

Prosjekt Goliat

Verdsettelse Agder Energi og Glitre Energi



Strengt konfidensielt

*Enhver mottaker av denne verdivurderingen («**rapporten**») oppfordres til å sette seg nøye inn rapportens innhold, herunder de forutsetning og ansvarsbegrensninger angitt under «VIKTIG INFORMASJON». Denne rapporten er utelukkende utarbeidet på oppdrag for Agder Energi AS og Glitre Energi AS («**Oppdragsgiverne**»). Enhver mottaker som forholder seg til denne rapportens innhold aksepterer å holde Swedbank Norge fri for ethvert ansvar og skadesløs for ethvert forhold som måtte oppstå på bakgrunn av denne rapporten.*

VIKTIG INFORMASJON

Denne rapporten (herunder enhver form for muntlig og skriftlig informasjon, vurdering eller materiell delt i forbindelse med- eller forlengelse av denne) har blitt utarbeidet av Swedbank Norge, på vegne av Oppdragsgiverne. Ved å motta og forholde deg til denne rapportens innhold, godtar du de vilkår, forpliktelser og begrensinger her angitt, og erkjenner at slike vilkår, forpliktelser og begrensinger kan påberopes av Swedbank Norge (herunder ansatte, styre og rådgivere, og ethvert mor- og datterselskap) overfor deg som mottaker:

- (i) Denne rapporten har blitt utarbeidet etter beste evne og med illustrasjonsformål. Rapporten skal på ingen måte anses som en garanti eller lovnad om fremtidige resultater eller utvikling med hensyn til noen av Oppdragsgiverne eller andre selskaper/foretak vurdert i denne rapporten. Rapporten er utarbeidet etter diverse forutsetninger og antakelser som verken er garantert å stemme eller innfris, eller å være i henhold til dine forutsetninger og antakelser som mottaker. Denne rapporten skal ikke anses som utfyllende. Beregninger og utregninger benyttet i denne rapporten kan være basert på forenklete fremgangsmåter og modeller for illustrasjonsformål. Enhver mottaker av denne rapporten oppfordres til å gjøre sine egne undersøkelser og vurderinger av Oppdragsgiverne og temaet for denne rapporten.
- (ii) Denne rapporten er utarbeidet i henhold til informasjon utelukkende mottatt fra Oppdragsgiverne. Slik informasjon har ikke blitt verifisert av eller på vegne av Swedbank Norge. Swedbank Norge gir følgelig ingen garantier med hensyn til denne rapportens innhold, utregninger og slutninger. Swedbank Norge skal holdes skadesløs og fri for ethvert ansvar for ethvert forhold som måtte oppstå som følge av- eller på bakgrunn av denne rapporten. Enhver mottaker forholder seg til denne rapporten på eget ansvar og for egen risiko.
- (iii) Swedbank Norge er ikke forpliktet til å supplere, oppdatere, korrigere eller på annen måte gjøre endringer i denne rapporten som følge av endrede forhold som angår Oppdragsgiverne eller rapportens innhold som sådan.
- (iv) Denne rapporten kan inneholde estimater, slutninger eller utsagn som baserer seg på potensielle fremtidsutsikter for Oppdragsgiverne og andre selskaper/foretak vurdert i denne rapporten, bransjen disse opererer i og markedet generelt. Enhver form for estimater, slutninger eller utsagt basert på potensielle fremtidsutsikter innebærer både kjent og ukjent risiko, usikkerhet og andre faktorer som kan medføre at slike estimater, slutninger eller utsagn ikke stemmer overens med faktiske, fremtidige resultater og utvikling for Oppdragsgiverne eller andre selskaper/foretak vurdert i denne rapporten, bransjen disse opererer i eller markedet generelt. Enhver mottaker aksepterer å forholde seg til slike estimater, slutninger og utsagn på eget ansvar og for egen risiko.
- (v) Denne rapporten skal ikke på noen måte anses som juridisk, finansiell eller skattemessig rådgiving. Enhver mottaker oppfordres til å rådføre seg med sine egne profesjonelle rådgivere om slike forhold. Swedbank Norge tar ikke ansvar for en mottakers handlinger som følge av denne rapportens innhold, og skal ikke anses for å ha noen form for rådgiveransvar overfor en mottaker av denne rapporten med mindre særskilt avtalt i henhold til eksplisitt rådgivingsmandat.
- (vi) Denne rapporten utgjør ikke et tilbud, en anbefaling eller en oppfordring om å kjøpe, selge eller på annen måte investere i verdipapirer eller de foretak og eiendeler beskrevet i denne rapporten. Denne rapporten skal på ingen måte anses som en investeringsanbefaling eller -analyse utstedt av Swedbank Norge.
- (vii) I enkelte tilfeller og jurisdiksjoner kan det være forbudt å distribuere eller på annen måte dele denne rapporten. Enhver mottaker av denne rapporten er selv ansvarlig for å følge relevant lovgiving i dette henseende.
- (viii) Denne rapporten er strengt konfidensiell og skal ikke deles med tredjemann uten eksplisitt, skriftlig godkjenning fra Swedbank Norge. Denne rapporten gjøres kun tilgjengelig med forbehold om godkjenning og etterlevelse av de vilkår, forpliktelser og begrensninger angitt her. Dersom mottaker deler rapporten med tredjemann uten eksplisitt godkjenning fra Swedbank Norge, er mottaker ansvarlig for følgende av slik deling og skal holde Swedbank skadesløs i tråd med punkt (ii) ovenfor.
- (ix) Denne rapporten er utarbeidet i henhold til norsk rett med Oslo tingrett som avtalt verneting.

Contents

1 Verdtsettelsesoversikt og bytteforhold	3
1.1 Oversikt over verdsettelse	3
1.2 Bytteforhold	4
2 Vannkraft	5
2.1 Agder Energi Vannkraft AS	5
2.2 Glitre Energi Produksjon AS	6
3 Nett	7
3.1 Agder Energi Nett AS	8
3.2 Glitre Energi Nett AS	9
4 Strøm	10
4.1 LOS AS	10
4.2 Glitre Energi Strøm AS	11
5 Agder Energi Kraftforvaltning AS	12
6 Viken Fiber AS	13

1 Verdssettelsesoversikt og bytteforhold

Styrene i Agder Energi AS og Glitre Energi AS («Selskapene») signerte 29. januar 2021 en intensjonsavtale med målsetning om fusjon («Transaksjonen»). Swedbank Norge, filial av Swedbank AB (publ) ("Swedbank") har i den forbindelse blitt engasjert av Selskapene for å gjennomføre en verddivurdering og påfølgende beregning av bytteforhold for Transaksjonen. I henhold til oppdraget leverte Swedbank 29. september 2021 en endelig rapport til Selskapene som inneholder en beregning av bytteforhold på konsernnivå, samt for Agder Energi Nett AS / Glitre Energi Nett Holding AS, og LOS AS / Glitre Energi Strøm Holding AS.

