



Juli 2019 - OFFENTLIG

VERDIVURDERING NORD-SALTEN KRAFT AS

På oppdrag fra Nord-Salten Kraft AS

Disclaimer

Denne rapporten er utarbeidet for Nord-Salten Kraft AS (Kunden) i forbindelse med fisjon av nettselskapet for å tilpasse seg kravet om selskapsmessig skille. Visse uttalelser i rapporten er uttalelser om fremtidige forventninger og andre fremtidsrettede uttalelser som er basert på THEMA Consulting Group AS (THEMA) sitt nåværende syn, modellering og antagelser. Uttalelser om fremtidige forventninger involverer risikoer og usikkerheter som kan forårsake at resultatene kan avvike vesentlig fra de som er uttrykt eller antydning i slike uttalelser.

Enhver handling som gjennomføres på bakgrunn av vår rapport foretas på eget ansvar. Kunden har rett til å benytte informasjonen i denne presentasjonen i sin virksomhet, i samsvar med forretningsvilkårene i vårt engasjementsbrev. Rapporten og/eller informasjon fra rapporten skal ikke benyttes for andre formål. THEMA påtar seg ikke noe ansvar for tap som er lidt av selskapene, eierne av selskapene eller andre som følge av at vår rapport eller utkast til rapport er distribuert, gjengitt eller på annen måte benyttet i strid med disse bestemmelsene.

Våre vurderinger bygger på faktainformasjon som har fremkommet og i dokumentasjon/svar som selskapene har gjort tilgjengelig for oss. THEMA Consulting Group AS (THEMA) har ikke foretatt noen selvstendig verifisering av informasjonen som har fremkommet, og vi innestår ikke for at den er fullstendig, korrekt og presis. Våre konklusjoner er etter beste evne og en verdivurdering reflekterer THEMA sin oppfatning på det tidspunktet rapporten ble utarbeidet.

THEMA beholder opphavsrett og alle andre immaterielle rettigheter til ideer, konsepter, modeller, informasjon og "know-how" som er utviklet i forbindelse med vårt arbeid.

Bakgrunn for oppdraget og utfyllende informasjon om selskapet

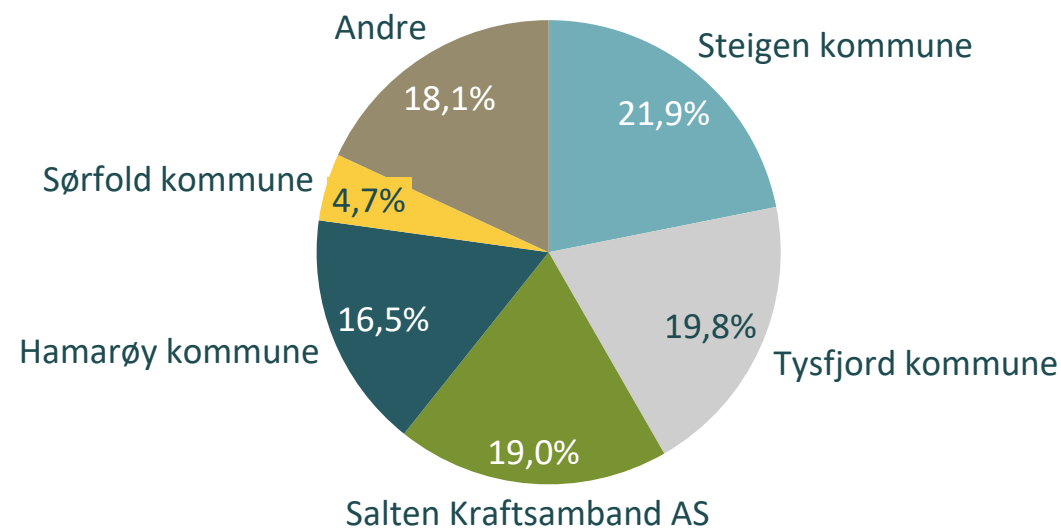
Oppdraget:

- Selskapet, Nord-Salten Kraft AS (NSK), har bestilt en oppdatert verdivurdering av selskapet i forbindelse med fisjon av nettselskapet.
- THEMA Consulting Group har tidligere gjennomført en verdivurdering av selskapet med verdsettelsestidspunkt per 01.01.2017 og 01.01.2019.
- Oppdatert verdivurdering per 30.06.2019 er gjennomført basert på oversendt informasjon fra selskapet og THEMAS prisprognose (vår 2019) for kraft og elsertifikater. I tillegg har THEMA brukt vår egenutviklede Inntektsrammemodell for å beregne fremtidig effektivitet for nettselskapet.
- Verdivurderingen anses som et beste estimat basert på detaljerte fremskrivninger av kontantstrømmer per virksomhetsområde og THEMAS erfaring med verdivurderinger av tilsvarende områder og observerte transaksjoner i markedet. I verdivurderingen har vi lagt størst vekt på fremskrivningen av kraftproduksjon og nettvirksomhet av hensyn til vesentlighet i verdien.

Selskapet:

- NSK er et integrert energiselskap med egen kraftproduksjon og nettvirksomhet, samt utleie av fibernett og strømsalg. Konesjonsområdet for nettvirksomheten er Hamarøy, Tysfjord og Steigen, samt nordre del av Sørfold kommune.
- Aksjeselskapet NSK er en videreføring av andelslaget Nord-Salten Kraftlag AL ("Kraftlaget") som ble stiftet 12. august 1946. Kraftlaget ble omdannet til aksjeselskap 29. juni 2010, og eies i all hovedsak lokalt av kommunene Hamarøy, Steigen, Sørfold og Tysfjord, samt Salten Kraftsamband AS og av selskapets kunder.

