen und die daraus abgeleiteten Resultate unter dem ihnen anhaftenden Vorbehalt der erheblichen Unsicherheit.

5.2. Analyse des Angebots

ABN AMRO untersuchte den im ANGEBOT enthaltenen PREIS basierend auf folgenden drei analytischen Haupt-Bewertungsansätzen:

1. Indikative Bewertung auf Cash Flow-Basis;
2. Marktpreisentwicklungen; und
3. Analyse vergleichbarer Gesellschaften und Transaktionen

Nach gründlicher Prüfung der Angemessenheit und Eignung dieser drei analytischen Ansätze für die Zwecke der Fairness Opinion wählte ABN AMRO die indikative Bewertung auf Cash Flow-Basis als Hauptmethodik für die Erstellung ihrer Fairness Opinion. Marktpreisentwicklungen und Analysen vergleichbarer Gesellschaften und Transaktionen wurden lediglich aus Gründen der Gründlichkeit, der Vollständigkeit sowie zu Vergleichszwecken herangezogen. Die Eignung von Analysen vergleichbarer Gesellschaften und Transaktionen als Bewertungsmethode wird als eher gering eingestuft, da die SWISS im Verlustbereich operiert.

5.2.1. Indikative Bewertung auf Cash Flow-Basis

ABN AMRO führte für die SWISS im Zusammenhang mit der Bewertung auf Cash Flow-Basis eine stand-alone Discounted Cash Flow ('DCF')-Analyse durch. Gestützt auf die Finanzlage der GESELLSCHAFT (wie nachfolgend beschrieben), konstruiert die DCF-Analyse eine Voraussage über den freien Cash Flow.

Die freien Cash Flows werden durch Abzug der folgenden Faktoren vom EBITDA ermittelt:

- Investitionen in Sach- und immaterielle Anlagen
- Reduktionen von Rückstellungen und von langfristigen Verbindlichkeiten (Erhöhungen werden wieder aufaddiert)
- Steuern vom Einkommen und Ertrag (Cash Taxes) (d.h. die in der Erfolgsrechnung ausgewiesenen Steuern korrigiert um Finanz- und nicht-betriebliche Positionen)
- Investitionen in Working Capital

Der hieraus resultierende Cash Flow steht für Ausschüttungen an (Fremd- oder Eigen)Kapitalgeber zur Verfügung. Der mittels eines angemessenen Diskontsatzes ermittelte aktuelle Netto-Barwert des Cash Flow stellt den Unternehmenswert der GESELLSCHAFT dar. Der Eigenkapitalwert der GESELLSCHAFT ergibt sich anschliessend aus der Subtraktion der Nettoverbindlichkeiten von diesem Unternehmenswert, d.h. netto nach Abzug jeglicher zur Ausschüttung verfügbarer Mittel.

Die DCF-Analyse von ABN AMRO kam zum Ergebnis, dass sich der Wert einer AKTIE zwischen minus CHF 19.86 und minus CHF 0.97 bewegt.

Der für die Berechnung des aktuellen Nettowertes der freien Cash Flow angewendete Diskontsatz sollte der Schätzungen der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten ('weighted average cost of capital' 'WACC'), die auf die GESELLSCHAFT anwendbar sind, entsprechen. Dieser Satz sollte sowohl die Kosten der verschiedenen Finanzierungsquellen als auch deren entsprechende Gewichtung im Finanzierungsmix der GESELLSCHAFT reflektieren (ABN AMRO verwendet das Capital Asset Pricing Model ("CAPM"), um die Kapitalkosten zu berechnen). Der WACC hängt demzufolge von der Kostenkomponente der verschiedenen Fremd- und Eigenkapitalarten ab, die ihrerseits von finanziellen Kennzahlen wie beispielsweise dem Verschuldungsgrad abhängen.