Denne rapporten er et overordnet sammendrag av denne endelige rapporten, med hovedfokus på forretningsområdene vannkraft, nett, strømsalg, kraftforvaltning og fiber.

Verddivurderingen er i all hovedsak basert på en evaluering av informasjon gjort tilgjengelig gjennom Selskapenes online datarom, "AE Falk" og "Glitre Falk", i tillegg til offentlig tilgjengelig informasjon. Utover dette har ikke Swedbank vurdert ikke-offentlig informasjon i forbindelse med Transaksjonen, eller utført juridisk-, teknisk-, skattemessig-, eller annen due diligence.

1.1 Oversikt over verdssettelse

For verdssettelsen av konsernene har vi benyttet en «sum-of-the-parts» tilnærming som innebærer beregning av selskapsverdien til hvert enkelt datterselskap under Agder Energi og Glitre Energi. Verdssettelsene er gjort på objektive kriterier, i den grad det er mulig, og vi har benyttet den verdssettelsesmetodikken vi anser som mest hensiktsmessig for hvert enkelt selskap basert på tilgjengelig informasjon.

De evalueringsmetodene som primært er benyttet inkluderer neddiskontert kontantstrømanalyse (DCF) samt verdssettelsesmultipler fra relevante transaksjoner og sammenlignbare selskaper. DCF analyse er benyttet for selskaper som har oppgitt prognoser. Vi har i stor grad benyttet selskapenes egne prognoser, men har i visse tilfeller ekstrapolert disse lenger frem i tid, eller hvor nødvendig brukt egne forutsetninger for CAPEX eller arbeidskapitalbinding for å beregne fri kontantstrøm. Vi har også beregnet avkastningskrav ved bruk av WACC analyse, og hvor relevant beregnet teminalverdi basert på exit multipler. For selskaper som ikke har oppgitt prognoser har vi benyttet multipelanalyse basert på sammenlignbare transaksjoner eller sammenlignbare børsnoterte selskaper. Mindre selskaper med begrenset informasjonsgrunnlag har blitt verdsatt til bokført verdi.

Mens den endelige rapporten, datert 29. september 2021, inneholder detaljert beskrivelse av alle gjennomførte verdssettelser, vil vi i dette sammendraget kun gi mer detaljer rundt verdssettelsene av Agder Energi Vannkraft, Glitre Energi Produksjon, Agder Energi Nett, Glitre Energi Nett, LOS, Glitre Energi Strøm, Agder Energi Kraftforvaltning og Viken Fiber.

Tabellene under gir et overblikk over verdssettelsen av de overnevnte selskapene i tillegg til vår verdssettelse av hvert konsern.

Oversikt over verdssettelser – Agder Energi

(NOKm)

Agder Energi	EV	Derivater	EV-EK	EK verdi	Agder eierandel	Agder EK verdi	% av total EK
Agder Energi							
Agder Energi Vannkraft AS	46,424	(1,129)	(5,172)	40,123	100.0 %	40,123	79.4 %
Agder Energi Nett AS	8,669	-	(4,091)	4,578	100.0 %	4,578	9.1 %
LOS AS	720	-	187	907	100.0 %	907	1.8 %
Agder Energi Kraftforvaltning AS	1,164	-	23	1,187	100.0 %	1,187	2.4 %
Øvrige selskap	3,415	-	200	3,615	-	4,267	8.4 %
Sum datterselskaper og mor	60,392	(1,129)	(8,853)	50,410	-	51,062	101.1 %
Justeringer ifm. kjøp/salg	-	-	(28)	(28)	100.0 %	(28)	-0.1 %
Justering EUR-lån	-	-	(232)	(232)	100.0 %	(232)	-0.5 %
Rentederivater	-	(291)	-	(291)	100.0 %	(291)	-0.6 %
Sum justeringer	-	(291)	(260)	(551)	-	(551)	-1.1 %
Sum Agder Energi	60,392	(1,420)	(9,113)	49,859	-	50,511	100 %

Oversikt over verdsettelse – Glitre Energi

(NOKm)

Glitre Energi	EV	Derivater	EV-EK	EK verdi	Glitre eierandel	Glitre EK verdi	% av total EK
Glitre Energi Produksjon AS	11,564	(642)	(2,226)	8,696	100.0 %	8,696	55.7 %
Glitre Energi Nett Holding AS	3,991	-	(737)	3,254	71.4 %	2,324	14.9 %
Glitre Energi Strøm Holding AS	324	-	106	430	55.2 %	237	1.5 %
Viken Fiber Holding AS (Viken Fiber AS)	14,451	-	(2,784)	11,667	28.5 %	3,322	21.3 %
Øvrige selskap	2,628	-	(224)	2,405	-	820	5.3 %
Sum datterselskaper og mor	32,958	(642)	(5,865)	26,452	-	15,400	98.6 %
Konvertering av gjeld i mor	-	-	250	250	100.0 %	250	1.6 %
Drammen kommune opp - andel ansvarlige lån i nettselskapet	-	-	22	22	100.0 %	22	0.1 %
Rentederivater	-	(55)	-	(55)	100.0 %	(55)	-0.3 %
Sum justeringer	-	(55)	272	218	-	218	1.4 %
Sum Glitre Energi	32,958	(696)	(5,592)	26,669	-	15,617	100 %

1.2 Bytteforhold

Vi har beregnet bytteforhold på konsernnivå, for Agder Energi Nett AS / Glitre Energi Nett Holding AS, og LOS AS / Glitre Energi Strøm Holding AS. I beregningen vist i tabellen under løfter Drammen kommune, i henhold til intensjonsavtalen, sitt eierskap i Glitre Energi Nett til det fusjonerte selskapet. Det er verdt å merke seg at i «Konsern» inkluderer EK verdien for Glitre Energis nåværende aksjonærer selskapets 49% eierandel i Hadeland Energi AS, som igjen eier 18,3% av Glitre Energi Nett og 10,5% av Glitre Energi Strøm.

