

An aerial, high-angle photograph of a massive concrete dam. The dam's surface is composed of large, rectangular panels with visible vertical joints. A paved walkway with a metal railing runs along the top edge of the dam. A small group of people is standing on this walkway, providing a sense of scale. The water behind the dam is a deep, dark blue, while the water in the foreground is a lighter, turquoise color. The sky is a clear, bright blue.

Sammendrag av verdsettelsesrapport

Glitre Energi og Agder Energi

Mars 2022

- Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) i Norge (“SEB”) har blitt engasjert av Agder Energi og Glitre Energi («AE og GE» eller «Selskapene»), for å gi en uavhengig verdivurdering av begge selskapene i forbindelse med AE og GE sine fusjonssonderinger. SEB vil motta et fastsatt beløp fra Selskapene for å utstede denne vurderingen. Presentasjonen er utarbeidet for informasjonsformål og skal behandles konfidensielt av den enkelte mottaker. Presentasjonen skal ikke kopieres eller distribueres til andre uten SEBs samtykke.
- Denne presentasjonen med tilhørende vedlegg (“Presentasjonen”) er utarbeidet av SEB i perioden juni til september 2021. Våre vurderinger er utarbeidet etter beste skjønn og er basert på offentlig tilgjengelig informasjon og informasjon mottatt fra Selskapene. Vi har basert oss på at all offentlig informasjon, samt finansiell og annen informasjon som er gjort tilgjengelig for oss av Selskapene reflekterer de faktiske forhold, er korrekt, fullstendig og rettvise og bygger på forsvarlige vurderinger av AE og GE sine virksomheter og fremtidige utsikter. SEB har ikke foretatt noen vurdering av om denne informasjonen er korrekt, fullstendig eller dekkende. Informasjonen har heller ikke blitt verifisert av uavhengige personer og det er ikke innhentet informasjon fra eksterne kilder ut over alminnelig tilgjengelig markedsinformasjon. Selv om SEB har gjort sitt beste for å forsikre seg om at all informasjon, også informasjon fra tredjeparter, er korrekt og ikke misvisende, påtar SEB seg intet ansvar for at informasjonen er korrekt og komplett.
- Det er ikke foretatt noen finansiell eller juridisk “due diligence” av AE og GE. SEB har lagt til grunn at det ikke foreligger tvister eller andre juridiske forhold av betydning for våre vurderinger og at alle relevante beslutninger og vedtak i Selskapenes organer er fattet i samsvar med relevant lovgivning. Vi har ikke foretatt noen vurdering av skattemessige eller juridiske forhold knyttet til AE og GE eller selskapene som omfattes av vurderingene.
- Presentasjonen kan inneholde estimater og “forward looking statements” som inneholder usikkerheter og risiko. Fremtidige resultater kan avvike betydelig fra slike estimater, og slike bør ikke tillegges vekt ved investeringsbeslutninger. SEB kan ikke innestå for at slike estimater mv. er korrekte. Våre vurderinger er basert på den informasjon som har vært tilgjengelig for oss på tidspunktet for utarbeidelsen av denne presentasjon. Det kan skje endringer i relevant informasjon etter dette tidspunkt, men SEB påtar seg ingen forpliktelse med hensyn til å oppdatere presentasjonen eller sende ut informasjon om eventuelle senere endringer til AE og GE. De vurderinger og oppfatninger vi gir uttrykk for i denne presentasjon innebærer ingen garanti eller forsikring med hensyn til eksisterende eller fremtidig verdi av selskapene.
- Distribusjon av denne presentasjonen kan i visse jurisdiksjoner være begrenset av lokale lover og regler og mottakere av presentasjonen forplikter seg til å informere seg selv om hvilke lover og regler som gjelder for dem i denne anledning.
- SEB er en bank og et verdipapirforetak, som tilbyr et bredt spekter av investeringstjenester. For å sikre at oppdrag som utføres av SEB Corporate Finance behandles konfidensielt, er SEBs øvrige aktiviteter, inklusive analyse og handel med finansielle instrumenter, adskilt fra SEB Corporate Finance gjennom etablerte informasjonssperrer. Dette innebærer bl.a. at det fra tid til annen kan være aktiviteter innenfor SEBs øvrige avdelinger og tilknyttede selskaper som kan komme i konflikt med klientens interesser i forhold til en transaksjon der SEB Corporate Finance opptrer. Videre bemerkes det at SEB sin analyse- og verdipapirhandelsvirksomhet kan handle i strid med kundens interesser med hensyn til kjøp og salg av finansielle instrumenter utstedt av kunden eller selskapene som en konsekvens av slike informasjonsbarrierer
- Denne presentasjonen er underlagt norsk rett og enhver tvist i tilknytning til denne skal avgjøres i henhold til norsk lov med norske domstoler som vernetting

Verdiestimatene i denne rapporten bygger på følgende hovedtilnærminger

Virksomhets-nivå

Diskontert kontantstrømanalyse ("DCF")

- Fundamental verdi av totalkapitalen («EV») basert på fremtidige kontantstrømmer, diskontert med relevante avkastningskrav til EV (gjeld og egenkapital)
- Analyseresultatene er følsomme for valg av avkastningskrav og (langsiktige) antakelser om eksterne faktorer, underliggende drift og kontantstrøm