Im Folgenden eine Übersicht über die Schlüsselkennzahlen des WACC und deren Quellen:

- Die risikofreie Rate (R_f) = 2.3%: Ertrag von 10-jährigen Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft (Fälligkeit Juni 2015), Stand 16. März 2005
- Beta (β) = 1.67: Durchschnitt des unlevered Beta einer Vergleichsgruppe im Luftfahrtsektor, korrigiert anhand einer vorgegebenen Kapitalstruktur; vgl. Beilage 7.1 für weitere Details
- Vorgegebene Kapitalstruktur mit einem Verhältnis Fremd-/Eigenkapital = 125%: basierend auf einer Analyse des Nettoschulden/Eigenkapital-Verhältnisses bei der Vergleichsgruppe für eines aktuelles sowie gemäss Prognose für drei weitere Jahre; vgl. Beilage 7.1 für weitere Details
- Marktrisikoprämie (MRP) = 5.8%: ex-ante Marktrisikoprämie für die Schweiz¹
- Fremdkapitalkosten vor Steuern = 7.4%: 10-jährige Euro Swaprate (3.8%) und aktuelle Euro Marge bezahlt von SAS (360 Basispunkte, Stand 18. März 2005)
- Steuerbelastung: 24.1% schweizerische Unternehmenssteuerbelastung²

Gestützt auf die vorstehenden Kennzahlen hat ABN AMRO einen WACC von 8.5% angewandt.

5.2.2. Die Finanzen der Gesellschaft und der DCF

ABN AMRO hat die finanziellen Prognosen der SWISS verwendet, wie sie in deren Businessplan 2005 - 2008 als Basis für die freie Cash Flow-Planung enthalten sind, und ABN AMRO hat zusätzliche Annahmen getroffen, die über die erwähnte Businessplan-Periode hinausgehen (für eine Prognosezeitraum von gesamthaft sechs Jahren). Der explizite Prognosezeitraum deckt daher die Jahre 2005 - 2010 ab, und 2011 ist das erste Jahr der Terminal Value-Periode. Die Terminal Value wird berechnet durch Division des freien Cash Flow im ersten Jahr der Terminal Value-Periode mit der Differenz zwischen WACC und der Wachstumsrate des Cash Flow vor

¹ Quelle: Hyperion

² Quelle: KPMG Corporate tax rates survey

Expansion Capital Ausgaben und Working Capital Investments (d.h. Cash Flow vor Neuinvestitionen)

Die Finanzaufgaben sind ferner vollständig auf die Prognosen der Gesellschaft abgestimmt.

Als Teil der DCF-Analyse hat ABN AMRO verschiedene Untersuchungen der Abhängigkeit von Ausschlag gebenden Annahmen im SWISS-Businessplan identifiziert und vorgenommen, darunter u.a.:

- Sitzladefaktor (sowohl für Europa- wie auch Interkontinentalflüge);
- Ertrag (sowohl für Europa wie auch Interkontinentalflüge);
- Erreichen der geplanten Kosteneinsparungen (inklusive Zeitfaktor); und
- Fluktuationen der Treibstoffkosten.

Um die Angemessenheit des PREISES zu beurteilen, hat ABN AMRO den Einfluss von Schwankungen dieser Kennzahlen auf die Bewertung geprüft und konnte dadurch einen gründlichen Einblick in die grossen Bandbreite möglicher Bewertungen der SWISS gewinnen. So waren z.B. die Schlüsselfaktoren namentlich beim SWISS Businessplan u.a. (aber nicht ausschliesslich) die folgenden:

- erhöhter Sitzladefaktor sowohl bei europäischen wie auch Interkontinental-Flügen in den Jahren 2006 bis 2009
- reduzierter Ertragsrückgang sowohl bei europäischen wie auch Interkontinental-Flügen in den Jahren 2008 und 2009
- grössere Kosteneinsparungen als geplant für die ganze Prognoseperiode

Die vorstehenden Faktoren wurden im Hinblick auf das Potenzial von Aktienpreiserhöhung lediglich mit Bezug auf finanziellen Prognosen der SWISS beurteilt, welche ABN AMRO als geeignete Grundlage für die Frage einstufte, ob der PREIS aus finanzieller Sicht als angemessen für die AKTIONÄRE betrachtet werden kann.

Die Kapitalkosten entsprechen der Vorausplanung der GESELLSCHAFT. Für die nicht von der betreffenden Businessplan-Periode abgedeckten Jahre wurde die Annahme getroffen, dass die Kapitalkosten den Abschreibungen entsprechen. Die Annahmen zum Working Capital stimmen mit den expliziten Prognosen der GESELLSCHAFT für die betreffenden Business Plan-Periode überein. Die Annahmen zu den Kapitalkosten für die Folgejahre beruhen auf einer Extrapolation des Verhältnisses zwischen Working Capital Positionen und Verkäufen in der spezifischen Business Plan-Periode.