Oversikt over bytteforhold

Konsern	EK Verdi (NOKm)	%
Agder Energi AS - nåværende aksjonærer	50,511	76.4 %
Glitre Energi AS - nåværende aksjonærer (inkl. Drammen kommune)	15,617	23.6 %
Sum	66,128	100.0 %
Nett	EK Verdi (NOKm)	%
Agder / Glitre	6,610	84.4 %
<i>Hvorav nåværende Agder aksjonærer</i>	4,578	58.4 %
<i>Hvorav nåværende Glitre aksjonærer (inkl. Drammen kommune)</i>	2,032	25.9 %
Kongsberg Kommune	388	4.9 %
Lier Everk Holding AS	239	3.1 %
Hadeland Energi AS	595	7.6 %
Sum	7,832	100.0 %
Strøm	EK Verdi (NOKm)	%
Agder / Glitre	1,123	84.0 %
<i>Hvorav nåværende Agder aksjonærer</i>	907	67.9 %
<i>Hvorav nåværende Glitre aksjonærer (inkl. Drammen kommune)</i>	215	16.1 %
Lier Everk Holding AS	169	12.7 %
Hadeland Energi AS	45	3.4 %
Sum	1,337	100.0 %

Mens verdiene presentert i tabellene over er de endelige bytteforholdene foreslått av Swedbank, vil det ligge noe usikkerhet rundt faktisk bytteforhold basert på sentrale forutsetninger benyttet i analysen. Sensitiviteter rundt bruk av kraftprognoser, avkastningskrav, og exit multiplert brukt i terminalverdi vil ha noe utslag på bytteforholdet, særlig for forretningsområder som vannkraft, nett og strøm, hvor Agder Energi er større enn Glitre Energi. Samtidig, gitt at de samme sensitivitetene brukes for forretningsområdene i begge selskaper, vil utslagene være noe begrenset. En annen forutsetning som vil gjøre utslag i bytteforholdet på et konsernnivå er brukstidstillegg. Gitt usikkerheten rundt fremtidig brukstidstillegg har vi fått tilgang til omfattende analyser fra Thema og Volue som begge er anerkjente analysehus innen kraftsektoren. Prognosene til Thema og Volue gir nokså forskjellige resultater. På bakgrunn av at det finnes mange gode grunner til økt volatilitet i kraftmarkedet fremover, samtidig som det er stor usikkerhet rundt driverne bak dette, har vi valgt å vekte brukstidstillegg fra Thema og Volue likt i vår verdsettelse av vannkraft.

2 Vannkraft

2.1 Agder Energi Vannkraft AS

Selskapsversikt og sentrale forutsetninger

Forutsetning	Verdi
Eierskap	Agder Energi Vannkraft AS er 100% eid av Agder Energi
Inflasjon estimer	2021-2024 Pengepolitisk Rapport utgitt 21/06/21, deretter brukes Norges Banks inflasjonsmål på 2,0%
Valutakurs estimer	NOK og EUR vekslingsforhold er basert på forward kurven frem til 2026, deretter konstant frem til 2095
Antall vannkraftverk ¹	54
Strømprissone	NO2
Produksjon (GWh)	8,864 (Gjennomsnittlig estimert produksjon av Thema og Volue)
Konsesjonskraftpris	11,4 øre per KWh i reelle termer
GoO priskurve estimer	Thema Consulting Group
Motpart til kraftavtaler	Hydro, Eramet og Glencore
Driftskostnader	AE Vannkrafts driftskostnader er basert på deres egne estimer

Swedbank har modellert en fullstendig kontantstrøm basert på følgende sentrale forutsetninger:

Kraftpriser: Swedbank har brukt strømpris futures fra Nasdaq, justert for område differanser frem til 2025, deretter ett snitt av to anerkjente analysehus. Kraftprisanalysene strekker seg til rundt 2045, deretter forutsettes det flat prisutvikling som inflasjonsjusteres frem mot 2095.

Bruktidstillegg: Swedbank har fått tilgang til omfattende analyser fra Thema og Volue som gir nokså forskjellige resultater. Det finnes mange gode grunner til økt volatilitet i kraftmarkedet fremover, samtidig som det er stor usikkerhet rundt driverne bak dette, har vi valgt å vekte disse likt. Vektet brukstidstillegg for AE mellom 2021-2050 er 111,2%.

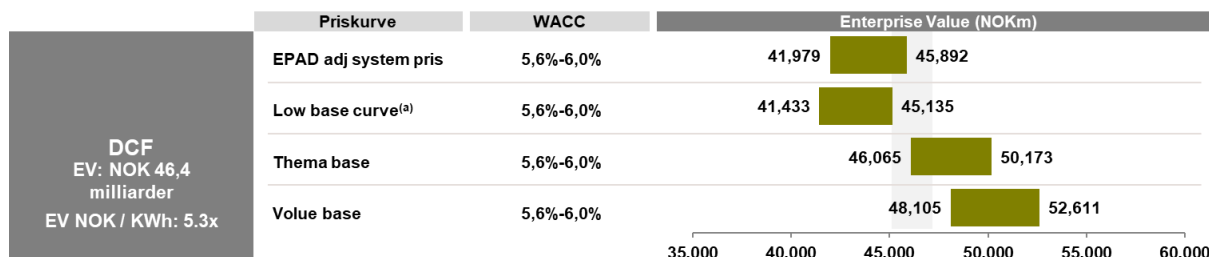
Investeringer og rehabiliteringer: Investeringer og rehabiliteringer følger AE Vannkraft sin rehabiliteringsplan fra 2021-2031. Etter 2031 er estimatene basert på NVE's publisasjon på gjenanskaffelsesverdier for særskilte driftsmidler i kraftforetak.

Utviklingsportefølje: I verdsettelsen er kun utviklingsprosjekter som har påbegynt bygging verdsatt. AE Vannkrafts egne verdsettelsesmodeller ligger til grunn i verdsettelsen av disse prosjektene. Swedbank har gjort følgende forutsetninger: Kuttet levetiden til 2095 likt som de operasjonelle kraftverkene; oppdatert priskurve likt som de operasjonelle kraftverkene.

Verdsettelsesmetodikk og verdsettelse

AE Vannkraft er verdsatt med en DCF analyse som tar utgangspunkt i selskapets kostnadsestimer til og med 2095. WACC er regnet ut på bakgrunn av utvalgte Europeiske kraftselskaper med diversifisert kraftproduksjon i Europa, og er beregnet til 5,8% for den operasjonelle driften og 6.6% for utviklingsporteføljen. Verdsettelsen er særlig sensitiv til valg av priskurver og varierer kraftig etter hvilken priskurve som ligger til grunn. Med et gjennomsnitt av alle priskurvene, ender verdsettelsen av AE Vannkraft på NOKmrd 46,4. Dette tilsvarer en produksjonsmultipl på NOK/KWh 5,3x.

Verdsettelse AE Vannkraft



Swedbank (a): Gjennomsnittet av base case Thema, StormGeo og Volue og low case Thema og Volue

¹ 51 operasjonelle og 3 under bygging

2.2 Glitre Energi Produksjon AS

Selskapsoversikt og sentrale forutsetninger

Forutsetning	Verdi
Eierskap	Glitre Energi Produksjon AS («GEP») er 100% eid av Glitre Energi
Inflasjon estimerer	2021-2024 Pengepolitisk Rapport utgitt 21/06/21, deretter brukes Norges Banks inflasjonsmål på 2,0%
Valutakurs estimerer	NOK og EUR vekslingsforhold er basert på forward kurven frem til 2026, deretter konstant frem til 2095
Antall vannkraftverk ²	23
Strømprissone	N05
Produksjon (GWh)	2,533
Konsesjonskraftpris	Konsesjonskraftpris 11,4 øre per KWh i reelle termer
GoO priser	Thema Consulting Group
Driftskostnader	GEP Vannkrafts driftskostnader er basert på deres egne estimerer

Swedbank har modellert en fullstendig kontantstrøm basert på følgende sentrale forutsetninger:

Kraftpriser: Swedbank har brukt strømpris futures fra Nasdaq, justert for område differanser frem til 2025, deretter ett snitt av to anerkjente analysehus. Kraftprisanalysene strekker seg til rundt 2045, deretter forutsettes det flat prisutvikling som inflasjonsjusteres frem mot 2095.

