

agder energi

Verdivurdering av Agder Energi AS

Gjennomgang av hovedelementer

20. februar 2015

Innhold



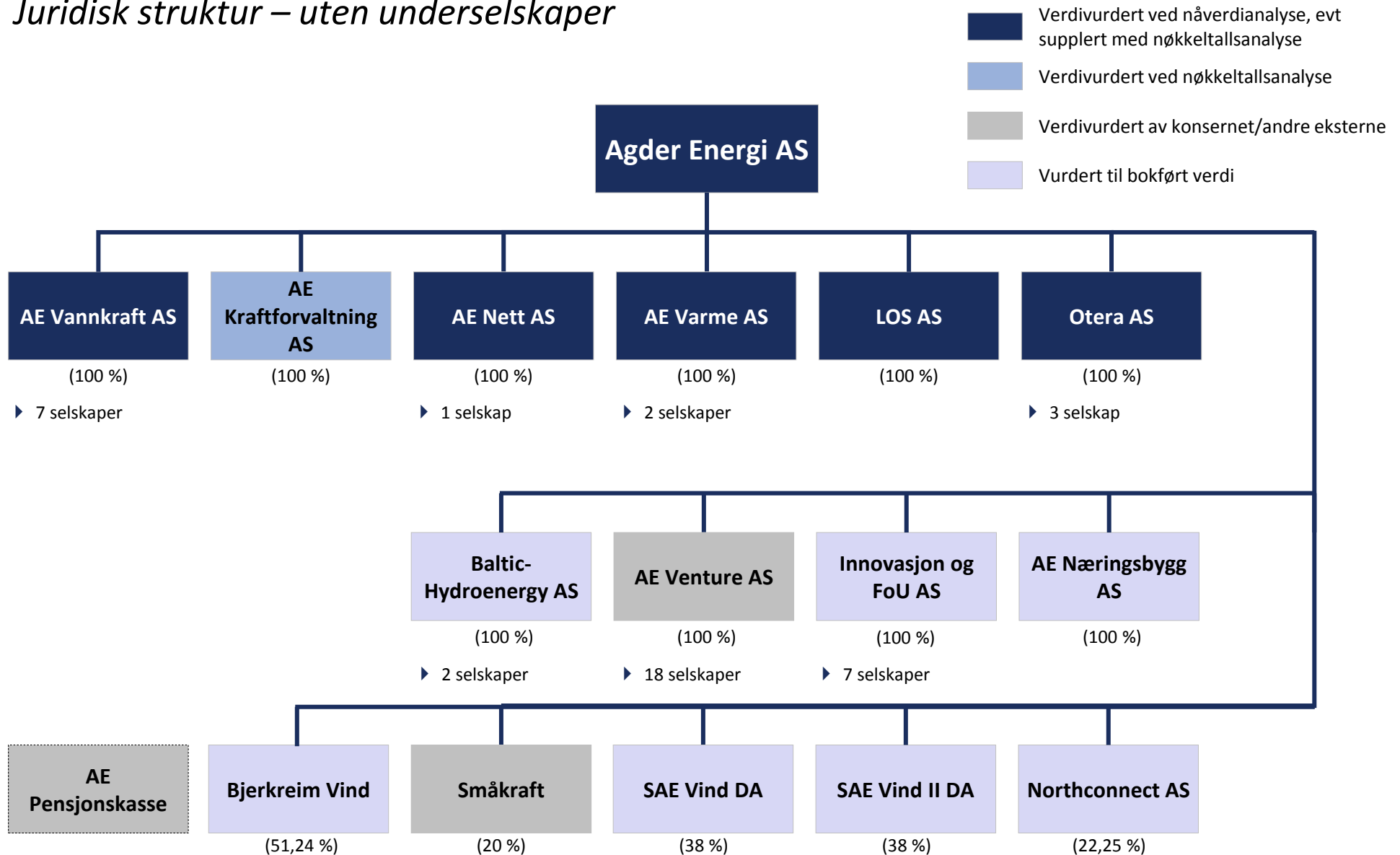
1. Verdivurdering

Metodikk

2. Oppsummering

Beskrivelse av konsernet*

Juridisk struktur – uten underselskaper



*Per 1.7.2014

Kilde: Agder Energi

Innhold



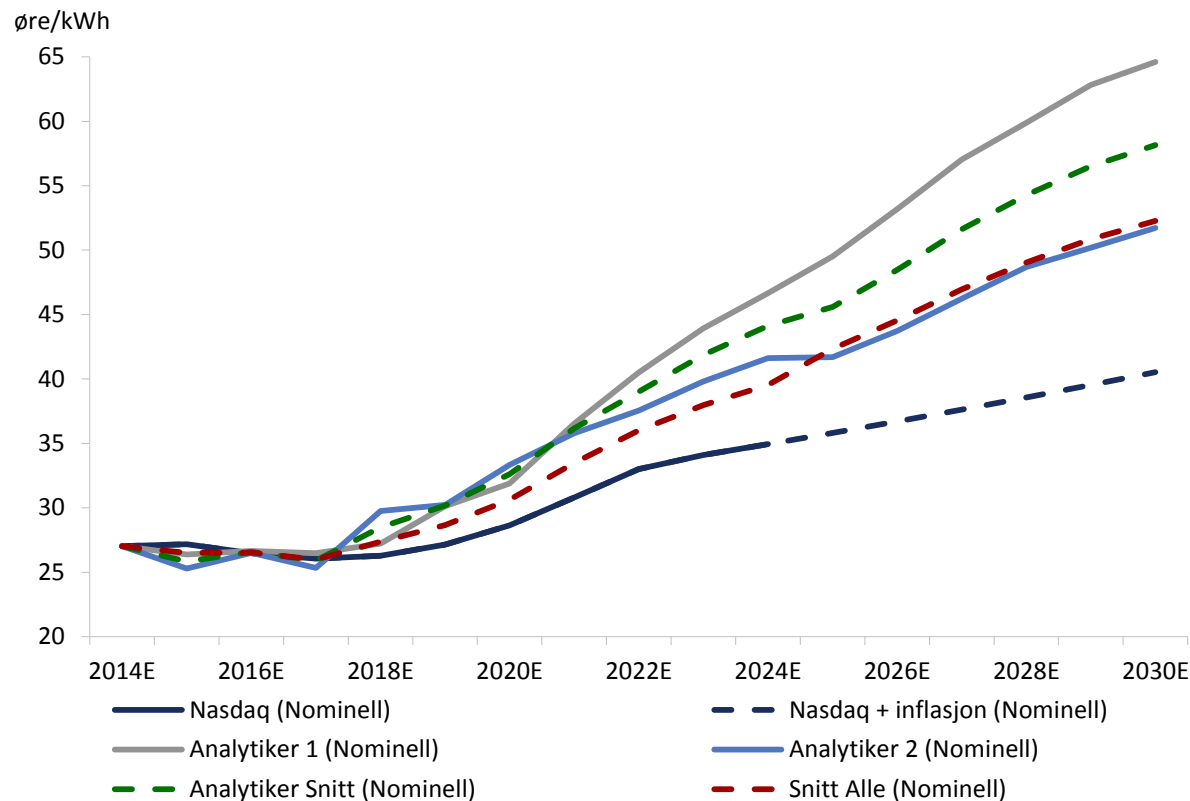
1. Verdivurdering

AE Vannkraft AS og AE Kraftforvaltning AS

2. Oppsummering

Kraftprisbaner for analytikerestimater, markedspriser og gjennomsnitt av disse viser stor usikkerhet i kraftmarkedet