Weitere von ABN AMRO in der Analyse der gesamten DCF-Bewertung berücksichtigte Faktoren waren u.a.:

- gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)
- Kapitalauslagen in Prozent der Einnahmen für 2010 und die Terminal Value-Periode
- Erträge der europäischen Flüge (per 2008)

- Erträge der interkontinentalen Flüge (per 2008)
- Treibstoffkosten (per 2008)

5.2.3. *Entwicklungen des Börsenpreises*

ABN AMRO hat die Prämien, die im indikativen Barwert des Angebotes enthalten sind, gegenüber dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der SWISS-Aktien für die Perioden von einem, zwei und zwölf Monaten vor der Voranmeldung des ANGEBOTES am 29. März 2005 berechnet, ferner auch die Prämie gegenüber dem Schlusskurs vom 23. März 2005. Bei Letzterem beinhaltet das ANGEBOT eine Prämie von 1.2% über dem Schlusskurs der SWISS-Aktien am 23. März 2005 (CHF 8.85). Die Prämie gegenüber dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der Monatsperiode bis und mit 24. März 2005 beträgt 0.1%. Im Vergleich mit dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der SWISS-Aktien während zwei Monaten bzw. einem Jahr beläuft sie sich auf minus 0.7% bzw. minus 9.7%.

Angesichts der extrem tiefen Liquidität der SWISS-Aktien hielt ABN AMRO die Analyse der Prämien für nicht aussagekräftig, ausgenommen für Aktionäre mit ganz wenigen Titeln und vernachlässigbarem Handelsvolumen³.

5.2.4 *Analyse vergleichbarer Gesellschaften und Transaktionen*

Allgemein gesagt sind vergleichende Analysen mit so genannten Kennzahlen für eine ausgewählte Gruppe von Konkurrenten bei der Analyse der Luftfahrtsindustrie von begrenztem Wert. Der Grund dafür liegt in der Tatsache, dass für Fluggesellschaften, mehr als in jedem anderen Sektor, qualitative Aspekte einen wesentlichen Einfluss auf den finanziellen und operativen Erfolg haben. Bei der Auswahl von vergleichbaren Gesellschaften können diese qualitativen Aspekte nicht immer sachgerecht erfasst werden, was bei einer strikten Anwendung in der Auswahl einzelner Konkurrenten zu einer relativ kleinen Vergleichsgruppe führt.

Im vorliegenden Fall liegt ein weiterer erschwerender Faktor darin, dass der finanzielle Erfolg der SWISS in den letzten Jahren so war, dass von Kennzahlen abgeleitete, indikative Bewertungen nicht immer aussagekräftige Resultate liefern. Dementsprechend sollten die Feststellungen der Analyse vergleichbarer Gesellschaften und Transaktionen mit Zurückhaltung interpretiert werden.

Die Analyse von ABN AMRO zu vergleichbaren Gesellschaften kam zum Ergebnis, dass der Wert der AKTIE zwischen CHF 4.44 und CHF 11.14 liegt.

Die Analyse vergleichbarer Gesellschaften beginnt mit der Festlegung der Vergleichsgruppe. Zu diesem Zweck hat ABN AMRO einige öffentlich verfügbare, tatsächliche und prognostizierte

³ Historisch gesehen hatten bereits tägliche Handelsvolumen von 2'268 Aktien einen wesentlichen Einfluss auf den Aktienpreis (d.h. mehr als 5 % Kursveränderung).

Daten zu Finanzen, Betrieb und Börsenkurs von elf Gesellschaften studiert und verglichen. Die vergleichbaren Gesellschaften wurden in drei verschiedene Gruppen eingeteilt:

1. Grosse europäische Gesellschaften (Air France / KLM, British Airways und Lufthansa)
2. Nationale europäische (Netzwerk) Gesellschaften (Austrian Airlines, Alitalia, Finnair, Iberia und SAS)
3. Internationale Gesellschaften (Cathay Pacific, Quantas, Singapore Airlines)

Zusätzlich wurden zwei Billigfluggesellschaften (Easyjet, Ryanair) mit berücksichtigt, angesichts ihrer grundlegend anderen Betriebsstruktur jedoch lediglich zu Kontrollzwecken.

