

Haftungsausschluss

- Dieses Dokument wurde von PricewaterhouseCoopers AG ("PwC") per 30. September 2011 für den Auftraggeber Gemeinderat Wohlen/AG als Diskussionspapier ausschliesslich zum internen Gebrauch durch den Gemeinderat Wohlen im Zusammenhang mit den Wertüberlegungen zur IBW erstellt.
- Die Weitergabe dieses Dokuments oder der in diesem Dokument enthaltenen Informationen an Dritte oder die Veröffentlichung oder Veränderung dieses Dokuments oder von Informationen in diesem Dokument ist nur mit vorgängiger schriftlicher Zustimmung von PwC zulässig. Eine solche Zustimmung liegt bezüglich dem Einwohnerrat Wohlen/AG vor, nicht jedoch bezüglich anderen Dritten.
- Dieses Dokument oder die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dürfen ohne vorgängige schriftliche Zustimmung von PwC weder ganz noch teilweise zu anderen als dem genannten Zweck genutzt werden.
- Unabhängig von einer allfälligen Zustimmung haftet PwC nicht für Schäden, welche infolge Verwendung dieses Dokuments oder von Informationen in diesem Dokument für andere Zwecke als im damaligen Auftrag mit dem Gemeinderat Wohlen/AG vereinbart, oder durch unberechtigte Dritte, beziehungsweise durch Veröffentlichung oder Veränderung dieses Dokuments oder von Informationen in diesem Dokument entstehen.
- Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen.
- PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence im Rahmen der Wertüberlegungen zur IBW durchgeführt. PwC hat die von der IBW zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen nicht geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind.

IB Wohlen AG

Wertüberlegungen





Dr. Marc Schmidli, CFA
Partner
T: +41 (0) 58 792 15 64
M: +41 (0) 79 211 77 86
marc.schmidli@ch.pwc.com

Nicolas Wyss, CFA
Manager
T: +41 (0) 58 792 14 63
M: +41 (0) 79 672 07 15
nicolas.wyss@ch.pwc.com

Gemeinderat Wohlen
Z.H. Walter Dubler
Gemeindeammann
Kapellstrasse 1
5610 Wohlen

30. September 2011

Sehr geehrter Herr Dubler

In der Beilage erhalten Sie den Bericht zu unseren Wertüberlegungen im Zusammenhang mit der Bewertung der IB Wohlen AG.

Das Team unter der Leitung von Marc Schmidli bestand aus Bewertungsspezialisten der Abteilung Corporate Finance / Valuation von PricewaterhouseCoopers AG („PwC“) in Zürich. Der Umfang unserer Arbeiten ist im Mandatsbrief vom 5. April 2011 definiert.

An dieser Stelle möchten wir für die konstruktive und kooperative Zusammenarbeit sowie für das uns entgegengebrachte Vertrauen bei der Erteilung des Auftrages herzlich danken.

Gerne stehen wir Ihnen für weitergehende Fragen zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen
PricewaterhouseCoopers AG

Dr. Marc Schmidli
Partner

Nicolas Wyss
Manager

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

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

Inhaltsverzeichnis

Kapitel		Seite
	Umfang und Vorgehensweise unserer Arbeiten	
1	Einleitung	1
2	Werte im Überblick	4
3	Wertherleitung anhand verschiedenen Bewertungsmethoden	7
	Anhänge	
1	Bewertungsannahmen und Businessplan	11
2	Kapitalkosten	17
3	Bewertungsmethoden	20
4	Abkürzungsverzeichnis	24

Kapitel 1

Einleitung

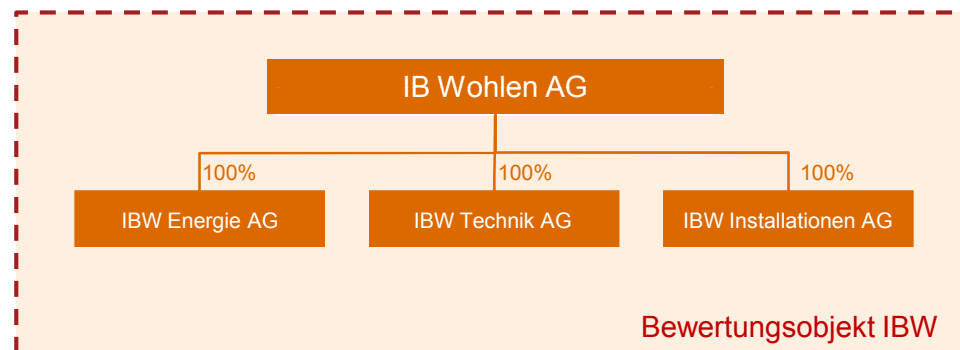
Ausgangslage, Auftrag sowie Bewertungsobjekt

Ausgangslage

- Die IB Wohlen AG wurde 1894 gegründet und hat sich seither zu einem umfassenden Energiedienstleister für Strom, Erdgas und Wasser in der Region Wohlen entwickelt.
- Das Unternehmen bietet eine breite Palette an Dienstleistungen an. Neben der eigentlichen Energieversorgung (diese beinhaltet auch die Wartung und Erneuerung der Netze sowie weiteren Anlagen) werden Elektroinstallationen und -planungen oder Beratungsdienstleistungen für die Installation von Solaranlagen angeboten. Zudem wird ein Elektrofachhandel betrieben und ein umfassender Pikett-Dienst unterhalten.
- Am 12. Oktober 2009 überwies der Einwohnerrat Wohlen das Postulat 11152 betreffend Bewertung der IB Wohlen AG, in welchem der Gemeinderat ersucht wird, den ungefähren Marktwert der IB Wohlen AG durch Fachleute feststellen zu lassen.

Auftrag und Bewertungsobjekt

- Vor diesem Hintergrund beauftragen Sie PwC, die IB Wohlen AG (inkl. Tochtergesellschaften) zu bewerten. Nachfolgend wird das Bewertungsobjekt mit IBW bezeichnet.
- Das Bewertungsobjekt IBW beinhaltet die Gesellschaften IB Wohlen AG, IBW Energie AG, IBW Technik AG sowie IBW Installationen AG.



