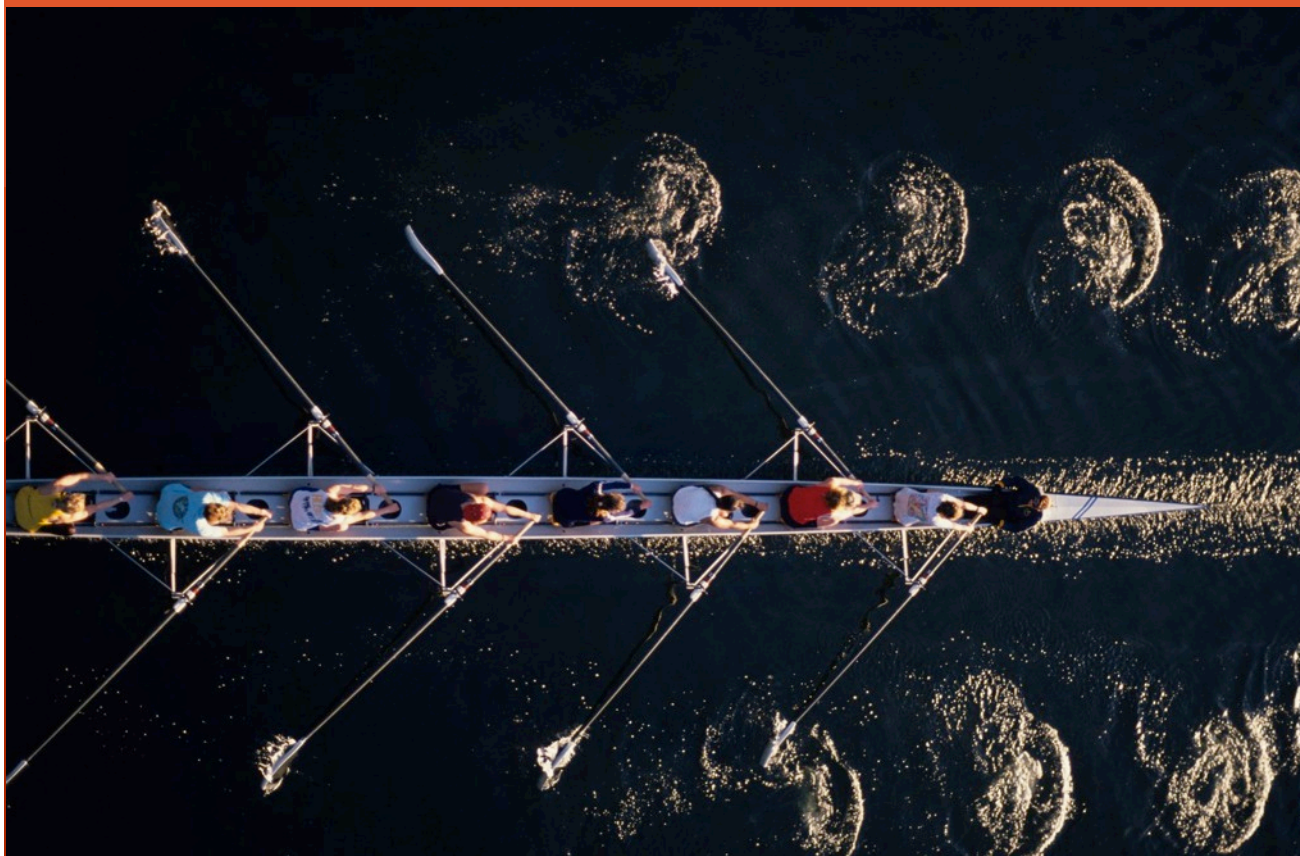


Energy & Utility - Deals

# *Agder Energi - eierseminar*

## Utbyttmodell – grunnlag og forutsetninger

19. januar 2012



**pwc**

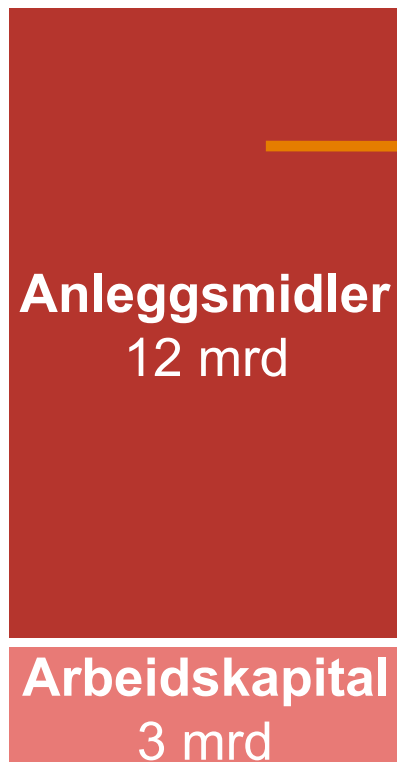
---

## *Innhold*

- Selskapets kapitalstruktur – oppdatering og repetisjon
- Anbefaling av rammeverk og modeller for videre utbyttepolitikk