Gesellschaften in einer dieser Gruppen verfolgen jeweils ähnliche Businessmodelle und -strategien und operieren in der gleichen geografischen Region.

Unsere Analyse vergleichbarer Gesellschaften verwendet die folgenden Kennzahlen, um einen indikativen Wert aus der Marktbewertung der Vergleichsgesellschaften herzuleiten:

- *Enterprise Value / Sales:*
Die EV / Sales-Kennzahl, wobei der Enterprise Value definiert wird als Summe des Marktwertes des Kapitals plus Finanzschulden plus kapitalisierter Leasingaufwand plus Minority Interest minus Cash und Cash Equivalents.
- *Enterprise Value / EBITDAR:*
Die EBITDAR-Kennzahl, wobei EBITDAR definiert wird als Einkommen vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen, Amortisationen und Leasingaufwand.
- *Enterprise Value / EBIT:*
Die EBIT-Kennzahl, wobei EBIT als Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern definiert wird.

Die erste Kennzahl (EV / Sales) berücksichtigt die Profitabilität einer Fluggesellschaft nicht. Die EBIT-Kennzahl berücksichtigt die Tatsache, dass Fluggesellschaften unterschiedliche Finanzierungsmodelle für ihre Flotten haben, nicht. Demnach erachtet ABN AMRO die Kennzahl EV / EBITDAR als besseren Massstab im Vergleich zu EV / Sales und EV / EBIT :

- Leasingaufwand ist in der Bilanz nicht berücksichtigt. Um die unterschiedlichen Formen der Flottenfinanzierung bei verschiedenen Fluggesellschaften zu kompensieren, wurde der Leasingaufwand mit einem Faktor von 7.0 kapitalisiert und so im Unternehmenswert mitberücksichtigt.
- Auf ähnliche Weise wurde der EBITDA um den Leasingaufwand adjustiert (Flugzeugmieten).

Im Resultat erlauben die EBITDAR-Kennzahlen einen Vergleich von Trading Multiples unabhängig vom Finanzierungsmodell einer Flotte.

Die Resultate der Analyse waren die folgenden:

| | | EV / Sales | | | EV / EBITDAR | | | EV / EBIT | | |
|---|--------------|------------|------|------|--------------|------|------|-----------|-------|-------|
| | | 2004 | 2005 | 2006 | 2004 | 2005 | 2006 | 2004 | 2005 | 2006 |
| Grosse europäische Gesellschaften | Durchschnitt | 0.8x | 0.8x | 0.7x | 5.8x | 5.5x | 5.1x | 26.1x | 20.1x | 16.0x |
| | Median | 0.7x | 0.7x | 0.7x | 5.9x | 5.2x | 4.8x | 29.4x | 17.3x | 16.0x |
| Nationale Europäische (Netzwerk) Gesellschaften | Durchschnitt | 0.9x | 0.9x | 0.8x | 7.1x | 5.7x | 4.8x | 48.6x | 35.8x | 19.5x |
| | Median | 0.9x | 0.8x | 0.8x | 6.9x | 5.3x | 4.6x | 48.6x | 33.9x | 18.4x |
| Internationale Gesellschaften | Durchschnitt | 1.4x | 1.4x | 1.3x | 6.1x | 6.0x | 5.5x | 12.8x | 12.3x | 10.9x |
| | Median | 1.5x | 1.5x | 1.4x | 6.1x | 6.0x | 5.5x | 13.2x | 13.2x | 10.4x |
| Billigfluggesellschaften | Durchschnitt | 2.1x | 1.7x | 1.5x | 7.5x | 6.2x | 5.0x | 15.8x | 12.0x | 9.5x |

Weitere Details zu den Trading Multiples finden sich in Beilage 7.2.

Im Zusammenhang mit der Analyse vergleichbarer Gesellschaften hat ABN AMRO Finanz-, Betriebs- und Börseninformationen mit Bezug auf ausgewählte, angekündigte oder abgeschlossene Transaktionen in der Luftfahrtsindustrie berücksichtigt und analysiert. ABN AMRO hat dabei festgestellt, dass die Gründe wie auch die Begleitumstände für jede dieser Transaktionen sehr unterschiedlich waren und generell die Eigenarten solcher Transaktionen und der davon betroffenen Gesellschaften nicht direkt mit dem Angebot verglichen werden können. Obwohl keine uneingeschränkt vergleichbare Transaktion identifiziert werden konnte, wurde gleichwohl einige Transaktionen analysiert.

