



# Agder Energi

*Verdivurdering – Presentasjon for eiermøte*



# Innhold

1

## VERDIVURDERING

1A

PRODUKSJON

1B

NETT

1C

KRAFTFORVALTNING

1D

LOS

1E

VARME

1F

ANNET

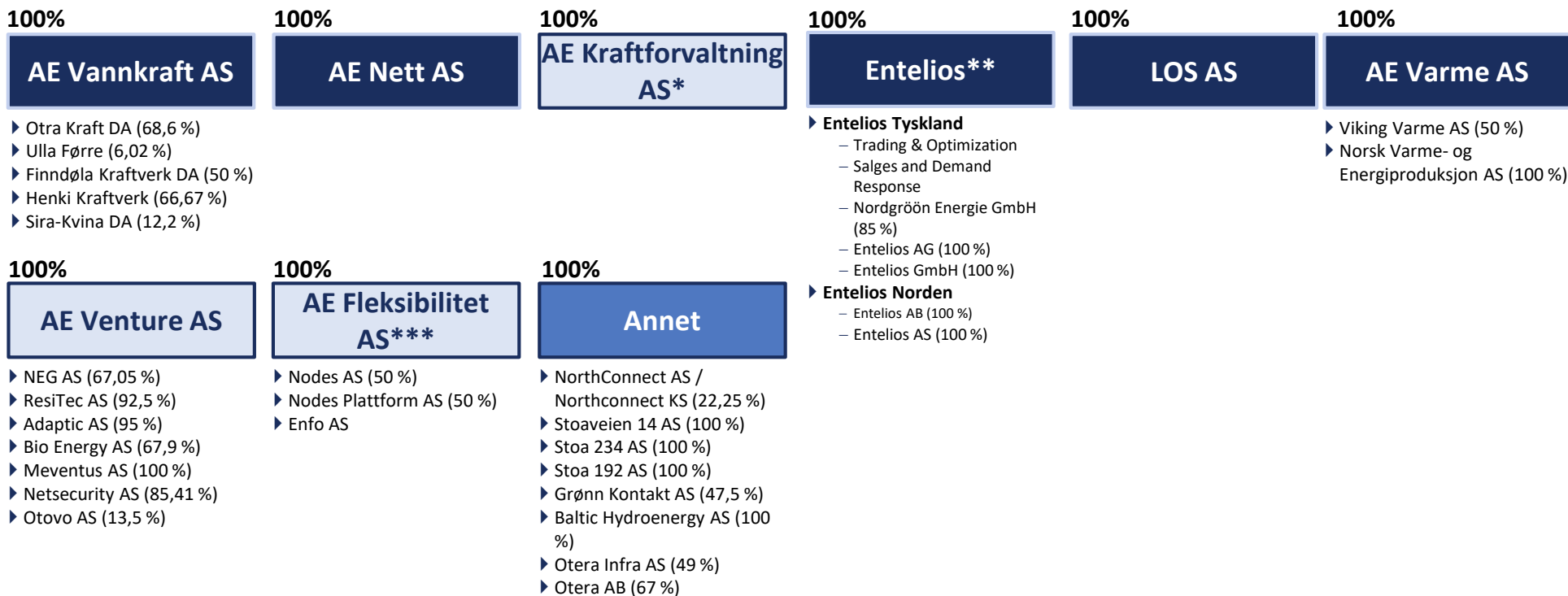
1G

OPPSUMMERING



# Konsernstruktur

## AGDER ENERGI AS



**Verdivurdert ved nåverdianalyse, evt supplementert med nøkkeltallsanalyse**

**Nøkkeltallsanalyse/foreliggende verdivurderinger/transaksjonspriser**

**Selskaper og aktiva som ikke er gjenstand for egen verdivurdering er blitt satt til bokført verdi**

▶ Merk at vi også gjør en vurdering av AE Pensjonskasse

# 5,5 % i avkastningskrav for produksjon og varme, 4,5 % for nett

PRODUKSJON

5,5 %



- ▶ Relativt lavt avkastningskrav er et resultat av vannkraftens langsiktighet
- ▶ I tråd med markedspraksis



VARME

5,5 %



- ▶ Relativt lavt avkastningskrav er et resultat av varmesegmentets langsiktighet
- ▶ I tråd med markedspraksis



NETT

4,5 %\*



- ▶ Lav grad av risiko grunnet strengt regulert virksomhet som taler for et lavt avkastningskrav
- ▶ På linje med NVE renten etter skatt



ANNET

9,0 %



- ▶ 9,0 % for LOS og Entelios
- ▶ For morselskapet bruker vi et avkastningskrav på 5,5 %, lik selskapets største virksomhetsområde, produksjon



Pareto har også utført sensitivitetsanalyser for å vurdere hvor sensitiv verdien av Agder Energi er til endringer i avkastningskrav

# Innhold

<b>1</b>	<b>VERDIVURDERING</b>
<b>1A</b>	<b>PRODUKSJON</b>
<b>1B</b>	<b>NETT</b>
<b>1C</b>	<b>KRAFTFORVALTNING</b>
<b>1D</b>	<b>LOS</b>
<b>1E</b>	<b>VARME</b>
<b>1F</b>	<b>ANNET</b>
<b>1G</b>	<b>OPPSUMMERING</b>





# Utvalgte forutsetninger i verdivurderingen

## INNTEKTER

Funksjon av:

- ▶ Kraftpriser
- ▶ Kraftproduksjon
- ▶ Inflasjon
- ▶ Opprinnelsesgarantier
- ▶ Grønne sertifikater

### Produksjonsvolum

- ▶ Middelproduksjonen basert på hydrologi 1985-2015
- ▶ Middelproduksjonen for enkelte kraftverk øker grunnet nye aggregat med videre
- ▶ I verdivurderingen legger vi til grunn en total middelproduksjon på 8 239 GWh

### Kraftpris og andre priser

- ▶ Se egen side med kraftprisbaner
- ▶ Vi forutsetter områdepris for NO2 lik systempris da prisforskjellene historisk er små
- ▶ Elsertifikatpriser og opprinnelsesgarantipriser lik observerbare markedsnivåer

## INNTEKTER/FLEKSIBILITET

God magasinkapasitet gir verdiskapningspotensiale utover gjennomsnittlig årspris

### Metodikk

- ▶ Flexibilitetspremien tar utgangspunkt i medianen av differansen mellom oppnådd kraftpris og markedspris (NO2) siste tre år (I)

### Resultat

- ▶ Vektet gjennomsnittlig flexibilitetspremie estimeres til 2,2 % i 2019
- ▶ Flexibilitetspremien antas å øke til 2,8 % i 2030 og 3,4 % i 2050, se påfølgende side

## DRIFTSKOSTNADER

Vi legger til grunn historiske kostnader for hvert av kraftverkene

### Driftskostnader

- ▶ Basert på historiske kostnader 2016-2018 fra grunnrenteskjemaene
- ▶ Det vektete snittet av median kostnaden til hvert enkelt kraftverk de siste tre årene er 7,7 øre/kWh
- ▶ Kostnadene har falt fra 8,3 i 2016 til 7,7 i 2018
- ▶ Blant annet grunnet Agder Energi sitt effektiviseringsprogram
- ▶ Vi legger til grunn ytterligere besparelser fra effektivitetsprogrammet fremover

## FORPLIKTELSER/AVTALER

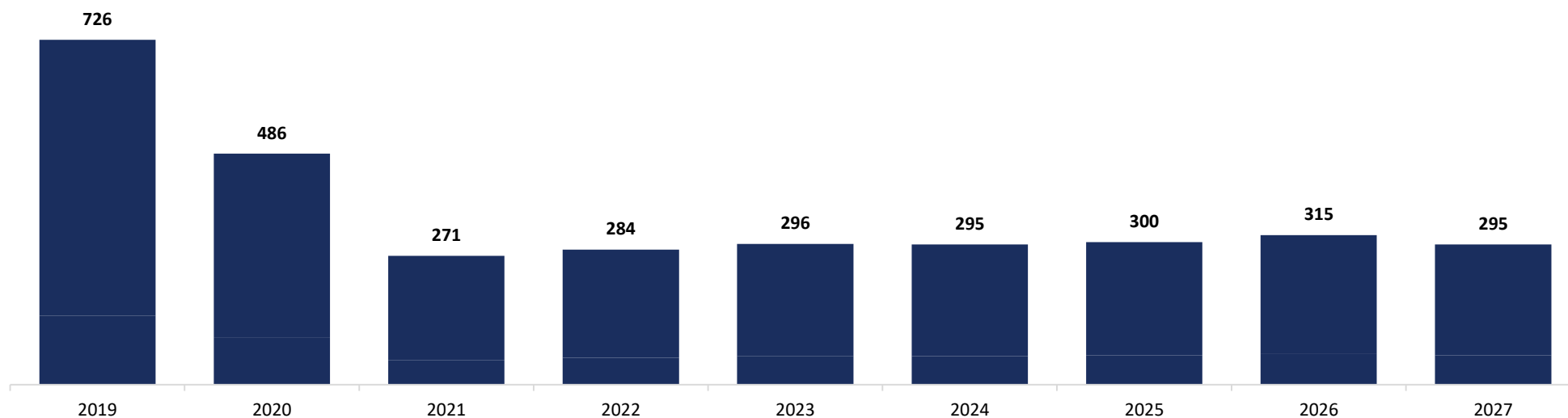
Basert på dagens forpliktelser, hensyntar estimerte endringer

### Volum

- ▶ Konesjonskraft, industriavtaler og frikraft utgjør 14 % av kraftproduksjonen i 2019-2020 og 17 % i 2021-2027
- ▶ Vi har tatt forutsetning om at Agder Energi ikke har andre kraftforpliktelser eller rettigheter utover dette

# Totale investeringer på ~NOK 3,3mrd mellom 2019 og 2027\*

## Prognose over investeringer per år i NOKm

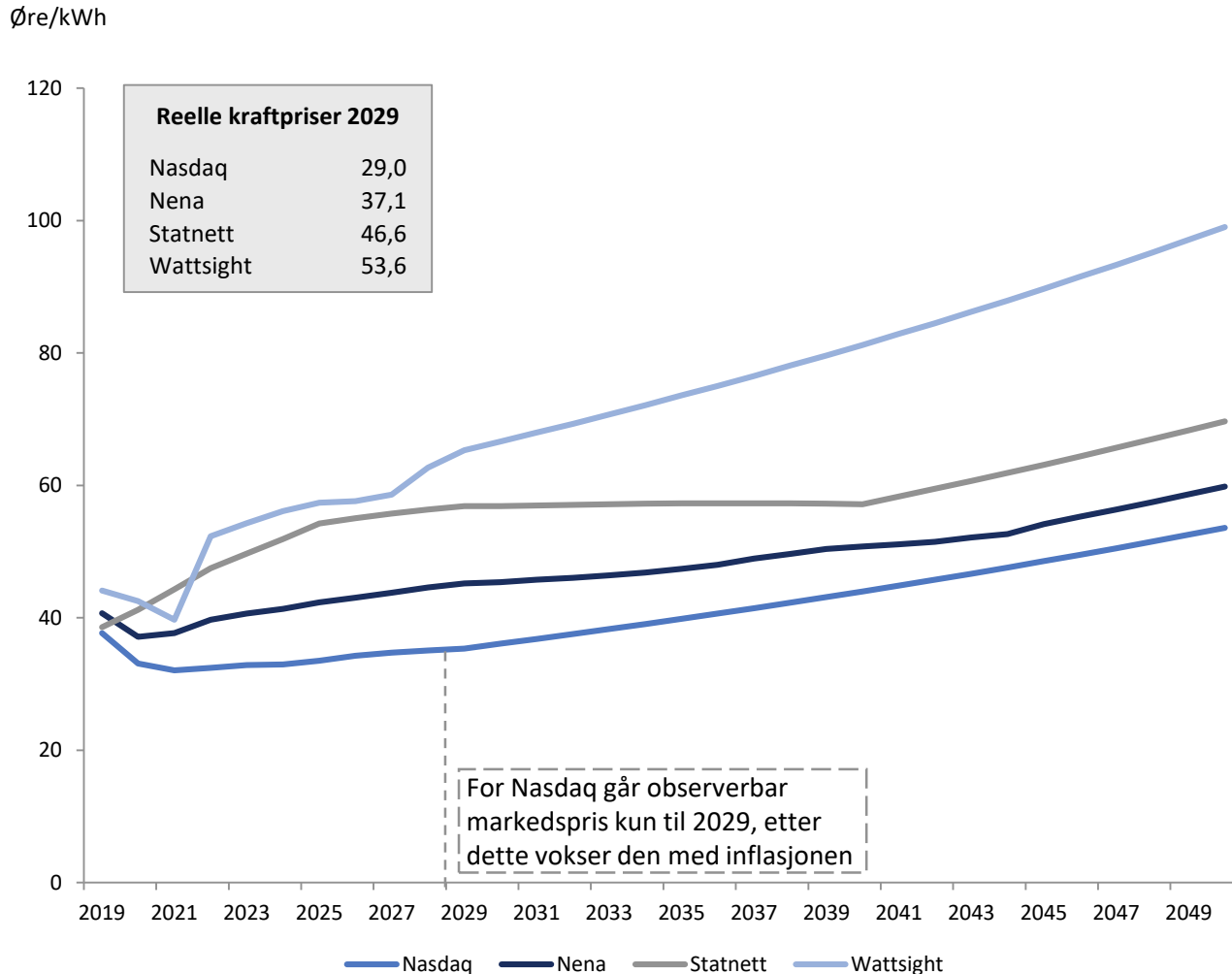


## Kommentar

- ▶ Grafen viser planlagte investeringer i perioden 2019-2027\*\*
- ▶ Etter planleggingsperioden har vi lagt til grunn en sjablongmessig årlig investering på 1,8 øre/kWh
  - Dette er basert på en årlig investering på ~NOK 150m i langtidsporføljen til selskapet