Multipel-basert analyse

- Verdsettelsesmetode basert på forholdstall mellom verdien av EV / egenkapitalen og relevante måltall for underliggende drift / kontantstrøm i hvert virksomhetsområde
- En kjerneutfordring er å definere presist de relevante måltall og tilsvarende multipler for sammenliknbare børsnoterte selskaper / transaksjoner med tilsvarende vekst, risiko og avkastningsprofil som selskapenes forretningsområder
- Metoden analyserer markedsverdien av den underliggende driften, og påvirkes av de til enhver tid gjeldende markedsf forhold og de spesifikke forholdene rundt tidligere transaksjoner

Konsernnivå

'Sum-of-the-parts' verdivurdering

- Selskapenes ulike virksomhetsområder har ulike verdidrivere og verdsettes basert på forskjellige parametere
- Vi vil derfor verdsette selskapene basert på summen av verdien av de ulike virksomhetsområdene ("sum-of-the-parts") for å bestemme verdijustert EV
- Utover hovedvirksomhetsområdene må netto verdi av øvrig virksomhet, inkludert sentrale funksjoner og eierposter i tilknyttede selskaper legges til
- Den verdijusterte egenkapitalen er et resultat av verdijustert EV fratrukket netto rentebærende gjeld ("Equity Value") og andre finansielle forpliktelser

Bytteforhold

- Verdien av EV og egenkapitalen som fremkommer ved analysene beskrevet over, legger grunnlaget for bytteforholdet i en eventuell fusjon for henholdsvis morselskapet, nettselskapene og strømselskapene

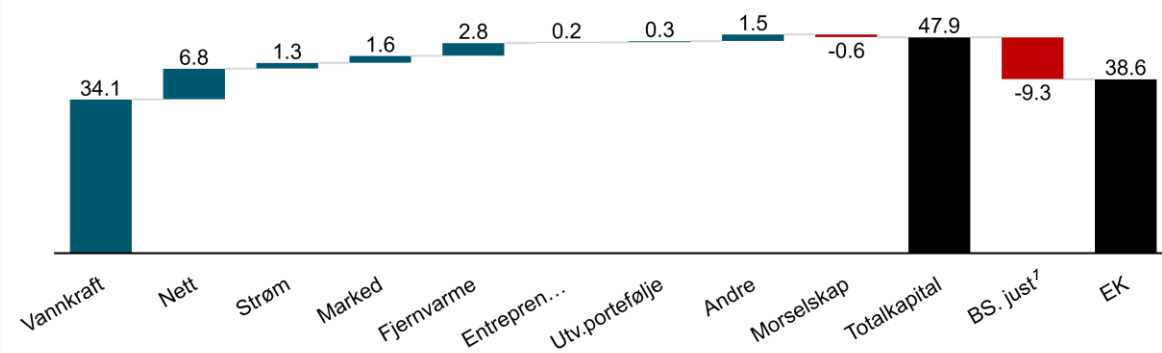
Sensitiviteter

- Verdiene på selskapene er gitt av midtpunktet i sensitivitetsanalysene. Det er brukt disse verdiene gjennomgående da det gir et grunnlag for bytteforholdet. Det er derimot for majoriteten av selskapene også vist sensitiviteter som vil reflektere potensielle justeringer av analysene og verdieffekten som følger av disse

Sammendrag av verdier konsernnivå

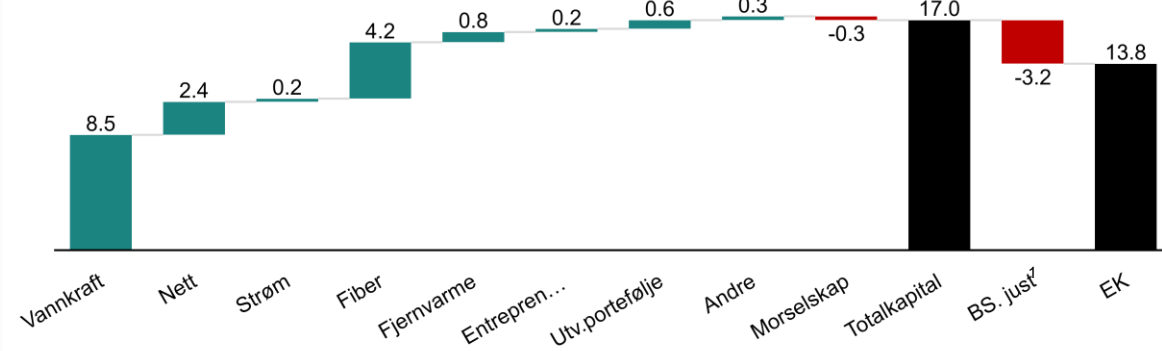
EV/EK bro for Agder Energi

NOK mrd



EV/EK bro for Glitre Energi

NOK mrd



Kommentarer

- Vannkraft og Nett utgjør 85 % av totalkapitalen i Agder Energi
- Den reelle markedsverdien av selskapene er betydelig lavere gitt begrensingen som ligger på kommunalt eierskap i slike selskaper
- Fjernvarme, Marked og Strøm utgjør 5.9 %, 3.3 % og 2.6 % av totalkapitalen respektivt
- Balansejusteringer i Agder Energi er basert på balanseoppsettet fra de finansielle DD rapportene fra EY/PwC, samt informasjon fra selskaper

Kommentarer

- Vannkraft og Nett utgjør 64 % av totalkapitalen i Glitre Energi
- Den reelle markedsverdien av selskapene er betydelig lavere gitt begrensingen som ligger på kommunalt eierskap i slike selskaper
- GE Nett og GE Strøm er inkludert med eiernivå etter løfting av ansvarlig lån og innbytte av Drammens direkte eierskap i GE Nett
- Balansejusteringer i Glitre Energi er basert på balanseoppsettet fra de finansielle DD rapportene fra EY/PwC og informasjon fra selskapet, justert for løfting av ansvarlig lån

- Agder og Glitre Energi er verdsatt til henholdsvis NOK 47.9 og 17.0 milliarder i EV og NOK 38.6 og 13.8 milliarder i egenkapital

Kilde: SEB Corporate Finance estimer, selskapsinformasjon

Note: Det er lagt til grunn normaliserte nivåer for Nett og Vann på eierskapsnivå samt arbeidskapital

1) Mer detaljer i finansiell DD. For selskapene er balansejusteringene justert for selskaper som verdsettes direkte på EK nivå.