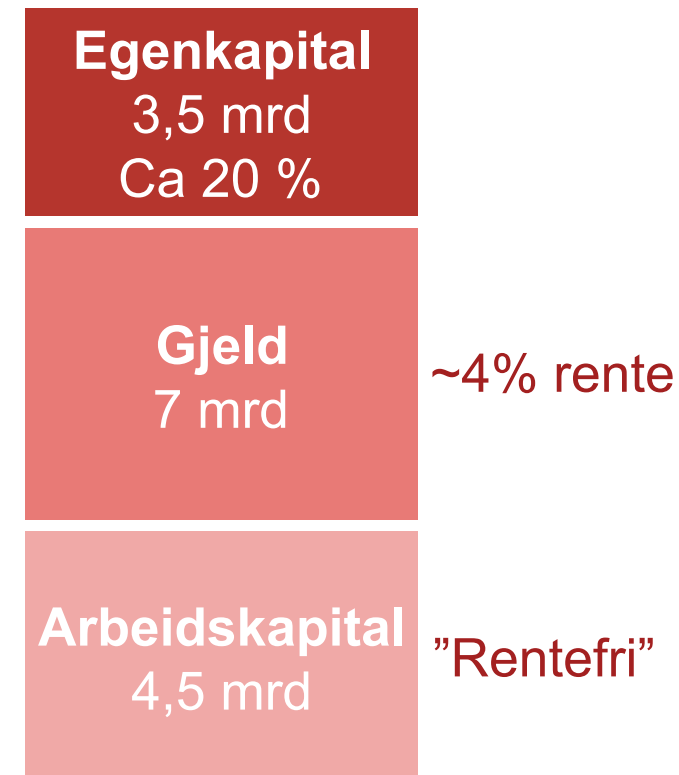
# Regnskapsførte tall er i stor grad historiske

## EIENDELER



- Hva kostet disse en gang i tiden?
- Enkelte eiendeler tas ikke med
  - fallretter og konsesjoner
- Ikke justert opp for:
  - inflasjon
  - realverdiøkning
- Men:
  - avskrevet jevnlig
  - nedskrevet ved verdifall

## FINANSIERING



# ***Balansen slik den ser ut med "virkelige" verdier***

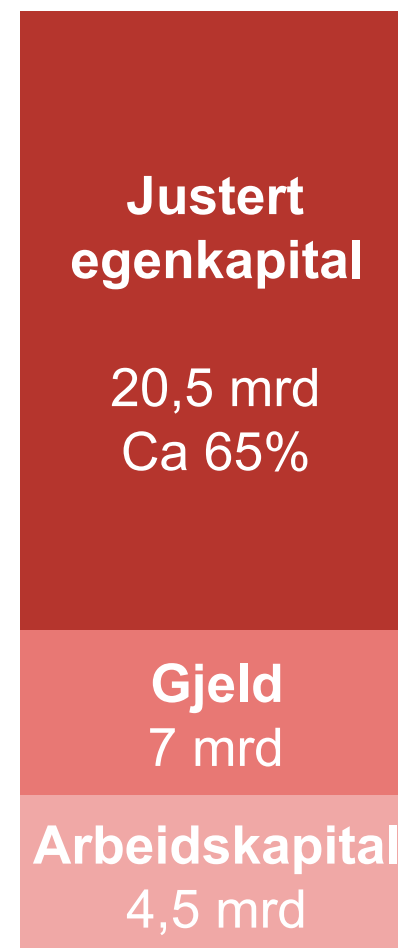
***- illustrasjonsbeløp for oppjustering 17 mrd (intervall trolig 14-20 mrd)***