Prisbaner grunnkraft, nominelle priser

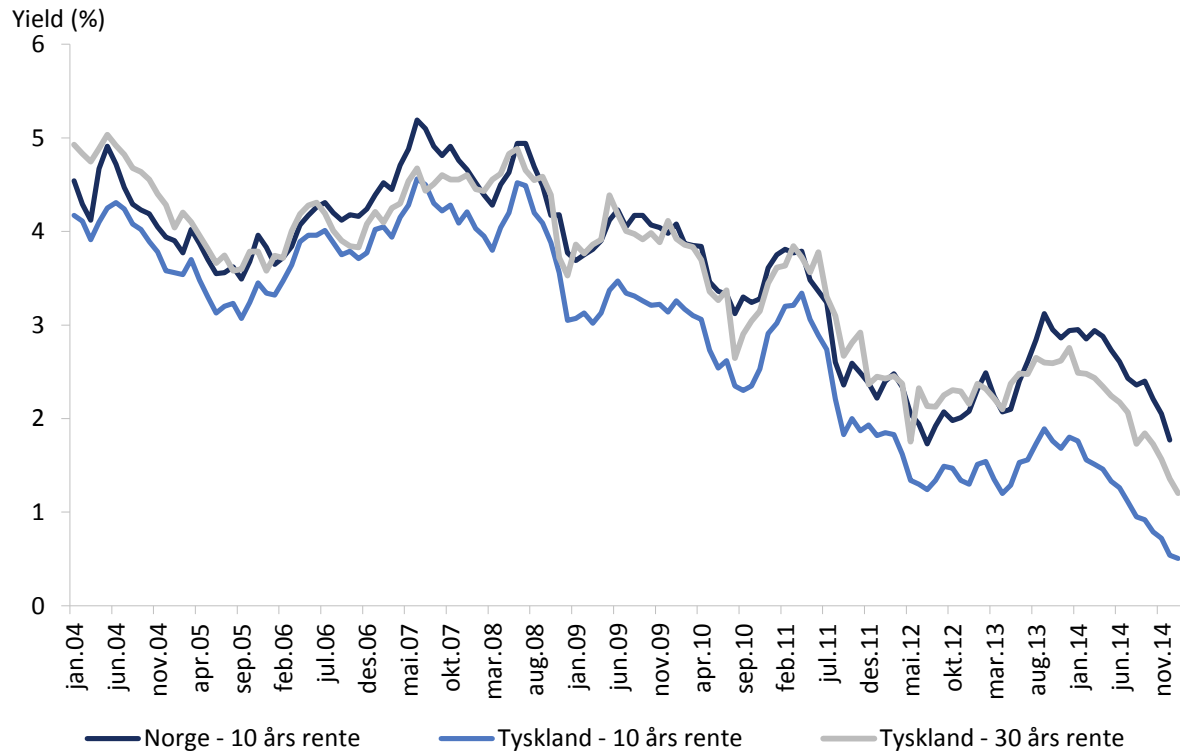


- ▶ Utgangspunkt for verdiberegningen:
 - Kraftprisestimater fra analytikere
 - Forwardpriser fra Nasdaq OMX
- ▶ Forwardpriser brukes for å beregne fremtidige markedspriser
 - For perioden 2015-2024 omsettes det kontrakter som gir en prisindikasjon¹
 - Eurokraftpriser fra Nasdaq og forward eurokurser for 2014 til 2024
 - Etter 2024 inflasjonsjusteres forwardprisen i 2024 med 2,5 % per år, EUR/NOK holdes på 2024 nivå
 - Realpris rundt 27 øre/kWh
- ▶ Stort utfallsrom av kraftpriser
 - 2020: ~8 øre/kWh, (høyeste vs laveste)
 - 2030: ~25 øre/kWh, (høyeste vs laveste)

1) Prisene fra Nasdaq OMX per oktober 2014
Kilde: Nasdaq OMX, Pareto Securities

Reduserte renter og avkastningskrav

Historisk utvikling – rentenivåer



- ▶ Rentenivåene i Norge og Europa er på historiske bunnivåer
- ▶ Avkastningen på statsobligasjoner er lavere enn inflasjonsmålene i Norge (2,5 %) og EU (2 %)
- ▶ I lys av dette søker investorer alternative investeringer med moderat risiko. Norsk kraftsektor, særlig vannkraft, sees på som et attraktivt aktiva i denne sammenheng
- ▶ Avkastningskravene for kraftsektoren har etter vår vurdering falt noe de senere år, blant annet som følge av fallet i rentenivåene

Investerings- og driftskostnader i AE Vannkraft

Investeringskostnader

- ▶ Totale investeringer i perioden 2013 – 2023 er rundt NOK 5 050m (reelle termer)
 - NOK 4 510m av dette aktiveres. NOK 540m av dette kostnadsføres i samme år
 - Investeringene består av myndighetspålagte investeringer, nye investeringer og reinvesteringer

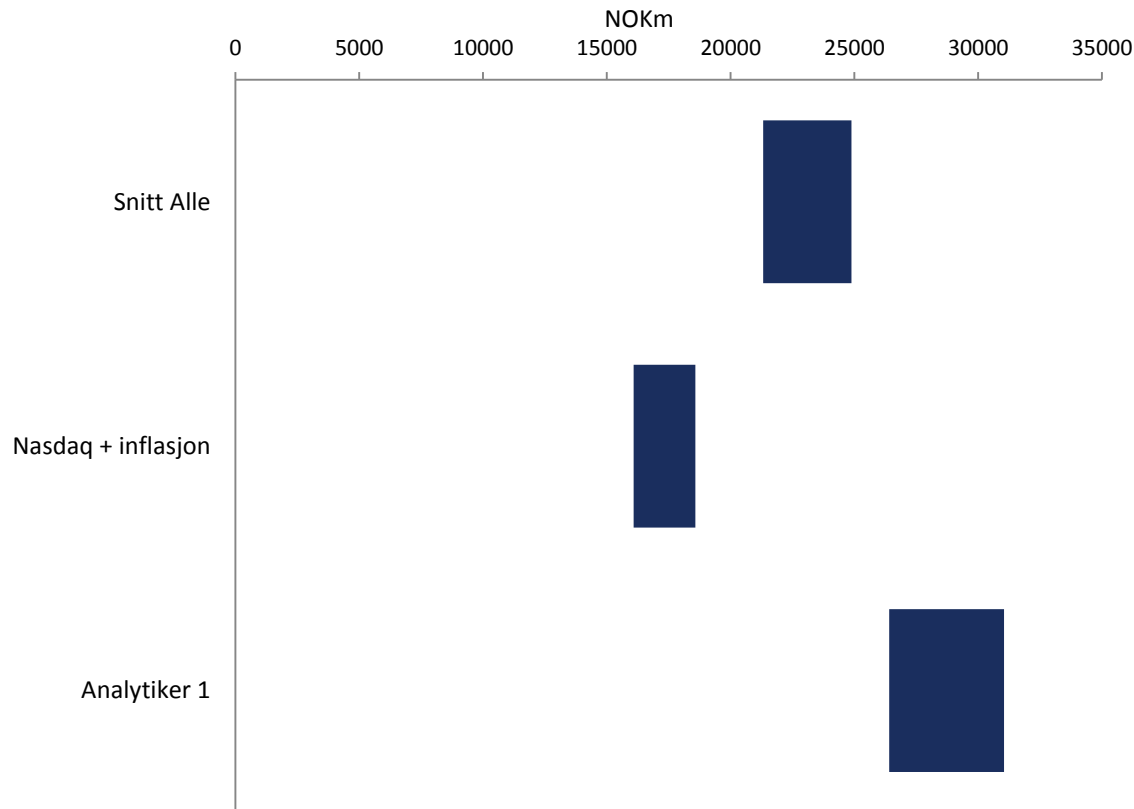
- ▶ Etter 2023 antas en reinvesteringekostnad på 1,25 øre/kWh (reelle termer)
 - 70 % av dette aktiveres, mens 30 % kostnadsføres direkte

