

Pressemeddelelse



20. januar 2005

Elsam A/S
Tlf. 76 22 20 00
Vores ref. JNJ/JNJ
Dok. nr. 359990
Sag nr. E000371.03

Side 1 af 1

Elsams bestyrelse anbefaler fortsat en fusion med DONG - pressemeddelelse

Elsams bestyrelse har den 19. januar 2005 diskuteret og overvejet fordele og ulemper ved Vattenfalls tilbud af 17. januar 2005 til Elsams aktionærer.

En enig bestyrelse er af den opfattelse, at en fusion med DONG er mere attraktivt for Elsams aktionærer. Det aftalte bytteforhold og de øvrige betingelser i rammeaftalen giver aktionærerne en god mulighed for at få del i den fremtidige værdiskabelse i Elsam.

Det er bestyrelsens vurdering, at tilbuddene fra Vattenfall ikke afspejler Elsams potentielle værdi, ligesom der er en række u hensigtsmæssigheder i tilbuddenes forbehold. Bestyrelsen kan derfor ikke anbefale Elsams aktionærer at tage imod Vattenfalls tilbud.

Bestyrelsen har i beslutningen støttet sig til en "Fairness Opinion" fra Elsams finansielle rådgivere, Danske Markets, Corporate Finance og Dresdner Kleinwort Wasserstein.

Bestyrelsen er opmærksom på, at visse af Elsams aktionærer har et ønske om at frigøre kapital inden for en kortere tidsramme end aftalt i rammeaftalen. Bestyrelsen vil derfor indlede drøftelser med DONG og Finansministeriet om at tilgodese disse aktionærers ønske gennem et hurtigere aktietilbagekøb.

Bestyrelsen vil uddybe anbefalingen for aktionærerne på et møde den 24. januar 2005.

Bestyrelsens redegørelse til aktionærerne vedlægges denne pressemeddelelse.

Yderligere oplysninger fås ved henvendelse til

Elsams bestyrelsesformand Jens Bahne Jørgensen, tlf. 4033 8252

eller

Elsams administrerende direktør Peter Høstgaard-Jensen, tlf. 7622 2002, mobil 4010 8871



Til Elsams aktionærer

Elsam A/S
Direktion
Overgade 45
7000 Fredericia
www.elsam.dk

Tlf. 76 22 20 02
Fax 76 22 19 62

20. januar 2005

CVR-nr. 25460715

Vores ref. TB/TB
Tlf. 76 22 20 02
tb@elsam.com
Dok. nr. 359800
Sag nr. E000052.05

Redegørelse fra bestyrelsen vedr. rammeaftale om fusion mellem DONG A/S og Elsam A/S og tilbud fra Vattenfall AB til visse af Elsams aktionærer

Side 1

Elsam A/S ("Elsam") indgik den 10. december 2004 en rammeaftale ("Rammeaftalen") med DONG A/S ("DONG") og Finansministeriet om en mulig fusion mellem Elsam og DONG.

Vattenfall AB ("Vattenfall") afgav den 17. januar 2005 to tilbud om køb af aktier i Elsam til de af Elsams aktionærer, som har tiltrådt Procesaftale II dateret 13. oktober 2004. Det ene tilbud indeholder en fast pris for aktier i Elsam ("Tilbud til fast pris"). Det andet tilbud indeholder en variabel pris for aktier i Elsam ("Tilbud til basispris plus tillæg").

Denne redegørelse fra Elsams bestyrelse ("Bestyrelsen") beskriver Rammeaftalen, Tilbud til fast pris og Tilbud til basispris plus tillæg, Bestyrelsens vurdering af fordele og ulemper samt Bestyrelsens konklusion og anbefaling.

Rammeaftale om fusion mellem DONG og Elsam med efterfølgende børsnotering

Elsam har tidligere over for aktionærerne redegjort for indholdet af Rammeaftalen, hvorfor nærværende gennemgang fokuserer på de væsentligste elementer i den indgåede aftale.