Konklusjon konsernnivå – Scenario a)

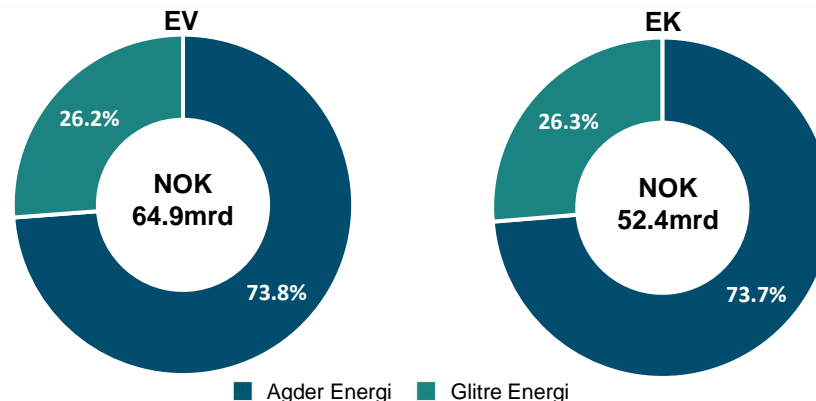
Forutsatt at ansvarlige lån konverteres og Drammen kommune løfter eierskap



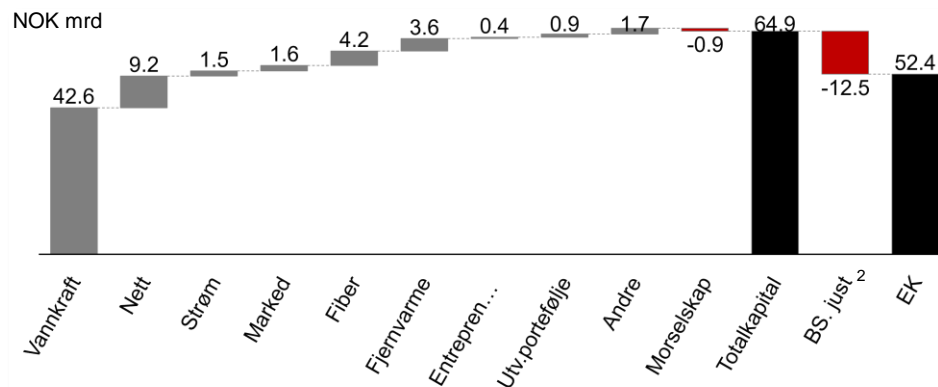
Oppbygging av bytteforhold

- Vi har verdsatt Agder Energi og Glitre Energi med datterselskaper, ved hjelp av både DCF-analyser og multippeanalyser
- Basert på disse kalkulasjonene har vi funnet en verdi på hvert konsern som legges til grunn for bytteforholdet
- I henhold til intensjonsavtalen skal Drammen kommune løfte sitt eierskap i GE Nett til det fusjonerte konsernet. Videre skal ansvarlige lån konverteres til egenkapital
- Vi har vist sensitiviteter på de ulike virksomhetsområdene/selskapene som vil potensielt virke inn på bytteforholdet.
 - Det største risikomomentet er kraftprisene. Priser (kraftpriser og marginer) lagt til grunn er prognoser basert på dagens informasjon. Dette er et estimat med store usikkerheter, men vi anslår at effekten vil påvirke begge selskapene på en slik måte at de relative verdiene og bytteforholdet vil anslås til å forbli forholdsvis likt
 - Avkastningskravet (WACC) er også en vesentlig sensitivitet mot verdiene vurdert gjennom DCF-metoden. Sammenlignbare virksomhetsområder er vurdert med samme antagelser på avkastningskrav, og således vil endringer her påvirke tilsvarende selskaper på samme måte og kan dermed antas å ha begrenset effekt på bytteforholdet
 - Volum- og kundeutvikling påvirker de ulike selskapene i mer varierende grad. Sensitiviteter viser verdieffektene av disse, men det må samtidig bemerkes at isolert effekt av volumjusteringer gir et illustrativt bilde på effekt, men at det vil sannsynlig gi ytterligere justeringer på øvrig forretningsmodell som vil påvirke totaleffekten. Det er dermed utfordrende å anslå verdien på reell totaleffekt

Foreslått bytteforhold på EV og EK etter konvertering



Oppbygging av sum-of-the-parts verddivurdering etter konvertering¹



• Verdssettelsen av selskapene gir et forslag til bytteforhold på 73.8% / 73.7% til AE og 26.2% / 26.3% til GE på hhv. EV og EK

Kilde: SEB Corporate Finance estimater, selskapsinformasjon

1) Broen er basert på verdsettelse etter konvertering av ansvarlig lån, samt løfting av Drammen kommunes direkte eierskap

2) Basert på finansielle DD rapporter

Konklusjon konsernnivå – Scenario b)