Driftskostnader

- ▶ Grunnlag for driftskostnader i modellen er gjennomsnittlige skattemessige kostnader de siste 4 år (inflasjonsjustert)
 - Note: Metodikken baserer seg på en annen innfallsvinkel enn PA Consultings årlige benchmarkstudie

Scenarioanalyser for kraftverkene viser et relativt stort utfallsrom for verdien (totalverdi før gjeld) av kraftverkene

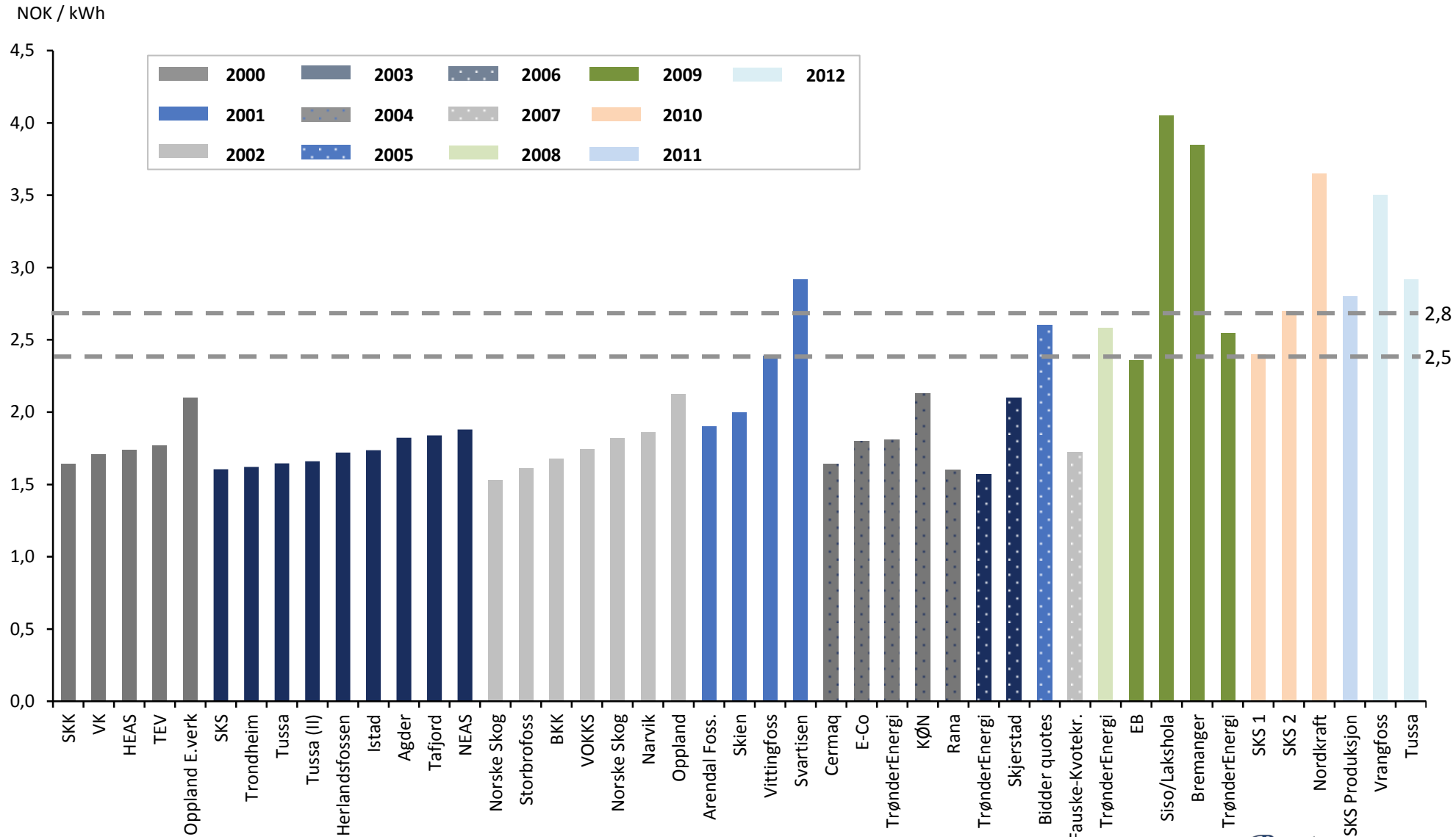
Sensitivitet basert på avkastningskrav og kraftpriser (NOKm)



- ▶ Verdivurderingen er særlig sensitiv for forandringer i kraftprisen og avkastningskravet
- ▶ De blå søylene viser verdiutfallsrom gitt avkastningskrav mellom 5,75 % og 6,25 %
- ▶ Avkastningskrav på 6 % og høyeste kraftprisbane gir en totalverdi før gjeld på over NOK 28,6 mrd
- ▶ Avkastningskrav på 6 % og forwardprisene på Nasdaq gir en totalverdi før gjeld på noe over NOK 17,2 mrd

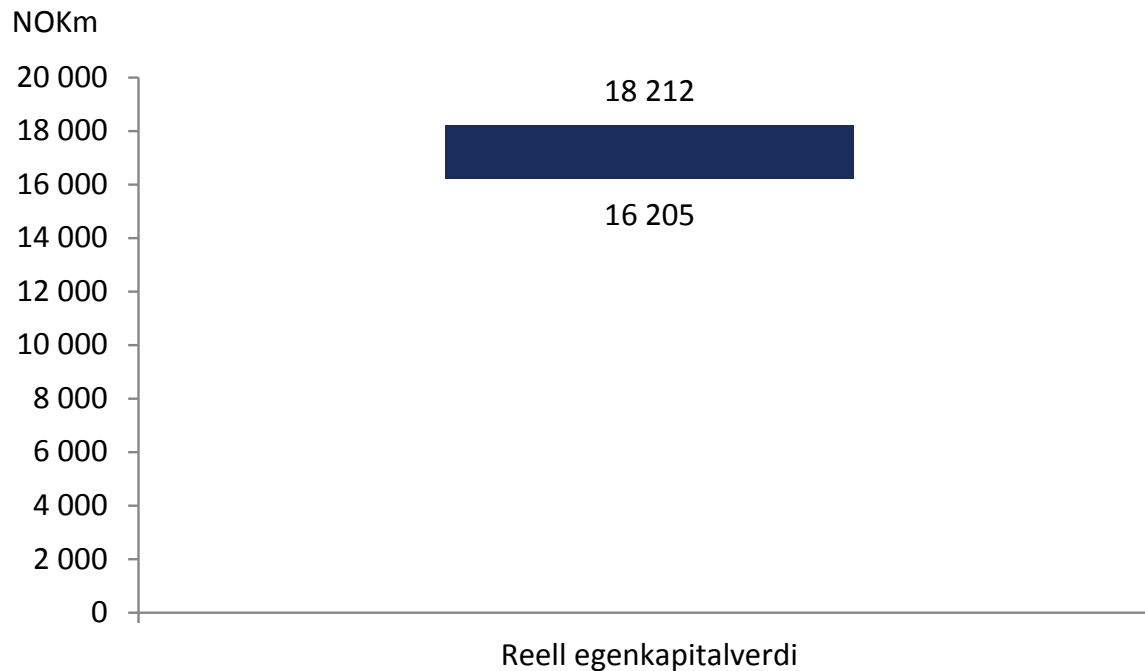
Basert på nåverdianalysene anslår Pareto verdien (totalverdi før gjeld) på kraftverkene til å ligge i intervallet NOK 20 – 22 mrd