Die Analyse der vergleichbaren Transaktionen durch ABN AMRO kam zum Ergebnis, dass sich der Wert pro Aktie zwischen CHF 2.69 und CHF 8.53 bewegt.

Die Finanz- und Bewertungsdaten für diese Transaktionen sowie für die involvierten Parteien wurden von ABN AMRO angepasst, um vergleichbare finanzielle und Bewertungs-Massstäbe zu schaffen, wobei u.a. die Verschuldung bei allen Gesellschaften korrigiert wurde, um den Leasingaufwand wiederzugeben. Hernach hat ABN AMRO Transaktionen mit relevanten Charakteristiken ausgewählt, was eine Anzahl von Transaktionen aus jüngerer Zeit mit europäischen nationalen Gesellschaften ergab. ABN AMRO ist der Ansicht, dass die hervorgehobenen Transaktionen am ehesten relevant sind, da es sich um zeitlich relativ nahe Transaktionen handelt, bei denen die Zielgesellschaft nach Meinung von ABN AMRO am ehesten mit der SWISS vergleichbar sind, u.a. mit Bezug Businessmodell, Netzwerkrouen und geographische Abdeckung.

Die Resultate der Analyse sind die folgenden:

| Datum | Käufer | Zielgesellschaft | EV Sales | EV EBITDAR | EV EBITDA |
|-----------|-------------------------------------|--|-------------|---------------|--------------|
| 30-Sep-03 | Air France | KLM | 0.7x | 7.1x | 10.8x |
| 11-Sep-03 | SAS | Estonian Air | 0.8x | na | na |
| 9-Apr-03 | Lufthansa | Air Dolomiti | 2.1x | 8.2x | 23.7x |
| 7-Mar-03 | Lufthansa | Air Dolomiti | 2.1x | 8.3x | 24.2x |
| 11-Dec-02 | CSFB as seller to market | Austrian Airlines | 1.0x | 5.2x | 5.7x |
| 1-Feb-02 | Guy Wyser-Pratte (private investor) | Austrian Airlines | 1.0x | 5.3x | 5.9x |
| 2-Nov-01 | SAS | Spanair | 0.7x | na | nm |
| 1-Oct-01 | UBS , Credit Suisse Group | Crossair | 0.9x | nm | nm |
| 21-May-01 | SAS | Braathens | 0.2x | na | nm |
| 8-Mar-01 | British Airways | British Regional Air Lines Group | 1.4x | na | 22.0x |
| 6-Oct-00 | Air France | Brit Air | 0.1x | na | 11.5x |
| 10-Jul-00 | Air France | Regional Airlines | 0.4x | na | 11.4x |
| 19-Jun-00 | Air France | Brit Air | 0.1x | na | 11.1x |
| | | Durchschnitt - nationale Gesellschaften | 0.9x | 5.9x | 7.5x |
| | | Median - nationale Gesellschaften | 0.9x | 5.3x | 5.9x |

Ähnlich wie bei der Analyse der vergleichbaren Gesellschaften sind die EBITDAR-Kennzahlen als massgebliche Grösse zu betrachten.

5.2.5 Weitere Überlegungen

Betrachtet man lediglich Teile der Analysen oder die vorstehende Zusammenfassung, ohne die Analysen als Ganzes zu würdigen, könnte dies zu einer unvollständigen oder irreführenden Betrachtungsweise des Verfahrens, welche dem Urteil von ABN AMRO zugrunde liegt, führen. Keine Gesellschaft, Transaktion und kein Geschäft, die in den vorstehenden Analysen zum Vergleich herangezogen wurden, sind mit der SWISS oder dem Angebot identisch, und eine Beurteilung der Resultate dieser Analysen ist nicht ausschliesslich mathematischer Natur. Die Analysen wurden einzig zu dem Zweck erstellt, dass ABN AMRO dem Verwaltungsrat der SWISS ihre Äusserung abgeben konnte im Zusammenhang mit der Einschätzung des ANGEBOTS durch den Verwaltungsrat. Die Analysen beanspruchen nicht, eine Bewertung bzw. Reflektion des Preises, zu dem ein Unternehmen oder dessen Aktien tatsächlich verkauft werden können, zu sein. Diese können erheblich höher oder tiefer sein als der in diesen Analysen ermittelte Wert. Gleichermassen können die Einschätzungen oder Prognosen zukünftiger Resultate, die in den Analysen enthalten sind, nicht notwendigerweise auf den tatsächlichen Wert oder tatsächliche zukünftige Resultate schliessen lassen; diese können erheblich höher oder tiefer sein als durch diese Analysen angedeutet wird.