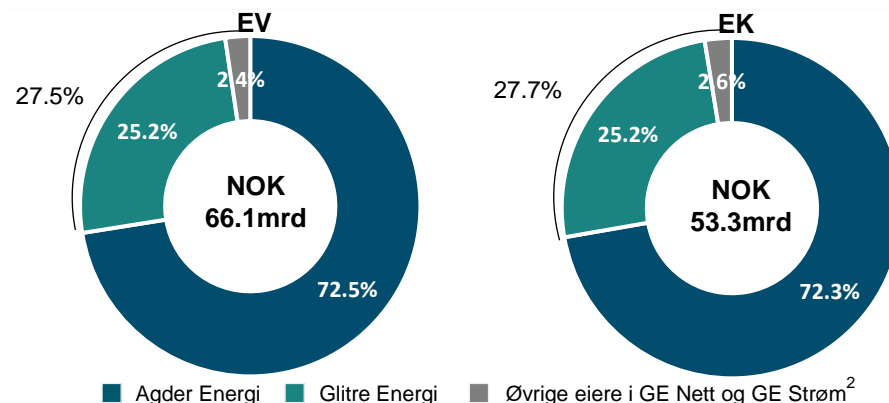
Forutsatt at alle minoritetsaksjonærer i GE Nett og GE Strøm løfter eierskapet



Oppbygging av bytteforhold

- Vi har verdsatt Agder Energi og Glitre Energi med datterselskaper, ved hjelp av både DCF-analyser og multipelanalyser
- Basert på disse kalkulasjonene har vi funnet en verdi på hvert konsern som legges til grunn for bytteforholdet
- I dette scenarioet er det antatt at samtlige minoritetsaksjonærer i GE Nett og GE Strøm løfter eierskapet sitt til det fusjonerte selskapet. Dette kommer i tillegg til konvertering av ansvarlige lån, samt løfting av Drammen kommunes direkte eierskap
 - Dette fører til at total kapital, balansejustering og egenkapital i de sammenslåtte selskapene blir høyere
- Sensitivitetene er tilsvarende som diskutert på foregående side

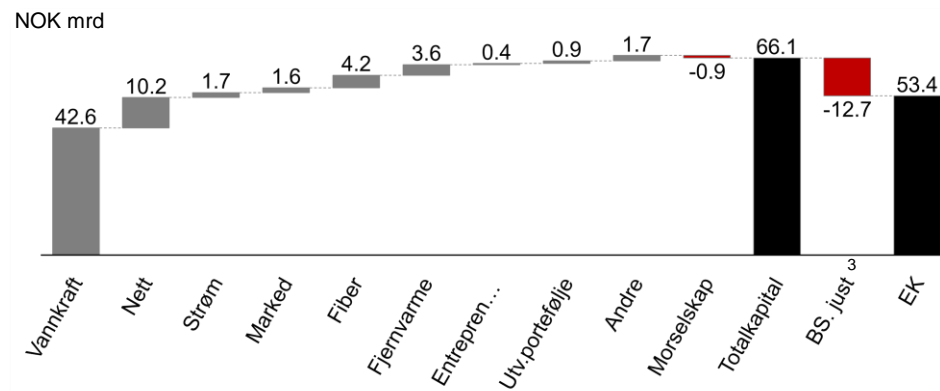
Foreslått bytteforhold på EV og EK etter konvertering



Øvrige eiere i GE Nett og GE Strøm

Eierandeler per i dag, før konvertering	Eierandel GE Nett	Eierandel GE Strøm
HADELAND Energi	18.3%	10.5%
Lier Everk	7.4%	39.4%
KONGSBERG KOMMUNE	11.9%	-

Oppbygging av sum-of-the-parts verddivurdering etter konvertering¹



• Verdssettelsen av selskapene gir et forslag til bytteforhold på 72.5% / 72.3% til AE og 25.2% / 25.2% til GE på hhv. EV og EK

Kilde: SEB Corporate Finance estimater, selskapsinformasjon

1) Broen er basert på verdsettelse etter konvertering av ansvarlig lån

2) Øvrige eiere er Hadeland Energi (1.2% / 1.3%), Lier Everk (0.7% / 0.9%) og Kongsberg kommune (0.7% / 0.7%) på henholdsvis EV / EK basis