Siste års vannkrafttransaksjoner



Verdijustert egenkapital for AE Vannkraft AS og AE Kraftforvaltning AS

Utfallsrom AE Vannkraft AS og AE Kraftforvaltning AS (NOKm)



- ▶ Grafen viser intervallet Pareto anser at summen av verdien på AE Vannkraft og AE Kraftforvaltning ligger i
- ▶ Majoriteten av verdiskapningen i AE Kraftforvaltning synliggjøres gjennom AE Vannkrafts verdsettelse
 - Herunder oppnådde merverdier knyttet til produksjonen
- ▶ En samlet verdivurdering av AE Vannkraft AS og AE Kraftforvaltning viser en verdi av egenkapitalen på NOK 16,2 – 18,2 mrd per 30.6.2014

Innhold



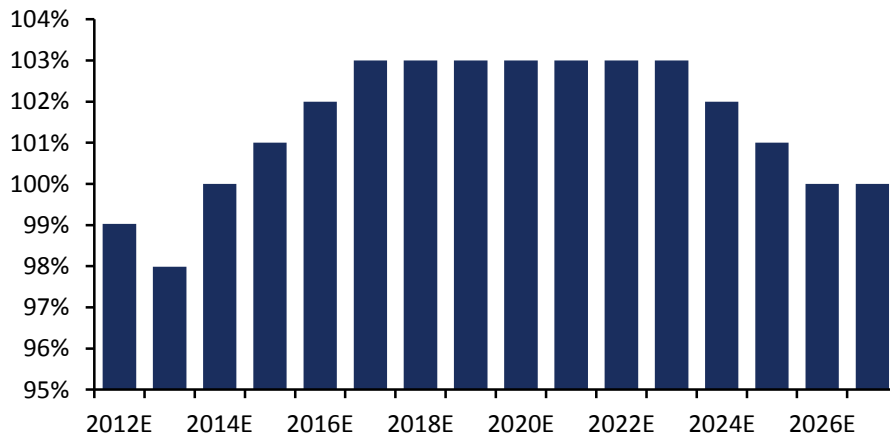
1. Verdivurdering

AE Nett AS

2. Oppsummering

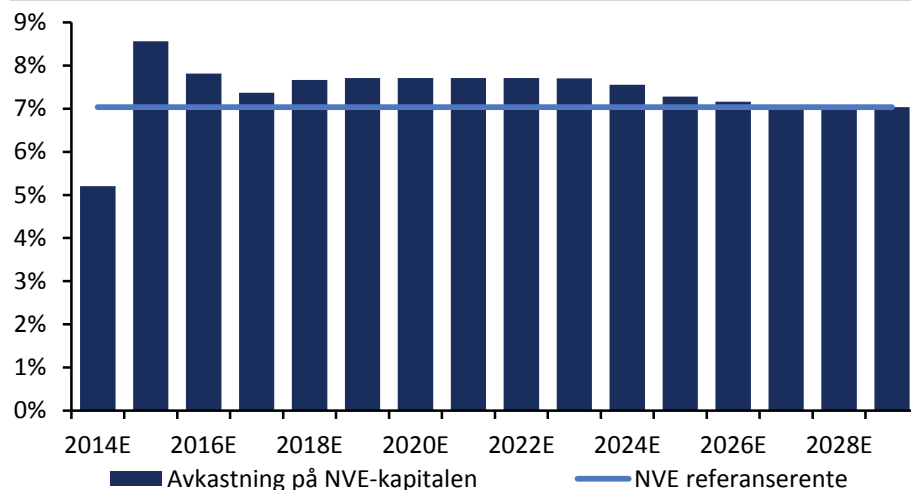
Nåverdianalysen indikerer en verdi på rundt NOK 3 900m

Estimert utvikling av effektivitet



- ▶ Effektivitet under gjennomsnittet de siste årene, men vært gjennom en ambisiøs investeringsplan og restrukturering de siste 5-10 årene
- ▶ De gjennomførte investeringene danner et godt grunnlag for bedre effektivitetsscore fremover, grunnet reguleringens utforming
- ▶ Pareto antar en økende effektivitet frem til 2017 (opp til 103 %), stabilt i 5-10 år på dette nivået, før det jevnes ut til gjennomsnittet fra 2026
 - Dette gir en avkastning over NVE sitt referansenivå frem til 2025, deretter på referansenivået

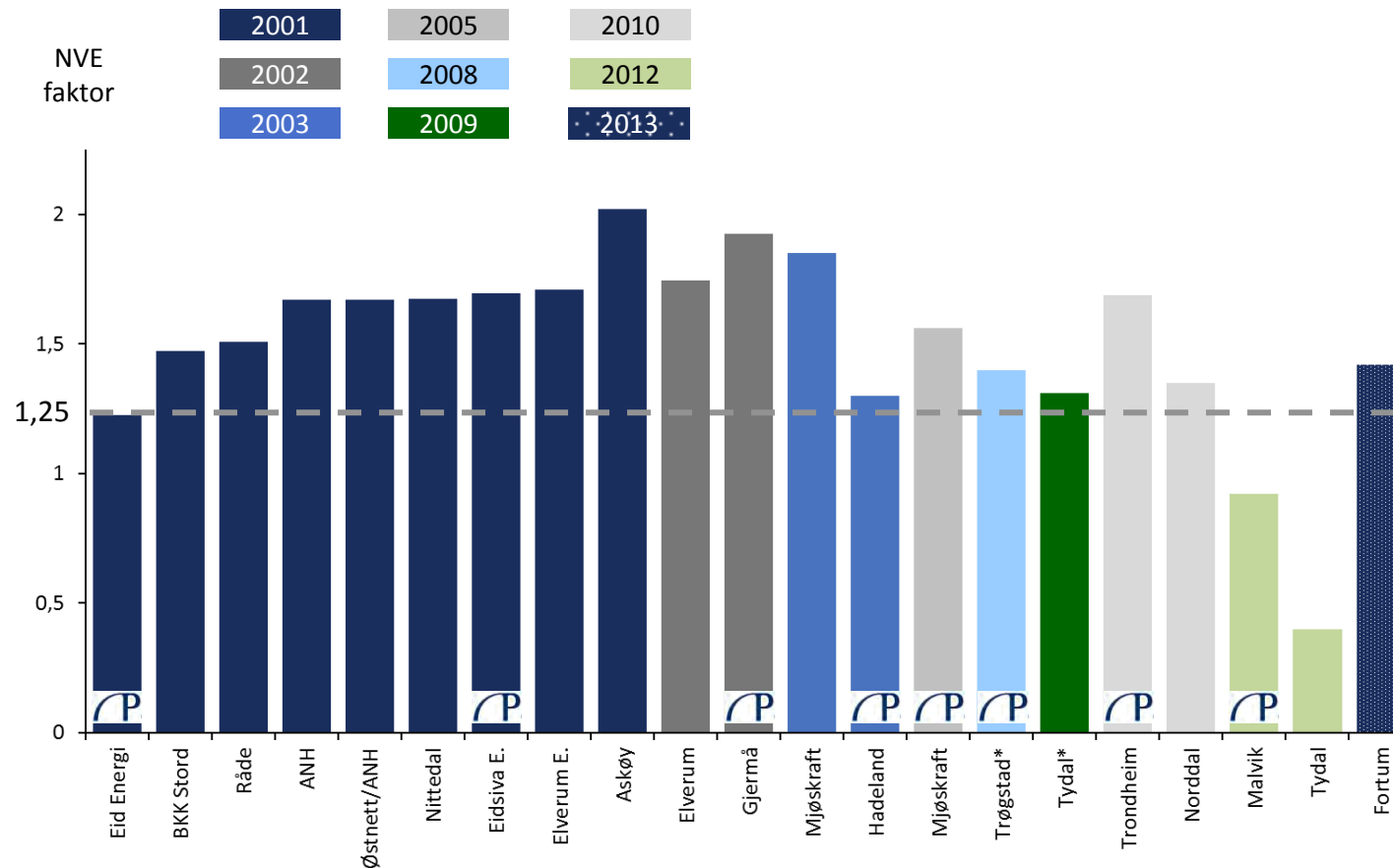
Estimert fremtidig avkastning på NVE-kapitalen