# Pareto gjennomfører scenarioanalyser med fire ulike prisprognoser

## Kraftprisbaner benyttet i scenarioanalyser (nominelle priser)\*



## Kommentar

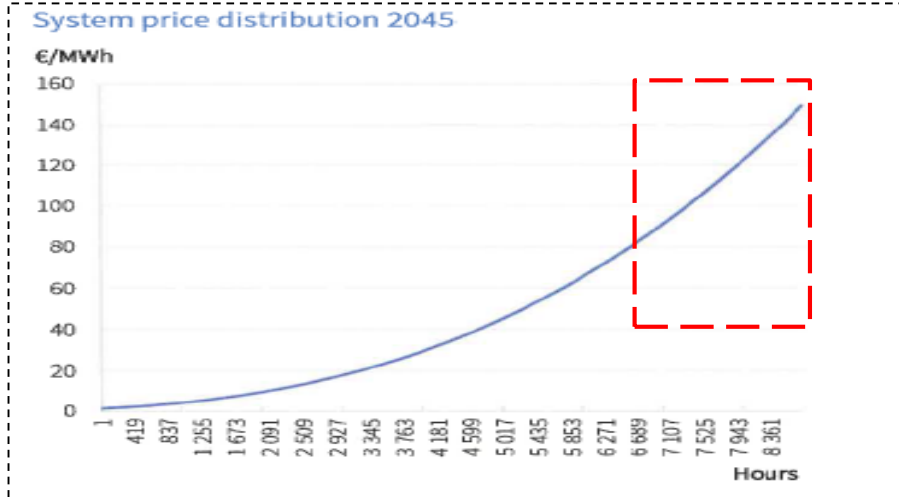
- ▶ Pareto har lagt til grunn kraftprisprognoser fra ulike analyser samt markedspriser fra Nasdaq
- ▶ Sensitivitetsanalyser er laget basert på de ulike kraftprisbanene
- ▶ Etter prognoseperioden/den observerbare perioden justeres prisene med en årlig inflasjon på 2 %
- ▶ Wattsight sin prognose er den høyeste med en reell estimert pris på 53,6 øre/kWh i 2029
- ▶ I den andre enden har vi Nasdaq og Nena med estimerte priser på henholdsvis 29,0 og 37,1 øre/kWh (realstørrelser)



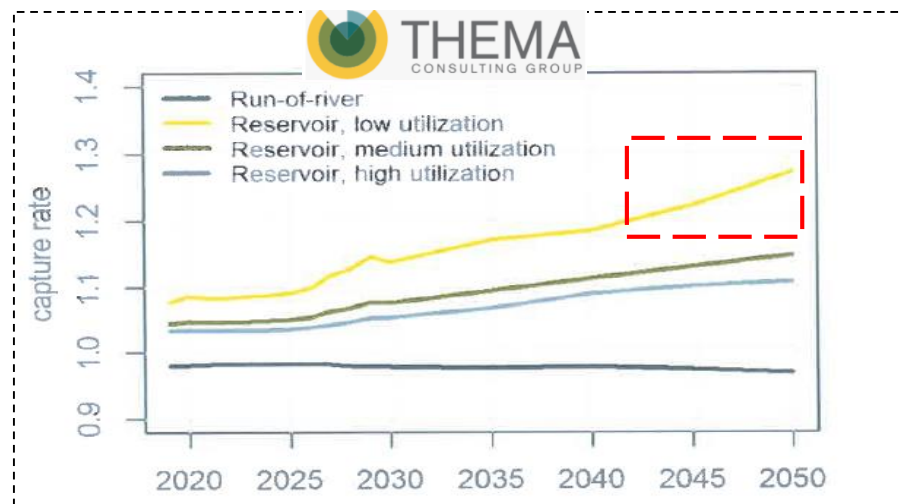
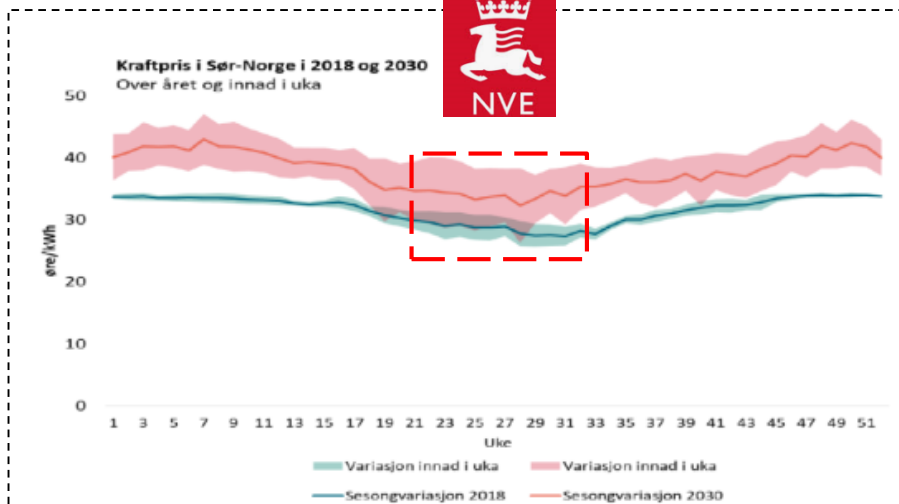
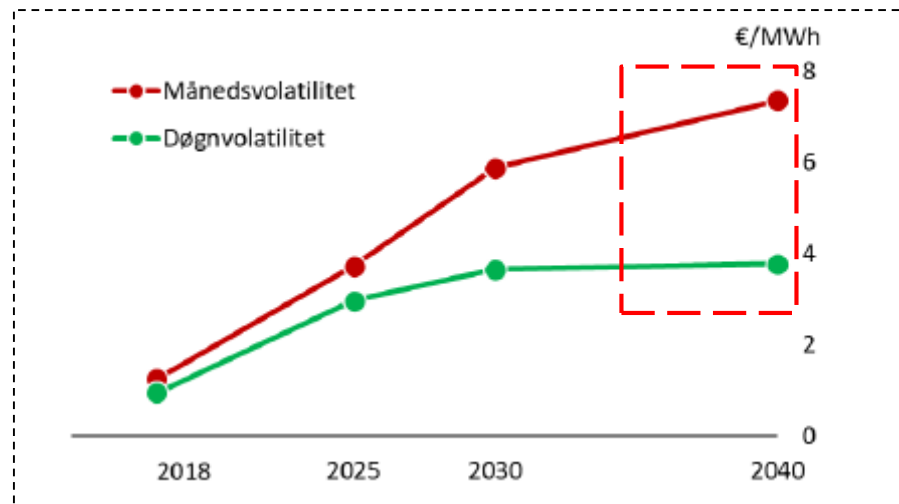
# Analytikere estimerer at verdien av fleksibilitet vil øke

Flere timer med veldig høye eller veldig lave kraftpriser

## StormGeo



## Statnett



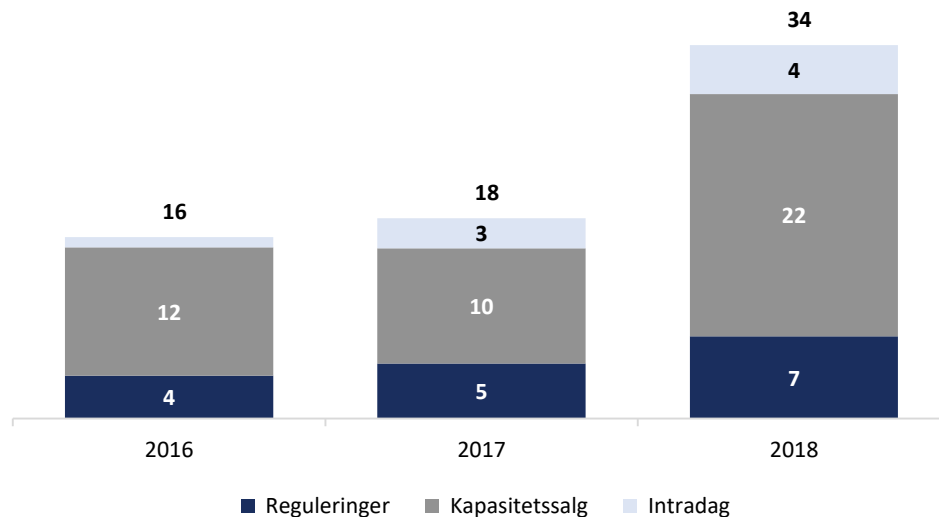
# Andre inntekter verdsettes til ~NOK 650m

## Forutsetninger i verdivurdering av andre inntekter

- ▶ Andre inntekter inkluderer reguleringskraft, kapasitetssalg og intradag inntekter
- ▶ Gjennomsnitt for andre inntekter på ~NOK 23m siste tre år
- ▶ Forutsetter at disse inntektene ligger på et stabilt nivå ut i fra gjennomsnittet de siste tre årene
- ▶ Vi har ikke lagt til grunn for ekstrakostnader da alle kostnader knyttet til optimalisering av inntekter fra produksjonssystemet er inkludert i grunnrenteskjemaene
- ▶ Det er kun alminnelig skatt på andre inntekter, grunnrenteskatt kommer ikke i tillegg
- ▶ Inflasjon på 2 %
- ▶ Avkastningskrav på 5,5 %
- ▶ Vi har benyttet Gordon Growth modell med konstante inntekter og vekst lik inflasjonen