## **EIENDELER**



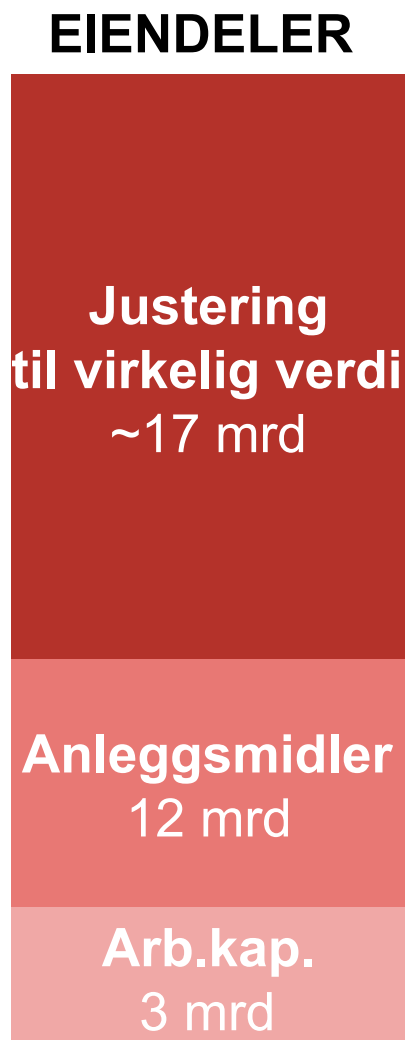
Hva mener investorer at de kan betale i dag og få en OK avkastning i forhold til risiko?

## **FINANSIERING**



# ***Balansen slik den ser ut med "virkelige" verdier***

***- illustrasjonsbeløp for oppjustering 17 mrd (intervall trolig 14-20 mrd)***



Slik ville balansen se ut dersom selskapet ble kjøpt opp for 20 mrd uten bruk av ny gjeld

---

# ***Gjeldsbetjeningsevne, refinansieringsrisiko og nyinvesteringskapital***

Hvorfor er kraftselskaper trygge låntakere?

- Nødvendighetsvarer og sikker avsetning for produktene
- Relativt stabil kontantstrøm
- Infrastruktur (nettdelen)

Livselskaper (pensjonsmidler) på vei inn. Utenlandske pensjonsfond kjøper opp annen lignende infrastruktur (Gassled).

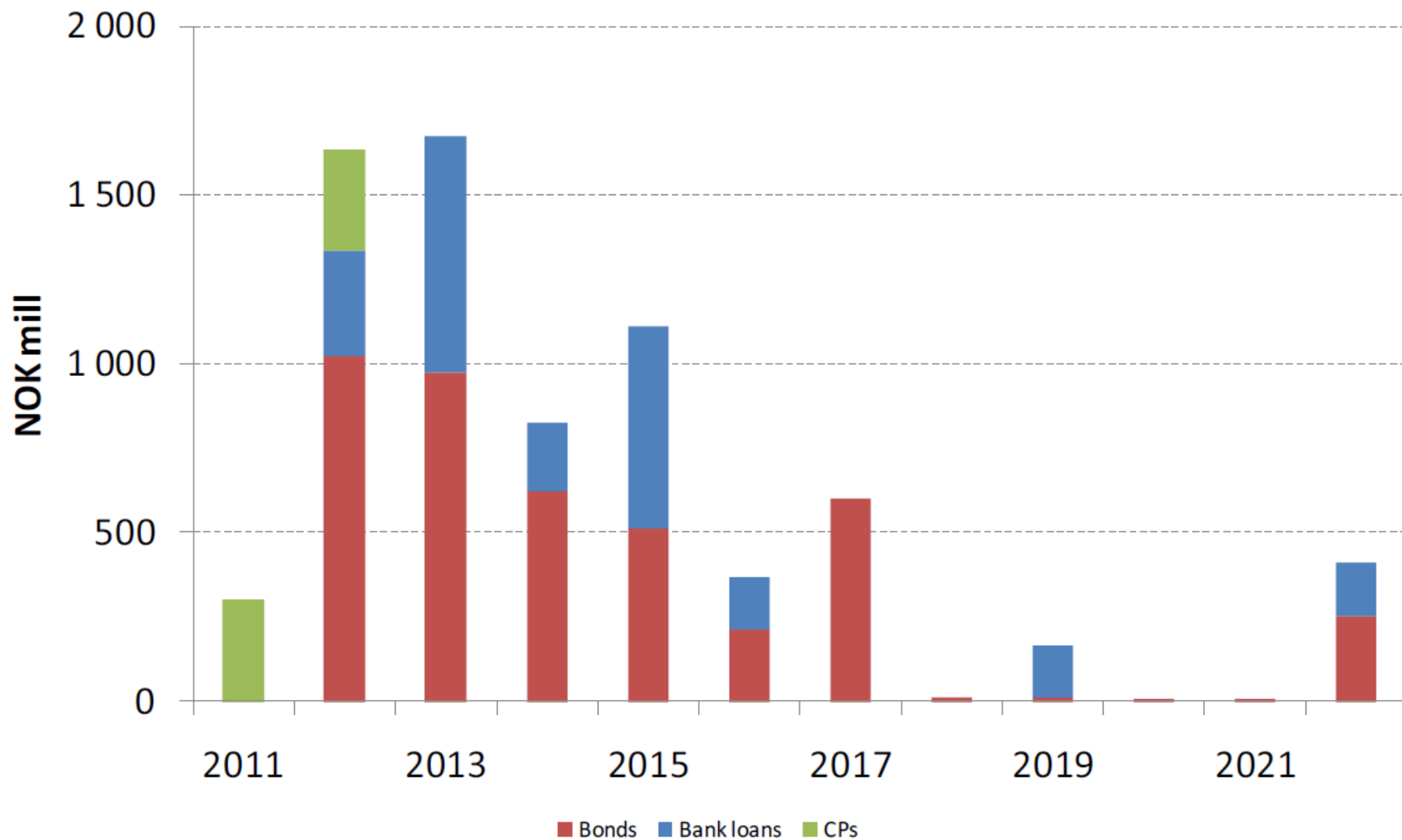
Dagens rentenivå historisk lavt. (Bør dette utnyttes?)