- ▶ Nåverdi av kontantstrømmen estimeres i dette scenarioet til NOK 3 899m, tilsvarende ~1,06x NVE-verdien
 - Avkastningskrav på 5,1 %

Historiske transaksjonspriser – nettselskaper

Historiske transaksjonspriser – NVE faktor (2001 – 2013)



$$\text{NVE faktor} = \frac{\text{Kjøpsverdi på nettaktiva}}{\text{Avkastningsgrunnlaget}}$$

- ▶ Nivået frem til 2003 var i området 1,5-1,7x med et visst utfallsrom
- ▶ Mellom 2008 og 2012 varierte nivået mye
 - Mye grunnet kvaliteten på salgsobjektene
- ▶ Hafslunds kjøp av Fortum er den nyeste transaksjon
 - NVE-faktor på rundt 1,4x i 2013/2014

*Konkret bud forelagt ovenfor kommunestyret, ikke gjennomført transaksjon

Samlet vurdering av nettvirksomheten til Agder Energi

Beregning av totalverdi før gjeld

Nåverdiberegning

- ▶ Samlet verdi for nettvirksomheten er estimert til rundt NOK 3 900m
- ▶ Avkastningskrav lik NVE-rente, justert ved å bruke Norges Banks inflasjonsmål (2,5 %)

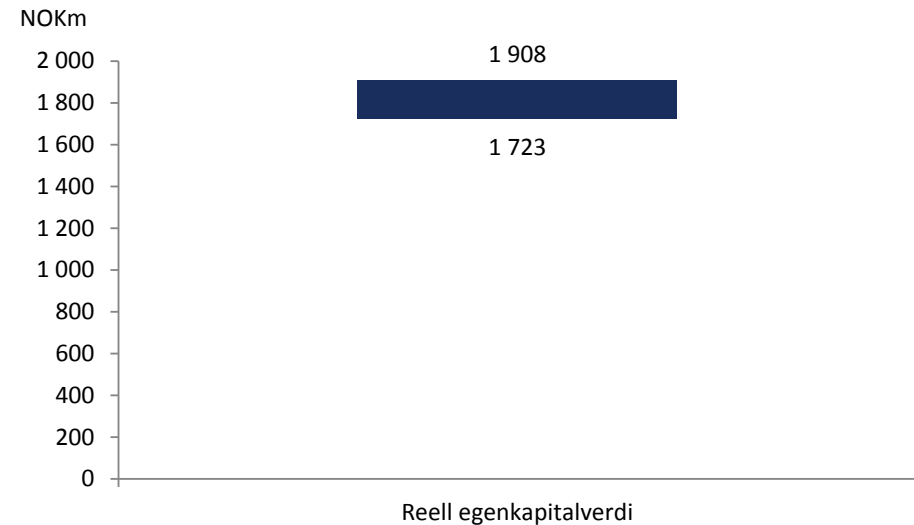
Historiske transaksjoner

- ▶ De senere transaksjoner og budnivåer viser at en faktor på 1,06x NVE-verdien er noe lavt
- ▶ Vi mener at et anslag på Agder Energi Netts verdi gitt historiske transaksjoner ligger rundt en faktor på 1,3x NVE-verdien, det vil si rundt NOK 4 800m

Totalverdi før gjeld

- ▶ Basert på en samlet vurdering anslår vi verdien av nettet til å være rundt NOK 4 430 – 4 615m, det vil si ca. 1,2 - 1,25x NVE-verdi

Utfallsrom AE Nett AS



- ▶ En samlet verdivurdering av AE Nett AS viser en verdi av egenkapitalen på NOK 1 723 – 1 908m per 30.6.2014

Innhold



1. Verdivurdering

AE Varme AS

2. Oppsummering

Verdijustert egenkapital for AE Varme AS

Utfallsrom AE Varme AS



- ▶ Avkastningskrav rundt 6,25 %
 - Begrenset risiko knyttet til investeringer (fortetting)
- ▶ Totalverdi før gjeld er anslått å være mellom NOK 550 – 600m
 - Basert på en totalvurdering av avkastningskrav og kraftprisutvikling
- ▶ En samlet verdivurdering av AE Varme AS viser en verdi av egenkapitalen på NOK 154 – 204m per 30.6.2014

Innhold



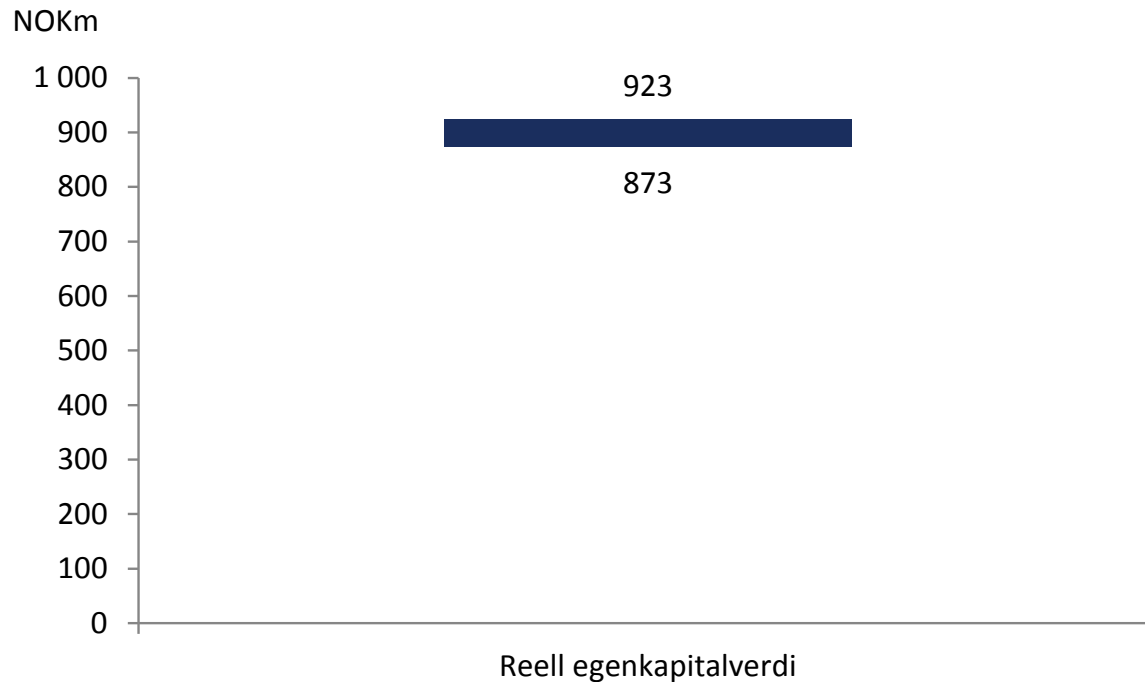
1. Verdivurdering

LOS AS

2. Oppsummering

Verdijustert egenkapital for LOS AS

Utfallsrom LOS AS



- ▶ Avkastningskrav rundt 10 %
- ▶ Et gjennomsnitt av de nevnte alternativene benyttes
 - Antar mulighet for å frigjøre deler av kontantbeholdningen og fordringene
- ▶ Totalvurderingen gir en egenkapitalverdi på NOK 873 – 923m per 30.06.2014