Bewertungsmethodik

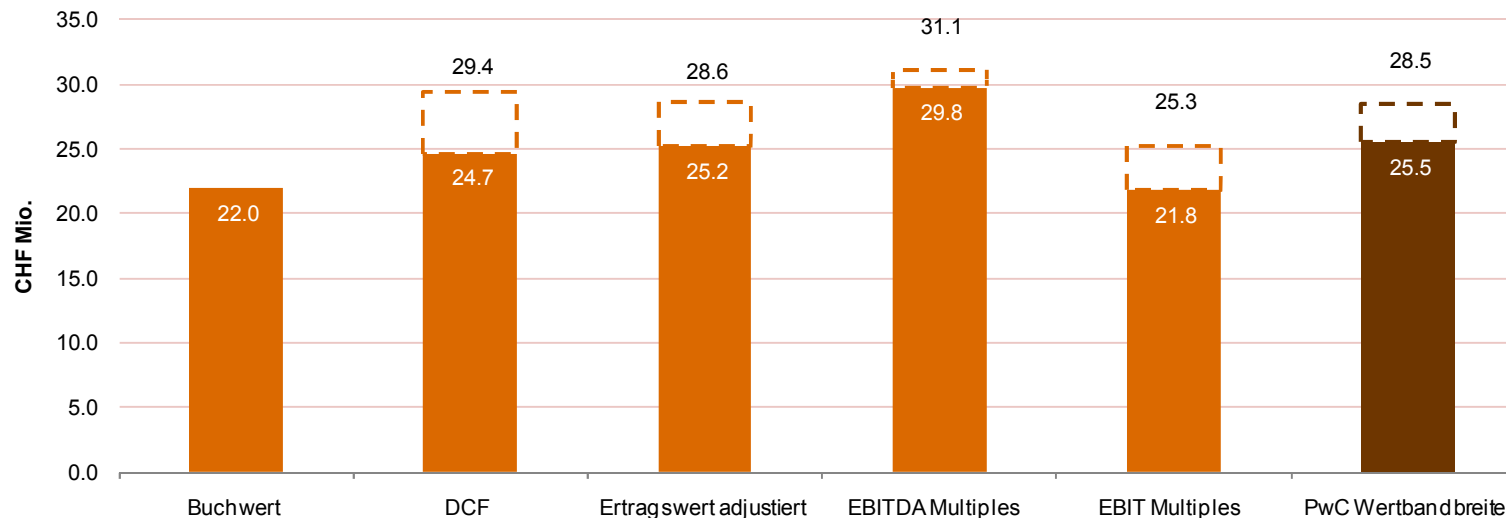
Bewertungsmethodik

- Die Bewertung der IBW wird basierend auf einem konsolidierten Businessplan (Top-down Bewertung) durchgeführt. Dieser beinhaltet die Finanzzahlen des Stammhauses IB Wohlen AG sowie der Tochtergesellschaften IB Wohlen Energie AG, IB Wohlen Technik AG sowie IB Wohlen Installationen AG.
- Die Top-down Bewertung erfolgt basierend auf der DCF-Methode, der Ertragswertmethode sowie der Multiples Analyse.
- Die IBW ist momentan dran, ihre Unternehmensstrategie zu überarbeiten. Ein Hauptbestandteil der neuen Strategie ist eine nachhaltige Energieversorgung (z.B. Förderung von erneuerbaren Energien sowie der dezentralen Stromerzeugung). Es gilt an dieser Stelle anzumerken, dass die neue Strategie nicht in den erhaltenen Businessplänen der IBW reflektiert ist.
- Die Bewertung der einzelnen Sparten bzw. Gesellschaften mit anschliessender Aufsummierung zum gesamten Unternehmenswert (Bottom-up Ansatz) führt in diesem Fall zu keinem konsistenten Bild, da die IBW prozess- und nicht spartenorientiert aufgestellt ist, d.h. die in den Businessplänen der einzelnen Gesellschaften reflektierten Finanzzahlen entsprechen nicht einer Stand Alone Sichtweise, da gewisse Dienstleistungen z.B. zentral vom Stammhaus (IB Wohlen AG) erbracht werden. Diese Kosten sind nicht in den Businessplänen der Tochtergesellschaften enthalten. Zudem sind gewisse Erträge in Tochtergesellschaften eng mit der Geschäftstätigkeit in den anderen Gesellschaften verbunden und entsprechen deshalb auch nicht einer Stand Alone Betrachtung. Aus diesen Gründen wird auf eine detaillierte Bottom-up Bewertung verzichtet. Stattdessen wird der prozentuale Wertanteil der vier Gesellschaften am gesamten Wert indikativ dargestellt.

Kapitel 2

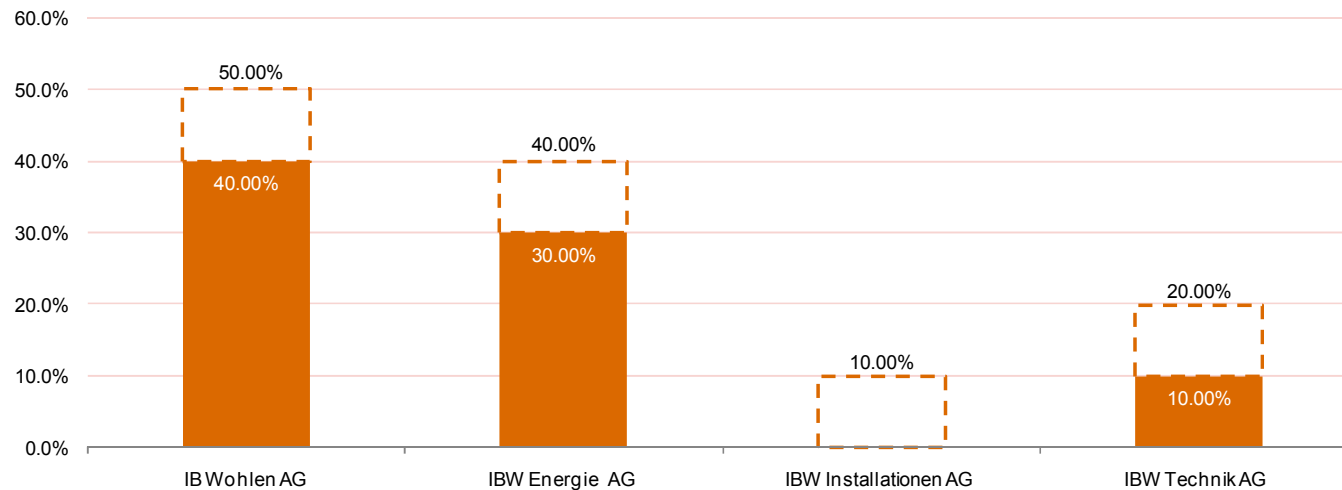
Werte im Überblick

Der hergeleitete Eigenkapitalwert der IBW beträgt zwischen CHF 25.5 Mio. und CHF 28.5 Mio.



- Die von PwC per Ende 2010 hergeleitete Wertbandbreite für das Eigenkapital (CHF 25.5 Mio. bis CHF 28.5 Mio.) liegt zwischen CHF 3.5 Mio. und CHF 6.5 Mio. über dem Buchwert des Eigenkapitals (CHF 22.0 Mio.).
- Die DCF-Methode ist unseres Erachtens die wesentlichste Bewertungsmethode. Basierend auf dieser Methode wurde ein Eigenkapitalwert von CHF 24.7 Mio. bis CHF 29.4 Mio. hergeleitet. Der Ertragswert ergibt eine Wertbandbreite, welche mit derjenigen der DCF-Methode vergleichbar ist (CHF 25.2 Mio. bis CHF 28.6 Mio.).
- Die zur Plausibilisierung angewendeten Bewertungsmethoden ergeben Eigenkapitalwerte, welche leicht über (EBITDA Multiples) bzw. leicht unter (EBIT Multiples) den per DCF hergeleiteten Werten liegen.