Aksjonæroversikt



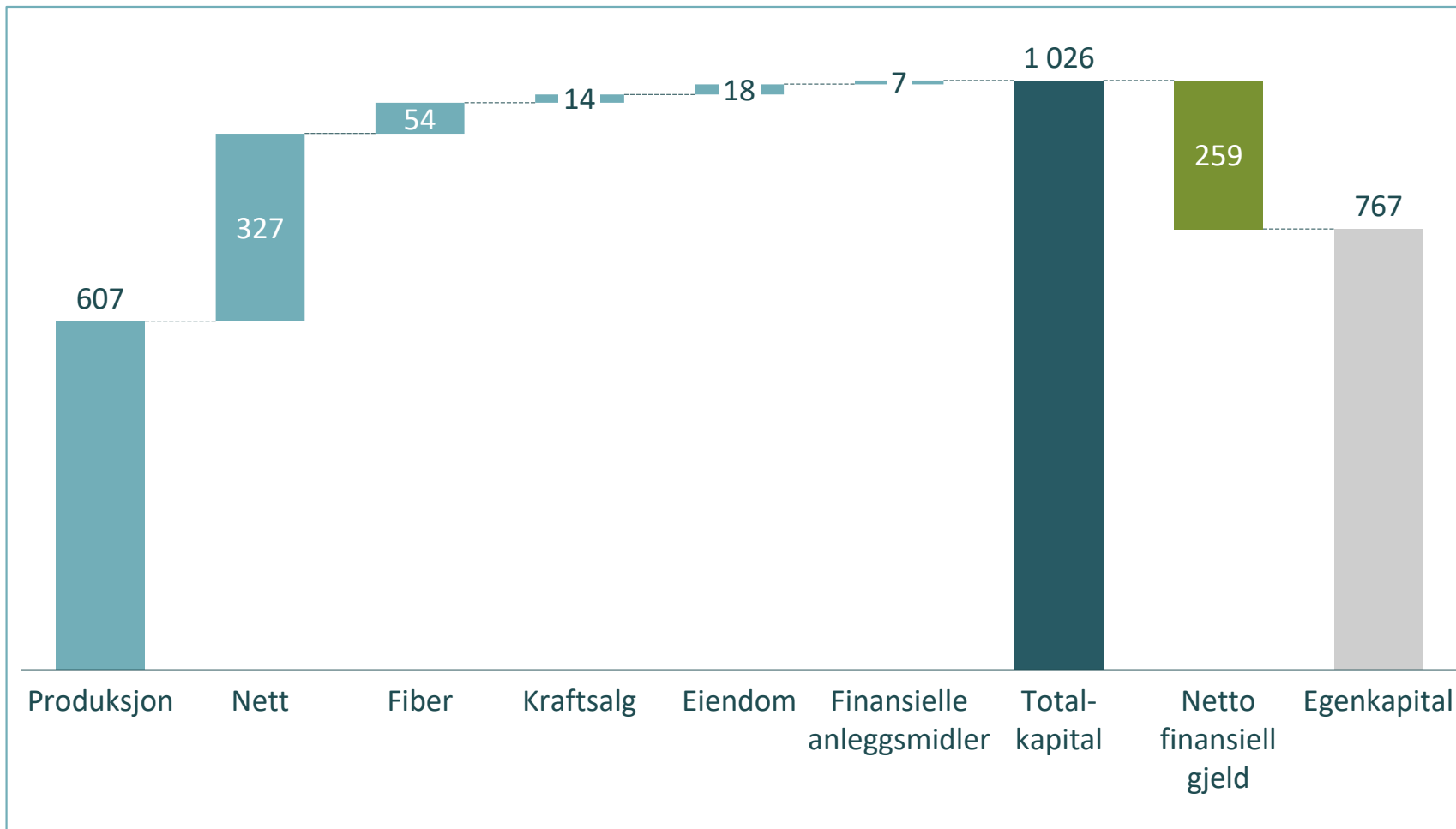
Kilde: Skatteetaten

Selskapets aksjekapital er inndelt i 2 aksjeklasser. A-aksjene kan bare eies av juridiske personer som til enhver tid oppfyller kravene til offentlig eierskap i henhold til industrikonsesjonsloven av 14. desember 1917 nr. 16. Det er ikke stemmerettsbegrensninger knyttet til de ulike aksjeklassene. Eierne av A-aksjer har forkjøpsrett ved omsetning av aksjene.

Vi har ikke foretatt noen vurdering av eventuelle verdiforskjeller mellom de to aksjeklassene.