## Historiske andre inntekter

NOKm

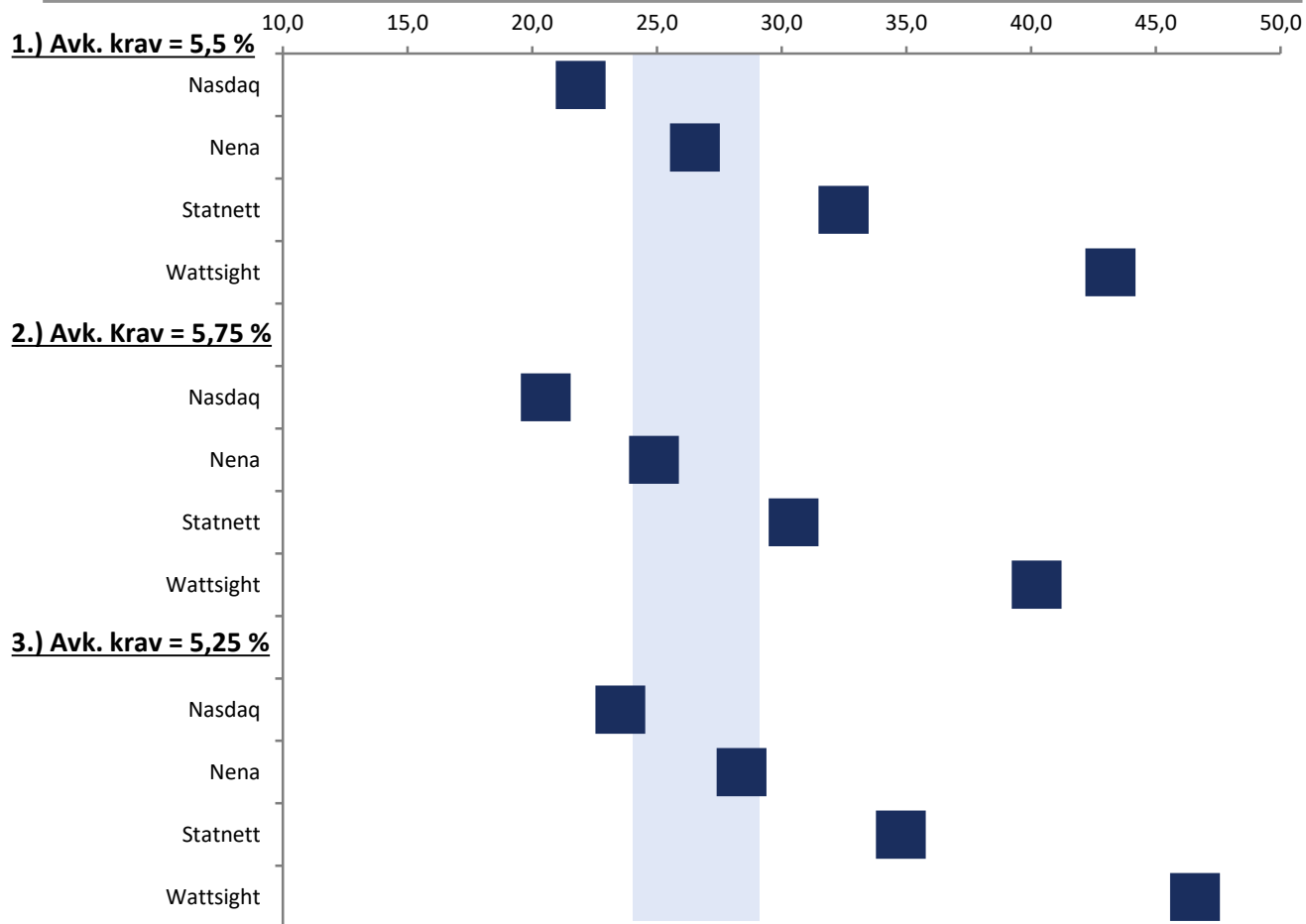


Gitt disse forutsetningene setter vi verdi av andre inntekter til ~NOK 650m

# Verdien av kraftverkene estimeres til mellom NOK 24,5 og 28,5mrd

*Dette tilsier en pris mellom 3,0 og 3,4 NOK/kWh*

## Sensitivitetsanalyse, tall i NOKmrd



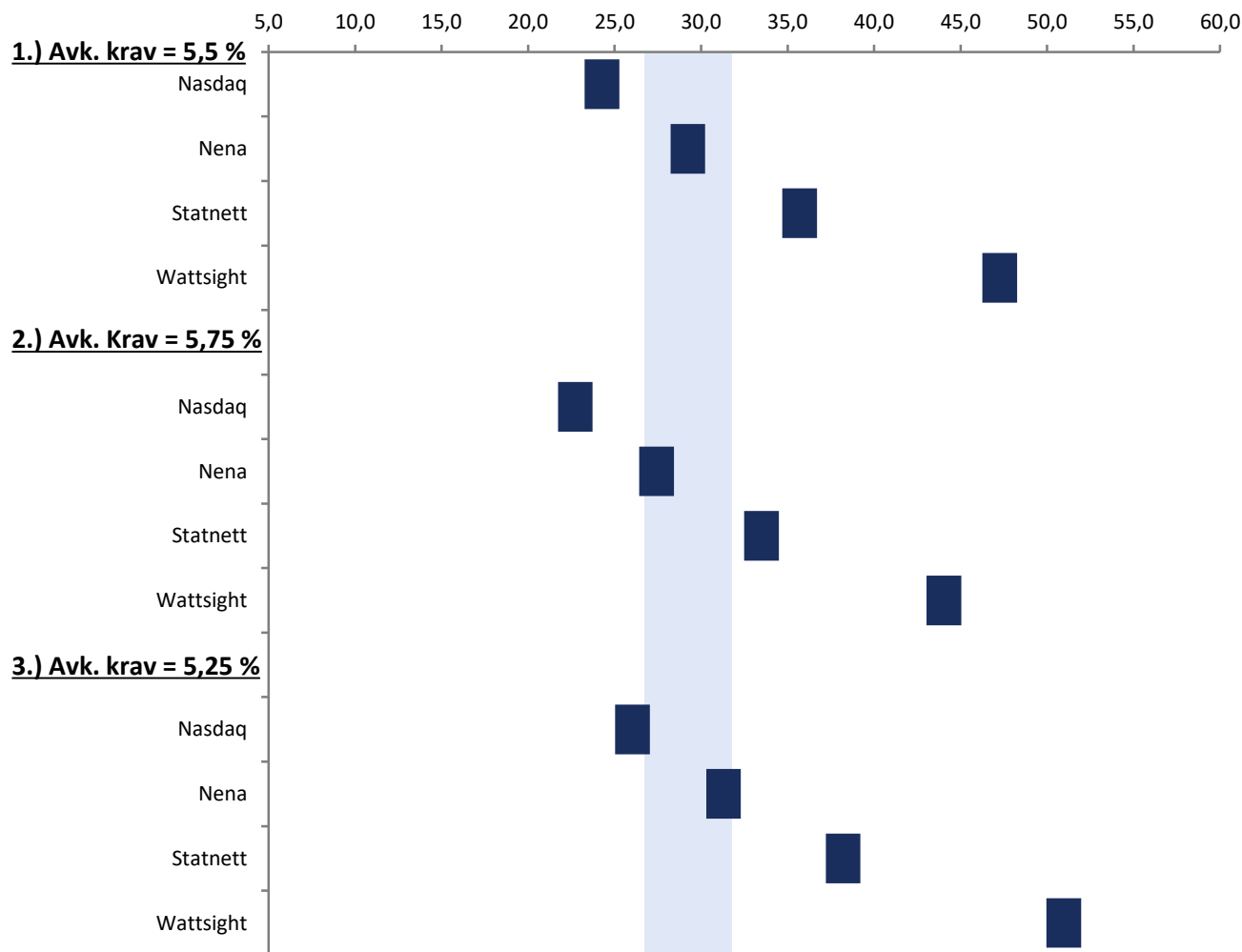
## Kommentar

- ▶ Analysen viser en pris på kraftverkene mellom 3,0 og 3,4 NOK/kWh når man legger til grunn Nena sine prognoser og et avkastningskrav på 5,5 %
- ▶ Høyest verdi dersom man baserer verdivurderingen på Wattsight sin kraftprisprognose, mens Nasdaq gir lavest pris
- ▶ Median av de fire ulike scenarioene gir en verdi på 3,6 NOK/kWh, tilsvarende NOK 29,5mrd
- ▶ I sum anser vi en verdi av kraftverkene mellom NOK 24,5 og 28,5mrd som det mest relevante anslaget før andre inntekter er hensyntatt
- ▶ Verdien trekkes noe ned av en litt høy andel forpliktelser/industriavtaler

Inkludert andre inntekter blir verdien av Vannkraft mellom 25,2 og 29,2mrd

# Verdien av kraftverkene er mellom NOK 27,0 og 31,5mrd dersom vi legger produksjonen de siste tre årene til grunn for middelproduksjon

Sensitivitetsanalyse, tall i NOKmrd



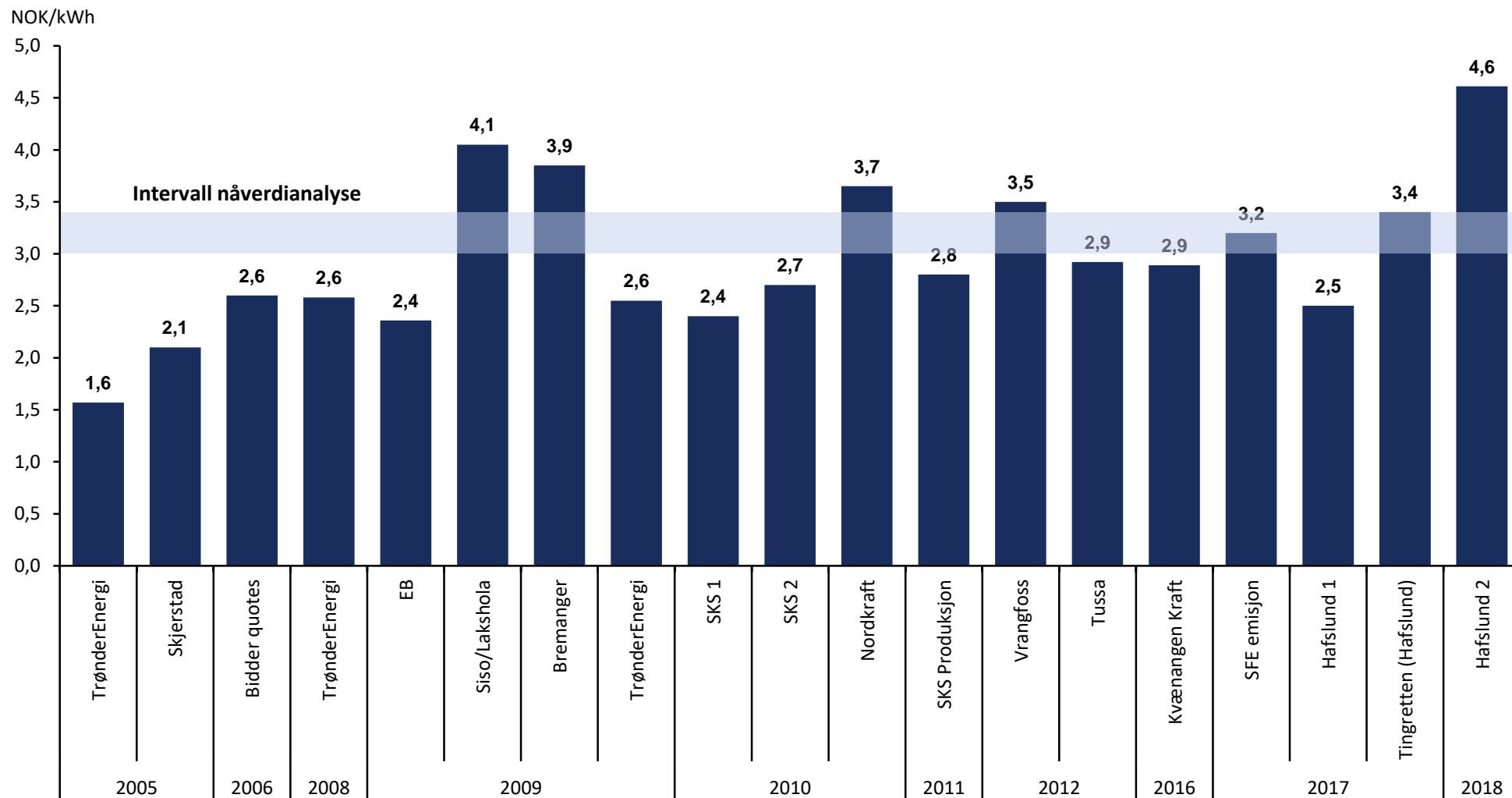
## Kommentar

- ▶ I scenarioanalysen har vi basert middelproduksjonen på gjennomsnittlig produksjon de siste tre årene
- ▶ Dette gir en totalproduksjon, inkludert økt produksjon for Skjerka\*, på 8 814 GWh
- ▶ Verdien av kraftverkene vil dermed ligge mellom NOK 27,0 og 31,5mrd, som tilsvarer en verdi mellom 3,0 og 3,5 NOK/kWh

Note(\*): Økning på 20 GWh i 2019 og 42 GWh i 2021.



# Et utfallsrom på 3,0 til 3,4 NOK/kWh er på nivå med flere historiske transaksjoner



# Innhold

<b>1</b>	<b>VERDIVURDERING</b>
<b>1A</b>	<b>PRODUKSJON</b>
<b>1B</b>	<b>NETT</b>
<b>1C</b>	<b>KRAFTFORVALTNING</b>
<b>1D</b>	<b>LOS</b>
<b>1E</b>	<b>VARME</b>
<b>1F</b>	<b>ANNET</b>
<b>1G</b>	<b>OPPSUMMERING</b>

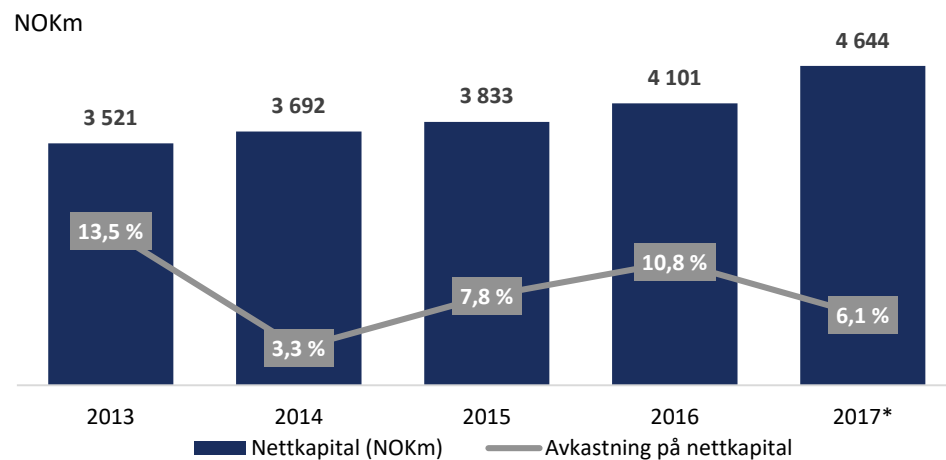


# Agder Energi Nett har ansvaret for nettet i Vest- og Aust-Agder med ~201 500 kunder

## Kort om Agder Energi Nett

- ▶ Agder Energi Nett har ansvaret for utbygging, drift og vedlikehold av regional- og distribusjonsnettet i Vest- og Aust-Agder
- ▶ ~201 500 kunder per 31.12.18
- ▶ Totalt 21 800 km linjer og kabler
- ▶ Forbruk i distribusjons- og regionalnettet på henholdsvis 4,2 TWh og 1,5 TWh i 2018
- ▶ Forsyningsområdet utgjør 16 493 km<sup>2</sup>

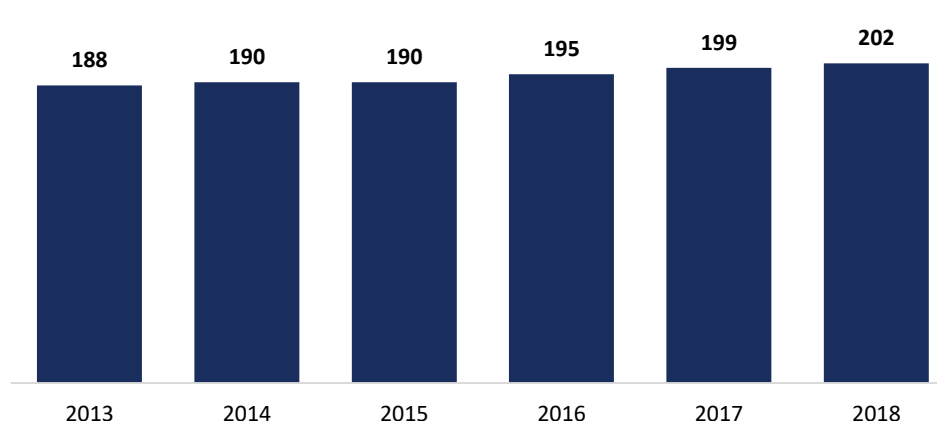
## Nettkapital og avkastning på nettkapital



## Konsesjonsområde



## Antall nettkunder ('000)

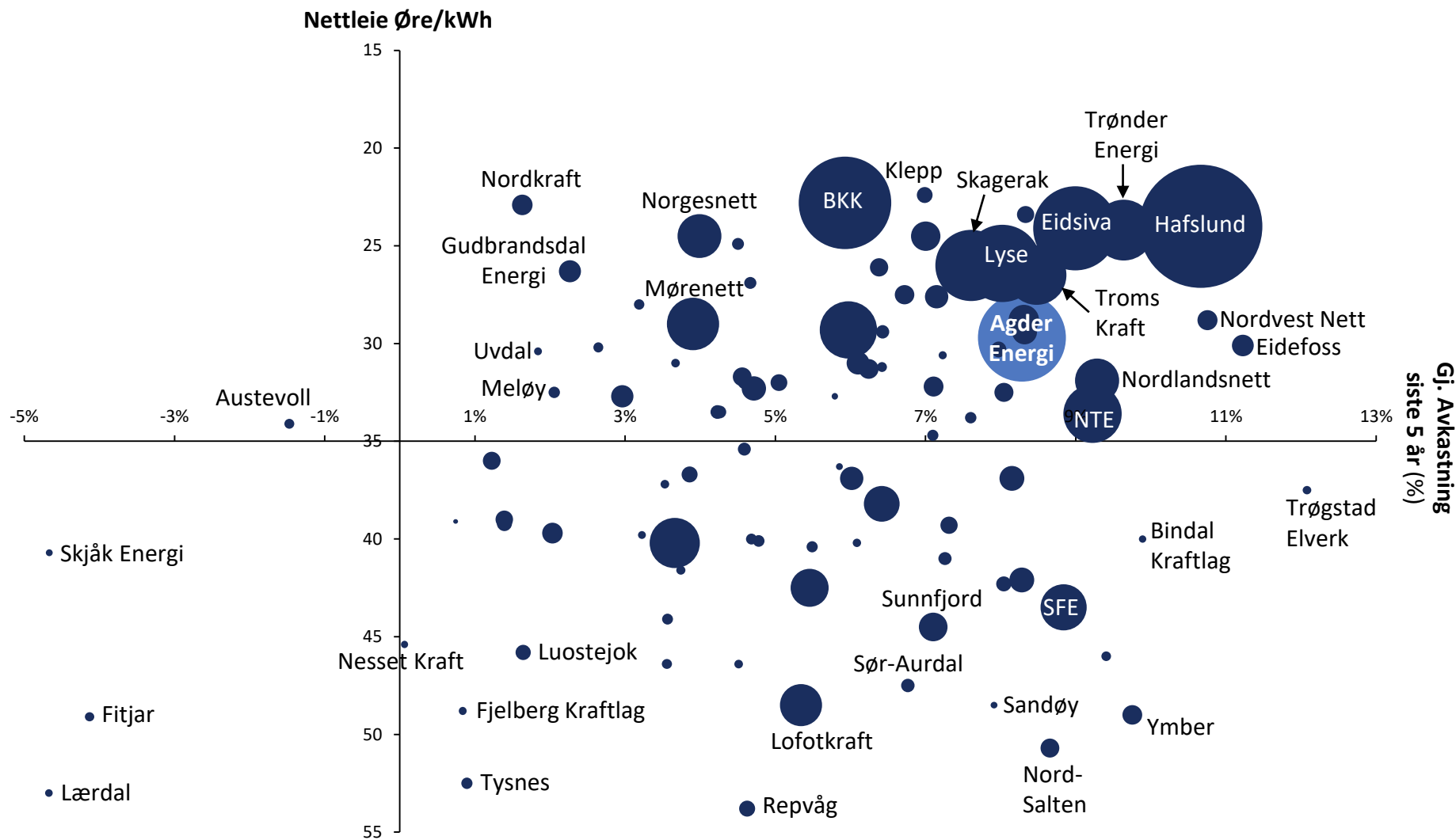


Note(\*): Avvik fra oversikten over de største nettselskapene i 2017. I oversikten over nettselskapene er nettkapitalen UB 2017 mens her er nettkapitalen regnet som gjennomsnitt av IB og UB 2017