Innhold



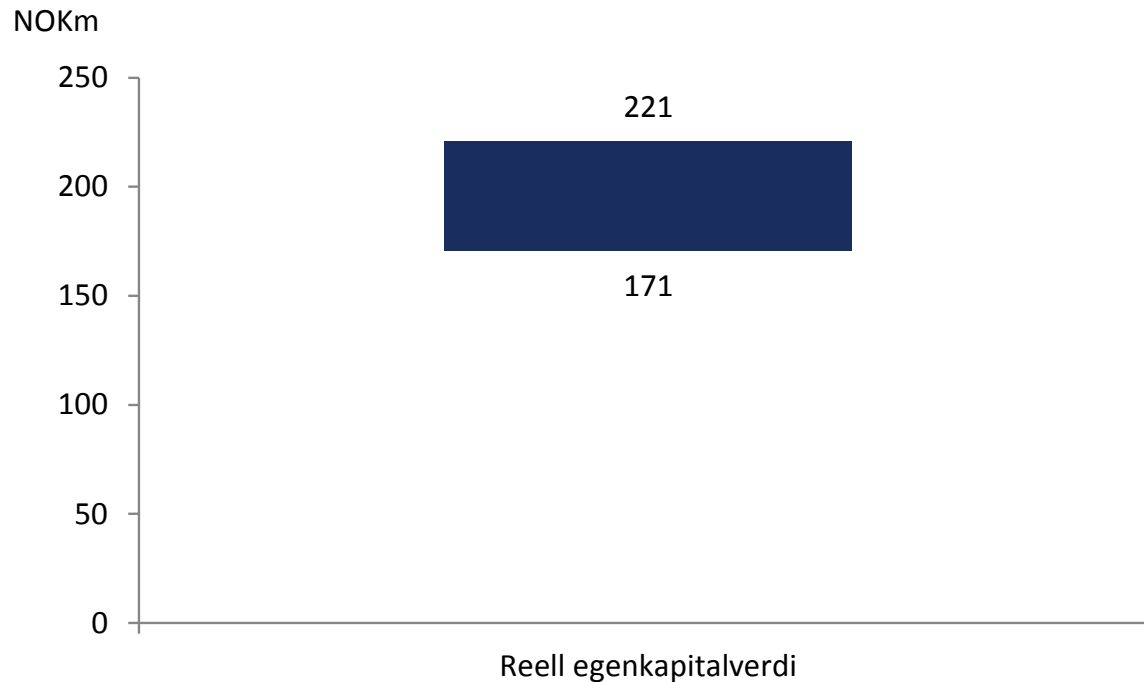
1. Verdivurdering

Otera AS

2. Oppsummering

Verdijustert egenkapital for Otera AS

Utfallsrom Otera AS



- ▶ Benyttede verdsettelsesmetoder
 - Nøkkeltall fra lignende transaksjoner og børsnoterte selskaper
 - Nåverdianalyse
- ▶ Totalvurdering basert på:
 - Historikk, nåsituasjon og estimer
 - Usikkerhet rundt fremtidig marginutvikling
- ▶ En samlet verdivurdering av Otera AS viser en verdi av egenkapitalen på NOK 171 – 221m per 30.6.2014

Innhold



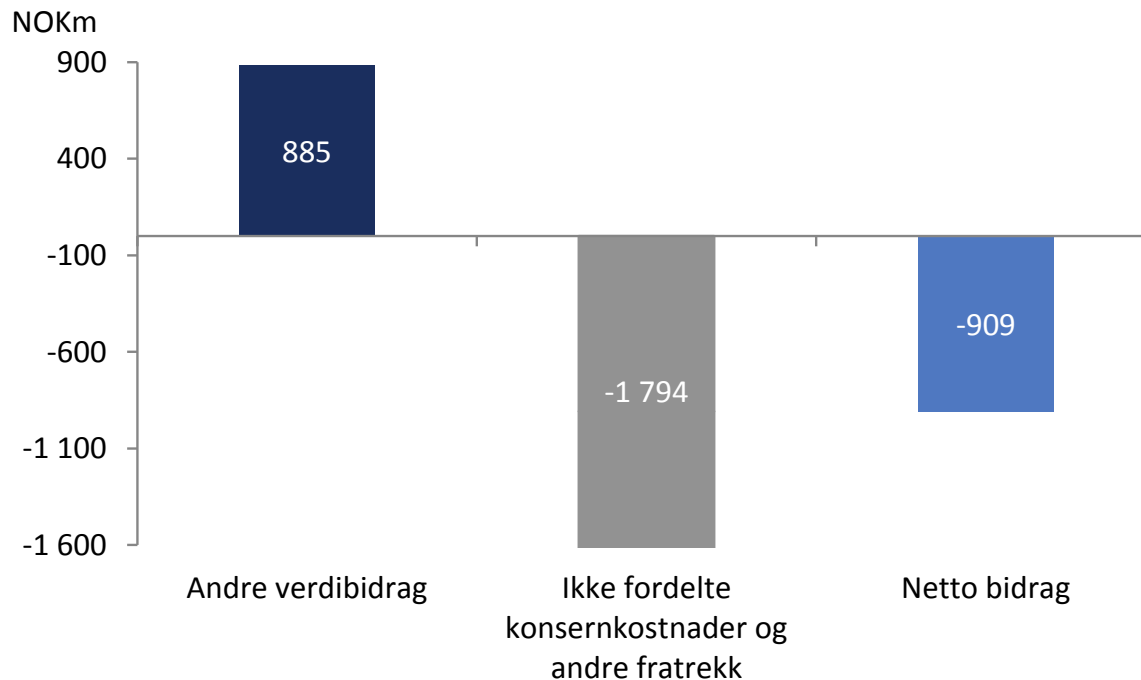
1. Verdivurdering

Verdibidrag fra andre virksomhetsområder og ikke fordelte kostnader

2. Oppsummering

Verdivurdering av andre virksomhetsområder og ikke fordelte kostnader

Verdisammensetning av andre virksomhetsområder og ikke fordelte kostnader



- ▶ Andre virksomhetsområder består av:
 - Småkraft
 - AE Venture
 - Innovasjon og FoU
 - Baltic Hydroenergy
 - Bjerkreim Vind
 - SAE Vind
 - Merverdier fra AE Pensjonskasse
- ▶ Verdibidrag fra andre virksomhetsområder hadde et positivt bidrag på NOK 885m
- ▶ Ikke fordelte konsernkostnader og andre fratrekk hadde et negativt verdibidrag på NOK 1 794m
- ▶ Totalt er nettobidrag til egenkapitalen er NOK -909m