Die IB Wohlen AG* sowie die IBW Energie AG machen zusammen ca. 80% des gesamten Werts der IBW aus



- Die IB Wohlen AG ist das Stammhaus der IBW und macht zwischen 40% und 50% des totalen Werts aus. Im Stammhaus sind alle Netze (Strom, Erdgas, Wasser) sowie die zentralen Dienste angesiedelt. Dementsprechend stellen die Netznutzungsentgelte die Haupteinnahmequelle dar, wobei die Strom-Netznutzungsentgelte ca. 56%, die Erdgas-Netznutzungsentgelte ca. 24% und die Wassereinnahmen ca. 20% der totalen Erträge ausmachen (Durchschnittswerte 2007-2010).
- In der IBW Energie AG ist das Energiehandelsgeschäft, d.h. der Kauf von Energie (Strom/Erdgas/Wasser) bei Produzenten oder Grosshändlern sowie der Verkauf an Endkunden, angesiedelt. Der Wertbeitrag dieser Tochtergesellschaft beträgt ca. zwischen 30% und 40% am totalen Wert der IBW.
- Die beiden anderen Tochtergesellschaften (IBW Installationen AG sowie IBW Technik AG) machen zusammen zwischen 10% und 30% des totalen Werts aus. Es gilt an dieser Stelle anzumerken, dass bei der Wertherleitung für die IBW Technik AG angenommen wurde, dass der Umsatz/Gewinn, welcher intern mit dem Stammhaus gemacht wurde, auch mit Drittparteien erzielt werden könnte.

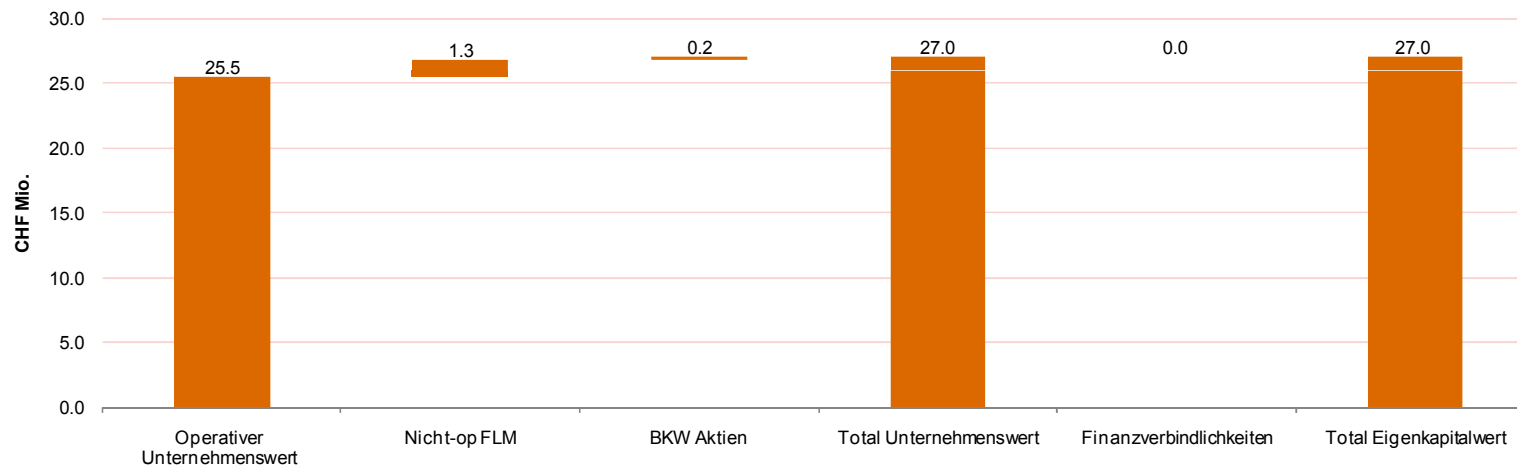
* Die auf dieser Seite gemachten Angaben zur IB Wohlen AG beziehen sich auf die Muttergesellschaft bzw. Stammhaus exkl. Tochtergesellschaften.

IB Wohlen AG • Wertüberlegungen

Kapitel 3

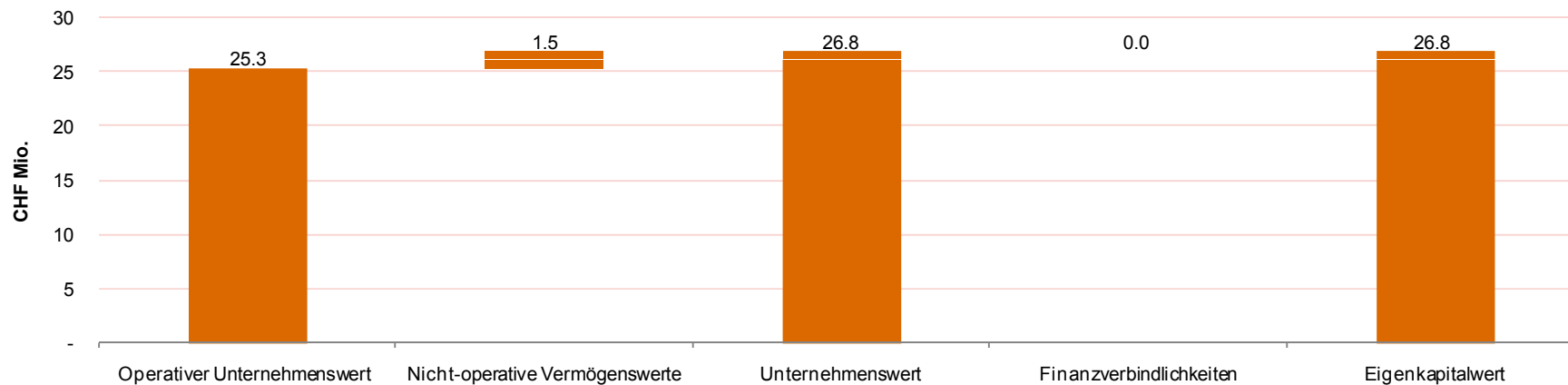
Wertherleitung anhand verschiedenen Bewertungsmethoden

Der per DCF-Methode hergeleitete Eigenkapitalwert der IBW beträgt CHF 27.0 Mio.