Langsiktig finansiering kan skje med eller uten rentebinding.

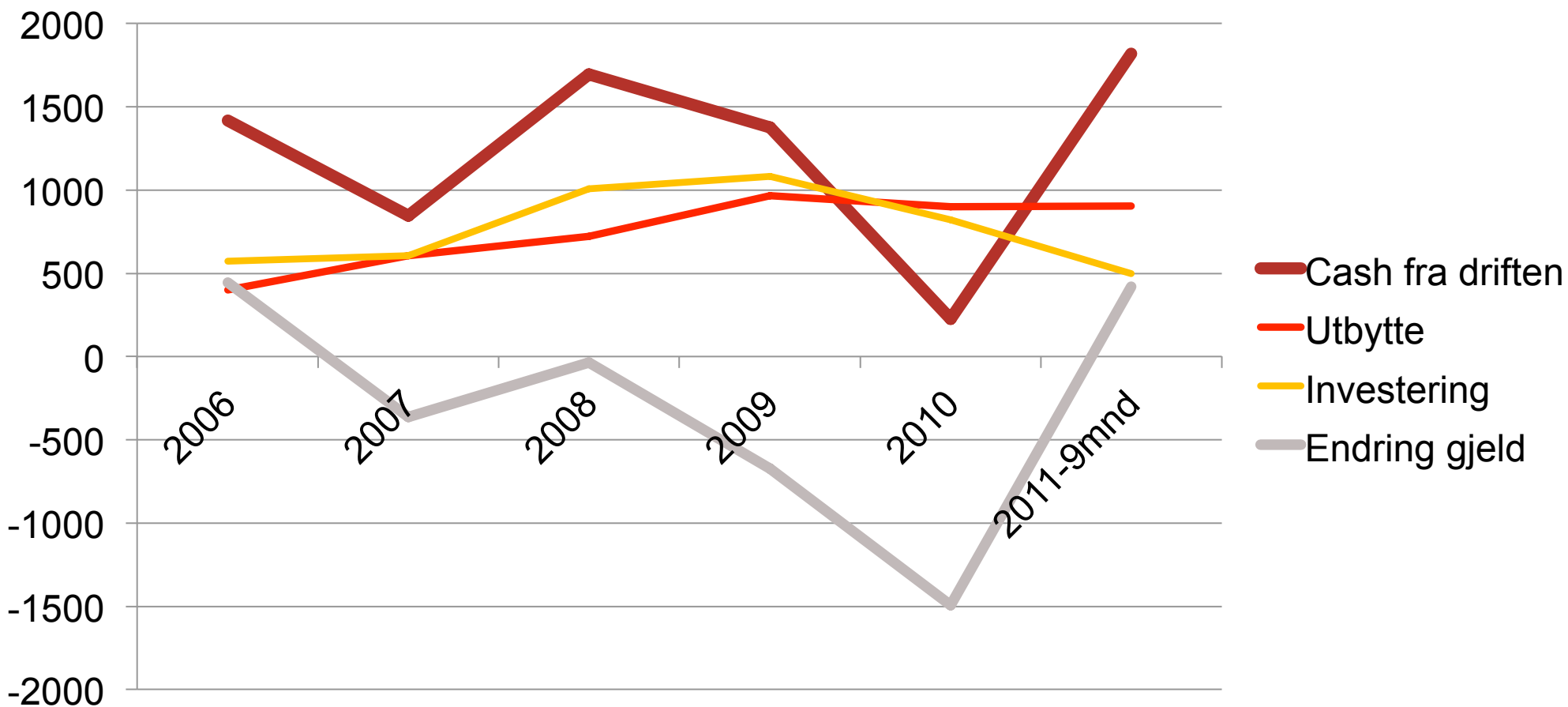
Bør man innhente en offisiell rating?