Bruktidstillegg: Swedbank har fått tilgang til omfattende analyser fra Thema og Volue som gir nokså forskjellige resultater. Det finnes mange gode grunner til økt volatilitet i kraftmarkedet fremover, samtidig som det er stor usikkerhet rundt driverne bak dette, har vi valgt å vekte disse likt. Vektet brukstidstillegg for GEP mellom 2021-2050 er 104,0%.

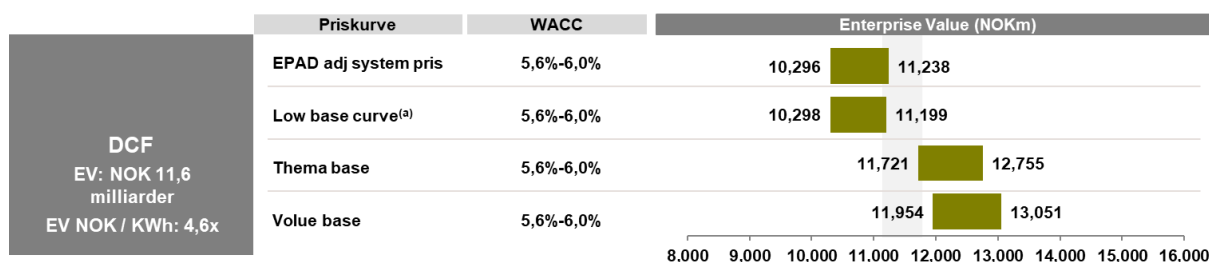
Investeringer og rehabiliteringer: Investeringer og rehabiliteringer følger GEP sin rehabiliteringsplan fra 2021-2031. Etter 2031 er estimatene basert på NVE's publikasjon på gjenanskaffelsesverdier for særskilte driftsmidler i kraftforetak.

Kraftavtaler og konsesjonskraft: GEP leverer konsesjonskraft, gjeldsbrevkraft og avtale kraft på totalt 246 GWh, dette tilsvarer 10% av den totale produksjonen Verdssettelsesmetodikk og verdsettelse.

Verdssettelsesmetodikk og verdsettelse

GEP er verdsatt med en DCF analyse som tar utgangspunkt i selskapets kostnadsestimerer til og med 2095. WACC er regnet ut på bakgrunn av utvalgte Europeiske kraftselskaper med diversifisert kraftproduksjon i Europa, og er beregnet til 5,8%. Verdssettelsen er særlig sensitiv til valg av priskurver og varierer kraftig etter hvilken priskurve som ligger til grunn. Med et gjennomsnitt av alle priskurvene, ender verdssettelsen av GEP på NOKmrd 11,6. Dette tilsvarer en produksjonsmultipl på NOK/KWh 4,6x.

Verdssettelse GEP



Swedbank (a): Gjennomsnittet av base case Thema, StormGeo og Volue og low case Thema og Volue

² 22 operasjonelle og 1 under bygging

3 Nett

Informasjonsgrunnlag og felles forutsetninger

THEMA Consulting Group har utarbeidet en analyse for fremtidige inntektsrammer og effektivitet for Agder Energi Nett AS og Glitre Energi Nett AS. Fire ulike scenarier for utvikling i effektivitet og inntektsrammer for perioden mellom 2022-2031 er modellert basert på harmonisert input. De ulike scenarioene tar hensyn til ulike metoder for innhenting av alderssetterslep. Estimatenes er utarbeidet med utgangspunkt i NVE sitt fastsatte rammeverk for beregning av DEA effektivitet og inntektsrammer. Swedbank anvender THEMA Consulting sine estimer for perioden mellom 2022-2031 som input for effektivitet, inntektsrammer og regulatorisk EBIT. Estimer for perioden mellom 2031-2050 er basert på modellering gjort av Swedbank.

Følgende forutsetninger er gjort for både Agder Energi Nett og Glitre Energi Nett:

Referanserente: Mellom 2022 og 2031 benyttes THEMA's referanserente. For modelleringsperioden etter 2031 har Swedbank basert på NVE sin metodikk beregnet en flat referanserente på 5,91%.

Tilganger og avskrivning av nettkapital: THEMA tar utgangspunkt i normerte reinvesteringsnivåer for beregning av inntektsrammer i alle scenarioer. For å oppnå overenstemmelse mellom investeringsnivåer og THEMA sine resulterende EBIT estimer anvendes derfor de normerte reinvesteringsnivåer som anslag på tilganger i perioden 2021-2029. I tillegg kommer nyinvesteringer, som også er satt lik THEMA sine anslag for perioden. For perioden 2030 til og med 2045 forutsetter Swedbank en videre økning i årlige nettinvesteringer tilsvarende økningen i KPI. Etter 2045 modelleres tilganger til å være lik avskrivninger, dette for å kunne beregne hva netto kontantstrøm vil være i et steady-state scenario, som brukes som input i beregning av terminalverdi.

Avskrivninger settes lik anslagene gitt av THEMA sin inntektsrammeanalyse frem til år 2029. For perioden 2030-2050 antas det at avskrivninger som andel av nettkapital holdes uendret på 2029 nivå.

Kostnadsgrunnlag: Kostnadselementer som inngår i kostnadsgrunnlaget frem til år 2031 er satt lik anslagene til THEMA, som igjen er basert på selskapenes egne harmoniserte prognoser. Kostnadsutregningene av avhengige av spesifikke forutsetninger gjort av THEMA og Swedbank.

Effektivitet: Anslag for effektivitet er gitt av THEMA gjennom fire ulike scenarier for kapitalkostnadsutviklingen for reinvesteringer som følger i **Error! Reference source not found.** nedenfor.

Forklaring av de fire ulike scenarioene

Scenario	Beskrivelse
10-10 etterslep	Innhenting av alderssetterslep innhentes på 10 år for både lokalt og regionalt distribusjonsnett
20-20 etterslep	Innhenting av alderssetterslep innhentes på 20 år for både lokalt og regionalt distribusjonsnett
Annuitetsfaktor med AE Nett sin kapital som utgangspunkt (A-AEN)	Med utgangspunkt i AE Nett tas kapitalkostnadene og divideres med en faktor lik forholdet mellom annuiter basert på nyverdi og faktisk levetid. Kapitalkostnader og kostnader holdes flatt
Annuitetsfaktor med Glitre Energi Nett sin kapital som utgangspunkt (A-GEN)	Med utgangspunkt i Glitre Energi Nett tas kapitalkostnadene og divideres med en faktor lik forholdet mellom annuiter basert på nyverdi og faktisk levetid. Kapitalkostnader og kostnader holdes flatt.