3) Basert på finansielle DD rapporter

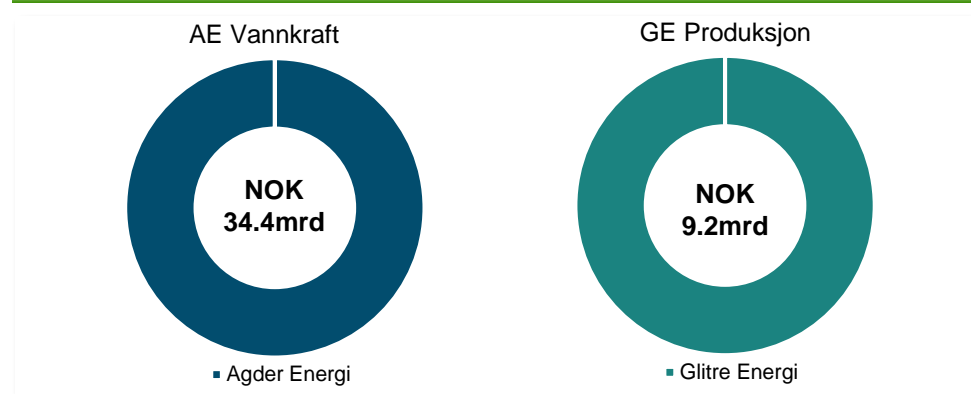
Konklusjon Vannkraft



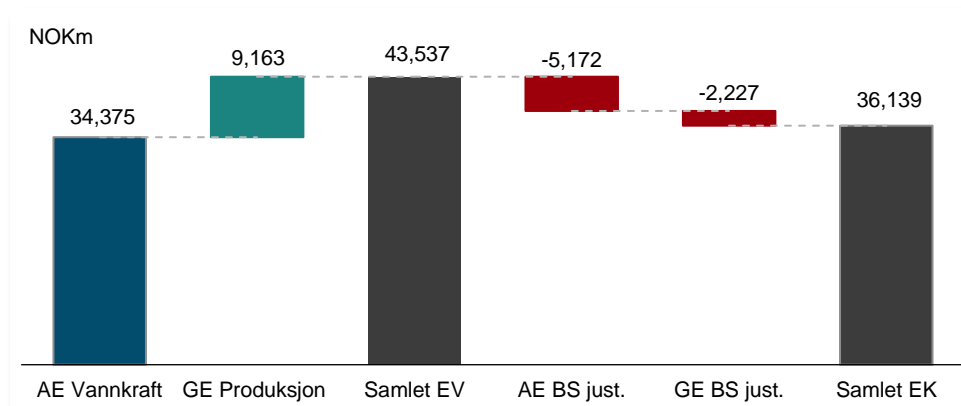
Oppbygging av bytteforhold

- Vi har verdsatt Glitre Energi Produksjon og Agder Energi Vannkraft ved hjelp av DCF, samt støttet oss til verdier fra multipelbasert analyse. I bytteforholdet inngår alle datterselskaper av de to selskapene
- Basert på disse kalkulasjonene har vi funnet en verdi på hvert selskap som legges til grunn for bytteforholdet
- De viktigste driverne bak bytteforholdet er produksjon, brukstidstillegg og kostnadsnivå

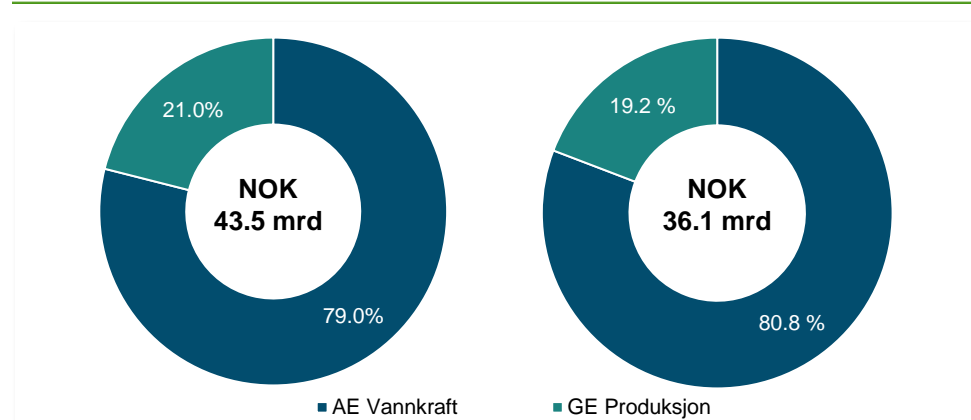
Nåværende eierstruktur (EV)



Oppbygging av sum-of-the-parts verdivurdering



Foreslått bytteforhold på EV og EK



• Verdssettelsen av selskapene gir et foreløpig forslag til bytteforhold på 79.0 % / 80.8 % til AE og 21.0 % / 19.2 % til GE på hhv. EV og EK