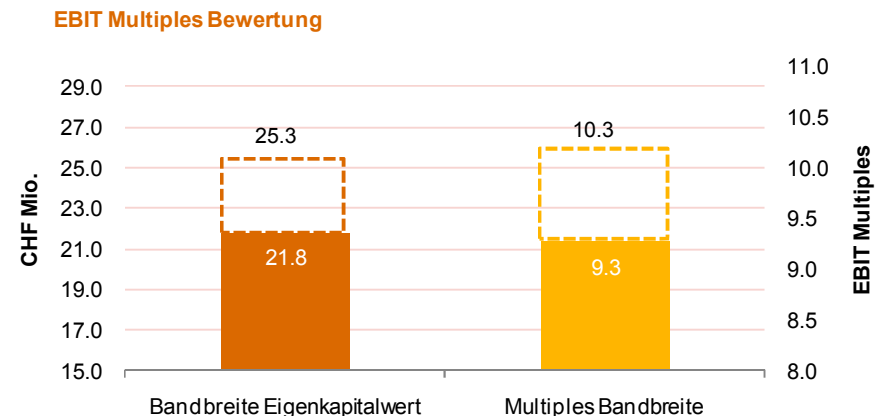
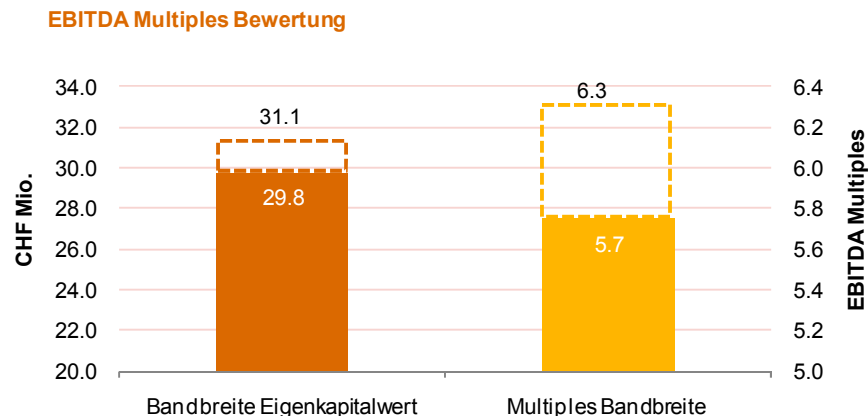
- Der operative Unternehmenswert der IBW basierend auf der DCF Methode beträgt CHF 25.5 Mio. Aufgrund der relativ hohen Investitionen im expliziten Planungshorizont (insgesamt werden im Zeitraum 2011-2016 CHF 24.9 Mio. investiert) und der dadurch resultierenden negativen Cash Flows wird der Eigenkapitalwert im Wesentlichen durch den Endwert bestimmt. Dieser beträgt CHF 28.6 Mio., während der Barwert der Cash Flows des expliziten Planungshorizonts (2011-2016) mit CHF -3.1 Mio. negativ ist.
- Zur Berechnung des Endwertes wird eine ewige Wachstumsrate von 1.25% und ein Diskontsatz (WACC) von 5.9% verwendet. Weitere wesentliche Werttreiber im Endwert sind die nachhaltige EBITDA Marge von 14.0% (entspricht der Marge im letzten Jahr des expliziten Planungshorizonts) sowie die nachhaltigen Investitionen / Abschreibungen von CHF 2.8 Mio.
- Die Addition der nicht-operativen Vermögenswerte (Nicht-operative flüssige Mittel in der Höhe von CHF 1.3 Mio. sowie BKW Aktien in der Höhe von CHF 0.2 Mio.) zum operativen Unternehmenswert ergibt einen totalen Unternehmenswert von CHF 27.0 Mio.
- Der totale Unternehmenswert entspricht dem Eigenkapitalwert, da die IBW kein Fremdkapital ausstehend hat.

Der Ertragswert von CHF 26.8 Mio. passt mit dem DCF-Wert von CHF 27.0 Mio. überein



- Basierend auf den Finanzzahlen der Jahre 2009 bis 2011 wird anhand der Ertragswertmethode ein operativer Unternehmenswert von CHF 25.3 Mio. ermittelt. Dieser Wert basiert auf einem normalisierten nachhaltigen EBITDA von CHF 4.8 Mio. und nachhaltigen Abschreibungen / Investitionen von CHF 3.4 Mio. Die nachhaltigen Investitionen beinhalten eine Zusatzkomponente von CHF 0.4 Mio., um folgenden Umstand Rechnung zu tragen:
 - Während der nachhaltige EBITDA des Ertragswerts etwa gleich hoch ist wie die zukünftigen EBITDA des DCF, sind die nachhaltigen Investitionen bedeutend tiefer als die im Businessplan vorgesehenen und somit im DCF berücksichtigten Investitionen. Um die für die Erhaltung des EBITDA Niveaus benötigten Investitionen zu berücksichtigen, wurden die Abschreibungen / Investitionen in der Ertragswertberechnung gemäss Businessplan um CHF 0.4 Mio. erhöht.
- Die Addition der nicht-operativen Vermögenswerte von CHF 1.5 Mio. zum operativen Unternehmenswert ergibt einen totalen Unternehmenswert von CHF 26.8 Mio. Der totale Unternehmenswert entspricht dem Eigenkapitalwert, da die IBW kein Fremdkapital ausstehend hat.

Der DCF- sowie Ertragswert lassen sich anhand der EBITDA und EBIT Multiples plausibilisieren



- Um die mittels DCF- und Ertragswertmethode hergeleiteten Eigenkapitalwerte der IBW zu plausibilisieren, wird zusätzlich die Multiples Methode angewendet, wobei auf die EBITDA und EBIT Multiples fokussiert wird.
- Die EBITDA Multiples Bewertung ergibt für das Eigenkapital eine Wertbandbreite von CHF 29.8 Mio. und CHF 31.1 Mio. Diese basiert auf Multiples zwischen 5.7x und 6.3x sowie auf den zu erwartenden EBITDA der IBW zwischen 2012 und 2014 in der Höhe von CHF 4.7 Mio. bis CHF 4.9 Mio. Aufgrund unzureichender Datenlage (bezüglich Analystenschätzungen) werden die Jahre 2015 und 2016 bei der Herleitung der Wertbandbreite nicht berücksichtigt.
- Die EBIT Multiples Bewertung ergibt für das Eigenkapital eine Wertbandbreite von CHF 21.8 Mio. und CHF 25.3 Mio. Diese basiert auf Multiples zwischen 9.3x und 10.3x sowie auf den zu erwartenden EBIT der IBW zwischen 2012 und 2014 in der Höhe von CHF 2.2 Mio. bis CHF 2.3 Mio.
- Insgesamt lässt sich festhalten, dass die Multiples Bewertung die per DCF- und Ertragswertmethode hergeleiteten Eigenkapitalwerte der IBW stützen.

Anhang 1

Bewertungsannahmen und Businessplan

Annahmen

Generelle Annahmen

Kommentar

Bewertungsstichtag

1. Januar 2011

Währung

Die der Bewertung zugrundegelegte Währung ist der Schweizer Franken.

Betrieblich notwendige flüssige Mittel

CHF 1.6 Mio. (entspricht 5% des konsolidierten Umsatzes)

Nicht-betriebliche Finanzanlagen

CHF 0.21 Mio. (3'000 BKW Aktien à CHF 70.7, dies entspricht dem Aktienpreis per 30.12.2010)
Der aktuelle BKW Aktienpreis (per 4.8.2011) beträgt CHF 48. Würden dementsprechend aktuelle Kurse für die nicht-betrieblichen Finanzanlagen verwendet, resultiert ein Wert von CHF 0.14 Mio.