# Agder Energi har en gjennomsnittsavkastning på 8,3 % de siste 5 årene\* sammenlignet med et vektet snitt for bransjen på 7,6 %

Lav nettleie (Øre/kWh)

Høy nettleie (Øre/kWh)

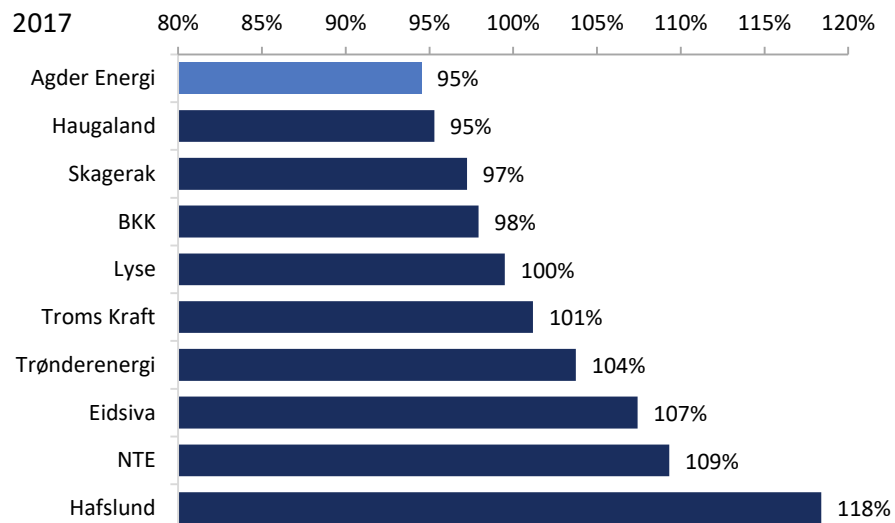




# Vi legger til grunn en økning i effektivitet for den kommende perioden

*Nåværende situasjon blant annet preget av fall i effektivitet i 2018 grunnet ekstremvær*

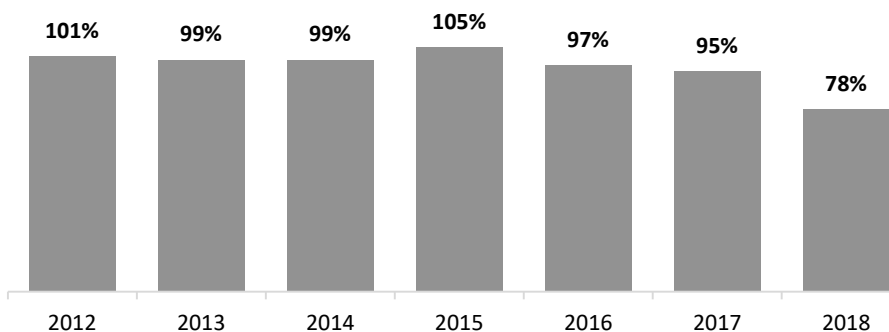
## Effektivitet til de 10 største nettselskapene



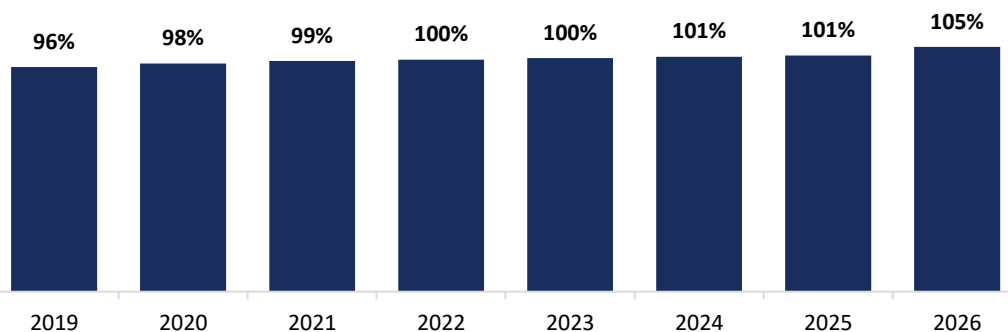
## Forventninger rundt fremtidig effektivitet

- ▶ Av de 10 største nettselskapene har AE den laveste effektiviteten
- ▶ AE scorer bedre på historisk avkastning
- ▶ 2018 preget av ekstremvær og mange strømbrudd
- ▶ I verddivurderingen legger vi til grunn prognosen til AE frem til 2025
- ▶ Etter 2025 forventer vi en økning i effektivitet mot 105 %
- ▶ Etter 2035 forventes effektiviteten å falle mot bransjesnittet på 100 %
- ▶ Vi gjør scenarioanalyser basert på ulike effektivitetsprognoser

## Historisk effektivitet



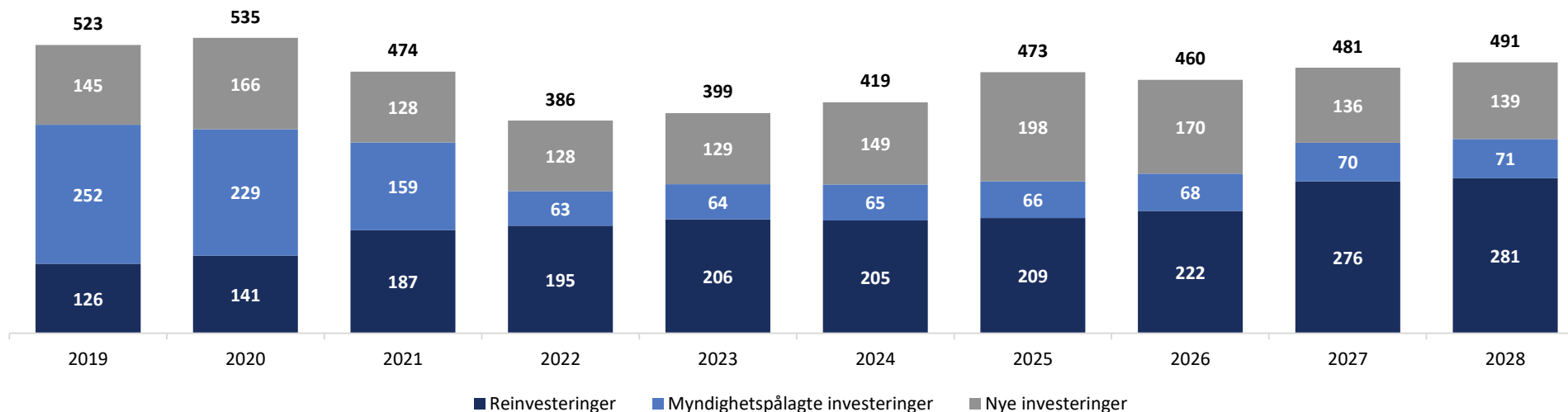
## Prognose over effektivitet



# Andre utvalgte forutsetninger

## Prognose over investeringer

NOKm

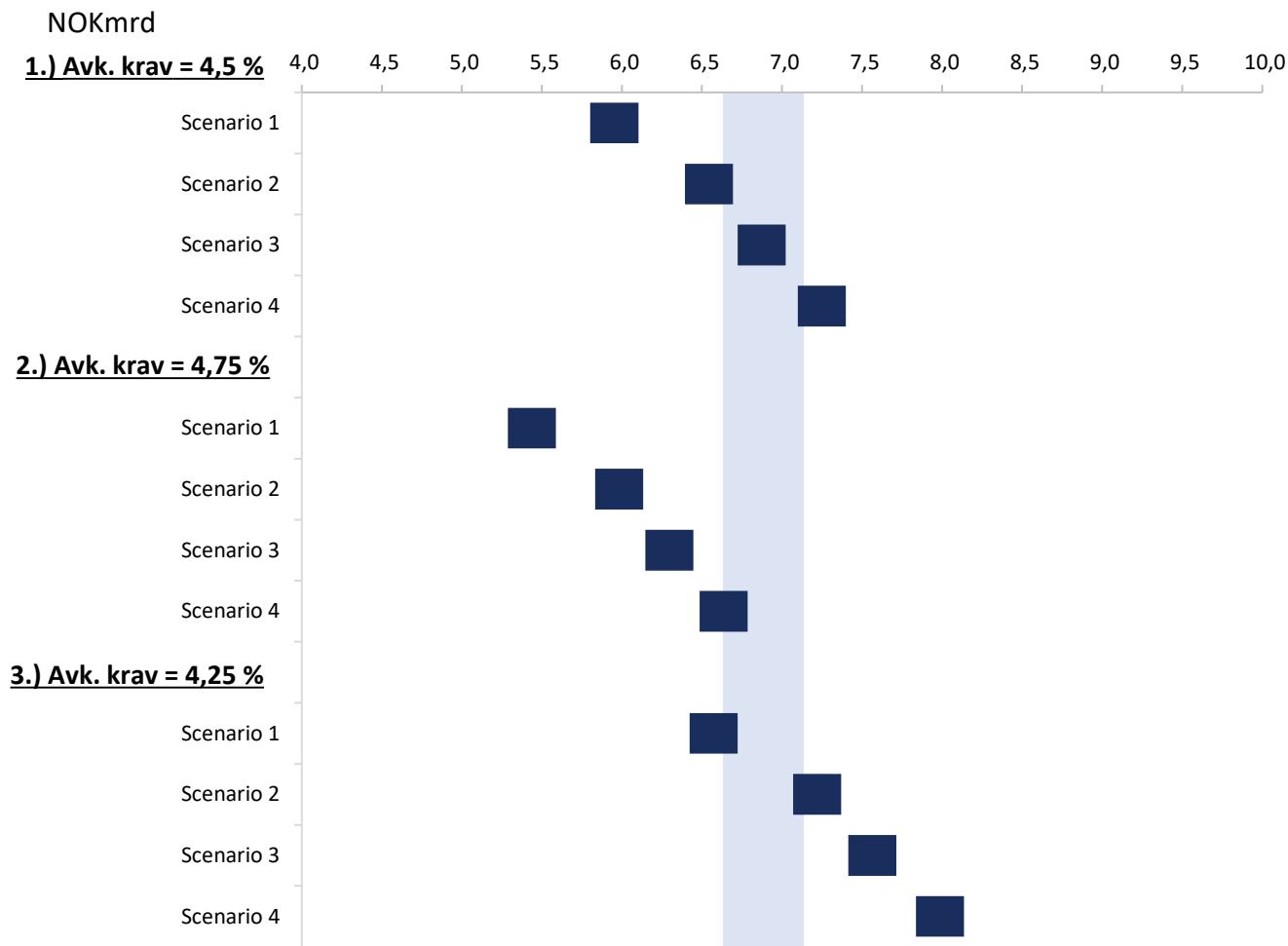


- ▶ Investeringsprognosen 2019-2028 er mottatt av AE
- ▶ Totale investeringer neste 10 år på ~NOK 4,6mrd
- ▶ I verdivurderingen forutsetter vi at alle investeringene blir regnskapsmessig aktivert
- ▶ Andel reinvesteringer av de skattemessige investeringene er satt til 50 % som er lik historisk gjennomsnitt siste 10 år
- ▶ Etter 2028 forutsetter vi at investeringene vil øke med inflasjonen i 15 år
- ▶ Etter 15 år settes investeringene lik avskrivningene