Darüber hinaus hat ABN AMRO in seinen Analysen zahlreiche Annahmen getroffen mit Bezug auf Leistungen der Luftfahrtsindustrie, allgemeine Geschäfts-, Wirtschafts-, Börsen- und Finanzmarktbedingungen und andere Umstände. Solchen Analyse sind unweigerlich mit einer erhebliche Ungewissheit behaftet, da sie auf zahlreichen Faktoren und Umständen ausserhalb der Kontrolle der Parteien oder ihrer Berater beruhen, und daher können weder SWISS, ABN AMRO oder sonst eine Person irgendeine Verantwortung dafür übernehmen, falls zukünftige Resultate

oder tatsächliche Werte wesentlich anders sind als in den Analysen und deren Prognosen und Einschätzungen. Die vorstehende Zusammenfassung der von ABN AMRO durchgeführten Analysen ist nicht und kann auch nicht eine vollständige Beschreibung der ABN AMRO Analysen sein.

5.3 Zusammenfassung

Wie vorstehend in Ziff. 5.2 beschrieben, hat ABN AMRO im Hinblick auf das Angebot die Eignung und die Anwendbarkeit unterschiedlicher analytischer Bewertungsmethoden im Zusammenhang mit der Fairness Opinion eingehend geprüft. Gestützt auf die indikative Bewertung auf Basis des Cash Flow als führende Methodik und im Lichte und unter Vorbehalt der vorstehenden Ausführungen kam ABN AMRO zum Ergebnis, dass sich der angemessene Wert pro AKTIE zwischen minus CHF 19.86 und minus CHF 0.97 bewegt.

6. Opinion

Gestützt auf und unter Vorbehalt der vorstehenden Ausführungen ist ABN AMRO der Ansicht, dass der PREIS im heutigen Zeitpunkt gegenüber den AKTIONÄREN aus finanzieller Optik als angemessen zu betrachten ist.

Amsterdam, 27 April 2005

/s/ *ABN AMRO Bank N.V.*

ABN AMRO Bank N.V.

7. Beilagen

7.1 Nähere Angaben zu den Kennzahlen der WACC-Kalkulation

7.1.1 Eigenkapital Beta

Das Eigenkapital Beta (β) wurde berechnet unter Bezug der durchschnittlich unlevered Betas einer Vergleichsgruppe von börsenkotierten Fluggesellschaften und hernach durch Relevering dieses Mittelwerts basierend auf der Soll-Kapitalstruktur für die SWISS. Die in der Vergleichsgruppe berücksichtigten Gesellschaften und ihre jeweiligen levered Betas (definiert als die Kovarianz des Aktienpreises mit dem lokalen Börsenindex) sind:

- Austrian Airlines (2.16)
- Air France – KLM (1.57)
- British Airways (2.33)
- Iberia (1.06)
- Lufthansa (1.28)
- SAS (1.06)

7.1.2 Soll-Kapitalstruktur

ABN AMRO hat die Nettoschuld / Eigenkapital-Kennzahl bei einer Vergleichsgruppe von börsenkotierten Fluggesellschaften analysiert. Sowohl aktuelle und prognostizierte Kennzahlen (für eine Periode von drei Jahren) wurden berücksichtigt. Aktuelle Zahlen basieren auf den neuesten (öffentlich) erhältlichen Informationen, und Analystenberichte wurden herangezogen als Quelle für prognostizierte Schuld- und Cash-Bestände. Nettoschulden beinhalten Leasingkosten kapitalisiert mit einem Faktor von 7.0.

Die in der Vergleichsgruppe aufgenommenen Gesellschaften sind Air France/KLM, British Airways, Finnair, Iberia, Lufthansa und Qantas. Austrian Airlines, Alitalia und SAS wurden aus der Analyse ausgeschlossen, weil die Struktur ihres kurzfristigen Fremdkapitals als nicht tragbar erscheint.

Die durchschnittliche Nettoschuld/Eigenkapital-Kennzahl der Vergleichsgruppe lautet.