## Selskapets forfallsstruktur - gjeld

### AE Group maturity profile September 30, 2011



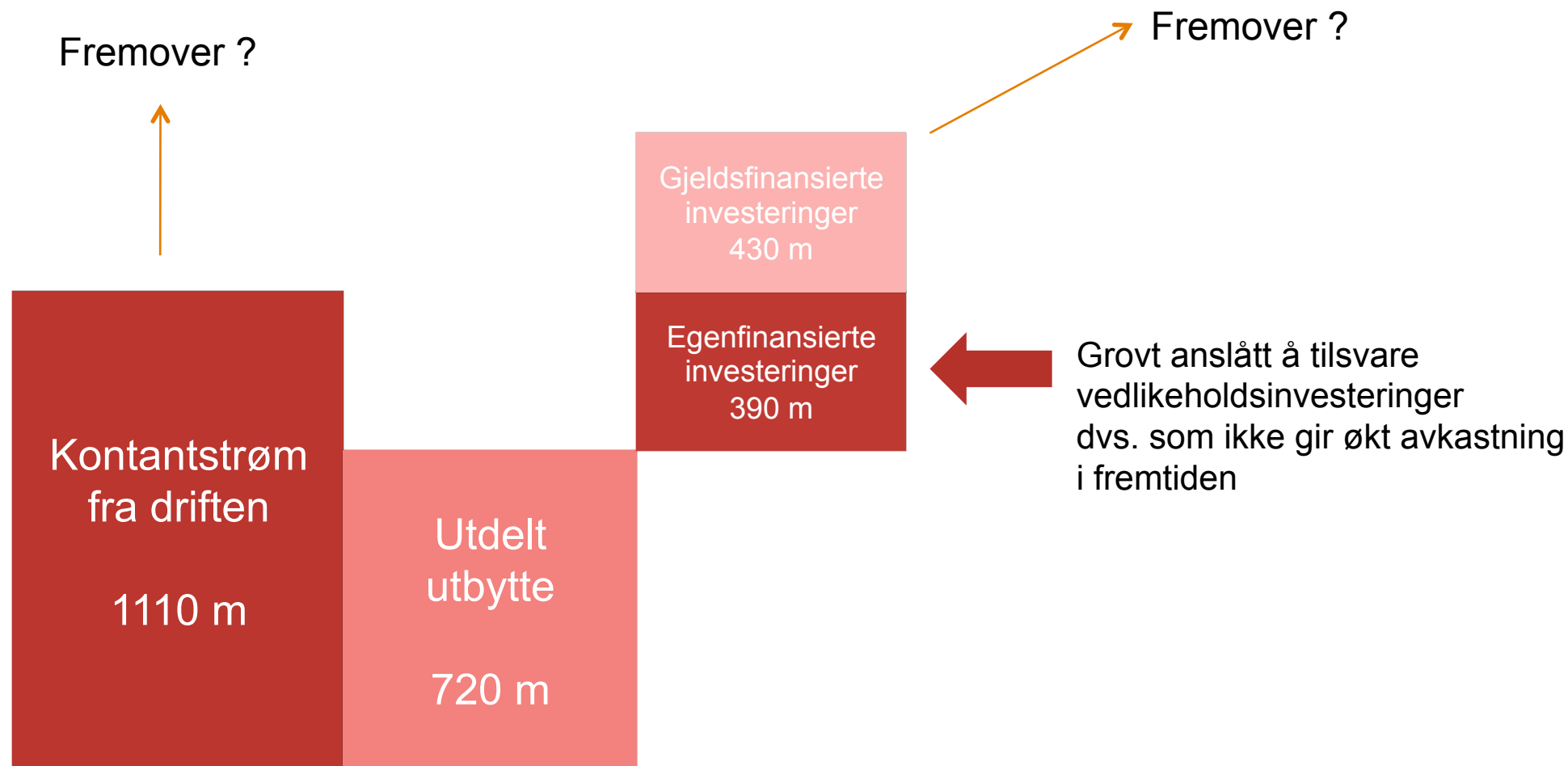
## *Faktisk kontantstrøm siste 5 år*





# Hvordan har kontantstrømmene blitt fordelt?

## - snittall siste 5 år (2006-2010)



# ***Kraftproduksjonen = kontantgenerator #1***



## Hvis ingen sikring:

- Stor variabilitet fra år til år
- Enkeltår kan være meget gode
- Dårlige år kanskje ned mot null
- Vanskelig å se for seg underskudd med dagens rammevilkår

## Effekt av sikring:

- Jevner ut svingninger i kontantstrømmen
- Jevner ut resultatene i GRS-regnskap (som er grunnlag for utbytte)
- Kan **øke** svingningene i IFRS-regnskapet