# Verdivurderingen indikerer en verdi mellom ~NOK 6,6 og 7,1mrd

*Dette tilsvarer en NVE-multippel\* mellom 1,3x og 1,4x*

## Sensitivitetsanalyse, tall i NOKmrd



## Kommentar

### Scenarier basert på ulik effektivitet

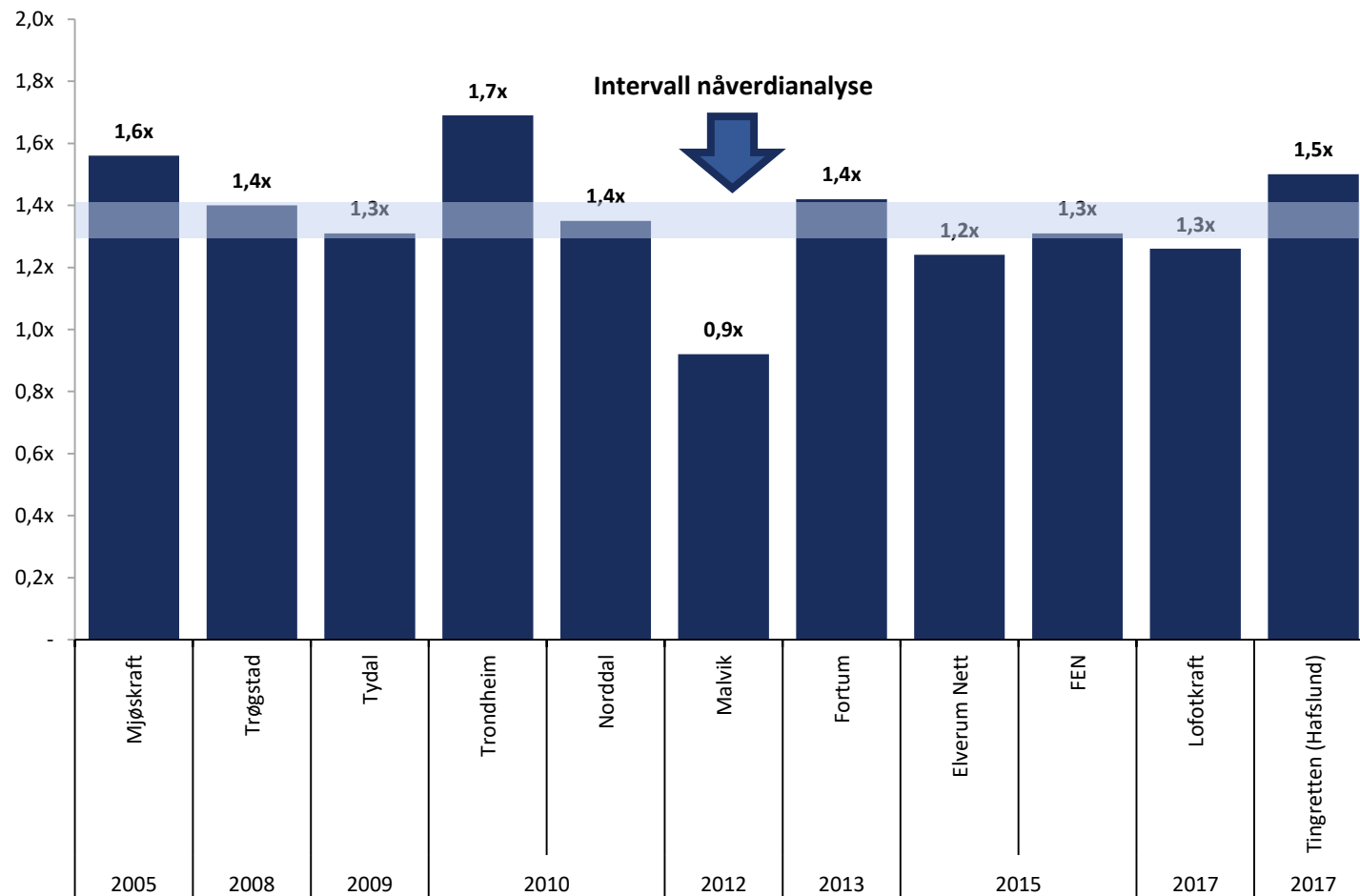
Scenario 1	97 % fra 2026, 98 % fra 2048
Scenario 2	101 %** fra 2026, 100 % fra 2048
Scenario 3	105 % fra 2026, 100 % fra 2048
Scenario 4	107 % fra 2026, 102 % fra 2028

- ▶ Vi anser scenario 3 som det mest relevante scenarioet der effektiviteten først øker til 105 %, før den på lang sikt beveger seg mot bransjesnittet på 100 %
- ▶ Oppsummert legger vi til grunn en verdi på nettvirksomheten på ~NOK 6,6-7,1mrd, tilsvarende en NVE multippel mellom 1,3x og 1,4x

# Historiske transaksjonspriser indikerer en prising på 1,2-1,5x NVE-kapital

*Dette stemmer godt overens med resultatet fra nåverdivurderingen*

## Historiske transaksjonsmultiplere



## Kommentar

- ▶ Grafen viser NVE-multiplere for transaksjoner fra 2005 til i dag for nettvirksomheter i Norge
- ▶ Dette underbygger resultatet fra nåverdivurderingen med en NVE-multipel mellom 1,3x og 1,4x



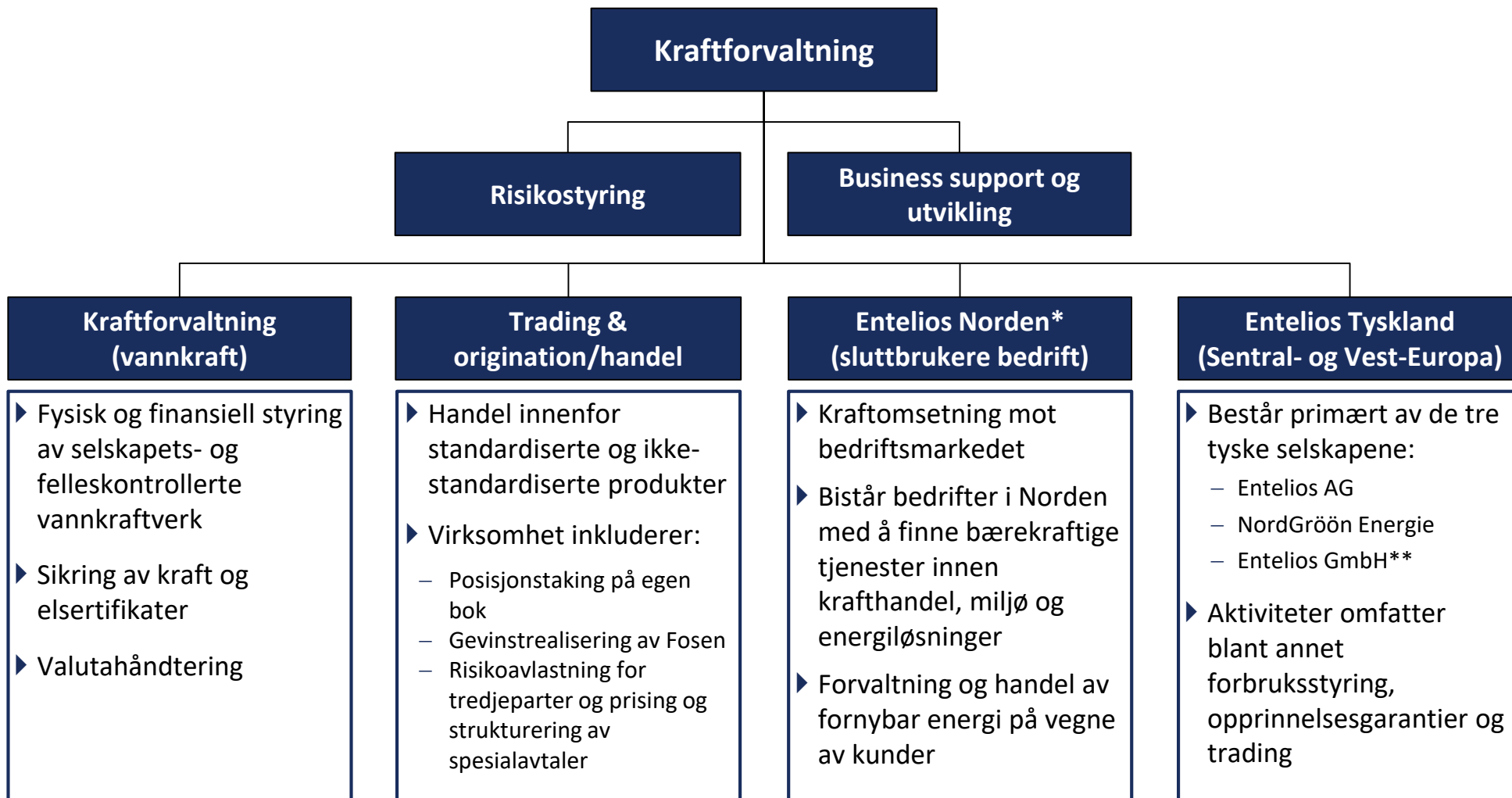
# Innhold

<b>1</b>	<b>VERDIVURDERING</b>
<b>1A</b>	<b>PRODUKSJON</b>
<b>1B</b>	<b>NETT</b>
<b>1C</b>	<b>KRAFTFORVALTNING</b>
<b>1D</b>	<b>LOS</b>
<b>1E</b>	<b>VARME</b>
<b>1F</b>	<b>ANNET</b>
<b>1G</b>	<b>OPPSUMMERING</b>



# Resultatområdet Kraftforvaltning

Resultatområdet består av Kraftforvaltning (vannkraft), Trading, Entelios Norden og Entelios Tyskland



# Verdivurdering av Entelios Norden indikerer en verdi på ~NOK 780m

*Dette tilsvarer en EV/EBITDA-multippel på 13,2x*

## Introduksjon og forutsetninger

- ▶ Virksomheten har levert ~19 TWh siste år, inkludert ~5,8 TWh for clearingkunder\* og er den største leverandøren av fornybar energi til virksomheter i Norge målt i volum
- ▶ Bistår selskaper i Norden med tjenester innen krafthandel, miljø og energi
- ▶ Virksomheten består av Entelios AS og Entelios AB
  - Tidligere del av LOS AS
- ▶ Verdivurdert ved hjelp av nåverdianalyse
- ▶ Vi har basert analysen på prognoser fra selskapet, men gjør også sensitivitetsanalyser
- ▶ Vi forutsetter at det ikke påløper investeringer utover det som er innbakt i driftskostnadene
- ▶ Vekst etter prognoseperioden lik inflasjon på 2 %

## Sensitivitetsanalyse for EV (NOKm): Avk. krav og vekst

		Avkastningskrav				
		8,0 %	8,5 %	9,0 %	9,5 %	10,0 %
Vekst	1,50 %	864	803	750	703	662
	1,75 %	886	821	765	716	673
	2,00 %	910	840	781	730	685
	2,25 %	935	861	798	744	697
	2,50 %	963	884	817	760	710

## Resultater verdivurdering

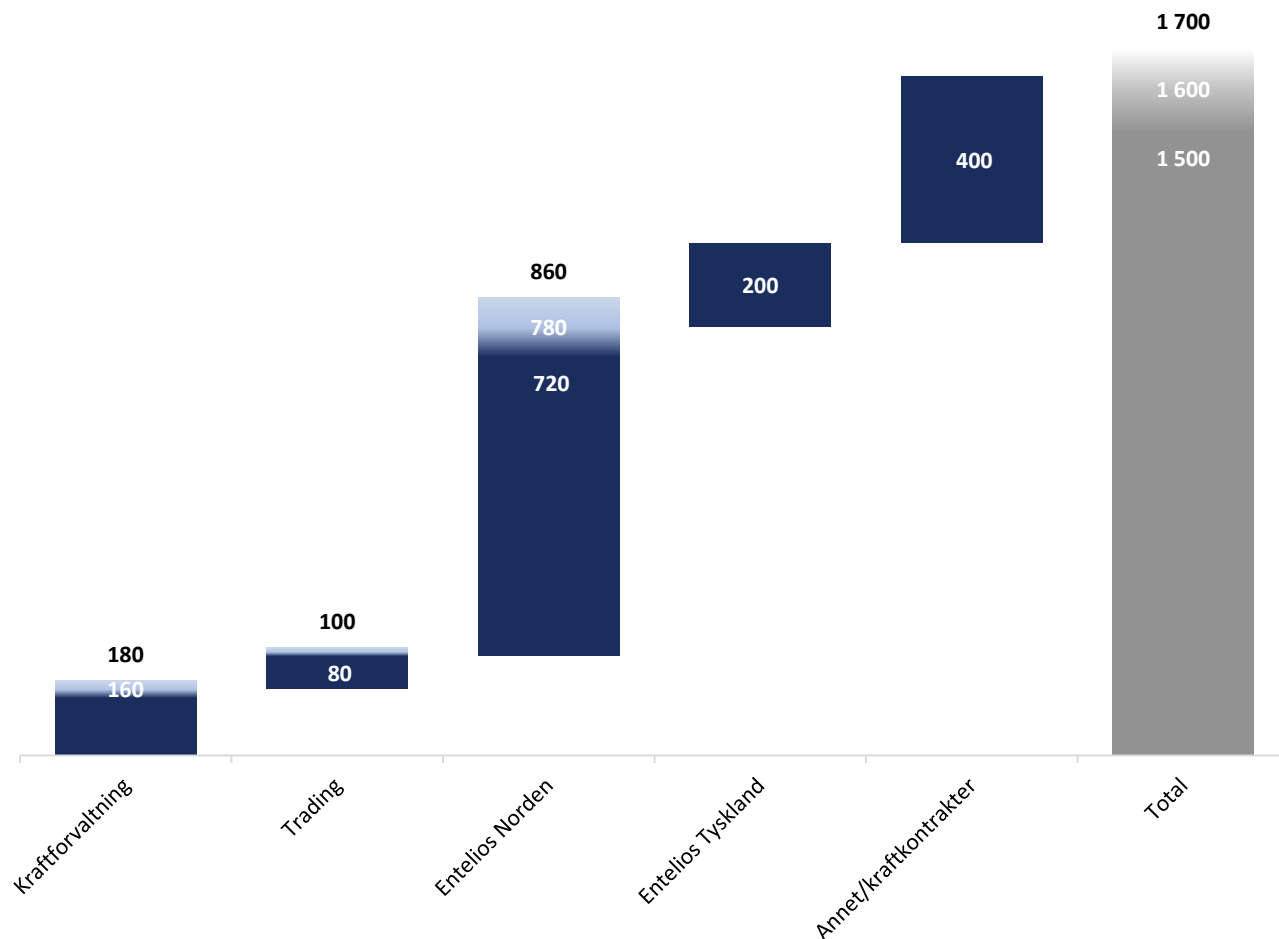
- ▶ På bakgrunn av sensitivitetsanalysen anser vi et utfall mellom NOK 720 og 860m som mest relevant
- ▶ Dette tilsvarer 2019 EV/EBITDA-multipler mellom 12,2x og 14,6x

# Vi verdivurderer resultatområdet Kraftforvaltning til NOK 1,5-1,7mrd

*Entelios Norden utgjør majoriteten med ~50 % av totalen*

## Verdivurdering for hvert av virksomhetsområdene

NOKm



## Kommentar

- ▶ Grafen viser verdien av hvert av de fire virksomhetsområdene i tillegg til Annet/kraftkontrakter
- ▶ Kraftforvaltning, Trading og Entelios Tyskland er verdivurdert ved hjelp av multippelanalyser
- ▶ Entelios Norden er verdivurdert ved hjelp av en nåverdianalyse
- ▶ Annet/kraftkontrakter er basert på informasjon fra selskapet
- ▶ Entelios Norden utgjør den største delen av resultatområdet med en verdi på ~NOK 780m
- ▶ Oppsummert verdivurderer vi resultatområdet Kraftforvaltning til NOK 1,5-1,7mrd
  - Merk at deler av verdiskapningen synliggjøres innenfor resultatområdet Vannkraft



# Innhold

<b>1</b>	<b>VERDIVURDERING</b>
<b>1A</b>	<b>PRODUKSJON</b>
<b>1B</b>	<b>NETT</b>
<b>1C</b>	<b>KRAFTFORVALTNING</b>
<b>1D</b>	<b>LOS</b>
<b>1E</b>	<b>VARME</b>
<b>1F</b>	<b>ANNET</b>
<b>1G</b>	<b>OPPSUMMERING</b>