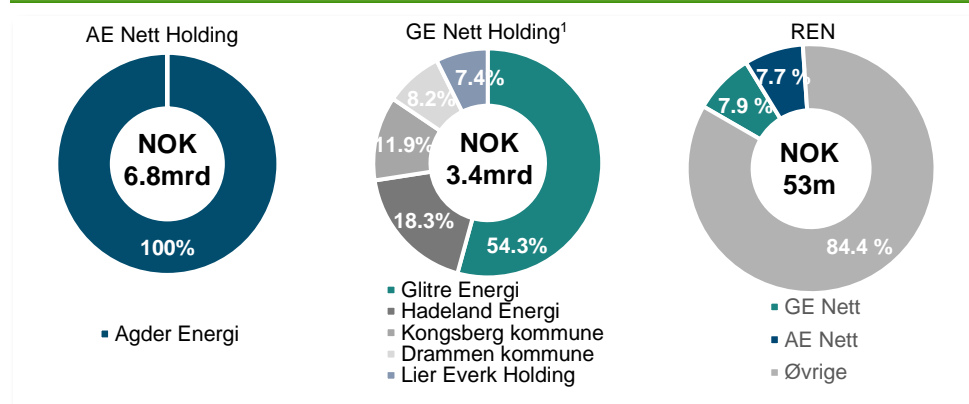
Konklusjon Kraftnett



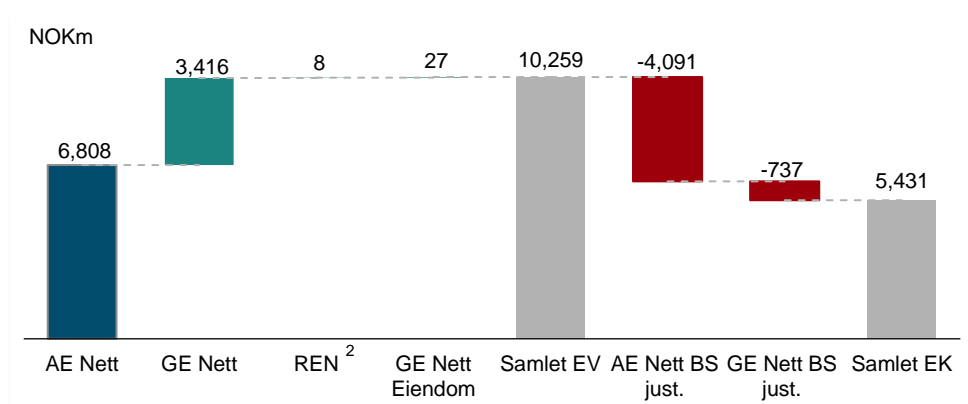
Oppbygging av bytteforhold

- Vi har verdsatt GE Nett Holding og AE Nett Holding ved hjelp av DCF, samt støttet oss til verdier fra multipelbasert analyse. I bytteforholdet inngår også REN AS. REN eies av AE Nett (7.7 %) og GE Nett (7.9 %), men siden det utgjør en liten verdi har de begrenset innvirkning på det samlede bytteforholdet. Alle eiendommene er eid av Glitre Energi Nett Holding og inngår som en del av verdsettelsen av kraftnett
- Basert på disse kalkulasjonene har vi funnet en verdi på hvert selskap som legges til grunn for bytteforholdet
- De viktigste driverne bak bytteforholdet er relativ effektivitet, investert kapital og kostnader
- Bytteforholdet er basert på nåværende eierstruktur i GE Nett Holding, og AE Nett Holding

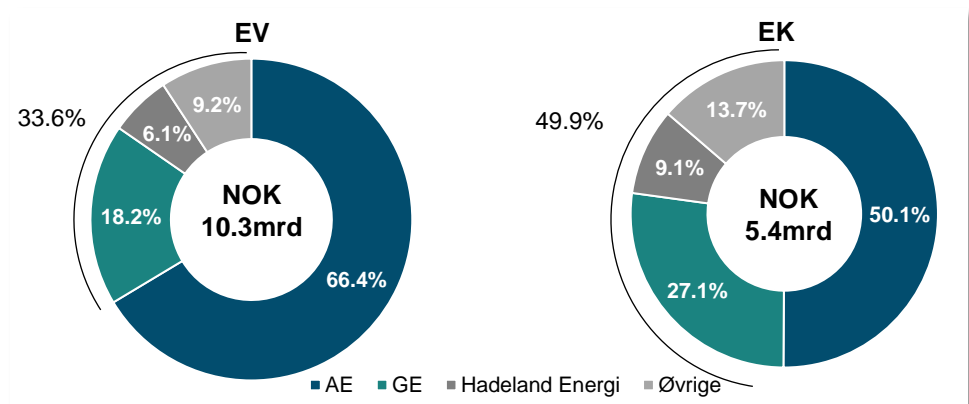
Nåværende eierstruktur (EV)



Oppbygging av sum-of-the-parts verdivurdering



Foreslått bytteforhold på EV og EK¹



• Verdssettelsen av selskapene gir et bytteforhold på 66.4 % / 50.1 % til AE og 18.2 % / 27.1 % til GE på hhv. EV og EK før konvertering av lån

Kilde: SEB Corporate Finance estimater
 1) Glitre Energi eier en andel på 49% i Hadeland Energi og har dermed en totaleierandel i GE Nett Holding på 63.2%. Justert for dette eierskapet vi GE få hhv. 21.2% på EV basis og 31.6% på EK basis
 2) Kombinert verdi av selskapenes respektive verdier