THEMA Consulting

Inntektsrammer: NVE fastsetter individuelle inntektsrammer for nettselskaper hvert år. Beregning av inntektsrammer tar utgangspunkt i kostnader som påløpte for et gitt selskap to år tilbake i tid. Inntektsrammen bestemmes dels ut ifra selskapets kostnadsgrunnlag og dels ut ifra selskapets kostnadsnorm. Kostnadsnormen avviker fra kostnadsgrunnlaget med en faktor lik effektiviteten til selskapet. Derav gir de ulike scenarioene for effektivitet ulike inntektsrammer, og derfor også ulik regulatorisk EBIT.

3.1 Agder Energi Nett AS

Agder Energi Nett AS («AE Nett») eier og drifter både regionale og lokale distribusjonsnett i Agder og er heleid av Agder Energi AS. En oversikt over selskapet er vist i tabellen under:

Oversikt over Agder Energi Nett AS

Beskrivelse	Størrelser ved utgangen av 2020
Kabler og linjer	22 121 km
Sluttbrukere	207 000
Leverert energi	5 347 GWh
Transformasjon- og koblingsstasjoner	79
Nettstasjoner i distribusjonsnett	~ 8 350
Leveringspålidelighet	99,984 %

Verdsettelsesmetodikk

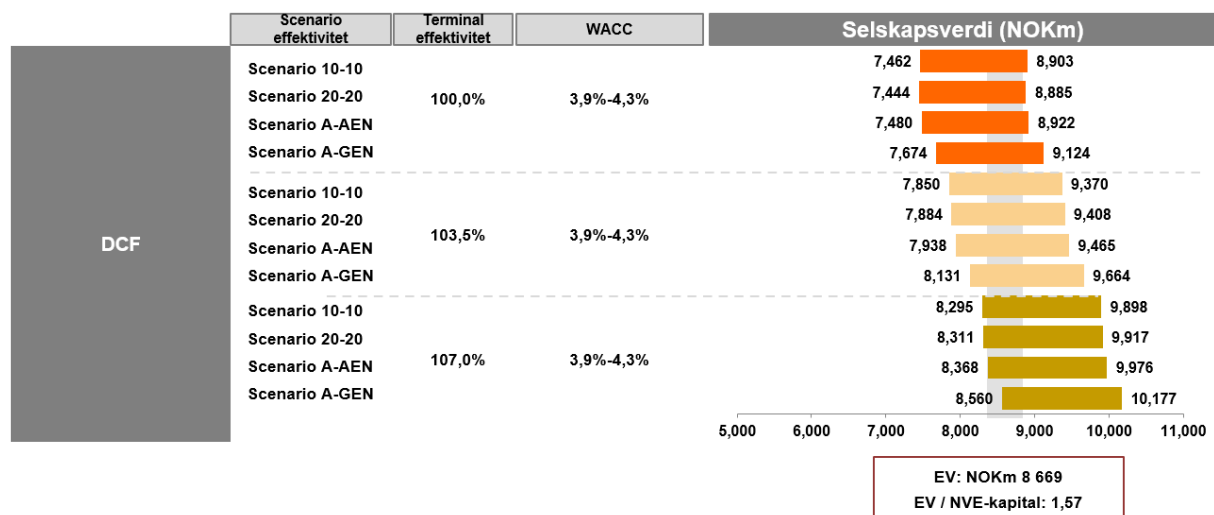
AE Nett er vedsatt med en DCF analyse, som baserer seg på input fra THEMA i perioden 2022-2031, og Swedbank modellering frem til år 2050. I verddivurderingen har Swedbank modellert en fullstendig kontantstrøm hvor særlig forutsetninger rundt effektivitetsscenarioer, terminaleffektivitet og nettkapital påvirker utfallet.

Beta for WACC beregninger er regnet ut med på bakgrunn i utvalgte Europeiske infrastrukturselskaper hvis virksomhet er underlagt et liknende eller tilsvarende regulatorisk rammeverk som det AE Nett AS er, og som opererer innenfor distribusjon av elektrisitet gjennom EL-nett og distribusjon av gass. Med dette som utgangspunkt beregnes en WACC på 4,1%.

Verdsettelse

Med ett avkastningskrav på 4,1% ender verdsettelsen av AE Nett på mellom NOKmrd 8,1 og NOKmrd 9,3 avhengig av hvilket scenario som legges til grunn og hvilken effektivitet man konvergerer mot. Gjennomsnittet av scenariene der effektivitet konvergerer mot 103,5% gir en verdsettelse på NOKmrd 8,7, tilsvarende en NVE-multipel på 1,57x. Vi anser dette som vårt base case.

Verdsettelse Agder Energi Nett AS



3.2 Glitre Energi Nett AS

Glitre Energi Nett eier og drifter regionale distribusjonsnett i tidligere Buskerud fylke, samt mindre nett i tidligere Oppland, Vestfold og Hordaland. Glitre Energi AS har en direkte 54,26% eierandel i Glitre Energi Nett, samt en indirekte eierandel på 9,0% gjennom sitt 49,0% eierskap i Hadeland Energi AS, som eier 18,29% av selskapet. Utover dette har Drammen kommune en 8,2% eierandel i selskapet. Gitt at Drammen kommune løfter sitt eierskap i Glitre Energi Nett til morselskapet, ligger Glitre Energi sin totale eierandel på 71,4%.

Oversikt over Glitre Energi Nett AS

Beskrivelse	Størrelser ved utgangen av 2020
Kabler og linjer	8 148 km
Sluttbrukere	97 000
Levert energi	2 407 GWh
Transformasjon- og koblingsstasjoner	52
Nettstasjoner i distribusjonsnett	~ 3 590
Leveringspålitelighet	3. beste av de 15 største nettselskapene