# Nåverdianalysen estimerer verdien av LOS til ~690m, tilsvarende ~NOK 4 200 per kunde

## Introduksjon og forutsetninger

- ▶ Verdivurdert ved hjelp av nåverdianalyse
  - ▶ Vi har basert analysen på prognoser fra selskapet, men gjør også sensitivitetsanalyser
  - ▶ Løft i EBITDA fremover grunnet realisering av vekststrategi med økt salg, både gjennom egen organisasjon og gjennom samarbeidspartnere som Coop og OBOS
  - ▶ Vi forutsetter at det ikke påløper investeringer utover det som er innbakt i driftskostnadene
  - ▶ Vekst etter prognoseperioden lik inflasjon på 2 %
- 
- ▶ Med et avkastningskrav på 9,0 % og en vekst på 2,0 % estimeres verdien av virksomheten til ~NOK 690m, tilsvarende ~NOK 4 200 og en EV/EBIT basert på 2019 og 2020 tall på henholdsvis 17,4x og 13,0x
  - ▶ Sensitivitetsanalysen viser et utfallsrom på NOK 630-760m eller NOK 3 800-4 600 per kunde

## Sensitivitetsanalyse av EV (NOKm)

		Avkastningskrav				
		8,0 %	8,50 %	9,0 %	9,50 %	10 %
Vekst	1,50 %	763	708	659	617	580
	1,75 %	783	724	673	629	590
	2,00 %	804	742	688	641	601
	2,25 %	827	761	704	655	612
	2,50 %	853	781	721	669	624

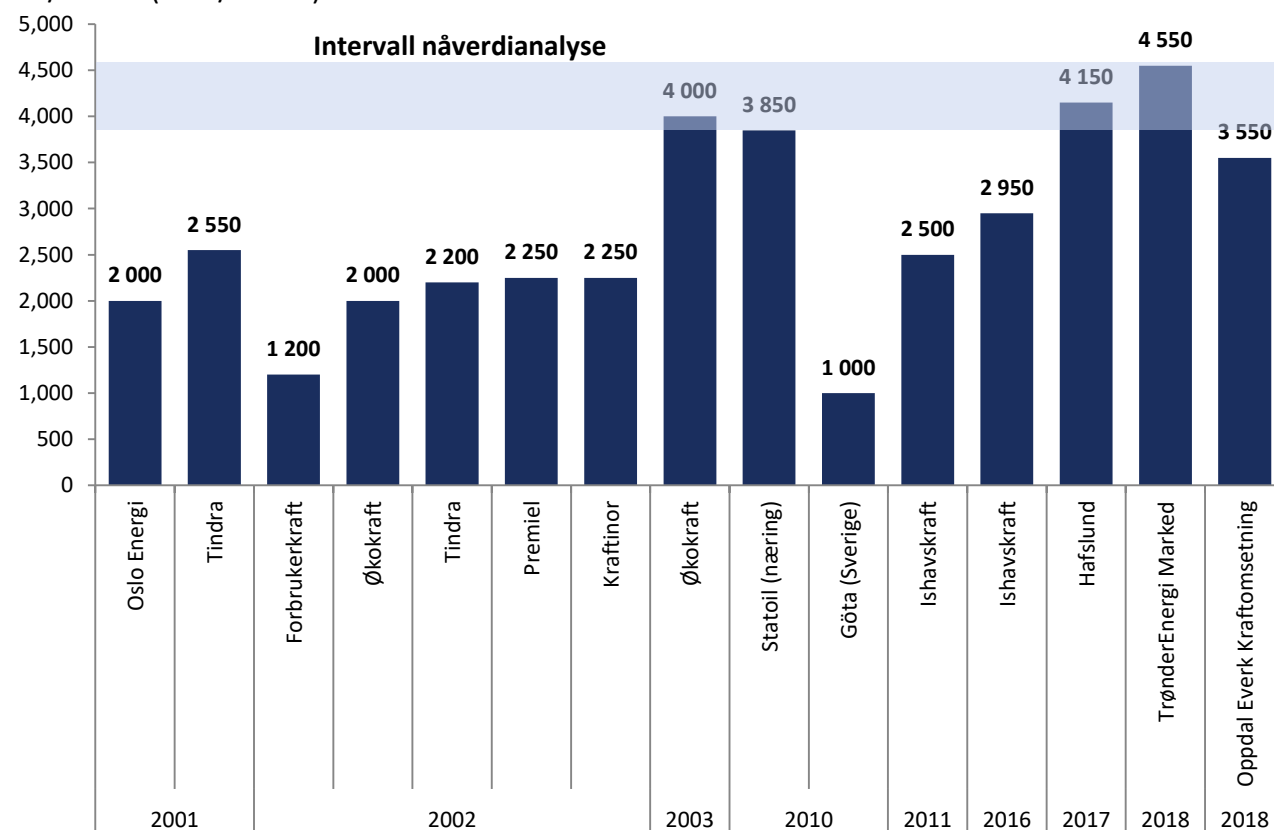
## Sensitivitetsanalyse av EV/kunde (NOK)

		Avkastningskrav				
		8,0 %	8,50 %	9,0 %	9,50 %	10 %
Vekst	1,50 %	4 625	4 288	3 996	3 742	3 517
	1,75 %	4 745	4 387	4 080	3 812	3 577
	2,00 %	4 874	4 494	4 169	3 888	3 641
	2,25 %	5 015	4 610	4 265	3 968	3 710
	2,50 %	5 169	4 735	4 368	4 054	3 783

# Historiske transaksjoner viser en gjennomsnitt pris per kunde på ~NOK 4 100 fra 2017

## EV/Kunde – utvalg av transaksjoner siden 2001

EV/Kunde (NOK/kunde)



## Kommentar

- ▶ Oversikten viser historisk utvikling i prising av kraftomsetningskunder målt i EV / Kunde
- ▶ 15 observasjoner siden 2001
- ▶ Mange faktorer spiller inn på verdsettelsen av strømselskap, markedsposisjon og -andel, inntjening per kunde, avkastningskrav, synergier, osv.

## Multipler for Fjordkraft\*

### Fjordkraft

- ▶ EV/EBIT:
  - 2019: 8,1x
  - 2020: 7,4x
- ▶ P/E:
  - 2019E: 12,8x
  - 2020E: 11,6x

Vi konkluderer med en verdi på ~NOK 4 000 per kunde for virksomhetsområdet LOS, tilsvarende noe under NOK 700m. Dette er noe lavere enn estimatet fra nåverdianalysen blant annet grunnet relativt høye EV/EBIT multipler for LOS sammenlignet med Fjordkraft

# Innhold

<b>1</b>	<b>VERDIVURDERING</b>
<b>1A</b>	<b>PRODUKSJON</b>
<b>1B</b>	<b>NETT</b>
<b>1C</b>	<b>KRAFTFORVALTNING</b>
<b>1D</b>	<b>LOS</b>
<b>1E</b>	<b>VARME</b>
<b>1F</b>	<b>ANNET</b>
<b>1G</b>	<b>OPPSUMMERING</b>



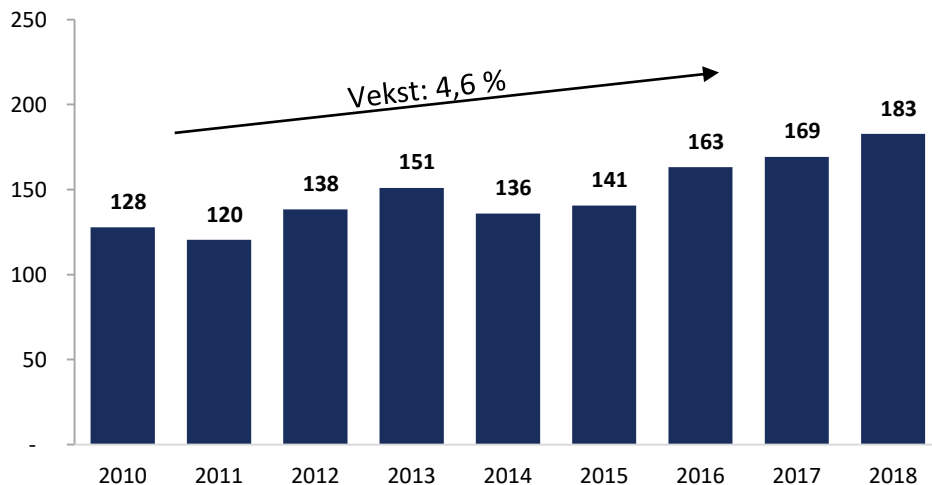


# Agder Energi varme leverer ~180 GWh fjernvarme og kjøling i Kristiansand, Sørlandsparken, Grimstad og Arendal

## Introduksjon

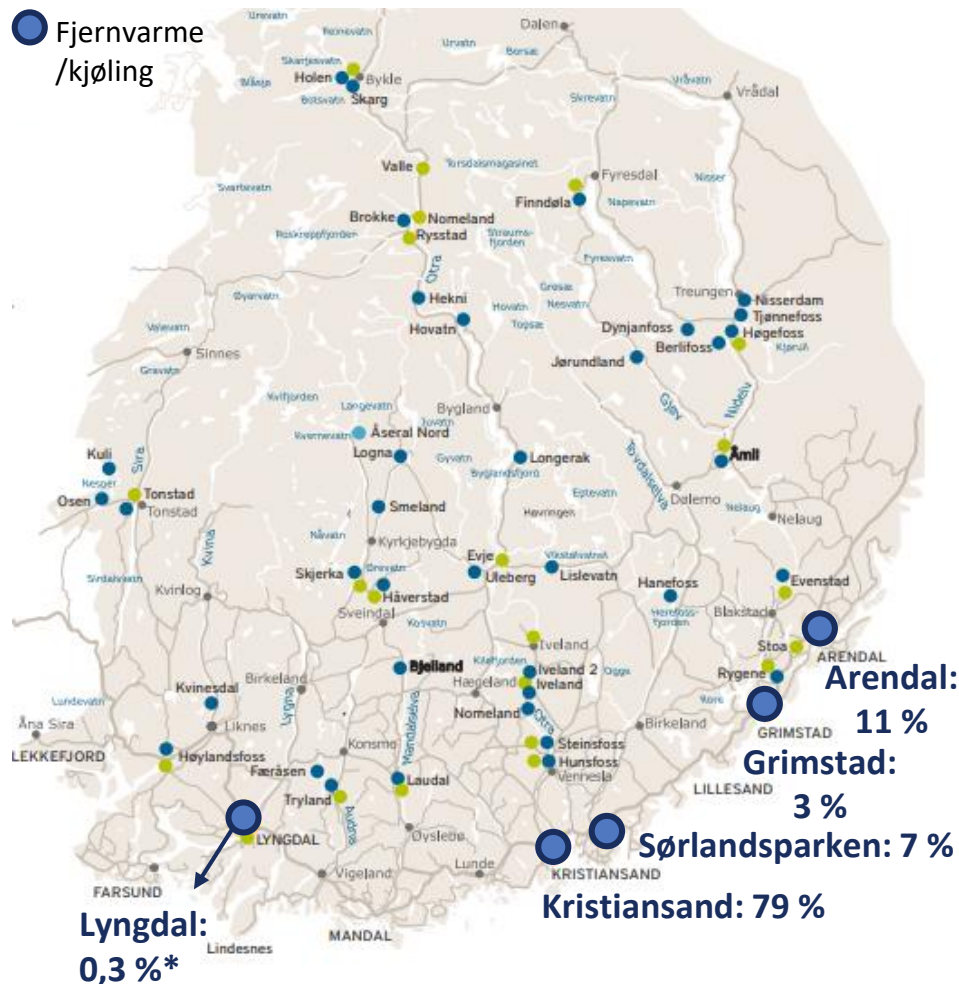
- ▶ Verdivurdert ved hjelp av nåverdianalyse
- ▶ Vi har basert analysen på prognoser fra selskapet, men gjør også sensitivitetsanalyser
- ▶ Leverer fjernvarme i Kristiansand, Sørlandsparken, Grimstad, Arendal og Lyngdal og fjernkjøling i Kristiansand og Arendal
- ▶ 14 ansatte