Den foreslåede fusion sker på grundlag af en værdi af Elsam på DKK 28 mia. og en værdi af DONG på DKK 21 mia. eksklusive DONGs indirekte ejede aktier i Elsam, i alt. 22 pct. Udbytte, der deklarerer på grundlag af udlodninger fra DONG og Elsam for 2004 tilfalder staten for udlodninger fra DONG og Elsams aktionærer (inklusive EnergiGruppen Jylland EI A/S og EnergiMidt Net A/S) for udlodninger fra Elsam. Det er aftalt, at DONGs udbytte maksimalt udgør 680 mio. kr. og Elsams udbytte maksimalt 450 mio. kr.

Der dannes et holdingselskab ("Holdingselskabet"), der skal besidde ikke under 50,1% af aktiekapitalen og stemmerne i det fusionerede selskab ("Elsam/DONG"). Holdingselskabet ejes med mere end 50% af staten og mindst 25% af Elsams aktionærer. Holdingstrukturen ophæves efter 10 år.

Det planlægges at børsnotere Elsam/DONG i slutningen af 2005 eller i 1. halvår 2006. I forbindelse med børsnoteringen fastholder Holdingselskabet sin

ejerandel på mindst 50,1%. Ved børsnoteringen forventes et udbud af aktier i Elsam/DONG på op til 30% af aktiekapitalen.

Elsam A/S
Dok. nr. 359800

Side 2

Det er hensigten at tilpasse Elsam/DONGs kapitalstruktur og tilrettelægge en udbyttepolitik, der maksimerer værdien af Elsam/DONG. Der forventes en udbyttepolitik med en udbyttebetaling på ca. 40% af resultatet efter skat.

Vattenfalls tilbud til visse af Elsams aktionærer

Nærværende gennemgang fokuserer på de væsentligste elementer af de af Vattenfall fremsatte tilbud. Der henvises til de fremsendte tilbud for detaljeret information om tilbuddenes indhold.

Generelt

Aktionærer, som accepterer Vattenfalls tilbud, skal overdrage hele deres aktiebeholdning til Vattenfall, enten ved at overdrage aktierne nu eller ved købsoption (call option). Indehaveren af en købsoption har ret til at erhverve aktier på et senere tidspunkt, men giver ikke en pligt til at erhverve aktierne. Det er således ikke muligt for en aktionær, som accepterer Vattenfalls tilbud at beholde nogen del af sin aktiebeholdning.

Såfremt en aktionær ikke ønsker at sælge alle sine aktier nu, skal Vattenfall have en uigenkaldelig og betingelsesløs køberet (call option) til alle aktionærens resterende aktier, til udnyttelse på det tidspunkt, hvor aktionæren ønsker at sælge de resterende aktier, dog ikke senere end 4. februar 2008.

Begge tilbud er betinget af godkendelse fra alle relevante konkurrencemyndigheder, godkendelse fra Elsams bestyrelse i henhold til vedtægternes § 6 og at der ikke sker udlodning af midler fra Elsam, herunder i forbindelse med udbytte, nedsættelse af aktiekapitalen, tilbagekøb af aktier eller lignende.

Udbytte af de aktier, der erhverves endeligt efter Tilbud til fast pris og Tilbud til basispris plus tillæg, tilfalder Vattenfall for så vidt angår 2004. Udbytte af de aktier, hvortil Vattenfall har fået køberet (call option), tilfalder aktionæren indtil Vattenfall endeligt erhverver aktierne.

Vattenfall understreger, at Vattenfall ved afgivelse af tilbud og køb af aktier ikke bliver bundet af eksisterende aktionæroverenskomster mellem aktionærerne i Elsam.

Tilbud til fast pris

Der tilbydes en pris på DKK 940 pr. aktie for de aktier, som er erhvervet under forkøbsretsrunderen, der blev gennemført i efteråret 2004 ("Hobro-aktier").

Der tilbydes en fast pris på DKK 1.250 pr. aktie for øvrige aktier, såfremt Vattenfall erhverver 33,4% eller mere af aktiekapitalen i Elsam ved de to afgivne tilbud.

Såfremt Vattenfall erhverver mindre end 33,4% af aktiekapitalen i Elsam, reduceres prisen for de øvrige aktier med DKK 100 pr. aktie svarende til en pris på DKK 1.150.