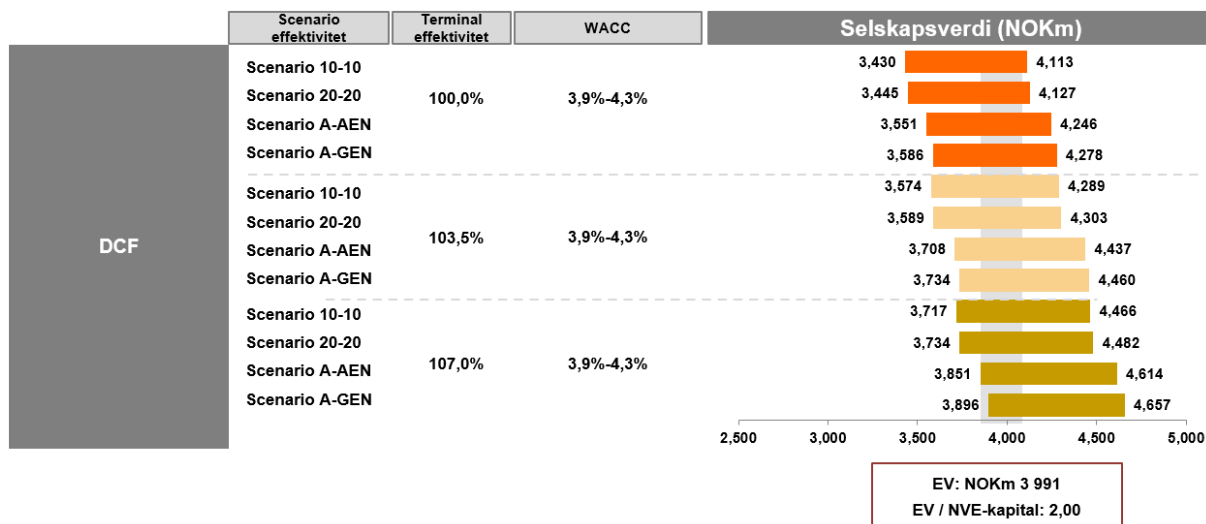
Verdsettelsesmetodikk

Glitre Energi Nett er i likhet med AE Nett vedsatt med en DCF analyse som baserer seg på input fra THEMA i perioden 2022-2031, og Swedbank modellering frem til år 2050. Det er benyttet en WACC på 4,1%, basert på de samme forutsetningene som er brukt i verdsettelsen av AE Nett.

Verdsettelse

Med ett avkastningskrav på 4.1% ender verdsettelsen av Glitre Energi Nett på mellom NOK 3,8 milliarder og NOK 4,3 milliarder avhengig av hvilket scenario som legges til grunn og hvilken effektivitet man konvergerer mot. Gjennomsnittet av scenariene der effektivitet konvergerer mot 103,5% gir en verdsettelse på NOK 4,0 milliarder, tilsvarende en NVE-multipel på 2,00x. Dette er ansett som Swedbanks base case.

Verdsettelse Glitre Energi Nett AS



4 Strøm

4.1 LOS AS

LOS AS («LOS») er Norges tredje største strømleverandør med primærfokus på husholdningsmarkedet. Selskapet er heleid av Agder Energi AS. I 2020 hadde LOS ~158 000 kunder, et tall som er forventet å øke til ~190 000 frem mot 2023.

Verdsettelsesmetodikk og sentrale forutsetninger

Vi har valgt å vurdere LOS opp mot nordiske strømleverandører. Dette inkluderer en analyse av sammenlignbare transaksjoner med publisert verdsettelse. Vi har i tillegg verdsatt selskapet med en DCF analyse som tar utgangspunkt i selskapets 2021-2023 prognoser. Diskonteringsrenten brukt er basert på en beregning av WACC som tar utgangspunkt i en median av sammenlignbare selskapers kapitalstruktur, ettersom vi anser dette å reflektere typisk kapitalstruktur for slike selskaper. Vår DCF analyse tar utgangspunkt i prognoser oppgitt av LOS. I tillegg har Swedbank benytter en skattesats på 22% og har antatt at arbeidskapitalen ligger på 0,1% av marginer og tjenestestalg gjennom prognoseperioden – på linje med arbeidskapitalen for 2020. DCF analysen beregner terminalverdi basert på median EV/EBITDA multiplere oppnådd i sammenlignbare transaksjoner som inkluderer skandinaviske selskaper involvert i strømsalg.

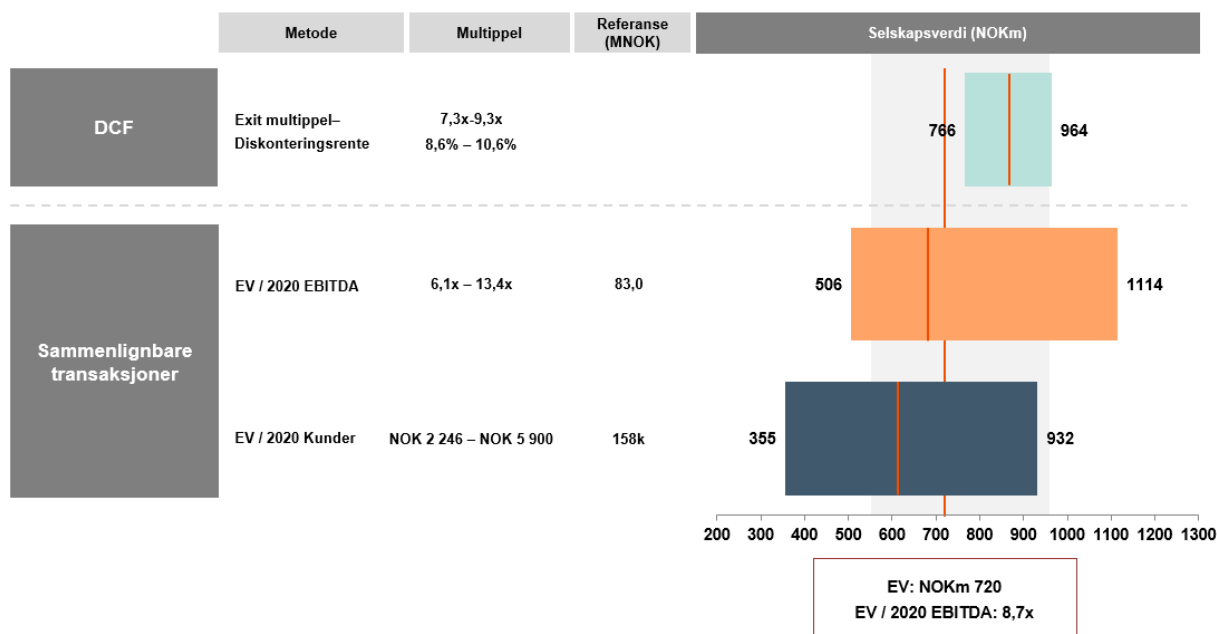
Verdsettelse

Multiplereanalyse: Multiplene i analysen av sammenlignbare transaksjoner med publisert verdsettelse varierer fra 6,1x-13,4x EBITDA, med en median på 8,3x. Gitt LOS 2020 EBITDA på NOKm 83, indikerer dette en selskapsverdi på NOKm 689. Videre varierer EV/Kunde i sammenlignbare transaksjoner mellom NOK 2 246 og NOK 5 900, med en median på NOK 3 850. Gitt LOS antall kunder i 2020 på 158,000, indikerer dette en selskapsverdi på NOKm 608.

DCF analyse: Basert på LOS prognoser, en exit multiplere på 8,3x og en diskonteringsrente på 7,8% beregner DCF analysen en verdsettelse på NOKm 862.

Basert på de overnevnte analysene vurderer vi selskapsverdi for LOS til NOKm 720, som reflekterer midtpunktet mellom verdsettelsen basert på sammenlignbare transaksjoner (EV/EBITDA og EV/Kunde) og DCF analysen. Dette impliserer en EV/2020 EBITDA multiplere på 8,7x.