## Historisk produksjonsvolum (GWh)



Note(\*): Andel av 2018 produksjon

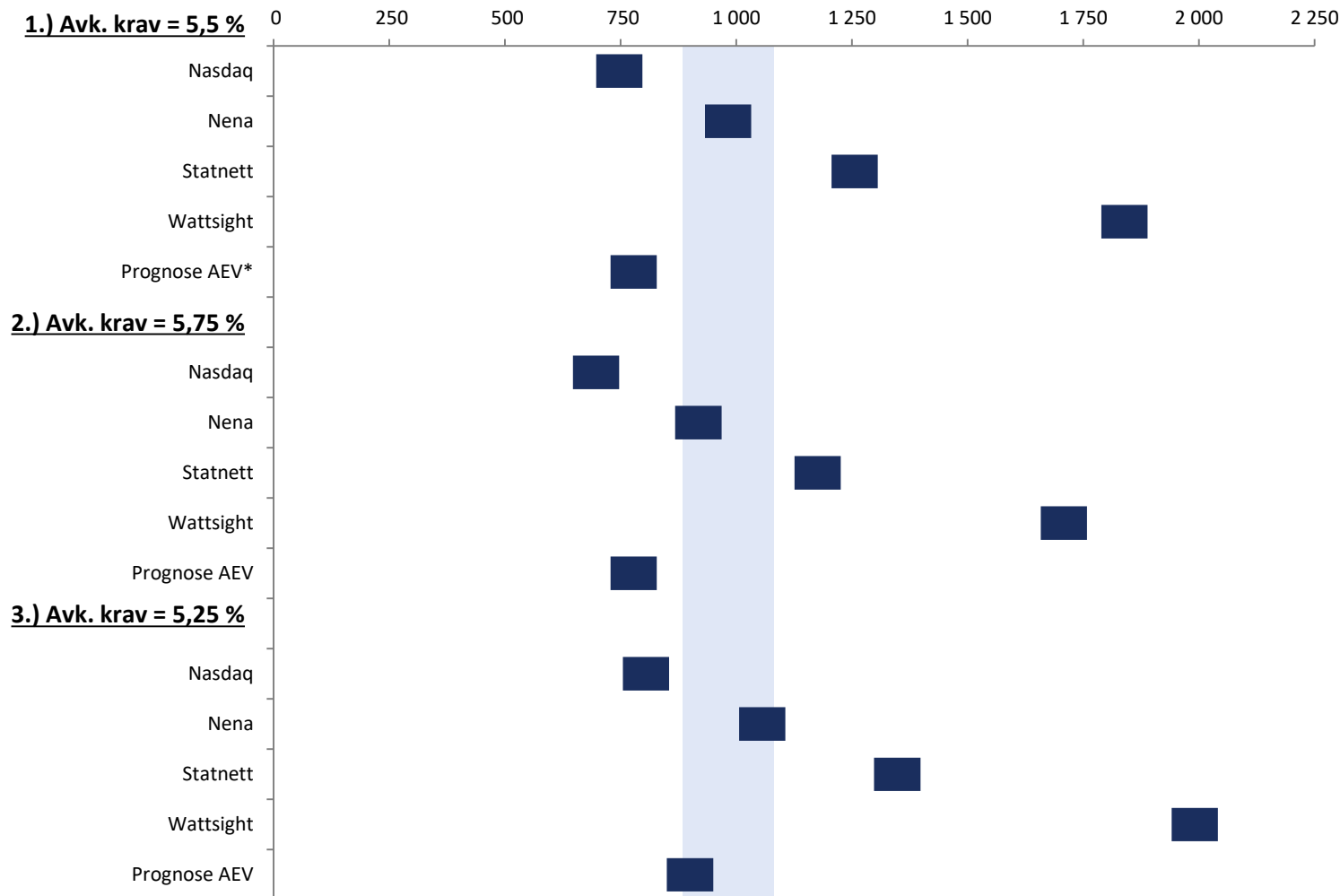
## Lokasjon



# Verdien av varme er estimert til NOK 880 til 1 080m

*Dette tilsvarer en EV/EBITDA på mellom 18,6x og 22,9x*

## Sensitivitetsanalyse, tall i NOKm



## Kommentar

- ▶ Basert på kraftprisprognosen til Nena og et avkastningskrav på 5,5 % er verdien av varmevirksomheten på NOK 982m, som tilsvarer en EV/EBITDA på 20,8x
- ▶ Stort sprik i verdiene basert på ulike kraftprisprognoser
  - Fra ~NOK 747m for Nasdaq til ~NOK 1 839m for Wattsight
- ▶ Gjennomsnittet av scenarioanalysene er NOK 1 132m, tilsvarende EV/EBITDA på 24,0x
- ▶ I sum anser vi intervallet NOK 880-1 080m som beste anslag på 100 % av enterprise value



# Priser oppnådd på infrastrukturtransaksjoner de siste årene underbygger EV/EBITDA-multiplene til Agder Energi Varme

## Utvalgte nordiske transaksjoner innen infrastruktur

År	Selskap	Land	Kjøper	Selger	EV/SALG	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
2018	Utilitas Energy Group (85 %)	Estland	First State Investments (UK) Limited	Selskapets styreleder Rahu			?	
2018	Pemco Energi AS	Norge	Solør Bioenergi	Pemco A/S			?	
2018	Kvitebjørn Varme	Norge	Whitehelm Capital	Kvitebjørn Energi AS			?	
2018	Oslofjord Varme	Norge	Infranode; Mirova; KLP	Icon Infrastructure			?	
2018	Elenia Group	Finland	Allianz, Macquarie, State Pension Fund of FIN	3i, Goldman Sachs, Ilmarinen	12,6x	23,6x	46,8x	
2017	EVLE (E,ON Värme Lokala Energilösningar)	Sverige	Adven	E.ON			?	
2017	Akershus Energi Varme	Norge	Infranode	Akershus Energi			?	
2017	Varmevarde	Sverige	J,P, Morgan Asset Management	Capstone, Macquarie		19,5x	48,5x	
2017	Hafslund Varme	Norge	Fortum	City of Oslo	4,0x	10,9x	14,4x	
2017	Klemetsrudanlegget	Norge	Fortum	City of Oslo	6,0x	15,1x	45,0x	
2015	Fortum distribution, Sweden	Sverige	AP; Borealis; Folksam	Fortum	10,5x	18,2x	28,2x	
2014	Gasum (51%)	Finland	State of Finland	Fortum, E.ON	1,1x	19,4x	35,1x	30,3x
2013	Fortum distribution, Finland	Finland	First State; Borealis; Elo; Keva	Fortum Oyj AB	7,9x	16,6x	25,2x	
2013	Falbygdens Energi	Sverige	Infracapital	Göteborg Energi		14,0x	26,5x	

**EV/EBITDA for Agder Energi er estimert til 18,6-22,9x i 2019 gitt Nenas prisbane. Dette er på linje med transaksjoner innenfor varmesegmentet de seneste årene**

# Innhold

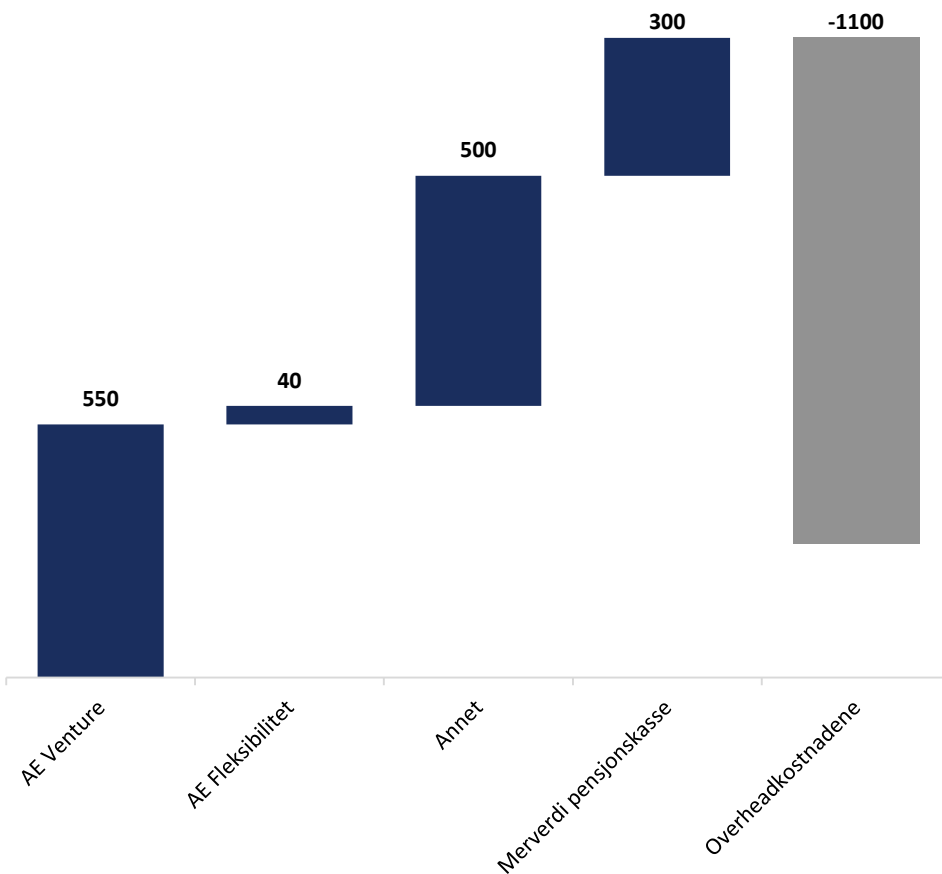
<b>1</b>	<b>VERDIVURDERING</b>
<b>1A</b>	<b>PRODUKSJON</b>
<b>1B</b>	<b>NETT</b>
<b>1C</b>	<b>KRAFTFORVALTNING</b>
<b>1D</b>	<b>LOS</b>
<b>1E</b>	<b>VARME</b>
<b>1F</b>	<b>ANNET</b>
<b>1G</b>	<b>OPPSUMMERING</b>



# Øvrige områder består av Venture, Fleksibilitet, Annet, merverdi pensjonskasse og overheadkostnader

## Verdivurdering av øvrige områder

NOKm



## Kommentar

### AE Fleksibilitet

- ▶ I 2018 kjøpte Nord Pool 50 % av selskapet Nodes, AE eier de resterende 50 %-ene
- ▶ Vi legger verdiene herfra til grunn for selskapets egenkapital

### AE Venture

- ▶ Basert på informasjon mottatt av selskapet

### Annet (bl.a. Otera, Grønn Kontakt, North Connect og Eiendom)

- ▶ Verdivurdering basert på informasjon fra selskapet og bokførte verdier

### Merverdi pensjonskasse

- ▶ Pensjonsmidler trukket fra pensjonsforpliktelser

### Overheadkostnader

- ▶ Basert på multippelanalyse og nåverdianalyse
  - EV/EBITDA på 8,4x, som er gjennomsnitts-multippelen for børsnoterte sammenlignbare selskaper i Nord-Europa
  - Multippelanalysen er basert på et avkastningskrav på 5,5 %, lik avk. kravet for produksjon som utgjør største delen av AEs aktiva-verdi. Vi tar også høyde for grunnrenteskatt på 37 % for 70 % av kostnadene, lik produksjon sin andel av aktiva-verdien
  - Normalnivå overhead om lag 20 % lavere enn i 2014

ReSiTec



ADAPTIC

NETSECURITY

BIOENERGY

Meventus

NORTHCONNECT  
CONNECTING RENEWABLES

OTOVO

NODES  
CONNECTING MARKETS

Otera

grønn kontakt

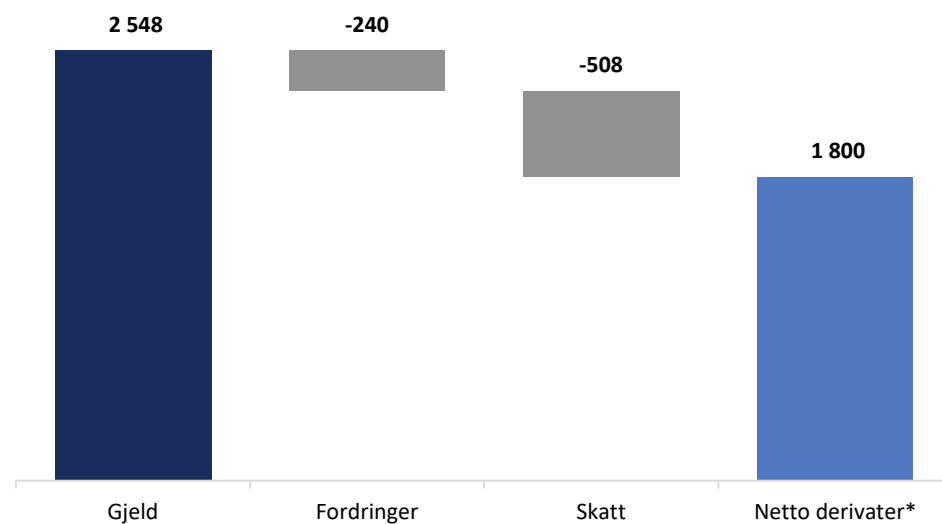
# Netto derivater og netto rentebærende gjeld på henholdsvis NOK 1,8 og 10,6mrd

## Forutsetninger og utregning av netto rentebærende gjeld

- ▶ Netto derivater og netto rentebærende gjeld kommer til fratrekk fra verdien av selskapet for å finne egenkapitalen
- ▶ Verdien tar utgangspunkt i informasjon mottatt av selskapet
- ▶ Vi forutsetter at arbeidskapitalen er på et normalisert nivå per 31.12.2018

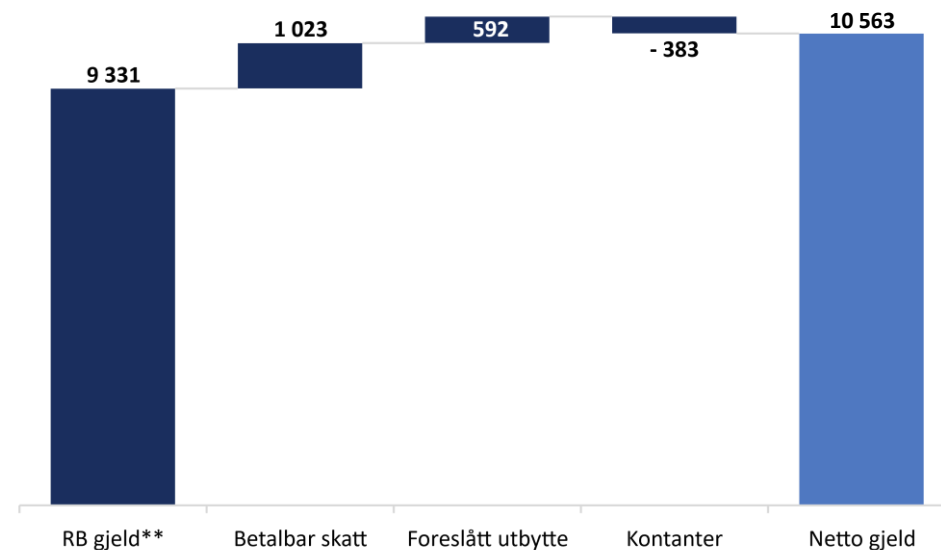
### Netto derivater

NOKm



### Netto rentebærende gjeld

NOKm



Note(\*): Justert for valutaderivat i en av de lange industrikontraktene som ligger i balansen. Inkluderer heller ikke Fosen avtalen | Note(\*\*): Rentebærende gjeld er markedsverdi av gjeld