Elsam A/S
Dok. nr. 359800

Side 3

Tilbud til basispris plus tillæg

Der tilbydes en pris på DKK 940 pr. aktie for de Hobro-aktier, som er erhvervet under forkøbsretsrunderen, der blev gennemført i efteråret 2004.

For 50% af de øvrige aktier, der sælges i henhold til dette tilbud, tilbydes der en fast basisdel af købesummen som udgør DKK 1.300 pr. aktie, såfremt der erhverves 33,4% eller mere af aktiekapitalen i Elsam. Såfremt Vattenfall erhverver mindre end 33,4% af aktiekapitalen i Elsam, reduceres den faste basisdel med DKK 100 pr. aktie svarende til en pris på DKK 1.200.

For 50% af de øvrige aktier, der sælges i henhold til dette tilbud, tilbydes der en basisdel af købesummen plus tre mulige tillæg. Basisdelen udgør DKK 1.150 pr. aktie, såfremt der erhverves 33,4% eller mere af aktiekapitalen i Elsam. Såfremt Vattenfall erhverver mindre end 33,4% af aktiekapitalen i Elsam, reduceres basisprisen med DKK 100 pr. aktie svarende til en pris på DKK 1.050 pr. aktie.

Den gennemsnitlige faste pris for aktier afstået i henhold til Tilbud til basispris med tillæg bliver således DKK 1.225 pr. aktie (når der bortses fra eventuelle tillæg), såfremt der erhverves 33,4% eller mere af aktiekapitalen i Elsam. Såfremt Vattenfall erhverver mindre end 33,4% af aktiekapitalen i Elsam reduceres den gennemsnitlige faste pris til DKK 1.125 pr. aktie (når der bortses fra eventuelle tillæg).

Tillæggene betales kun på 50% af basisdelen, og disse mulige tillæg har således kun 50% værdi ved beregning af værdi pr. aktie afstået i henhold til dette tilbud.

Der betales et tillæg på DKK 150 på 50% af basisdelen, såfremt Elsam erhverver mere end 50% af aktiekapitalen i ENERGI E2 A/S ("ENERGI E2") inden udgangen af 2006. Dette vil dog blive reduceret såfremt aktierne i ENERGI E2 erhverves til en pris (Enterprise value), der er højere end DKK 14,9 mia. for hele ENERGI E2, eller såfremt konkurrencemyndighederne ved godkendelse af Elsams erhvervelse af aktierne kræver, at der skal ske frasalg af kapacitet tilhørende ENERGI E2, Elsam eller Vattenfall.

Såfremt Elsam børsnoteres inden udgangen af 2006, betaler Vattenfall 50% af den gevinst, som Vattenfall måtte opnå på 50% af basisdelen, der sælges under Tilbud til basispris (afsnit 2.3.1.2) hvortil skal tillægges et eventuelt tillæg vedrørende køb af ENERGI E2.

Endelig vil der blive betalt et tillæg på DKK 150 på 50% af basisdelen, såfremt Elsam og ENERGI E2 opnår et sammenlagt gennemsnitsniveau for salgsprisen pr. MWh el på mindst DKK 268 for perioden 1. januar 2005 – 1. januar 2010.

Fordele og ulemper ved rammeaftale om fusion mellem DONG og Elsam og efterfølgende børsnotering

Elsam A/S
Dok. nr. 359800

Side 4

Det er bestyrelsens opfattelse, at Rammeaftalen indeholder følgende fordele for aktionærerne:

- Det opnåede bytteforhold og øvrige betingelser i Rammeaftalen er fordelagtige for Elsam's aktionærer
- Elsam's overordnede strategi kan gennemføres i dette regi, og det er vurderingen, at Elsam/DONG vil udgøre en stærk konsolideringsplatform i Danmark og i udlandet
- Fusionen mellem DONG og Elsam indeholder et betydeligt synergipotential både hvad angår omkostningsmæssige og strategiske synergier
- Fusionen mellem DONG og Elsam indeholder et langsigtet værdipotential for Elsam's aktionærer, samtidig med at Elsam's aktionærer i en 10-årig periode får væsentlig indflydelse på Elsam/DONG via medejerskabet af Holdingselskabet
- Det vurderes, at være en fordel for Elsam at have Staten som medspiller og medaktionær i en sektor med stor politisk fokus og bevågenhed
- Børsnoteringen af Elsam/DONG vil give Elsam's aktionærer muligheden for at realisere en del af deres aktieholdninger inden for de næste 12-18 måneder
- Aktionærer, der allerede nu måtte ønske at få frigjort likviditet, kan vælge at sælge Hobro-aktierne til EnergiGruppen Jylland EI A/S til kurs 930 pr. aktie
- Elsam's aktionærer bevarer muligheden for at realisere en kontrolpræmie for Elsam/DONG, såfremt det på et fremtidigt tidspunkt besluttes at gennemføre et salg af Holdingselskabet
- Da der er tale om en fusion mellem et gasselskab og et elselskab, er det vurderingen, at det vil være muligt at få godkendt fusionen af konkurrencemyndighederne på acceptable vilkår

Bestyrelsen har i sin vurdering af Rammeaftalen også overvejet følgende ulemper for aktionærerne:

- Børsnoteringen af Elsam/DONG planlægges gennemført i slutningen af 2005 eller i 1. halvår 2006. Dette betyder, at Elsam's aktionærer må vente i 12-18 måneder, før der vil blive mulighed for at få frigivet en del af den kapital, som aktionærerne i Elsam har bundet i aktier i Elsam. Aktionærerne er yderligere bundet af en lock-up periode på 12 måneder efter børsnoteringstidspunktet, før der kan sælges yderligere aktier. Yderligere skal Elsam's aktionærer være indstillet på at binde en væsentlig del af deres aktiebesiddelser i Holdingselskabet i en periode på 10 år

- En børsnotering på et fremtidigt tidspunkt vil være underlagt usikkerhed i relation til virksomhedsspecifikke og markedsmæssige forhold. Der må ligeledes forventes en såkaldt børsnoteringsrabat i forbindelse med udbud af aktier ved en børsnotering. Der kan således ikke gives nogen sikkerhed for hvilken pris, som det vil være muligt for en aktionær at opnå for sine aktier ved en børsnotering på et fremtidigt tidspunkt
- Den af EnergiGruppen Jylland El A/S tilbudte pris på DKK 930 pr. aktie for Hobro-aktierne vurderes ikke at afspejle værdien af Elsams fremtidige indtjeningspotentiale
- Staten kan gå fra Rammeaftalen hvis Elsams aktionærer sælger til Vattenfall

Elsam A/S
Dok. nr. 359800

Side 5

Fordele og ulemper ved de af Vattenfall fremsatte tilbud

Tilbud om fast pris

Det er bestyrelsens opfattelse, at Tilbud om fast pris indeholder følgende fordele:

- Tilbuddet giver Elsams aktionærer et kontant alternativ, som giver aktionæerne mulighed for at frigøre den kapital, som Elsams aktionærer har bundet i Elsam-aktier
- Aktionæerne kan vælge ikke at afstå de aktier, man endnu ikke har ejet i tre år, men i stedet give Vattenfall en købsoption på køb af disse aktier
- Tilbudsprisen på DKK 940 for Hobro-aktierne udgør en præmie på 5,6% i forhold til sidste forkøbsretspris på DKK 890
- Tilbudsprisen på DKK 1.150 for øvrige aktier udgør en præmie på 29,2% i forhold til sidste forkøbsretspris på DKK 890 (erhvervelse af mindre end 33,4%)
- Tilbudsprisen på DKK 1.250 for øvrige aktier udgør en præmie på 40,4% i forhold til sidste forkøbsretspris på DKK 890 (erhvervelse af 33,4% eller mere)

Bestyrelsen har i sin vurdering af Tilbud om fast pris også overvejet følgende ulemper for aktionæerne:

- Det er efter Bestyrelsens opfattelse problematisk, at Vattenfalls tilbud de facto tilbyder to forskellige priser til Elsams aktionærer alt afhængig af om den enkelte aktionær erhvervede Hobro-aktier i efteråret 2004. Aktionærer der erhvervede Hobro aktier vil således realisere en væsentlig lavere gennemsnitspris ved accept af Vattenfalls tilbud end aktionærer, der ikke erhvervede Hobro-aktier
- Når der henses til, at der kun bydes DKK 940 pr. aktie for Hobro-aktier er den samlede vægtede tilbudspris pr. aktie for aktionærer, der erhvervede

Hobro-aktier, henholdsvis DKK 1.094 (erhvervelse af mindre end 33,4%) og DKK 1.167 pr. aktie (erhvervelse af 33,4% eller mere)

Elsam A/S
Dok. nr. 359800

Side 6

- Set som en helhed er det vurderingen, at de af Vattenfall tilbudte priser ikke afspejler værdien af Elsams fremtidige indtjeningspotentiale for Elsams aktionærer som en helhed eller den eventuelle værdi af positiv eller negativ kontrol i Elsam.
- Da aktionærer omfattet af Procesaftale II har intern forkøbsret, kan aktionærer, der ikke ønsker at acceptere Vattenfalls tilbud, vælge at udnytte deres forkøbsret, således at Vattenfall alene erhverver en andel på mindre end 33,4% af aktierne med deraf følgende lavere afregningskurs
- Ved accept af tilbuddet overgår retten til udbytte for regnskabsåret 2004 til Vattenfall
- Aktionærer, som accepterer Vattenfalls tilbud, skal overdrage hele deres aktiebeholdning til Vattenfall. Der åbnes således ikke mulighed for et delvist salg, hvorfor den accepterende aktionær afskæres fra at få del i Elsams langsigtede værdipotentiale for så vidt angår en del af sin aktiebeholdning
- Aktionærer, der måtte ønske at give Vattenfall en købsoption, har ikke sikkerhed for, at Vattenfall udnytter købsoptionen, da Vattenfall kun har en ret - men ikke en pligt - til at købe aktierne
- Det er vurderingen, at det vil være sværere at gennemføre Elsams strategi om konsolidering af den danske kraftværkssektor med Vattenfall som aktionær i Elsam
- Tilbuddet er betinget af konkurrencemyndighedernes godkendelse. Det er usikkert hvilke krav konkurrencemyndighederne eventuelt måtte stille for at godkende transaktionen og hvilke betingelser Vattenfall eventuelt vil kunne acceptere. Dermed påtager aktionærerne sig risikoen for, at transaktionen ikke bliver gennemført eller bliver genforhandlet
- Såfremt Vattenfall måtte vælge ikke at gennemføre aktiekøbet i henhold til dette tilbud, fordi Vattenfall ikke kan acceptere eventuelle betingelser fra konkurrencemyndighederne, er det sandsynligt, at Elsams aktionærer ikke vil have mulighed for at vælge fusionsløsningen, fordi denne løsning vil være bortfaldet
- Tilbuddet giver ikke aktionærerne top-op betaling, såfremt Vattenfall efterfølgende måtte erhverve aktier i Elsam til en højere kurs, end aktionærerne har modtaget
- Tilbuddet er ikke rettet til alle aktionærer i Elsam, hvilket skaber en uhenigtsmæssig forskelsbehandling mellem Elsams aktionærer

Tilbud om basispris plus tillæg

Elsam A/S
Dok. nr. 359800

Det er bestyrelsens opfattelse, at Tilbud om basispris plus tillæg indeholder følgende fordele:

Side 7

- Tilbuddet giver Elsams aktionærer et kontant alternativ, som giver aktionærene mulighed for at frigøre kapital, som Elsams aktionærer har bundet i Elsam-aktier
- Aktionærene kan vælge ikke at afstå de aktier, man endnu ikke har ejet i tre år, men i stedet give Vattenfall en købsoption på køb af disse aktier
- Tilbudsprisen på DKK 940 for Hobro-aktierne udgør en præmie på 5,6% i forhold til sidste forkøbsretspris på DKK 890
- Gennemsnittet af den faste basisdel på DKK 1.200 pr. aktie og basisdelen uden tillæg på DKK 1.050 = DKK 1.125 for øvrige aktier udgør en præmie på 26,4% i forhold til sidste forkøbsretspris på DKK 890 (erhvervelse af mindre end 33,4%)
- Gennemsnittet af den faste basisdel på DKK 1.300 pr. aktie og basisdelen uden tillæg på DKK 1.150 = DKK 1.225 for øvrige aktier udgør en præmie på 37,6% i forhold til sidste forkøbsretspris på DKK 890 (erhvervelse af 33,4% eller mere)

Bestyrelsen har i sin vurdering af Tilbud om basispris plus tillæg også overvejet følgende ulemper for aktionærene:

- Det er generelt opfattelsen, at dette tilbud er kompliceret konstrueret og derfor kræver nøje overvejelser
- Det er efter Bestyrelsens opfattelse problematisk, at Vattenfalls tilbud de facto tilbyder to forskellige priser til Elsams aktionærer alt afhængig af om den enkelte aktionær erhvervede Hobro-aktier i efteråret 2004. Aktionærer der erhvervede Hobro aktier vil således realisere en væsentlig lavere gennemsnitspris ved accept af Vattenfalls tilbud end aktionærer, der ikke erhvervede Hobro-aktier
- Når der henses til, at der kun bydes DKK 940 pr. aktie for Hobro-aktier er den samlede vægtede tilbudspris pr. aktie (uden tillæg) for aktionærer, der er erhvervede Hobro-aktier, henholdsvis DKK 1.076 (erhvervelse af mindre end 33,4%) og DKK 1.149 pr. aktie (erhvervelse af 33,4% eller mere)
- Set som en helhed er det vurderingen, at de af Vattenfall tilbudte priser ikke afspejler værdien af Elsams fremtidige indtjeningspotentiale for Elsams aktionærer som en helhed eller den eventuelle værdi af positiv eller negativ kontrol i Elsam.
- Da aktionærer omfattet af Procesaftale II har intern forkøbsret, kan aktionærer, der ikke ønsker at acceptere Vattenfalls tilbud, vælge at udnytte deres forkøbsret, således at Vattenfall alene erhverver en andel på mindre end 33,4% af aktierne med deraf følgende lavere afregningskurs

- Ved accept af tilbuddet overgår retten til udbytte for regnskabsåret 2004 til Vattenfall
- Tillæg for erhvervelse af mere end 50% af ENERGI E2 kan blive reduceret såfremt Elsam betaler mere end hvad der svarer til DKK 14,9 mia. for ENERGI E2. Det er uklart, hvorledes denne reduktion faktisk vil skulle beregnes. Der kan yderligere ske reduktion ved myndighedskrav om frasalg af kapacitet. Det er ligeledes uklart, hvorledes denne reduktion vil skulle beregnes. Såfremt Vattenfall måtte opnå mere end 50% af aktiekapitalen i Elsam, vil Vattenfall være herre over i hvilket omfang og hvorledes, konkurrencemyndighedernes betingelser for transaktionen skal opfyldes
- Det er højst usikkert om tillægget for opnåelse af en gennemsnitlig elpris på mindst DKK 268 MWh kommer til udbetaling, ligesom det er usikkert, om tilbuddet forudsætter, at Elsam erhverver kontrollen med ENERGI E2. Et eventuelt tillæg vedrørende den fremtidige elpris kommer under alle omstændigheder først til udbetaling i 2010
- Selv når der bortses fra ovennævnte uklarheder og usikkerheder vedrørende de tilbudte tillæg, er det Bestyrelsens vurdering, at der kun bør tillægges en meget beskeden værdi (om nogen) til de tilbudte tillæg og at disse tillæg således ikke vurderes som attraktive for Elsams aktionærer
- Aktionærer, som accepterer Vattenfalls tilbud, skal overdrage hele deres aktiebeholdning til Vattenfall. Der åbnes således ikke mulighed for et delvist salg, hvorfor den accepterende aktionær afskæres fra at få del i Elsams langsigtede værdipotentiale for så vidt angår en del af sin aktiebeholdning
- Aktionærer, der måtte ønske at give Vattenfall en købsoption, har ikke sikkerhed for, at Vattenfall udnytter købsoptionen, da Vattenfall kun har en ret - men ikke en pligt - til at købe aktierne
- Det er vurderingen, at det vil være sværere at gennemføre Elsams strategi om konsolidering af den danske kraftværkssektor med Vattenfall som aktionær i Elsam
- Tilbuddet er betinget af konkurrencemyndighedernes godkendelse. Det er usikkert, hvilke krav konkurrencemyndighederne eventuelt måtte stille for at godkende transaktionen og hvilke betingelser Vattenfall eventuelt vil kunne acceptere. Dermed påtager aktionærerne sig risikoen for, at transaktionen ikke bliver gennemført eller bliver genforhandlet
- Såfremt Vattenfall måtte vælge ikke at gennemføre aktiekøbet i henhold til dette tilbud, fordi Vattenfall ikke kan acceptere eventuelle betingelser fra konkurrencemyndighederne, er det sandsynligt, at Elsams aktionærer ikke vil have mulighed for at vælge fusionsløsningen, fordi denne løsning vil være bortfaldet