Oppsummering verdi av totalkapital og egenkapital

VERDIVURDERING AV TOTALKAPITAL (EV) OG EGENKAPITAL (EK) 30.06.2019

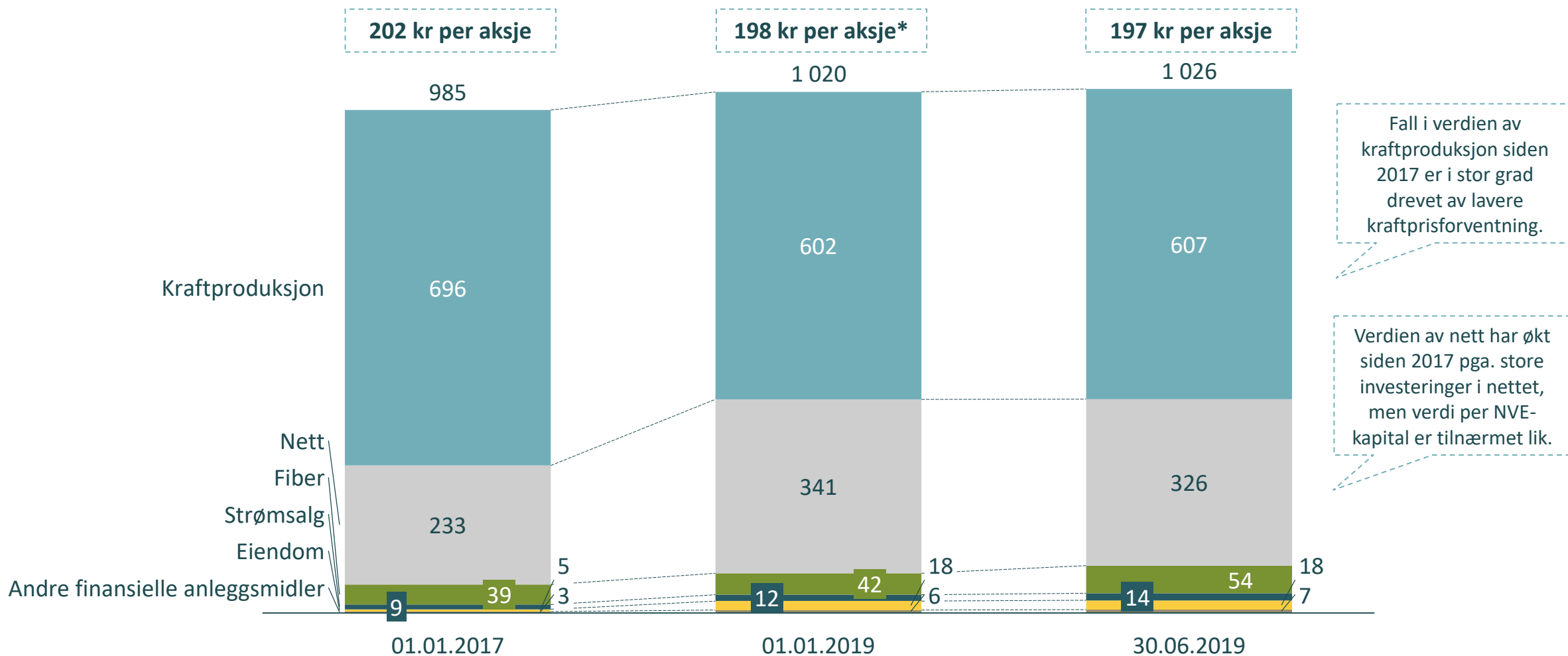


BALANSEVERDIER PER 31.05.2019

- Totalkapital per 30.06.2019 er estimert til 1026 MNOK og verdjustert EK er estimert til 767 MNOK
- Finansielle anleggsmidler inkl. investeringer i aksjer og verdipapirer er estimert til bokført verdi på 6,6 MNOK inkl. andel grunnkapital i felles pensjonskasse
- Ikke driftsrelatert eiendom er vurdert til 18 MNOK (inkl. Ulsvåg Boliger). Bokført verdi er ca. 15 MNOK, men en yield på 6 % sammenlignet med netto leieinntekter på ca. 1.2 MNOK (antatt 10 % vedlikeholdskostnader) gir en oppside over bokførte verdier.
- Vi har estimert verdien til entreprenørvirksomheten til 0,5 MNOK basert på multipl 5xEBITDA og driftsmargin på 5 %. Verdien er lagt under nett i figuren.
- Rentebærende gjeld er 259 MNOK (langsigtig finansiering i Sparebanken Nord-Norge og lån fra Husbanken).
- Pensjonskostnader inngår i kontantstrømanalysen og nivået antas å være representativt for fremtidig opptjening av pensjonsrettigheter uten en nærmere vurdering om det tar hensyn til den fulle pensjonsforpliktelsen .
- Resterende omløpsmidler er vurdert som nødvendig arbeidskapital for å generere driftsresultatet.

Netto finansiell gjeld er definert som langsigtig rentebærende gjeld til kredittinstitusjoner .

Endring i total kapital og verdi per aksje siden de forrige verdivurderingene er drevet av mindre endringer i markedsvurdering av kraftproduksjon og nett, ny fiberavtale og noe økning av langsiktig gjeld



* Verdien er justert for riktig konsesjonskraft som var utelatt (9 GWh) ved vurderingen fra 01.01.2019, men del av grunnlaget per 01.01.2017 og 30.06.2019. Pris per aksje er endret fra 203 kr til 198 kr per aksje for vurderingen per 01.01.2019.

Oppsummering kraftproduksjon

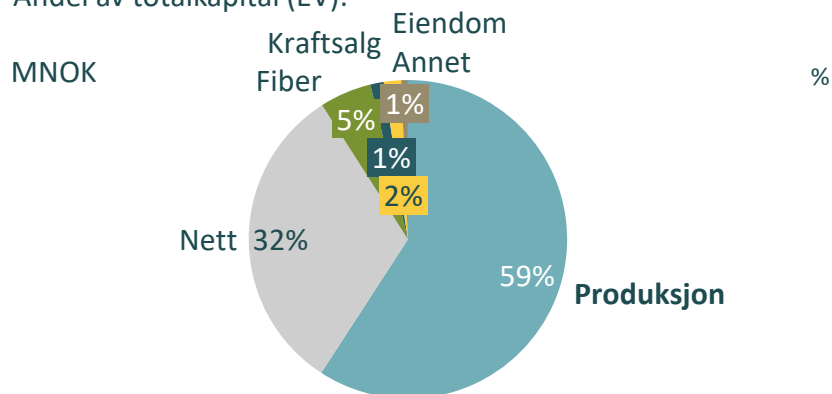


Sentrale verdidrivere er:

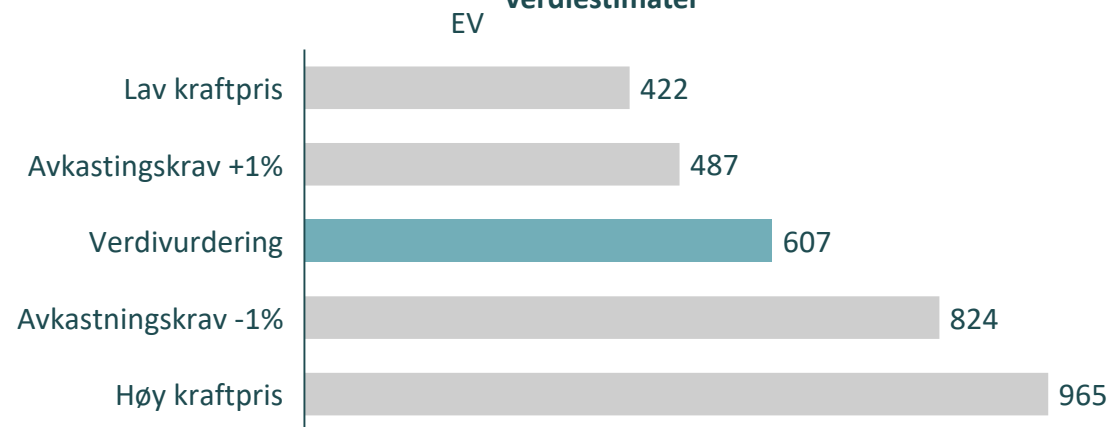
- Kraftprisforventninger
- Forventet produksjonsvolum
- Skatteposisjon
- Kostnadseffektivitet
- Andre særtrekk ved kraftverk som konsesjonskraftvolum, grunneieravtale etc.
- Avkastningskrav (5.5% nominelt etter skatt)

- Verdien av produksjonsvirksomheten estimeres til **607 MNOK** inkludert Forsan minikraftverk og vurdering av småkraftprosjekter. Verdien er basert på THEMA's kraftprisprognose NO4 best guess per mai 2019. Raukforsen er under bygging og vi antar ingen meravkastning utover avkastningskravet på investeringen basert på vårt best-guess scenario for kraftpris. Vi tillegger ikke resterende prosjektporteføljen av småkraftverk noen merverdi.
- Prissikringsavtalene er fordelt på avtaler sikret mot system- og områdepris og gjelder frem til 2023. Salg av opprinnelsesgarantier er inkludert frem til 2030.
- Avkastningskravet som legges til grunn ved beregning av nåverdien av virksomhetens kontantstrømmer er en vesentlig faktor i verdiberegningen. Vi legger til grunn et avkastningskrav mellom 5 % og 6 % for kraftproduksjon i tråd med markedspraksis. Industrielle kjøpere av vannkraft kan benytte et avkastningskrav rundt 6,0 %, men det finnes eksempler på finansielle investorer som legger til grunn lavere avkastningskrav enn 6,0 % ved vurdering av investeringer i norsk vannkraftproduksjon.