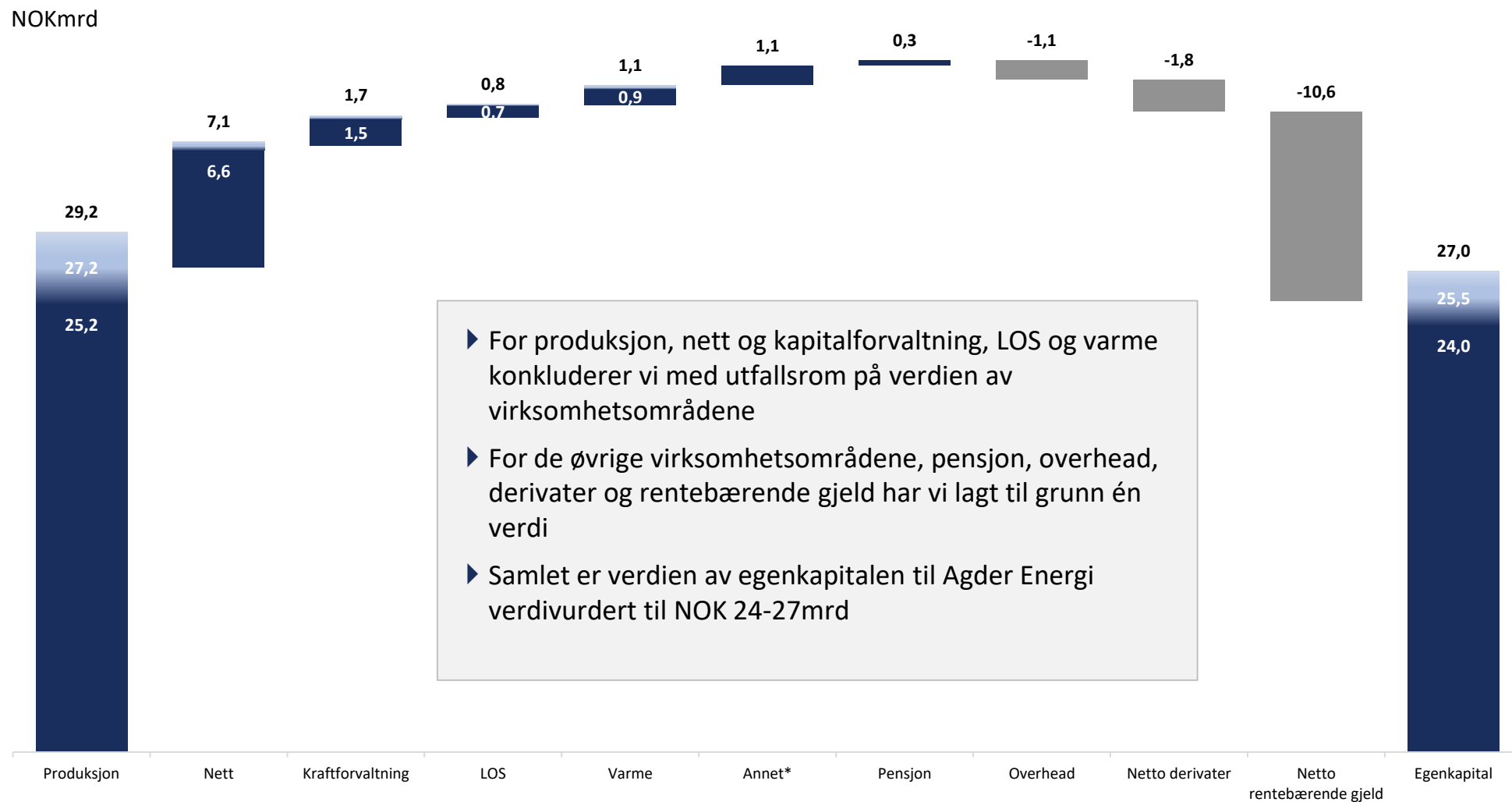
# Innhold

<b>1</b>	<b>VERDIVURDERING</b>
<b>1A</b>	<b>PRODUKSJON</b>
<b>1B</b>	<b>NETT</b>
<b>1C</b>	<b>KRAFTFORVALTNING</b>
<b>1D</b>	<b>LOS</b>
<b>1E</b>	<b>VARME</b>
<b>1F</b>	<b>ANNET</b>
<b>1G</b>	<b>OPPSUMMERING</b>



# Samlet verdi av egenkapitalen til Agder Energi er estimert til mellom ~NOK 24 og 27mrd

## Verdivurdering av virksomhetsområdene og selskapet som samlet

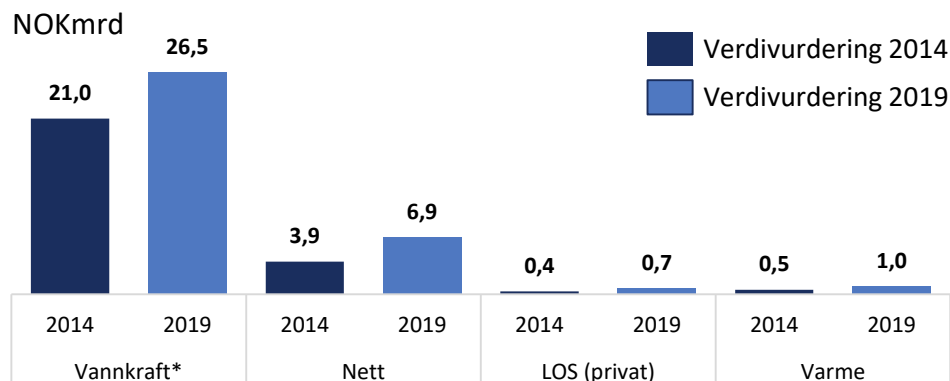


Note(\*): Består av Venture, Flexibilitet og Annet



# Verdien av Agder Energi har økt fra NOK 17,2-19,5 i 2014 til NOK 24-27mrd i 2019

## Endring verdivurdering for enkelte av selskapets områder



### 2014 verdivurdering

#### Vannkraft

Verdi: NOK 20-22mrd\*  
 Multipl: 2,5-2,7 NOK/kWh  
 Avkastningskrav: 5,75-6,0 %

#### Nett

Verdi: NOK 3,9mrd  
 Avkastningskrav: 5,1 %

#### LOS\*

Verdi: NOK 0,35mrd  
 Avkastningskrav: 10 %

#### Varme

Verdi: NOK 0,54mrd  
 Avkastningskrav: 6,25 %  
**Overhead:** NOK -1,6mrd



### 2019 verdivurdering

#### Vannkraft

Verdi: NOK 24,5-28,5mrd\*  
 Multipl: 3,0-3,4 NOK/kWh  
 Avkastningskrav: 5,5 %

#### Nett

Verdi: NOK 6,1mrd  
 Avkastningskrav: ~4,5 %

#### LOS

Verdi: NOK 0,7mrd  
 Avkastningskrav: 9 %

#### Varme

Verdi: NOK 0,9-1,1mrd  
 Avkastningskrav: 5,5 %  
**Overhead:** NOK -1,1mrd

## Kommentar

1

### Vannkraft

- ▶ Middelproduksjon økt fra 8 107 til 8 239
- ▶ Driftskostnader falt fra 10,5 til 7,7 øre/kWh (reelle 2019 tall)
- ▶ Flexibilitetspremie økt fra 0,6 % til 2,2 %
- ▶ I gjennomsnitt relativt like kraftpriser for kommende periode (Nasdaq prisbane)

2

### Nett

- ▶ Estimert høyere effektivitet over lengre tid i 2019 med 105 % i 2026-2048, i 2014 var effektiviteten opp i 103 % i 7 år
- ▶ På lang sikt går effektiviteten mot bransjegjennomsnittet for begge
- ▶ Nettkapitalen økt fra NOK 3 523m i 2014 til NOK 5 112m i 2019

3

### Varme

- ▶ Produksjon på 153 GWh i 2013 sammenlignet med 183 GWh i 2018
- ▶ Totale investeringer på NOK 210m i prognoseperioden i 2014 (9 år) sammenlignet med NOK 117m i 2019

4

### Overhead

- ▶ I 2019 justerer vi deler av overheadkostnadene for grunnrenteskatt, tilsvarende andelen Vannkraft utgjør av selskapets aktiva-verdi. Denne justeringen gjorde vi ikke i 2014
- ▶ Normalnivå estimert til NOK -114m (2019) vs NOK -140m (2014)

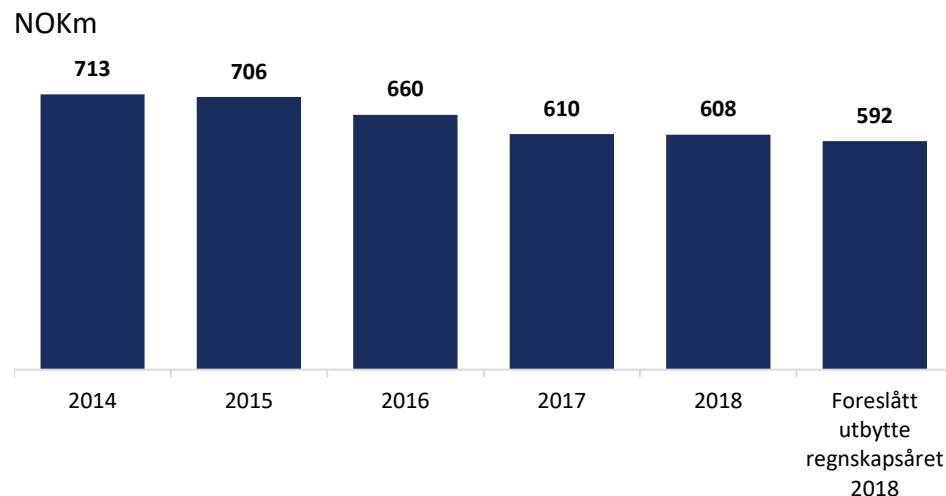
5

### Annet

- ▶ Alminnelig skattesats på 22 % i 2019 mens den var 27 % i 2014, grunnrenteskatten har imidlertid økt fra 31 % til 36 % i perioden
- ▶ Den norske kronen har svekket seg en god del mot euroen, dette påvirker kontantstrømmene til Agder Energi da kraftprisene er notert i euro

# Agder Energi har betalt NOK 3,9mrd i utbytte mellom 2014 og 2019

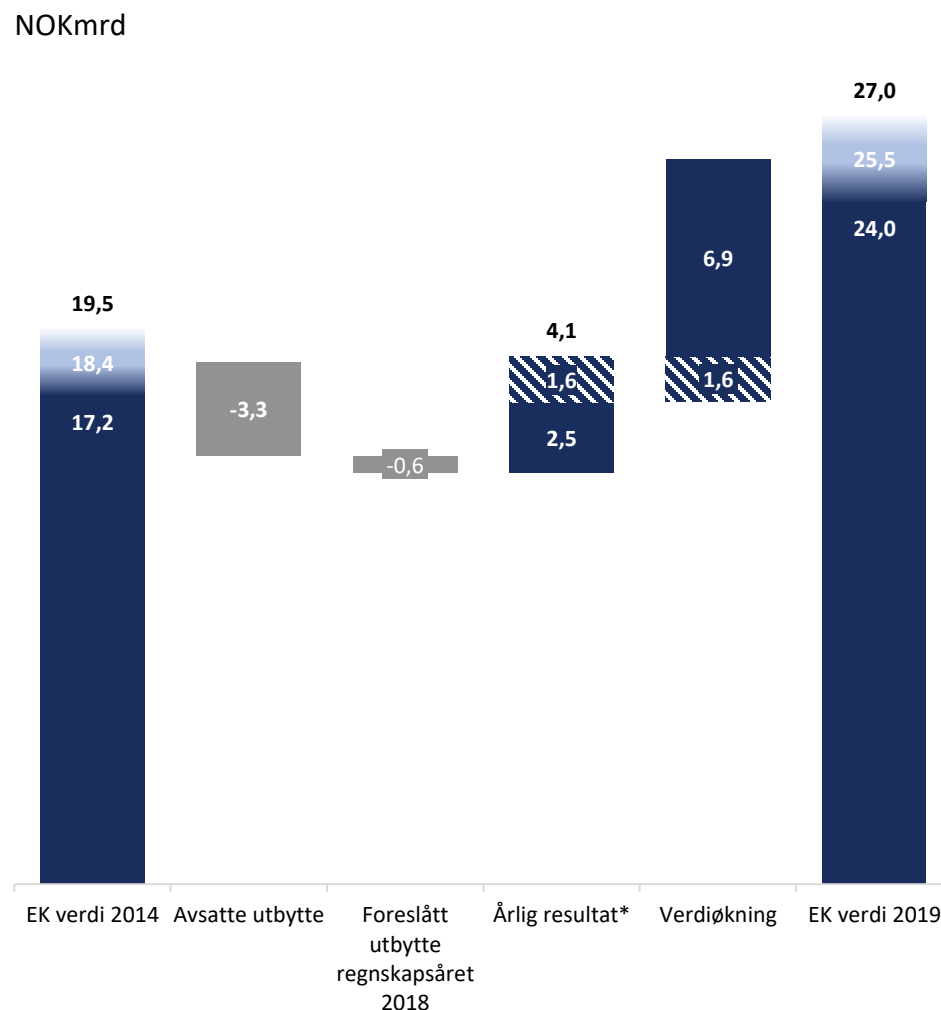
## Utbytte per år



## Kommentar

- ▶ Agder Energi har betalt NOK 3,9mrd i utbytte til selskapets eiere mellom 2014 og 2019
- ▶ Samlet underliggende årsresultat for gruppen i perioden på NOK 4,1mrd
  - Utbytte har dermed utgjort 95 % av samlet resultat mellom 2014 og 2019
- ▶ Gjennomsnittsutbytte på NOK 650m
- ▶ Verdistigningen, etter at man har hensyntatt årsresultater og avsatt utbytte, utgjør NOK 6,9mrd i samlet verdiøkning fra 2014 til 2019
- ▶ Merk at EK verdi 2014 er inkludert resultatet første halvår 2014 og at resultatet fra 2019 ikke er inkludert i Årlig resultat

## Verdiutvikling og utbyttebetaling fra 2014 til 2019



# Disclaimer

## Disclaimer

Denne verddivurderingen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon (herunder selskapets og utvalgte datterselskapers årsrapporter), samtaler med ledelsen i selskapet og en del skriftlig informasjon mottatt fra selskapet. Uttalelsen er basert på en forutsetning om at all informasjon Pareto har mottatt er korrekt, fullstendig og presis. Pareto har ikke fått utført en uavhengig verifikasjon av informasjonen som ligger til grunn, og kan ikke garantere for at den er riktig.

Verdsettelsen av selskapet er, så langt som mulig, blitt utført på bakgrunn av objektive kriterier og den er basert på velkjente og anerkjente verdsettelsesmetoder. Pareto har også hensyntatt andre forhold som vi mener kan ha betydning for selskapets verdi ved utarbeidelsen av uttalelsen. Pareto sin verdsettelse er basert på kommersielle og økonomiske forhold, samt andre forhold som er tilgjengelige per dags dato.

Verdivurderinger vil alltid være utsatt for usikkerhet. Verdsettelsen har blitt utført analytisk og basert på rimelige antakelser, men Pareto påtar seg ikke juridisk eller økonomisk ansvar knyttet til denne verddivurderingen.