Verdsettelse LOS



4.2 Glitre Energi Strøm AS

Glitre Energi Strøm AS («GES») er en norsk strømleverandør med primærfokus på husholdningsmarkedet. Glitre Energi har gjennom selskapet Glitre Energi Strøm Holding AS en indirekte eierandel i selskapet på 50,1%. I tillegg har Glitre Energi en indirekte eierandel i GES på 5,1% gjennom sin 49,0% eierandel i Hadeland Energi AS, som eier 10,5% av selskapet. GES er primært et retail-selskap, hvor den største aktiviteten er rettet inn mot privatmarkedet. I tillegg har selskapet et bedriftsmarkedstilbud samt et krafthandelsmiljø som betjener privatmarkedet, bedriftsmarkedet og porteføljekunder.

Verdsettelsesmetodikk og sentrale forutsetninger

Vi har valgt å vurdere GES opp mot nordiske strømleverandører. Dette inkluderer en analyse av sammenlignbare transaksjoner med publisert verdsettelse.

Vi har i tillegg verdsatt GES med en DCF analyse som tar utgangspunkt i selskapets 2021-2023 prognoser. Diskonteringsrenten benyttet er basert på en beregning av WACC som tar utgangspunkt i en median av sammenlignbare selskapers kapitalstruktur. Utover dette benyttes en skattesats på 22% og det er forutsatt at det ikke påløper signifikante investeringer gjennom prognoseperioden. Vi antar at det ikke vil være noen endringer i arbeidskapitalen gjennom prognoseperioden. Terminalverdi basert på median EV/EBITDA multiplert oppnådd i sammenlignbare transaksjoner.

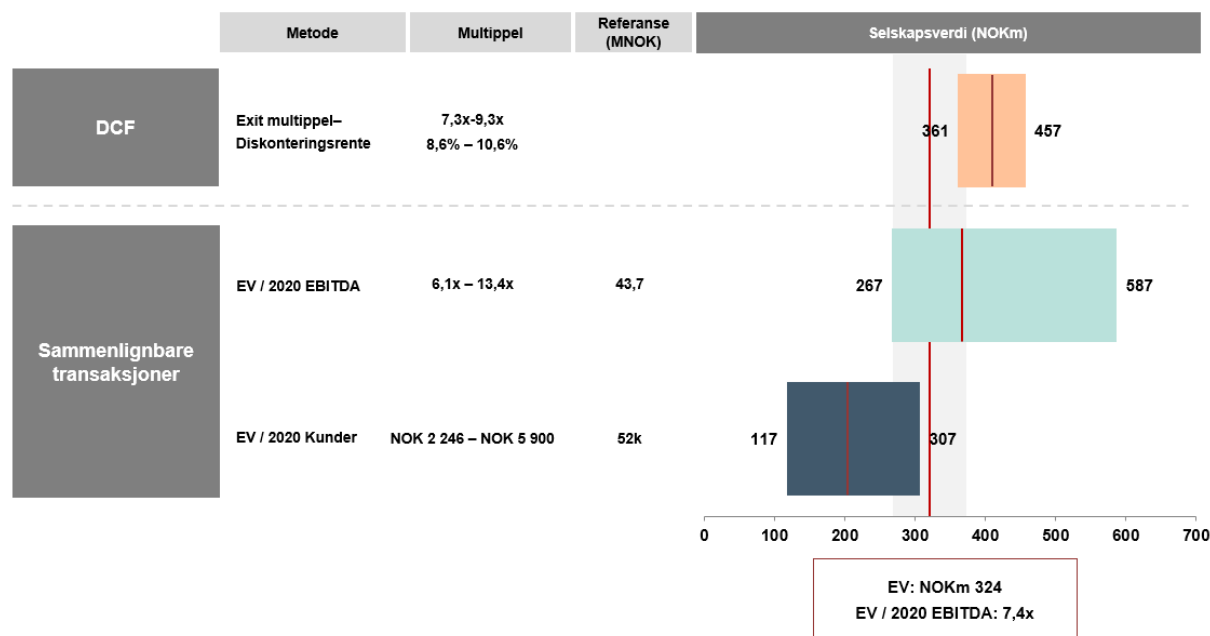
Verdsettelse

Multipelanalyse: Median transaksjonsmultipler for selskaper i vårt utvalg av sammenlignbare transaksjoner er 8,3x EV/EBITDA, som illustrert i **Error! Reference source not found.** Gitt GES 2020 EBITDA på NOKm 43,7 gir dette en selskapsverdi på NOKm 363. Videre varierer EV/Kunde mellom NOK 2 246 og NOK 5 900, med en median på NOK 3 850. Gitt GES antall kunder i 2020 på 52,088, indikerer dette en selskapsverdi på NOKm 201.

DCF analyse: Basert på GES prognoser, en exit multiplert på 8,3x og en diskonteringsrente på 8,1% beregner DCF analysen en verdsettelse på NOKm 408.

Basert på de overnevnte analysene, vurderer vi GES verdi å ligge på NOKm 324, som illustrert i **Error! Reference source not found.** Dette tilsvarer en EV/2020 EBITDA multiplert på 7,4x.

Verdsettelse Glitre Energi Strøm



5 Agder Energi Kraftforvaltning AS

Agder Energi Kraftforvaltning AS (AE Kraftforvaltning) er et kraftforvaltningsmiljø heleid av Agder Energi. Selskapet er ansvarlig for å maksimere resultatet av kraftproduksjonen i Agder Energi Vannkraft, og skaper resultater gjennom fysisk disponering av vannressursene og finansiell styring av markedsrisiko.

Verdsettelsesmetodikk og sentrale forutsetninger

Vi har verdsatt resultatområdene Etablerte Avtaler (omsetning forbundet med eksisterende avtaler relatert til Njord og Fosen) og Forventninger (omsetning forbundet videre arbeid i kraftforvaltningsmiljøet) hver for seg, gitt at disse har svært forskjellig risikoprofil. Felles for begge verdsettelsene er at vi har valgt å legge prognoser oppgitt av AE Kraftforvaltning til grunn for analysen og justert disse med NO2- og GoO priskurvene og EUR/NOK kurven benyttet i verdsettelsen av AE Vannkraft. Ettersom driftskostnadene i AE Kraftforvaltnings prognoser ikke skiller mellom Etablerte Avtaler og Forventninger, har vi valgt å fordele Origination- og Ikke Fordelt Mgmt kostnader mellom de to resultatområdene.

De resulterende kontantstrømmene for hvert forretningsområde er benyttet i DCF analyser med diskonteringsrenter basert på hvert områdes risikoprofil. Vi har i tillegg valgt å vurdere resultatområdet Forventninger opp mot sammenlignbare transaksjoner som inkluderer selskaper involvert i elektrisitetshandel, gasshandel, energihandel og råvarehandel, med særlig vekt på Equinors oppkjøp av Danske Commodities. Tabellen under gir en oversikt over sentrale forutsetninger benyttet i analysene.