Annahmen Erfolgsrechnung

Kommentar

Umsatzwachstum

Das durchschnittliche Umsatzwachstums zwischen 2011 und 2016 beträgt 2.0%. Gemäss Businessplan erfolgt im Jahr 2011 ein Wachstum von 13%, welches primär durch das Umsatzwachstum in der IBW Technik AG zurückzuführen ist.
Für den Endwert wird eine nachhaltige Wachstumsrate von 1.25% verwendet (dies entspricht der langfristig erwarteten Inflationsrate)

EBITDA Marge

Die EBITDA Marge sinkt im 2011 im Vergleich zum Vorjahr von 15.6% auf 12.6%. Dies ist gemäss Aussagen des Managements insbesondere auf höhere Verwaltungskosten in Zusammenhang mit regulatorischen Anforderungen zurückzuführen.
Im Folgejahr erhöht sich die Marge wieder leicht auf 13.3%, was u.a. auf der Margenverbesserung in der IBW Technik AG beruht (von 5.9% im 2011 auf 7.0% im 2012). Der Grund für die Verbesserung ist der höhere Anteil an verrechneten Stunden im 2012. Im Gegensatz zum verrechneten Material wird bei den Stunden eine bedeutend höhere Marge erzielt.

Annahmen

Annahmen Erfolgsrechnung

Kommentar

EBITDA Margen

Im 2016 wird von einer EBITDA Marge von 14% ausgegangen, welche auch für die Berechnung des Endwertes verwendet wird.

Abschreibungen

Die Abschreibungen im Zeitraum 2011 bis 2016 variieren zwischen CHF 2.4 Mio. und CHF 3.1 Mio. Im Jahr 2011 sind die Abschreibungen mit CHF 3.1 Mio. am höchsten, was u.a. auf die hohen Investitionen in diesem Jahr sowie auf die degressive Abschreibungsmethode zurückzuführen ist.

Nachhaltige Investitionen /
Abschreibungen

Es wird von nachhaltigen Investitionen / Abschreibungen in der Höhe von CHF 2.8 Mio. ausgegangen (dies entspricht dem Durchschnitt der Werte des expliziten Planungshorizonts).

Annahmen Bilanz / Cash Flow Statement

Kommentar

Investitionen

Die totalen Investitionen zwischen 2011 und 2016 betragen CHF 24.9 Mio. Neben den Ersatzinvestitionen ist in diesem Betrag auch die Erdgaserschliessung der Regionen Alporit / Boswil enthalten.

Rückstellungen

Die mit der Veränderung der Rückstellungen verbundenen negativen Cash Flows hängen zum Wesentlichen mit der Sanierung des Gaswerkareals zusammen. Zusätzlich fliessen zukünftig negative Cash Flows in Zusammenhang mit der Auflösung von Rückstellungen bzgl. Marktrisiken in das Cash Flow Statement ein.

Fremdkapital

Die relativ hohen Investitionen der nächsten Jahre (CHF 24.9 Mio. bis 2016) können nicht vollständig mit den operativ erwirtschafteten Cash Flows finanziert werden. Im Businessplan ist deshalb die Aufnahme von Fremdkapital in der Höhe CHF 4.0 Mio. bei der Aargauischen Kantonalbank vorgesehen.

Konsolidierte Erfolgsrechnung

In TCHF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Energie- und Wasserverkauf	22'251.4	25'574.4	22'884.4	23'847.8	25'593.9	25'892.1	26'168.1	26'448.5	26'732.1	27'021.1
Eigenleistungen	1'899.9	2'342.9	2'944.6	2'916.9	4'720.1	3'248.5	3'404.5	2'785.5	2'578.5	2'950.5
Übriger Betriebsertrag	4'512.1	6'656.5	5'781.6	5'313.2	5'996.7	6'003.7	6'009.3	6'014.4	6'019.1	6'024.2
Betriebsertrag	28'663.4	34'573.8	31'610.6	32'077.9	36'310.8	35'144.2	35'581.9	35'248.4	35'329.7	35'995.7
Ertragsminderungen				-	-	78.0	81.0	83.0	85.0	88.0
Total Nettoumsatz	28'663.4	34'573.8	31'610.6	32'077.9	36'310.8	35'222.2	35'662.9	35'331.4	35'414.7	36'083.7
Umsatz-Wachstum	n/a	20.6%	(8.6%)	1.5%	13.2%	(3.0%)	1.3%	(0.9%)	0.2%	2.1%
Produktions- und Beschaffungsaufwand	(11'918.4)	(14'118.9)	(10'871.0)	(11'173.0)	(13'255.5)	(13'445.0)	(13'648.0)	(13'905.0)	(14'116.0)	(14'331.0)
Bruttogewinn	16'745.0	20'454.9	20'739.6	20'904.9	23'055.3	21'777.2	22'014.9	21'426.4	21'298.7	21'752.7
Material- und Dienstleistungsaufwand, Netzbenutzung	(3'670.4)	(6'017.0)	(6'901.1)	(6'890.4)	(9'318.0)	(7'793.8)	(7'835.5)	(6'952.0)	(6'624.3)	(6'874.4)
Konzessionen	(252.7)	(249.3)	(300.2)	(262.5)	(274.2)	(274.0)	(274.0)	(274.0)	(274.0)	(274.0)
Personalaufwand	(6'248.5)	(6'803.8)	(7'202.1)	(7'066.2)	(7'097.9)	(7'204.0)	(7'312.0)	(7'422.0)	(7'533.0)	(7'646.0)
Miet-, Unterhalt-, Vw-, It-aufwand	(1'332.6)	(1'454.6)	(1'512.2)	(1'690.4)	(1'774.1)	(1'456.0)	(1'485.0)	(1'515.0)	(1'544.0)	(1'575.0)
Übriger Betriebsaufwand					-	(348.0)	(348.0)	(348.0)	(348.0)	(348.0)
EBITDA	5'240.8	5'930.2	4'824.0	4'995.4	4591.1	4701.4	4760.4	4915.4	4975.4	5035.4
EBITDA-Marge	18.3%	17.2%	15.3%	15.6%	12.6%	13.3%	13.3%	13.9%	14.0%	14.0%
Total Abschreibungen	(2'378.2)	(2'657.0)	(2'642.1)	(2'792.5)	(3'053.6)	(2'398.0)	(2'596.0)	(2'728.0)	(2'871.0)	(2'929.0)
EBIT	2'862.6	3'273.1	2'181.8	2'202.8	1'537.5	2'303.4	2'164.4	2'187.4	2'104.4	2'106.4
EBIT-Marge	10.0%	9.5%	6.9%	6.9%	4.2%	6.5%	6.1%	6.2%	5.9%	5.8%
EBIT-Wachstum	n/a	14.3%	(33.3%)	1.0%	(30.2%)	49.8%	(6.0%)	1.1%	(3.8%)	(3.7%)
Zinsertrag					21.5	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
Zinsaufwand					(20.3)	(102.0)	(182.0)	(202.0)	(202.0)	(202.0)
Nicht-operative Erträge	353.2	(30.9)	91.9	81.9	-	-	-	-	-	-
Gewinn vor Steuern (GvS)	3'215.8	3'242.2	2'273.8	2'284.8	1'538.7	2'236.4	2'017.4	2'020.4	1'937.4	1'939.4
GvS-Marge	11.2%	9.4%	7.2%	7.1%	4.2%	6.3%	5.7%	5.7%	5.5%	5.4%
Steueraufwand	(609.1)	(568.7)	(420.8)	(399.3)	(322.0)	(402.5)	(363.1)	(363.7)	(348.7)	(349.1)
Steuersatz	18.9%	17.5%	18.5%	17.5%	20.9%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
Reingewinn	2'606.7	2'673.5	1'853.0	1'885.5	1'216.8	1'833.8	1'654.3	1'656.7	1'588.7	1'590.3