---

# ***Hva mener man med ”sikring”?***

## ***- eksempel kraftsalg***

- Forhåndssalg av kraft
  - Finansiell kontrakt -> ”veddemål”
    - De to partene i kontrakten gjør opp differansen mellom faktisk strømpris og ”veddemålsprisen”
  - Fysisk kontrakt -> leverer fast beløp til fast pris, typisk til store industrikunder
- De to kontraktene gir samme netto kontantstrøm

---

# *Virkning av sikring på regnskapene*

## GRS:

- Kontantstrøm mottatt i perioden er inntekt for perioden
- Positiv eller negativ verdi av kontraktene pr 31.12 som gjelder fremtidige perioder holdes utenfor regnskapet

## IFRS:

- Kontantstrøm mottatt i perioden er inntekt for perioden
- Positiv eller negativ verdi av kontraktene pr 31.12 som gjelder fremtidige perioder føres som "urealisert gevinst/tap"
- Gitt at ikke særskilte regler for sikringsbokføring overholdes

# *Virkning av sikring – eksempel (forenklet)*

Inngikk 1.1.11 avtale om salg på kraftbørsen av 1 tWh til 40 øre per kWh for perioden 1.1.2011 – 31.12.2012

Snittprisen i 2011 var 35 øre.

Pr 31.12.2011 er fremtidsprisen for 2012 30 øre.

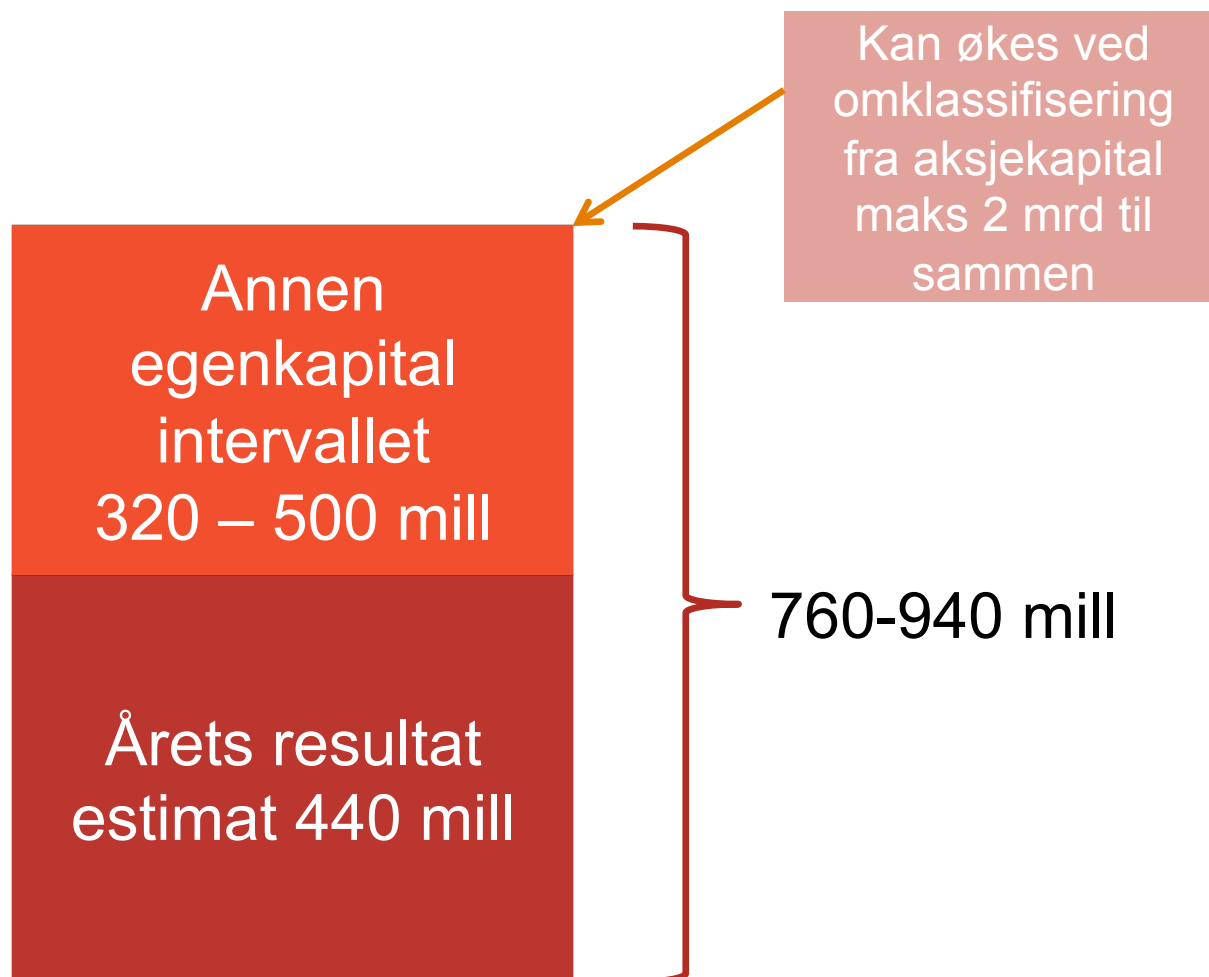
## GRS:

- Inntekten er (mill kr):
  - Salg av fysisk strøm      350
  - Oppgjør kontrakt -11    50
  - Sum                              400
- Kun noteopplysning om verdi av kontrakt på 100 mill

## IFRS:

- Inntekten er (mill kr):
  - Salg av fysisk strøm      350
  - Oppgjør kontrakt -11      50
  - Verdiendring kontrakt 100
  - Sum                              500

# *Regnskapsmessige størrelser utgjør rammen for utdeling av utbytte*



Mindre sannsynlig at man kan dele ut 900 mill i 2012 uten å vedta en utdeling/overføring fra aksjekapital (som i 2010)

# *Når "Annen egenkapital" er null har man ingen "vegskulder"*



Betyr at maksimalt tillatt utbytte for ett enkeltår er begrenset til årets resultat

Selv om det forsvarlig med høyere utdeling i ett enkeltår utover resultatet må det i så fall hentes ved tilbakebetaling av aksjekapital (fordrer egen prosedyre med Gen forsamling)

# Ulike deler av egenkapitalen



<b>Fri kapital</b>	<b>Kan status endres?</b>	<b>Klassifik. i kommunen</b>
Nei	Ved transaksjon	Frie midler
Ja	-	Frie midler
Ja	-	Frie midler
Nei	Ved GF-vedtak kan overføres til fri kapital	Investerings midler



# *Tilbakeblikk på eiermøtene i 2008/-09?*

Tilsvarende presentasjon på eiermøtet i 2008 med følgende konklusjoner:

1. Agder Energi lever godt med økt gjeld på 1-2 mrd
  - Tidspunkt midt i finanskrisen kanskje ikke optimalt å frigjøre 1-2 mrd
2. Anbefalt å frigjøre 1 mrd av bundet aksjekapital til fri egenkapital
  - Sikre mulighet for stabilt utbytte ved å ha buffer

**Eiermøtets vedtak i 2009 og senere utvikling**

**Nedsettelse og utbetaling fikk ikke tilsutning.**

**I stedet vedtok man en ambisjon om et ekstra høyt og fast utbytte (900m) de neste 3 årene (dog benkeforslag)**

**Vedtatt(?) men ikke gjennomført.**

**Nedsettelse på 214 mill i 2010 for å supplere utbyttet i 2010 med 100 mill og frigjøre 114 mill.**

# 2011 - vurdering



- Hvis utbyttemodell legger opp til et stort fast utbytte er det fortsatt fornuftig å gjøre "vegskulderen bredere"
  - Sette ned bundet aksjekapital til fri kapital
  - "Bufferkapital"
- For å være en reell buffer må den fylles opp igjen i de gode årene (må da holde tilbake en betydelig prosentandel)
- Plukker man utbyttepenger på "vegskulderen" blir dette trolig investeringsmidler for kommunene

---

# *Generelt om utbytteprosedyre*

- Det er styret som fremmer forslag om utbytte
- Generalforsamlingen kan ikke vedta større utbytte enn det styret har foreslått
- Eierne kan bare delvis instruere sine styremedlemmer – styreansvaret er personlig. (Kan selvsagt bytte dem ut.)
- Aksjonæravtalen gir kommunene rett til styre utbyttepolitikken, dog hensyntatt det over
- Et eiermøte kan neppe binde fremtidige eiermøter

---

# ***Grunnlagsforutsetninger for utbyttepolitikk***

## **Regnskapsspråk**

- GRS (god regnskapsskikk)
- IFRS vil gi store svingninger
- kun "nedside"
- utbyttereglene låser inne positive endringer ett enkelt år

## **Tidshorisont**

- årlig modell
- flerårig modell (3 – 5 – 7 år)

# Praktiske utbyttemodeller

		+	-
1	Variabel – % av resultatet	Enkel å forstå.  Stiller AE friere til sikringsnivå  Gir signaleffekt til kreditorer om økt soliditet over tid	Ingen garanti nedad for kommunene
2	Fast utbytte	Enkel å forstå	Krav til buffer, men ingen garanti  Kan gi uøkonomisk høyt sikringsnivå

# Praktiske utbyttemodeller

	+	-
3 Fast + variabel	Gir kommunene et nokså sikkert minimumsnivå	Ulemper som i 2 avhengig av hvor stort det faste elementet er
4 Trappetrinnsmodell	Trygghet for kommunen for første trinn	Komplisert å kommunisere mot kunden
-Første X mill utbytte	"Gulrot" for selskapet å levere utover dette	Kan gi suboptimalisering mellom år
- Deretter inntil Y mill beholdes av selskapet		
- Ekstraordinært godt resultat utover dette igjen deles ut helt eller delvis		

# *Oppsummeringer*

AE meget solid  
– ”kan ikke” gå  
konkurs

AE får  
lånene de  
trenger

Bevare  
realverdier?