Sentrale forutsetninger

	Etablerte Avtaler	Forventninger
Verdsettelsesmetodikk	DCF	DCF og multippelanalyse
Prognoseperiode	2021-2039	2021-2040
WACC (for DCF)	7.6%	25.0%
Skattesats (for DCF)	22.0%	22.0%
CAPEX og endringer i arbeidskapital (for DCF)	0	0
Verdsettelses- / exit multipl	-	6.3x EBIT

Verdsettelse

Etablerte avtaler: Basert på prognosene for resultatområdet Etablerte Avtaler og en diskonteringsrente på 7,6%, beregner DCF analysen en verdsettelse på NOKm 1 020.

Forventninger: Gitt resultatområdet Forventningers 2021P EBIT på NOKm 17,4, og en verdsettelsesmultipl på 6,3x EBIT, beregner vi en selskapsverdi på NOKm 109. Basert prognosene for Forventninger, en EV / 2040P EBIT multipl på 6.3x og en diskonteringsrente på 25,0% beregner DCF analysen en verdsettelse på NOKm 179.

Basert på de overnevnte analysene, vurderer vi Forventningers verdi å ligge på NOKm 144. Dette tilsvarer en EV/2021 EBIT multipl på 8,3x.

Agder Energi Kraftforvaltning: Samlet gir de to overstående verdsettelsene en verdi på Agder Energi Kraftforvaltning på NOKm 1 164, som illustrert i **Error! Reference source not found.**

Verdsettelse – Agder Energi Kraftforvaltning

(NOKm)	EV
Etablerte avtaler	1,020
Forventninger	144
AE Kraftforvaltning AS	1,164

6 Viken Fiber AS

Viken Fiber eier og drifter et nettverk av optisk fiber som anvendes for å gi kunder tilgang til høyhastighets internett. Viken Fiber selger også innholdstjenester som TV gjennom sitt fibernet. Selskapet ble etablert i 2014 og er eid 26,6% av Glitre Energi AS, i tillegg til en indirekte eierandel gjennom Hadeland Energi AS på 1,9%.

Sentrale forutsetninger

Fiberkunder: Antall akkumulerte fiberkunder er antatt av selskapet å øke fra 203 862 ved utgangen av 2020 til 296 848 ved utgangen av 2030, hvorav 51% av nye kunder er antatt tilkomme i løpet av de første 3 årene. Dette tilsvarer en CAGR på 3,8% for 10-års perioden. Churn er antatt lik 1,8% i 2021, for så å falle til 1,2% årlig for perioden 2021 til 2030. Anslag på kundevekst utover det som fremkommer av nært forestående prosjekter fremstår som forholdsvis konservative, noe vi også mener de bør være ettersom markedet mettes og konkurrerende teknologier som 5G kan påvirke vekst.

Villakunder: For villakunder er det tatt utgangspunkt i en produktmiks i 2021 der 21,7% av kunder i villasegmentet er rene internettkunder, 77,3% er bundlekunder, og resterende enten er rene TV eller telefoni kunder. I modelleringen av produktmiksen i forretningsplanen er det i utgangspunktet modellert en reduksjon på 0,8 prosentpoeng årlig i 2023-2030P for bundle kunder, med en tilsvarende økning for internettkunder. Vi mener den globale trenden med cord-cutting og adopsjon av streaming tjenester vil akselerere i tiden fremover og legger derfor til grunn en reduksjon i bundle kunder på 1,2 prosentpoeng for perioden 2023-2030. Det modelleres en underliggende økning i gjennomsnittlig omsetning per bruker (ARPU) for hver enkelt produktkategori i villasegmentet på mellom 2% og 2,4% årlig i perioden 2022 til 2030. Til tross for en dreining mot rene internettkunder som isolert sett gir en lavere ARPU, gjør dette at gjennomsnittlig ARPU i villasegmentet likevel har en positiv CAGR på 1,6% for perioden 2020-2030 i modelleringen.

BRL: I BRL-segmentet forventer vi at den samme underliggende trenden med cord-cutting vil være gjeldende, men felles løsninger for hele borettslag og kontrakter som typisk strekker seg 3-5 år frem i tid gjør at vi forventer et noe tregere skifte til rene internettkunder her, enn det som er tilfellet i villasegmentet. Vi velger derfor å ikke endre forutsetningene som er brukt i selskapets forretningsplan, og dermed ender ARPU i BRL-segmentet med en CAGR på 2,2% i modelleringen.

Det forventes ingen større endringer på varekostnader som andel av omsetning, og dette holdes konstant for modellingsperioden, med unntak av produktkategoriene TV abonnement og bundle. For TV abonnement modelleres det et prosentpoengs økning i både 2022 og 2023, mens for bundle modelleres 0,5 prosentpoengs økning i både 2022 og 2023. I begge tilfeller modelleres ingen videre endringer etter dette.

Investeringer: For tilbydere av internett gjennom fiberoptisk kabel vil det påløpe en betydelig høyere capex ved tilkobling av nye kunder i såkalte greenfield områder, enn det det typisk vil gjøre ved tilkobling av kunder i nærhet til allerede eksisterende infrastruktur eid av selskapet. Capex per tilkobling vil derfor være avhengig av selskapets evne til å nyttiggjøre seg av fortettinger, relativt til antallet greenfield tilkoblinger. For de respektive kategoriene benyttes selskapets egne estimater for perioden frem til 2023, mens en økning i takt med inflasjon er antatt deretter. I tillegg vil det tilkomme investeringer og reinvesteringer for kundeutstyr, nodeelektronikk og investeringer i stamnett. Det modelleres en økning i takt med KPI for dekodere og hjemmesentraler, mens det antas en underliggende kostnadseffektivisering for node elektronikk.

Basert på nevnte forutsetninger modelleres en EBITDA på NOKm 1 446 i 2030, noe som tilsvarer en økning på 97% fra NOKm 732 i 2020.

Verdsettelsesmetodikk

Det faktum at vi anser fiberoptisk nett som infrastruktur med lav til veldig lav volatilitet på omsetning og marginer gjør at vi argumenterer for lave avkastningskrav på denne typen virksomhet. Siden det er et begrenset antall rendyrkede fiberselskaper som er børsnoterte, anvender vi en kombinasjon av bredbåndstilbydere, telecom- og fiberinfrastruktur selskaper, samt telecom-selskaper med ledende fibersatsinger som utgangspunkt for beta i WACC beregningene. Med dette som utgangspunkt kalkuleres en WACC på 5,4%, noe vi anser som en adekvat størrelse for et selskap med Viken Fibers karakteristikk.

Verdsettelse

Med utgangspunkt i et avkastningskrav på 5,4% og en antatt nullvekst i fri kontantstrøm etter 2030, oppnår vi en verdsettelse på NOKmrd 14,5 for Viken Fiber, tilsvarende en EV/EBITDA multiplum på 17,7x når 2021 tall legges til grunn.