Konsolidierte Bilanz

In TCHF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVEN										
Total flüssige Mittel	4'375.5	4'234.1	5'029.0	2'916.0	2'124.4	2'219.0	2'139.5	2'629.2	2'474.8	3'312.1
Debitoren	8'085.9	10'444.8	7'597.8	8'945.3	10'125.7	9'800.4	9'922.5	9'829.5	9'852.1	10'037.9
Vorräte	1'633.9	2'058.3	1'414.8	849.1	871.6	884.1	897.4	895.3	908.8	922.7
Übriges Umlaufvermögen	163.3	484.8	393.1	563.3	637.7	617.2	624.9	619.0	620.4	632.1
Total Umlaufvermögen	14'258.5	17'222.0	14'434.7	13'273.8	13'759.3	13'520.6	13'584.2	13'972.9	13'856.2	14'904.8
Sachanlagen	13'915.7	14'288.5	15'118.2	15'416.7	18'216.1	20'019.1	21'842.1	22'572.1	23'404.1	23'760.1
Strom	6'084.9	6'377.4	6'720.9	6'786.7						
Erdgas	3'790.6	3'921.8	3'961.6	3'774.0						
Wasser	4'040.2	3'989.3	4'435.8	4'856.0						
Mobile Sachanlagen	1'249.4	1'159.4	1'302.3	1'632.0	1'632.0	1'632.0	1'632.0	1'632.0	1'632.0	1'632.0
Immobilien Sachanlagen	236.0	142.5	2'420.3	4'137.9	4'137.9	4'137.9	4'137.9	4'137.9	4'137.9	4'137.9
Goodwill		83.0			-	-	-	-	-	-
Finanzanlagen	621.0	622.0	2'111.8	1'926.0	1'926.0	1'926.0	1'926.0	1'926.0	1'926.0	1'926.0
Total Anlagevermögen	16'022.1	16'295.4	20'952.6	23'112.6	25'912.0	27'715.0	29'538.0	30'268.0	31'100.0	31'456.0
Nicht-operative Aktiven					-	-	-	-	-	-
Total AKTIVEN	30'280.6	33'517.4	35'387.2	36'386.3	39'671.3	41'235.6	43'122.2	44'240.9	44'956.2	46'360.8
PASSIVEN										
Kreditoren	3'716.5	4'177.6	4'053.4	4'476.8	5'594.6	5'263.8	5'324.4	5'169.2	5'140.2	5'255.5
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten					-	-	-	-	-	-
Übrige kurzfristige Verbindlichkeiten	1'954.3	2'488.0	2'148.6	1'824.7	2'137.1	2'056.3	2'082.1	2'049.3	2'050.8	2'091.9
Kurzfristiges Fremdkapital	5'670.8	6'665.6	6'202.0	6'301.5	7'731.7	7'320.1	7'406.5	7'218.4	7'191.1	7'347.4
Langfristige Finanzverbindlichkeiten				-	1'000.0	1'500.0	3'500.0	4'000.0	4'000.0	4'000.0
Rückstellungen	6'494.0	6'862.4	8'302.8	8'116.9	7'754.9	7'396.9	5'542.9	4'692.9	3'846.9	3'504.9
Übrige langfristige Verbindlichkeiten				-	-	-	-	-	-	-
Langfristiges Fremdkapital	6'494.0	6'862.4	8'302.8	8'116.9	8'754.9	8'896.9	9'042.9	8'692.9	7'846.9	7'504.9
Total Fremdkapital	12'164.8	13'528.0	14'504.8	14'418.4	16'486.6	16'217.0	16'449.4	15'911.4	15'038.0	14'852.3
Aktienkapital	8'000.0	8'000.0	8'000.0	8'000.0	8'000.0	8'000.0	8'000.0	8'000.0	8'000.0	8'000.0
Reserven	10'115.8	11'989.4	12'882.4	13'967.9	15'184.7	17'018.5	18'672.8	20'329.5	21'918.2	23'508.5
Total Eigenkapital	18'115.8	19'989.4	20'882.4	21'967.9	23'184.7	25'018.5	26'672.8	28'329.5	29'918.2	31'508.5
Total PASSIVEN	30'280.6	33'517.4	35'387.2	36'386.3	39'671.3	41'235.6	43'122.2	44'240.9	44'956.2	46'360.8

* Die Reserven steigen im Verlauf der Jahre an, da angenommen wird, dass die IBW keine Dividenden ausschüttet.