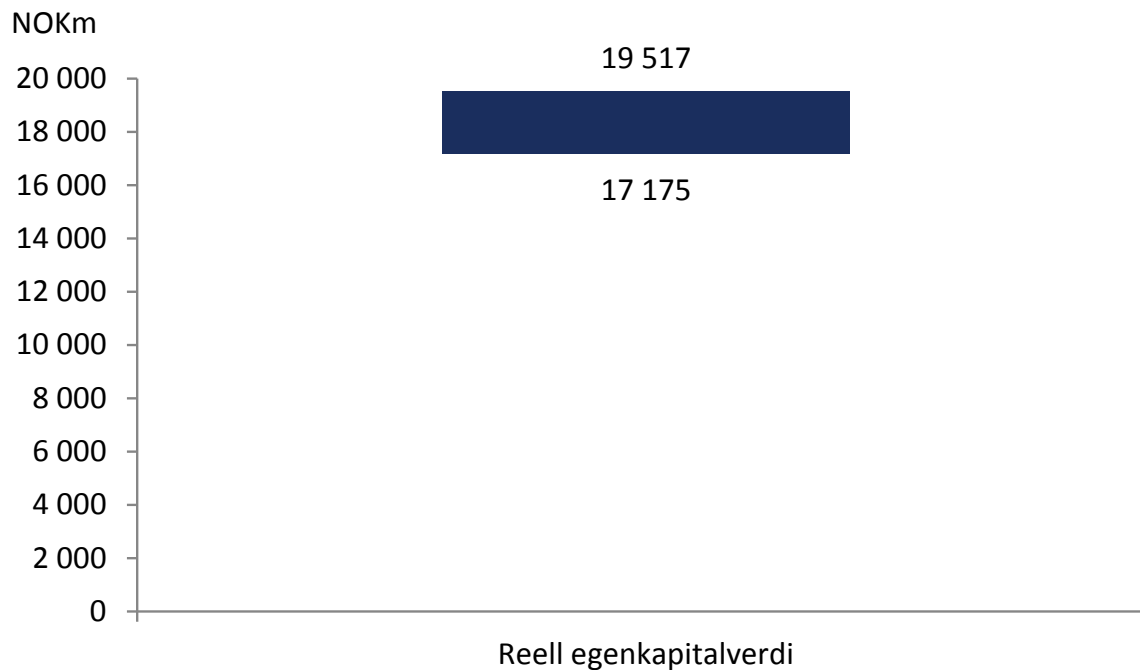
Innhold

1. Verdivurdering

▶ **2. Oppsummering**

Verdijustert egenkapital for Agder Energi AS

Totalt utfallsrom av Agder Energi



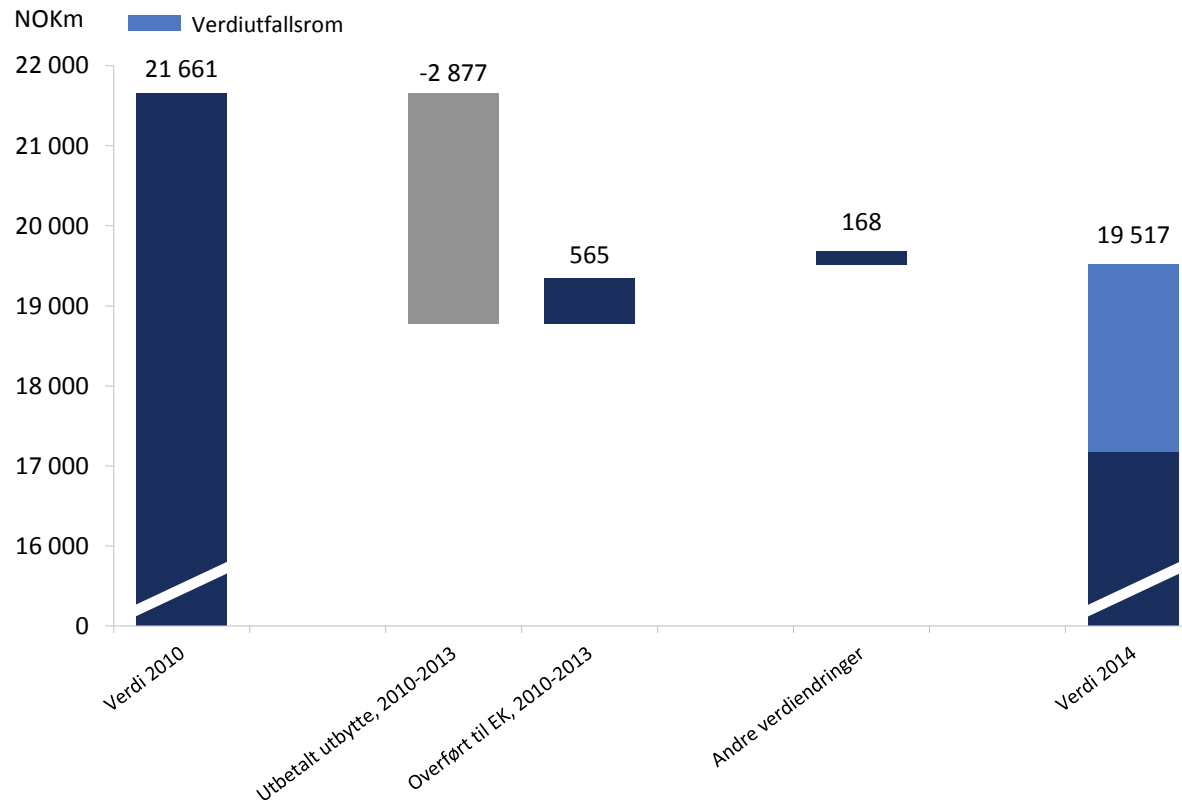
- ▶ En samlet verdivurdering av Agder Energi AS viser et utfallsrom for verdien av egenkapitalen på NOK 17,2 – 19,5mrd
 - En 6,7-7,6x økning av den bokførte egenkapitalen i morselskapet
 - Størrelsen på utfallsrommet er sterkt linket til usikkerhet i kraftpriser fremover

- ▶ Hovedandelen av verdiene ligger i Agder Energi Vannkraft AS
 - Dette virksomhetsområdet bidrar i stor grad til å definere størrelsen på utfallsrommet

- ▶ AE Nett og LOS bidrar også med store verdier

Verdivurdering i 2010 og 2014

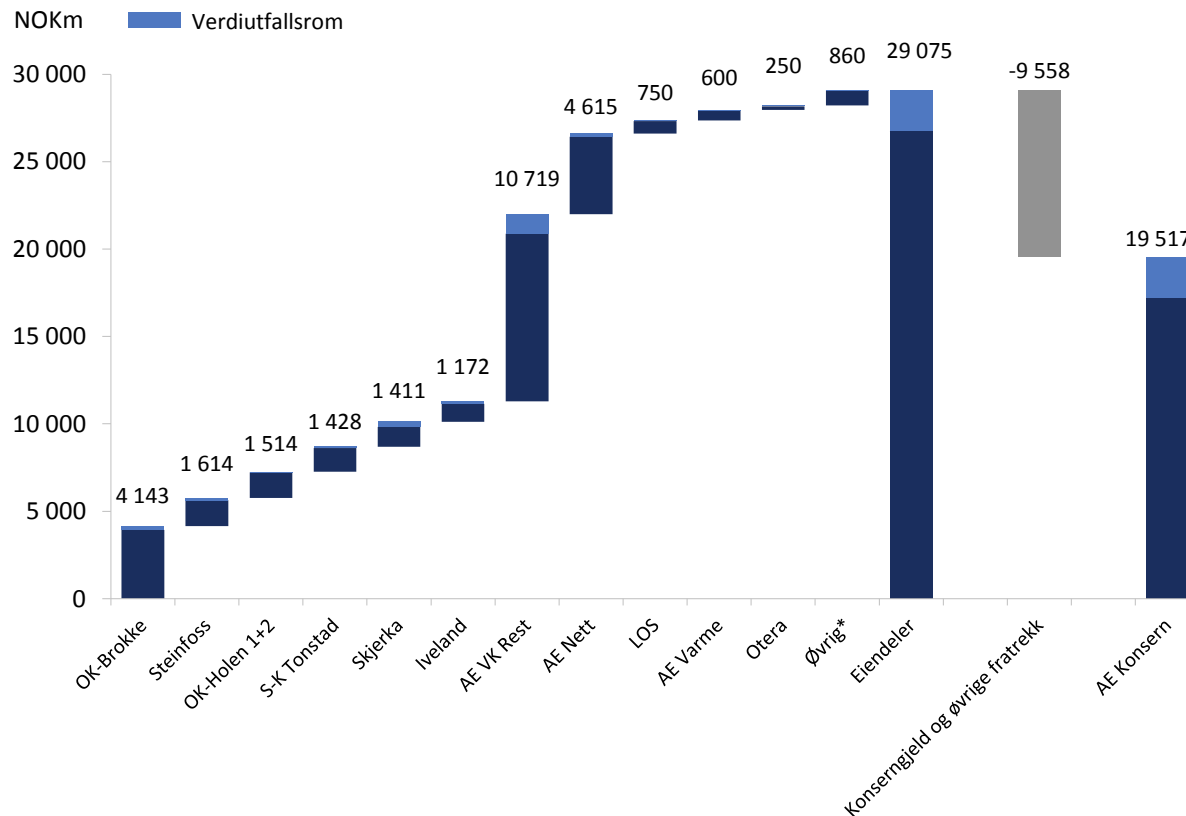
Oversikt over verdiutvikling og utbyttebetaling fra 2010 til 2014 (alternativ fremstilling)