Max utbytte  
over tid  
=resultat

Forutsigbarhet  
% og beløp

Buffer bør  
etableres



- The information used in preparing this document has been obtained from a variety of third party sources. PricewaterhouseCoopers has not sought to establish the reliability of those sources nor has PricewaterhouseCoopers verified such information. Accordingly, no representation or warranty of any kind (whether express or implied) is given by PricewaterhouseCoopers as to the accuracy, completeness or fitness for any purpose of this document.
  - This document does not constitute the giving of investment advice, nor a part of any advice on investment decisions. Recipients of this document must conduct their own appraisal and due diligence procedures before acting or refraining from acting on reliance on this document.
  - This document is for information purposes only and should not be relied upon. Accordingly, regardless of the form of action, whether in contract, tort or otherwise, and to the extent permitted by applicable law, PricewaterhouseCoopers accepts no liability of any kind and disclaims all responsibility for the consequences of any person acting or refraining from acting in reliance on this document.
- © 2011 PricewaterhouseCoopers. All rights reserved. “PricewaterhouseCoopers” refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited, each of which is a separate and independent legal entity.



---

# ***Salgstransaksjon realiserer merverdier slik at de blir tilgjengelige***

- Ved å slippe inn en minoritetsaksjonær i et av datterselskapene kan merverdier synliggjøres i form av regnskapsmessig gevinst. Dette vil kunne øke grunnlaget for fremtidige utbytter (dog begrenset i nett pga små merverdier her)
- En transaksjon ved salg av B-aksjer (uten stemmerett) i morselskapet i ulik mengde fra de enkelte kommuner vil kunne styre gevinstrealiseringen i henhold til ønske og behov
- Nye investeringsregler for livselskapers i infrastruktur. Nylig transaksjon mellom KLP og Trondheim Energi Nett, 15% aksjer + 99 års lån.
- En slik finansiering gir ikke dårligere kredittrating for selskapet, den kan struktureres på mange ulike måter, og gir i utgangspunktet ikke tap av kontroll
- Aktuelt også som ren finansiering, ikke kun for kapitalfrigjøring!

# *Hva med investeringene fremover – hvordan skal de finansieres?*



- Enveis-syndromet
- Må i all hovedsak finansiere ekspansjonsinvesteringer med gjeld
- Alt. minoritetseier (livselskaper etc.)
- Lønnsomme investeringer i kraft
  - gir fulle inntekter fra dag én som kan betjene økt gjeld
- Kapitalfrigjøring – mye gjennomført

---

# ***Bevare realverdiene i selskapet ?***

**Utsagn:** "Ansvarlighet innebærer å beholde kommunenes realverdier i forhold til "kommende generasjoner" – ta vare på arvesølvet"

**Teorien** tilsier at den enkelte kommune må vurdere AE-investeringen opp mot andre investeringer. Hva gir høyest avkastning i "nytte" – politisk beslutning.

Som kollektiv "norm" vekker likevel dette gjenklang hos mange

Pga. inflasjon undervurderer avskrivningene normalt kapitalkostnadene. Kan tappe selskapet for realverdier dersom 100 % av overskuddet deles ut som utbytte – ved å beholde 10-20% i et langt perspektiv kompenseres man for dette

Oljefondets mål om realavkastning på 4% som pekepinn?

Lavere risiko i energibransjen tilsier at 3-3,5% er mer realistisk

Gitt markedsverdi på 20 mrd gir dette en langsiktig utbyttmulighet på ca 800 mill uten at realverdiene forventes å synke.

---

# ***Konkretisering av ”ansvarlig”***

## ***Forutsigbar***

- betydelig kostnad for både kommuner og AE å endre investeringsplaner/driftsplaner på kort varsel

## ***Forvalte verdier***

- legge seg på et nivå som sikrer at gode investeringer blir gjennomført tidsriktig, men også slik at en unngår marginale eller dårlige investeringer
- ikke ”bruke opp” verdiene – realverdien i behold, jf. oljefondet

## ***Langsiktig***

- søke å optimalisere verdiene med fornuftig risiko