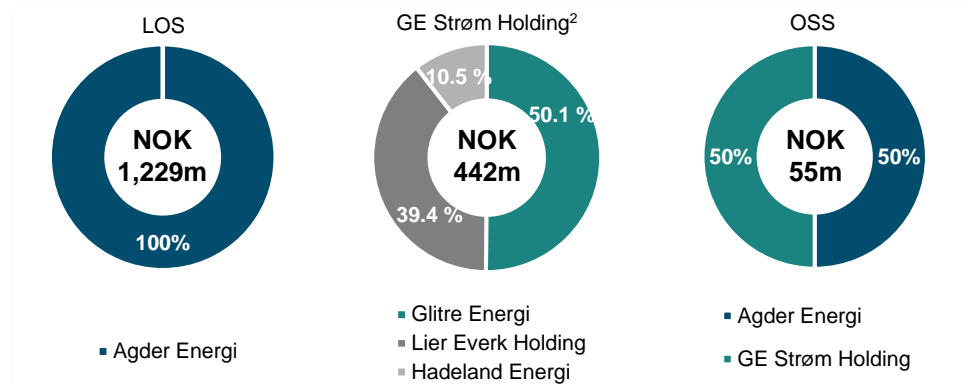
Konklusjon Strøm



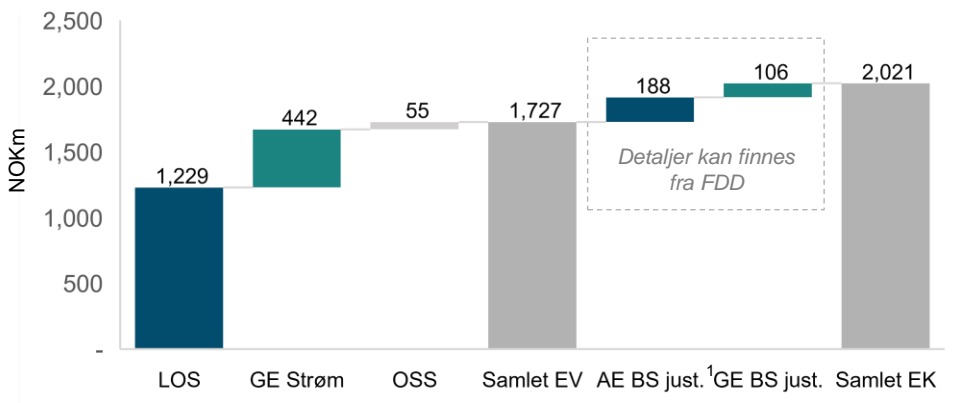
Oppbygging av bytteforhold

- Vi har verdsatt Glitre Energi Strøm og LOS ved hjelp av DCF, samt støttet oss til verdier fra multipelbasert analyse. I bytteforholdet inngår også OSS Norge AS. OSS Norge eies av Agder Energi og Glitre Energi Strøm Holding med like store eierandeler, og får dermed ingen innvirkning på bytteforholdet
- Basert på disse kalkulasjonene har vi funnet en verdi på hvert selskap som legges til grunn for bytteforholdet
- De viktigste driverne bak bytteforholdet er strømsalgsmargin og volum/kundevekst for LOS og GE strøm
- Bytteforholdet er basert på nåværende eierstruktur i Glitre Energi Holding, LOS og OSS Norge

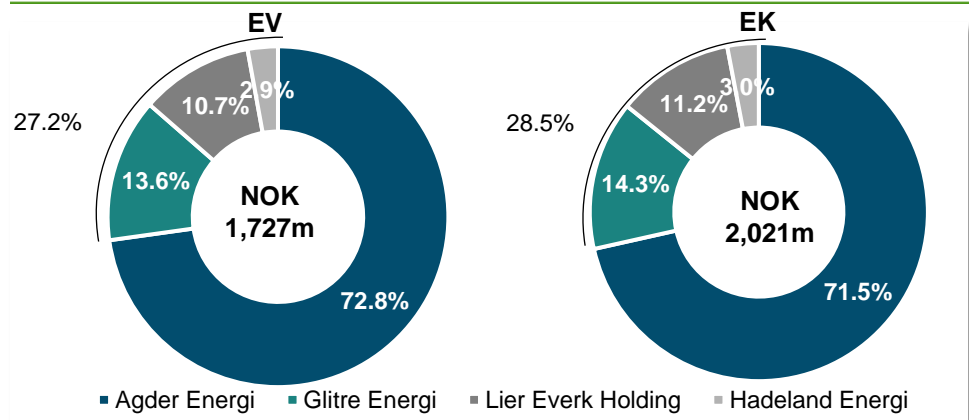
Nåværende eierstruktur (EV)



Oppbygging av sum-of-the-parts verdivurdering



Foreslått bytteforhold på EV og EK



• Verdssettelsen av selskapene gir et forslag til bytteforhold på 72.8 % / 71.5 % til AE og 13.6 % / 14.3 % (implisitt 15.0 % / 15.8 %) til GE³ på hhv. EV og EK

Kilde: SEB Corporate Finance estimater

1) Inkluderer AE andel av OSS Norge AS

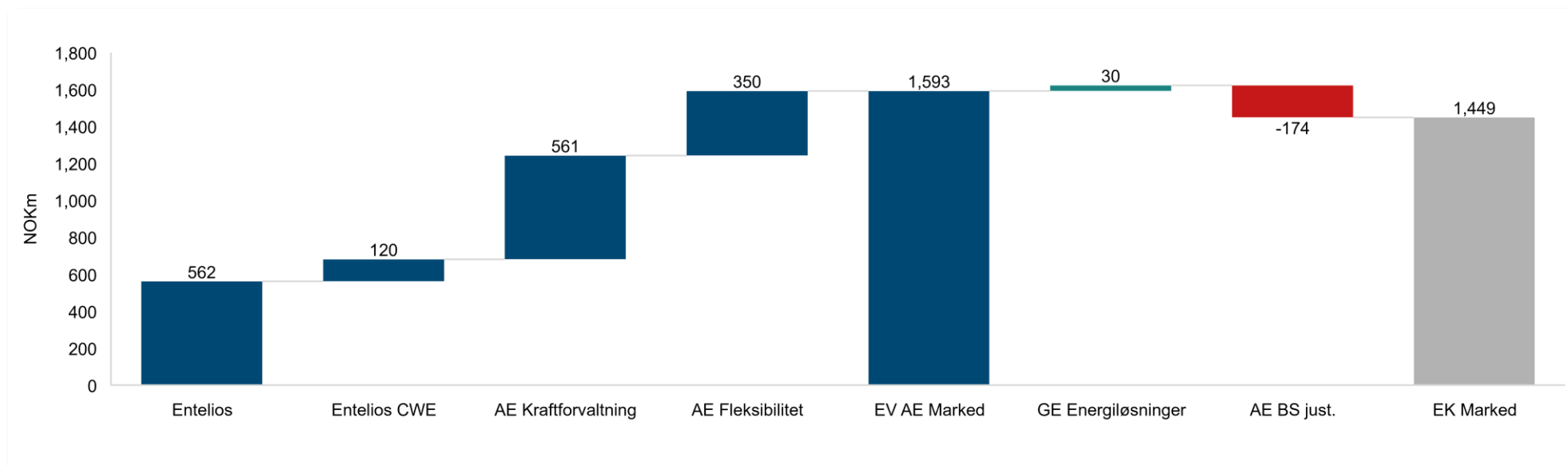
2) Glitre Energi eier en andel på 49% i Hadeland Energi og har dermed en totaleierandel i GE Strøm Holding på 55.3%. Justert for implisitt eierskap vil GE få 15.0% på EV basis og 15.8% på EK basis