- 2003/2004: 132%
- 2004/2005: 127%
- 2005/2006: 128%
- 2006/2007: 129%

7.2. Detaillierte Darstellung der Trading Multiples⁴

| | EV / Sales | | | EV / EBITDAR | | | EV / EBIT | | |
|--|------------|-------|-------|--------------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| | 2004F | 2005F | 2006F | 2004F | 2005F | 2006F | 2004F | 2005F | 2006F |
| Tier 1: Grosse europäische Gesellschaften | | | | | | | | | |
| Air France / KLM | 0.7x | 0.7x | 0.7x | 5.0x | 4.6x | 4.1x | 32.6x | 25.9x | 19.8x |
| British Airways | 1.0x | 1.0x | 1.0x | 6.4x | 6.5x | 6.3x | 16.3x | 17.3x | 16.0x |
| Lufthansa | 0.6x | 0.6x | 0.5x | 5.9x | 5.2x | 4.8x | 29.4x | 17.1x | 12.3x |
| Durchschnitt | 0.8x | 0.8x | 0.7x | 5.8x | 5.5x | 5.1x | 26.1x | 20.1x | 16.0x |
| Median | 0.7x | 0.7x | 0.7x | 5.9x | 5.2x | 4.8x | 29.4x | 17.3x | 16.0x |
| Tier 2: Nationale Europäische (Netzwerk) Gesellschaften | | | | | | | | | |
| Austrian Airlines | 1.2x | 1.1x | 1.1x | 8.1x | na | na | 72.6x | 45.9x | 27.5x |
| Alitalia | 1.0x | 1.0x | 1.0x | 42.4x | 82.3x | 9.4x | nm | nm | nm |
| Finnair | 0.7x | 0.7x | 0.6x | 4.3x | 3.5x | 3.2x | nm | 19.6x | 13.8x |
| Iberia | 0.9x | 0.8x | 0.8x | 5.7x | 5.3x | 4.6x | 24.7x | 22.0x | 14.2x |
| SAS | 0.9x | 0.9x | 0.8x | 10.4x | 8.2x | 6.7x | nm | 55.8x | 22.5x |
| Durchschnitt (excl. Alitalia) | 0.9x | 0.9x | 0.8x | 7.1x | 5.7x | 4.8x | 48.6x | 35.8x | 19.5x |
| Median (excl. Alitalia) | 0.9x | 0.8x | 0.8x | 6.9x | 5.3x | 4.6x | 48.6x | 33.9x | 18.4x |
| Tier 3: Internationale Gesellschaften | | | | | | | | | |
| Cathay Pacific | 1.7x | 1.6x | 1.5x | 6.6x | 6.4x | 5.6x | 13.2x | 13.2x | 10.4x |
| Quantas | 1.1x | 1.1x | 1.0x | na | na | na | 11.6x | 10.2x | 9.7x |
| Singapore Airlines | 1.5x | 1.5x | 1.4x | 5.6x | 5.7x | 5.4x | 13.6x | 13.4x | 12.5x |
| Durchschnitt | 1.4x | 1.4x | 1.3x | 6.1x | 6.0x | 5.5x | 12.8x | 12.3x | 10.9x |
| Median | 1.5x | 1.5x | 1.4x | 6.1x | 6.0x | 5.5x | 13.2x | 13.2x | 10.4x |
| Durchschnitt | 1.0x | 1.0x | 0.9x | 10.0x | 14.2x | 5.6x | 26.7x | 24.0x | 15.9x |
| Median | 1.0x | 1.0x | 1.0x | 6.1x | 5.7x | 5.4x | 20.5x | 18.4x | 14.0x |
| Referenz: Billigfluggesellschaften | | | | | | | | | |
| Easyjet | 0.9x | 0.7x | 0.6x | 5.4x | 4.3x | 3.5x | 17.6x | 11.8x | 9.1x |
| Ryanair | 3.3x | 2.7x | 2.3x | 9.6x | 8.0x | 6.4x | 13.9x | 12.1x | 9.8x |
| Durchschnitt | 2.1x | 1.7x | 1.5x | 7.5x | 6.2x | 5.0x | 15.8x | 12.0x | 9.5x |

⁴ Die Kennzahlen wurden auf Basis der Schlusskurse vom 18. März 2005 berechnet.