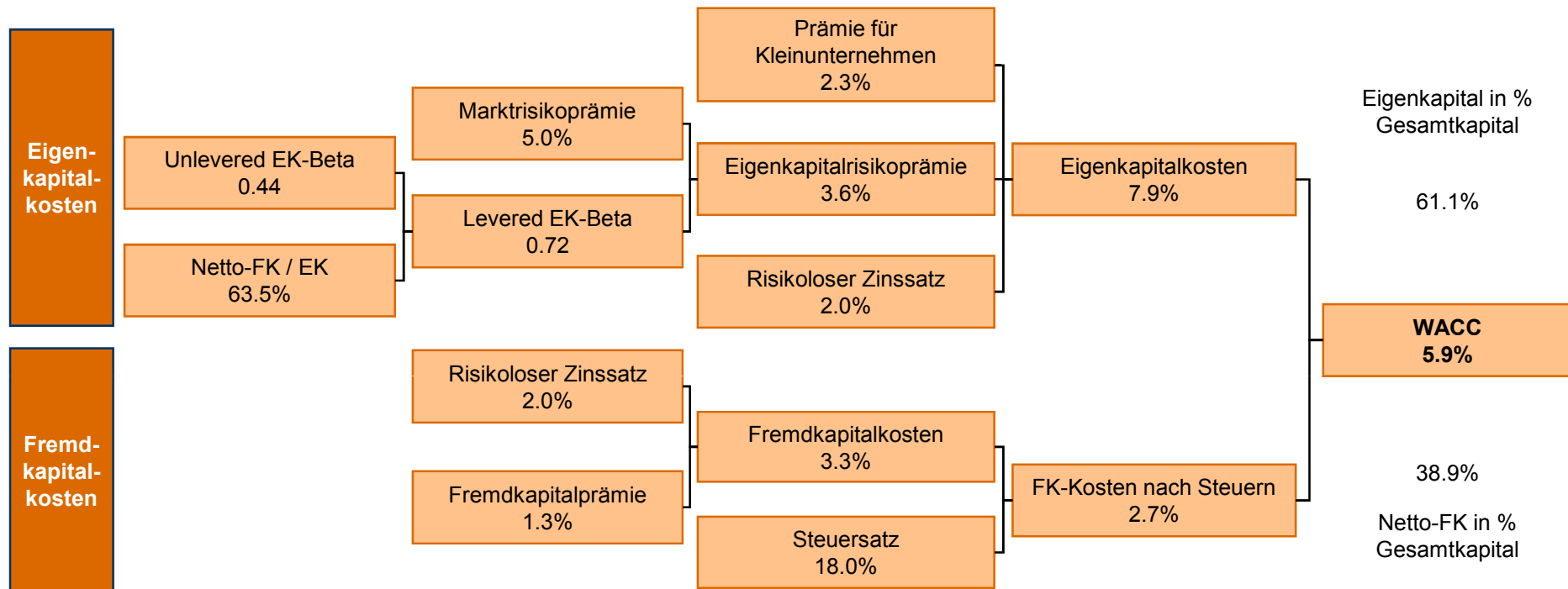
Konsolidierte Cash Flow Statement

In TCHF	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total Nettoumsatz	36'310.8	35'222.2	35'662.9	35'331.4	35'414.7	36'083.7
Umsatz-Wachstum	13.2%	(3.0%)	1.3%	(0.9%)	0.2%	2.1%
	5'296.4	5'344.0	5'403.0	5'558.0	5'618.0	5'678.0
EBITDA	4'591.1	4'701.4	4'760.4	4'915.4	4'975.4	5'035.4
EBITDA-Marge	12.6%	13.3%	13.3%	13.9%	14.0%	14.0%
Abschreibungen	(3'053.6)	(2'398.0)	(2'596.0)	(2'728.0)	(2'871.0)	(2'929.0)
EBIT	1'537.5	2'303.4	2'164.4	2'187.4	2'104.4	2'106.4
EBIT-Marge	6.5%	11.6%	10.2%	9.4%	8.7%	8.2%
Kalkulatorische Steuern auf EBIT	(321.7)	(414.6)	(389.6)	(393.7)	(378.8)	(379.1)
Steuersatz	20.9%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
NOPLAT	1'215.8	1'888.8	1'774.8	1'793.7	1'725.6	1'727.2
NOPLAT-Marge	3.3%	5.4%	5.0%	5.1%	4.9%	4.8%
NOPLAT-Wachstum	(33.1%)	55.3%	(6.0%)	1.1%	(3.8%)	(3.7%)
Abschreibungen	3'053.6	2'398.0	2'596.0	2'728.0	2'871.0	2'929.0
Rückstellungen	(362.0)	(358.0)	(1'854.0)	(850.0)	(846.0)	(342.0)
Veränderung Nettoumlaufvermögen	(58.7)	(19.9)	(78.6)	(70.4)	(69.1)	(88.3)
Cash flow aus Investitionstätigkeit	(5'853.0)	(4'201.0)	(4'419.0)	(3'458.0)	(3'703.0)	(3'285.0)
Freier Cash flow vor Finanzierungskosten (UFCF)	(2'004.2)	(292.1)	(1'980.8)	143.3	(21.5)	940.9

Anhang 2

Kapitalkosten

Der für die IBW ermittelte WACC beträgt 5.9%



Kapitalkosten – Parameter

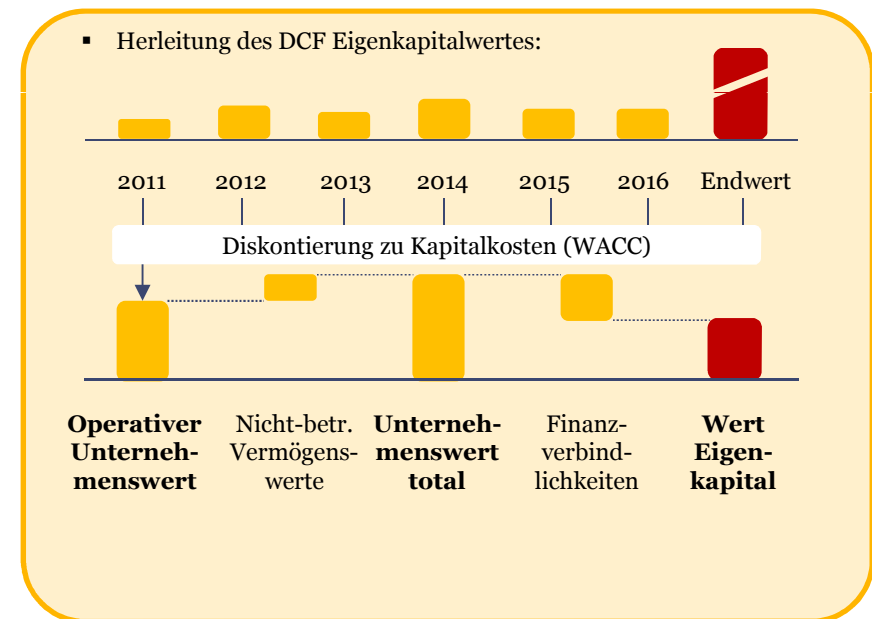
Parameter	Wert	Kommentar
Unlevered EK-Beta	0.44	Gemäss Analyse vergleichbarer Unternehmen (Quelle: Bloomberg per 1. Januar 2011).
Levered EK-Beta	0.72	Unlevered beta = levered beta / (1+(FK/EK)) gemäss Harris-Pringle-Formel.
Netto-FK / EK	63.5%	Optimale langfristige Ziel-Kapitalstruktur (Marktwerte) gemäss Analyse vergleichbarer Unternehmen (Quelle: Bloomberg per 1. Januar 2011).
Marktrisikoprämie	5.0%	Marktrisikoprämie Schweiz, Quelle: PwC basierend auf Pictet.
Risikoloser Zinssatz	2.0%	Rendite Bundesobligation mit einer Laufzeit von 20 Jahren, per 1. Januar 2011.
Prämie für Kleinunternehmen	2.3%	Prämie für kleinkapitalisierte Unternehmen basierend auf Ibbotson 2010 und eigenen Analysen. Sie reflektiert die erhöhten Risiko-/Renditeerwartungen, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmen verbunden sind.
Fremdkapitalprämie	1.3%	Erwartete Prämie auf risikolosem Zinssatz um Fremdkapital aufzunehmen. Durchschnittliche Fremdkapitalprämie im Energie-Sektor (Quelle: Itraxx Europe per Dezember 2010).
Steuersatz	18.0%	Durchschnittlicher Gruppensteuersatz (langfristig).