- ▶ Totalverdien til Agder Energi per 2014 har gått ned siden 2010
 - Den store driveren for dette er AE Vannkraft som står for ~60% av eiendelene i 2014 og gjeldsoppbygging i forbindelse med investeringer og utbytter i perioden
- ▶ Agder Energi har i perioden 2010 til 2014 utbetalt NOK 2 877m i utbytte til eierne
 - NOK 2 703m er avsatt fra årsresultat
 - NOK 174m ble overført fra egenkapital i 2010
- ▶ I samme periode har NOK 565m av årsresultatene blitt overført til egenkapitalen (tilbakeholdt overskudd)
- ▶ Posten «Andre verdiendringer» inneholder en blanding av aktiva som har økt og falt i verdi

Verdisammensetning 2014

Hovedelementer av verddivurderingen i 2014



- ▶ Tallene i figuren er basert på høyeste verdi av verdiutfallsrommet
- ▶ Merk at dette er totalverdi før gjeld av enkeltsselskaper/kraftverk
 - Egenkapitalverdien for enkeltsselskapene er lavere enn hva figuren viser
- ▶ Kraftverkene står for majoriteten av verdiene i Agder Energi
 - OK Brokke, Steinfoss, OK-Holen 1+2, Skjerka og Iveland blir alle verdsatt til over NOK 1 mrd
 - De resterende kraftverkene står for NOK ~10,7 mrd
- ▶ Nettvirksomheten er også en betydelig bidragsyter til verdien til selskapet

*) Øvrig inkluderer gjeld i datterselskap

Kilde: Agder Energi, Pareto Securities

Contact details and disclaimer

Oslo (Norway) Pareto Securities AS Dronning Mauds gate 3 PO Box 1411 Vika N-0115 Oslo NORWAY Tel: +47 22 87 87 00 Fax: +47 22 87 87 10	Stavanger (Norway) Pareto Securities AS Haakon VII's gate 8 PO Box 163 N-4001 Stavanger NORWAY Tel: +47 51 83 63 00 Fax: +47 51 83 63 51	Kristiansand (Norway) Pareto Securities AS Dronningensgate 3 N-4611 Kristiansand NORWAY Tel: +47 21 50 74 20 Fax: +47 21 50 74 99	Trondheim (Norway) Pareto Securities AS Nordre gate 11 PO Box 971 Sentrum N-7410 Trondheim NORWAY Tel: +47 21 50 74 60 Fax: +47 21 50 74 61	Stockholm (Sweden) Pareto Securities AB Berzelii Park 9 PO Box 7415 S-103 91 Stockholm SWEDEN Tel: +46 8 402 50 00 Fax: +46 8 20 00 75	Malmö (Sweden) Pareto Securities AB Stortorget 13 S-211 22 Malmö SWEDEN Tel: +46 40 750 20 Fax: +46 40 750 30	Copenhagen (Denmark) Pareto Securities AS Copenhagen Branch Langebrogade 5 DK-1411 Copenhagen DENMARK Tel: +45 88 51 00 61 Fax: +45 88 51 00 01	Helsinki (Finland) Pareto Securities Oy Aleksanterinkatu 44, 6 th floor FI-00100 Helsinki FINLAND Tel: +358 9 8866 6000 Fax: +358 9 8866 6060
London (UK) Pareto Securities Ltd 8 Angel Court London EC2R 7HJ UNITED KINGDOM Tel: +44 20 7786 4370	Aberdeen (UK) Pareto Securities Ltd 46 Carden Place Aberdeen, AB10 1UP UNITED KINGDOM Tel: +44 1224 433466	New York (US) Pareto Securities Inc 150 East 52 nd Street, 29 th floor New York NY 10022 USA Tel: +1 212 829-4200 Fax: +1 212 829-4201	Houston (US) Pareto Securities Inc One Riverway, Suite 1704 Houston TX 77056 USA Tel: +1 713 840-6304 Fax: +1 713 622-1937	Los Angeles (US) Pareto Securities Inc 9465 Wilshire Blvd, Suite 300 Beverly Hills, CA 90212 USA Tel: +1 424 284 4000	Calgary (Canada) Pareto Securities AS, Calgary Branch Suite 2600, 144 – 4 Avenue SW Calgary AB T2P 3N4 CANADA Tel: +1 403 398 2177 Fax: +1 403 266 2651	Singapore Pareto Securities Pte Ltd 16 Collyer Quay #27-02 Hitachi Tower Singapore 049318 SINGAPORE Tel: +65 6408 9800 Fax: +65 6408 9819	Rio de Janeiro (Brazil) Pareto Securities Ltda Av. Presidente Wilson 231, 9 ^o andar Rio de Janeiro, RJ 20030-021 BRAZIL Tel: +55 21 3578-5620 Fax: +55 21 3578-5599
Perth (Australia) Pareto Securities Pty Ltd Level 24 77 St Georges Tce Perth, Western Australia AUSTRALIA, 6000 Tel: +61 8 6141 3366							Paris (France) Pareto Securities AS, Paris Branch 11 BD Jean Mermoz 92200 Neuilly Sur Seine FRANCE Tel: +33 141921234

www.paretosec.com | **Bloomberg: PASE (go)** | **Reuters: PARETO**

Disclaimer

These materials have been prepared by Pareto Securities AS and/or its affiliates (together "Pareto") exclusively for the benefit and internal use of the client named on the cover in order to indicate, on a preliminary basis, the feasibility of one or more potential transactions. The materials may not be used for any other purpose and may not be copied or disclosed, in whole or in part, to any third party without the prior written consent of Pareto.

The materials contain information which has been sourced from third parties, without independent verification. The information reflects prevailing conditions and Pareto's views as of the date of hereof, and may be subject to corrections and change at any time without notice. Pareto does not intend to, and the delivery of these materials shall not create any implication that Pareto assumes any obligation to, update or correct the materials.

Pareto, its directors and employees or clients may have or have had positions in securities or other financial instruments referred to herein, and may at any time make purchases/sales of such securities or other financial instruments without notice. Pareto may have or have had or assume relationship(s) with or engagement(s) for or related to the relevant companies or matters referred to herein.

The materials are not intended to be and should not replace or be construed as legal, tax, accounting or investment advice or a recommendation. No investment, divestment or other financial decisions or actions should be based solely on the material, and no representations or warranties are made as to the accuracy, correctness, reliability or completeness of the material or its contents. Neither Pareto, nor any of its affiliates, directors and employees accept any liability relating to or resulting from the reliance upon or the use of all or parts of the materials.