- Tilbuddet giver ikke aktionærerne top-op betaling, såfremt Vattenfall efterfølgende måtte erhverve aktier i Elsam til en højere kurs, end aktionærerne har modtaget
- Tilbuddet er ikke rettet til alle aktionærer i Elsam, hvilket skaber en uhenigtsmæssig forskelsbehandling mellem Elsams aktionærer

Elsam A/S
Dok. nr. 359800

Side 9

Bestyrelsens konklusion og anbefaling

På baggrund af ovenstående er det Bestyrelsens vurdering, at tilbuddene fra Vattenfall ikke afspejler Elsams potentielle værdi, ligesom der er usikkerhed om et salgs gennemførelse på grund af forbeholdet for myndighedsgodkendelse. Bestyrelsen kan derfor ikke anbefale Elsams aktionærer at tage imod Vattenfalls tilbud.

Det er endvidere Bestyrelsens opfattelse, at en fusion med DONG er attraktiv for Elsams aktionærer set i lyset af det forhandlede bytteforhold og de øvrige betingelser i Rammeaftalen. I tillæg hertil vil Elsams aktionærer få del i den fremtidige værdiskabelse i Elsam, og den efterfølgende børsnotering vil give Elsams aktionærer fremtidig likviditet i aktien.

Elsams bestyrelse anerkender, at visse af Elsams aktionærer kan have en præference for at opnå en vis likviditet inden for en kortere tidshorisont. Bestyrelsen vil derfor indlede drøftelser med DONG og Finansministeriet med henblik på at opnå en sådan likviditet via aktietilbagekøb.

* * *

Bestyrelsen har til Bestyrelsens interne brug modtaget en "Fairness Opinion" dateret den 19. januar 2005 fra Elsams finansielle rådgivere, Danske Markets, Corporate Finance (en afdeling af Danske Bank A/S) og Dresdner Kleinwort Wasserstein, om – med de reservationer og forudsætninger, der ligger til grund for en sådan vurdering – at ud fra et finansielt synspunkt afspejler vilkårene i Tilbud til fast pris og Tilbud til basispris plus tillæg ikke den potentielle langsigtede værdi tilgængelig for aktionærerne i Elsam som helhed i deres egenskab af aktionærer i Elsam, og at vilkårene i Rammeaftalen ud fra et finansielt synspunkt er fair for aktionærerne i Elsam som helhed i deres egenskab af aktionærer i Elsam. Vurderingen er udelukkende til information og støtte ved bestyrelsens vurdering af Rammeaftalen, Tilbud til fast pris og Tilbud til basispris plus tillæg og kan ikke anvendes til andre formål.

Nærværende redegørelse er vedtaget enstemmigt af Elsams bestyrelse.

Med venlig hilsen
Elsam A/S



Jens Bahne Jørgensen
Bestyrelsesformand



Peter Høstgaard-Jensen
Administrerende direktør