Anhang 3

Bewertungsmethoden

DCF-Methode

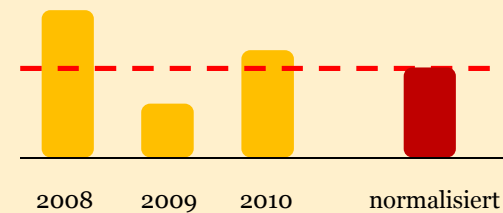
- Die Discounted Cash Flow (DCF)-Methode stellt in der Praxis die am häufigsten angewendete Technik dar.
- Der DCF-Ansatz basiert auf dem Gegenwartswert der erwarteten zukünftigen Free Cash Flows (Operativer Cash Flow abzüglich Investitionen in Working Capital und Sachanlagen).
- Die während des Prognosezeitraums anfallenden Free Cash Flows und der Endwert am Ende der Prognoseperiode werden mittels Kapitalkosten (WACC) zum Gegenwartswert diskontiert.
- Die Summe der diskontierten Free Cash Flows und des diskontierten Endwertes entspricht dem operativen Unternehmenswert.
- Der Wert des Eigenkapitals bestimmt sich durch Addition der nicht-betrieblichen Vermögenswerte und unter Abzug der Finanzverbindlichkeiten.



Ertragswertmethode

- Ausgangsbasis der Ertragswertmethode ist der normalisierte nachhaltige Gewinn. Der normalisierte nachhaltige (Vorsteuer-) Gewinn wird üblicherweise basierend auf aktuellen und historischen Erträgen, welche bezüglich einmaligen und ausserordentlichen Effekten bereinigt wurden, hergeleitet. Falls vorhanden, können auch Budgetzahlen berücksichtigt werden.
- Die Kapitalisierung der nachhaltigen Gewinne und die Berücksichtigung des Investitionsbedarfs für die Erzielung dieser nachhaltigen Ergebnisse führt zum operativen Unternehmenswert.
- Nach Addition der nicht-betrieblichen Vermögenswerte und nach Abzug der Finanzverbindlichkeiten resultiert der Eigenkapitalwert.

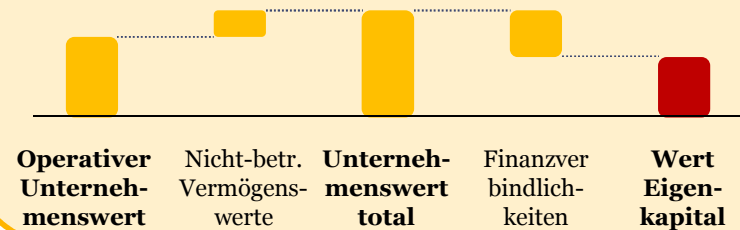
- Herleitung des normalisierten (Vorsteuer-) Gewinnes:



- Bestimmung des Kapitalisierungsfaktors:

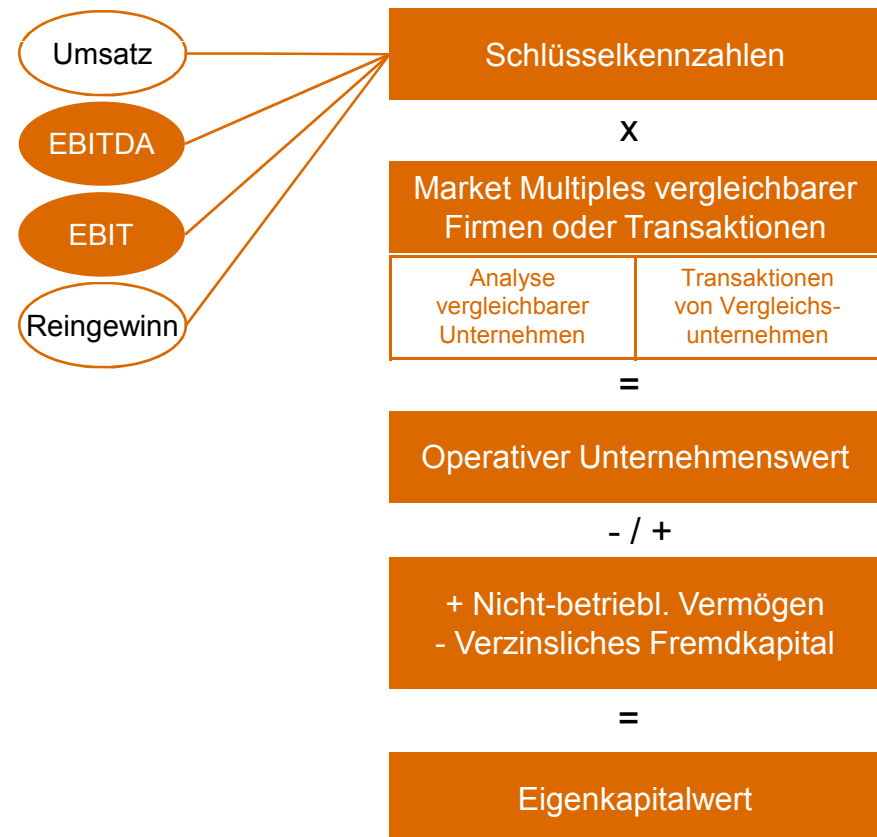
$$\frac{1}{(\text{Kapitalkosten} - \text{Wachstum})}$$

- Ermittlung des Eigenkapitalwertes der Unternehmung:



Multiples Bewertung

- Die Multiples Bewertung dient primär der Plausibilisierung der mittels DCF-Methode ermittelten Werte.
- Parallel zur DCF-Methode sowie zu den Erkenntnissen aus den verschiedenen Sensitivitätsanalysen wird der Eigenkapitalwert der verschiedenen Bewertungsobjekte mit Hilfe von Multiples (Umsatz-Multiples, EBITDA-Multiples, EBIT-Multiples und P/E-Ratios) von börsenkotierten Vergleichsunternehmen plausibilisiert.
- Durch diese Analyse kann eine Wertbandbreite – jeweils auf die verschiedenen Kennzahlen abgestützt – ermittelt werden, innerhalb derer ein plausibler Eigenkapitalwert liegen müsste.



Anhang 4

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bedeutung
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before interest and tax (= Operativer Gewinn vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation (= Operativer Gewinn vor Zinsen, Steuern, und Abschreibungen)
EK	Eigenkapital
FK	Fremdkapital
Mio.	Millionen
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (= Operativer Gewinn abzüglich angepasster Steuern)
P/E ratio	Price-Earnings ratio (= Kurs-Gewinn-Verhältnis)
T	Tausend
WACC	Weighted Average Cost of Capital (= Gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz)
z.B.	Zum Beispiel