3) GE eierandel er ikke inkludert implisitt eierandel i Hadeland Energi

Oppsummering av Marked

- Entelios Nordic, Entelios CWE, AE Kraftforvaltning, AE Flexibilitet og Glitre Energi Energiløsninger utgjør samlet segmentet Marked eller Kraftforvaltning
- Vi har verdsatt selskapene ved bruk av DCF, multiplanalyse og/eller annen tilgjengelig informasjon der det har vært hensiktsmessig. Vi har verdsatt Entelios Nordic ved hjelp av DCF, samt støttet oss til verdier fra multiplbasert analyse. Entelios CWE er verdsatt basert på verdsettelsesrapport mottatt fra Apricum, samt informasjon fra Agder Energi i forbindelse med salgsprosesser som er pågående. AE Kraftforvaltning og AE Flexibilitet er verdsatt basert på primært multiplmetode, der vi også har brukt DCF i vurderingen av selskapet. Glitre Energi Energiløsninger er verdsatt basert på kapitalinnskudd og transaksjonsverdi.
- Basert på disse kalkulasjonene har vi funnet en verdi på hvert selskap som legges til grunn for verdiene som legges til grunn for det overordnede bytteforholdet

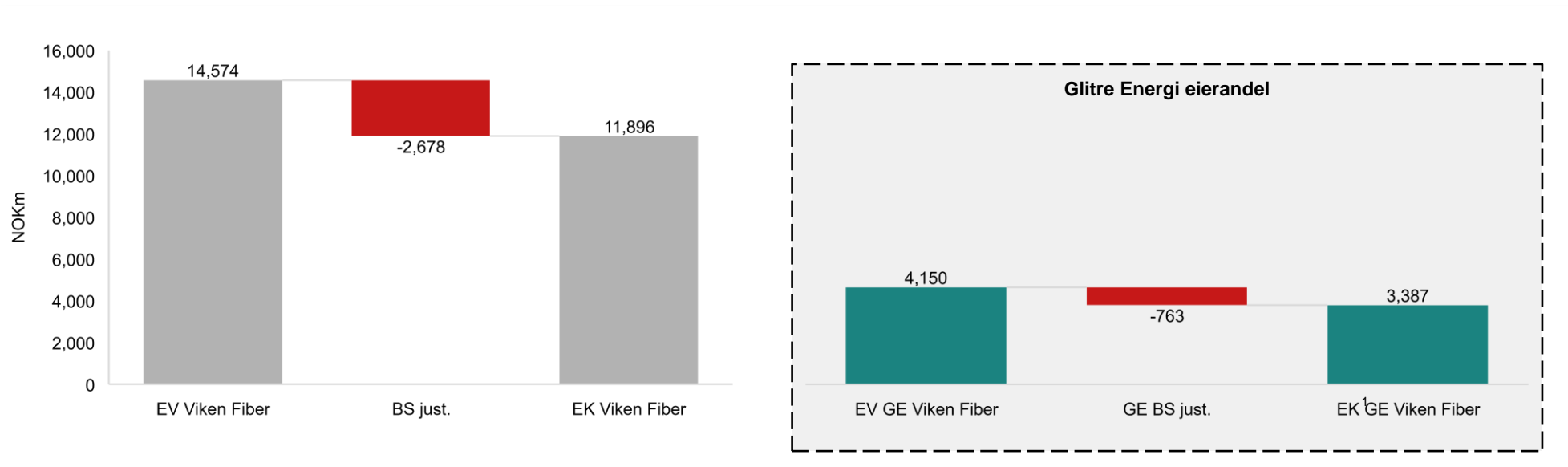
Oppbygging av sum-of-the-parts verdivurdering



Oppsummering av Fiber

- Glitre Energi sin eierandel av Viken Fiber utgjør segmentet Fiber
- Viken Fiber er verdsatt basert på DCF analyse, samt støttet oss til verdier fra multiplbasert analyse
- DCF analysen gir en verdi av total kapitalen på NOK 14.6mrd. Dette gir en implisitt EV / EBITDA multipl på 20.8x og 18.5x for henholdsvis 2020 og 2021, som plasserer selskapet i det øvre sjiktet av sammenlignbare transaksjoner de siste årene
- Justert for Glitre Energi sin eierandel¹ estimeres verdien på Viken Fiber til NOK 4,150m på EV basis

Oppbygging av sum-of-the-parts verdivurdering



SEB Corporate Finance lokasjoner



SEB Corporate Finance lokasjoner



The image features a map of Europe and North America with the SEB logo centered over the North Sea. Surrounding the map are seven dark grey boxes, each representing a corporate finance location. Each box contains the city name, address, country, and telephone number.

City	Address	Country	Telephone
Copenhagen	Bernstorffsgade 50 DK-1577 Copenhagen V	Denmark	+45 3328 2900
Helsinki	Eteläesplanadi 18 00130 Helsinki	Finland	+35 89 6162 8000
Oslo	Filipstad Brygge 1 P.O. Box 1843 Vikka, NO-0123	Norway	+47 2100 8500
Stockholm	Kungsträdgårdsgatan 8 SE-106 40 Stockholm	Sweden	+46 8 5222 9500
London	One Carter Lane London, EC4V 5AN	United Kingdom	+44 20 7246 4000
New York	245 Park Avenue, 33rd Floor New York, NY 10167	USA	+1 212 692 4760
Frankfurt	Stephanstrasse 14-16 60313 Frankfurt	Germany	+49 172 3242264