Andel av total kapital (EV):



Verdiestimer



Oppsummering nettvirksomhet

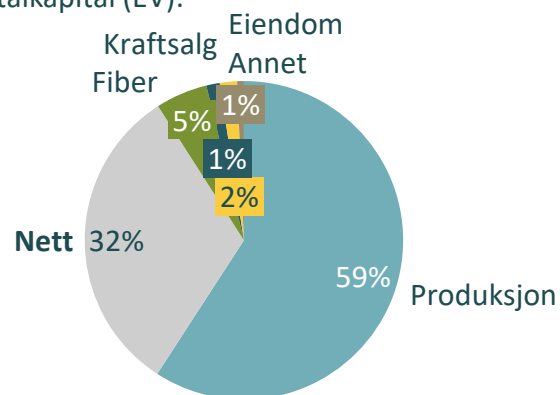


Sentrale verdidrivere er:

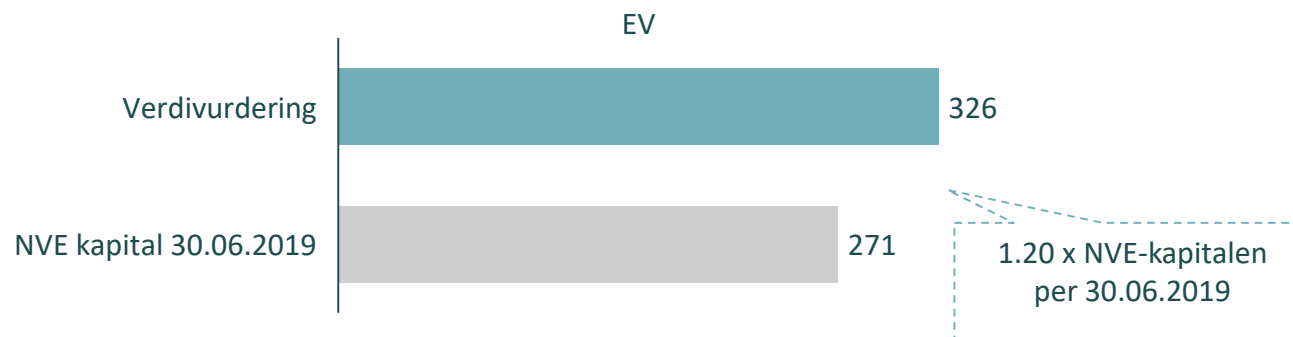
- Økonomisk regulering av nettselskaper inkl. NVEs referanserente
- Nettselskapets effektivitet basert på totale kostnader
- Avkastningskrav lik NVEs referanserente (4.7 % nominelt etter skatt per 2019)

- NVE regulerer nettselskapene økonomisk gjennom fastsettelse av årlige inntektsrammer. Inntektsrammene setter øvre begrensning på hvor mye selskapene kan ta betalt. NVE regulerer nettselskapene slik at selskapene samlet skal oppnå en avkastning tilsvarende referanserenten over tid. Verdien av nettselskapet er estimert til **326 MNOK** basert på vår verdsettelse med tilhørende forventning om effektivitetsutvikling og avkastningskrav.
- Vi legger til grunn en bransjefremskrivning basert på treårs snittkostnader, samt justering for kommende fusjoners synergier. Vi antar at kostnadsnormandelen går opp fra 60 % til 70 % f.o.m. inntektsrammen 2021.
- Fra 2028 justeres effektiviteten lineært mot 100% i 2033, da vi finner det urimelig å skulle anta avvik fra bransjens snitt til evig tid.
- Nettvirksomheten til NSKs målte effektivitet har ligget over bransjesnittet siste 5 år og er per 2019 frontsselskap i distribusjonsnettet.

Andel av total kapital (EV):



Verdiestimer



Oppsummering fiber

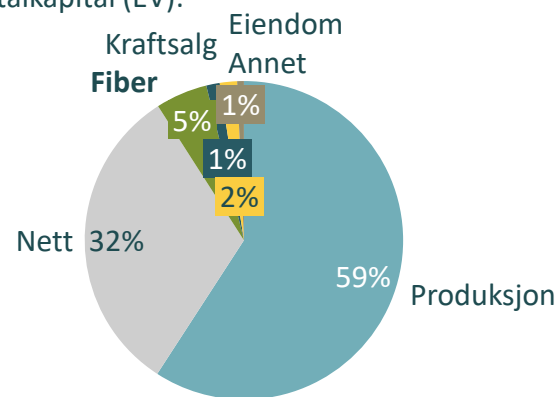


Sentrale verdidrivere er:

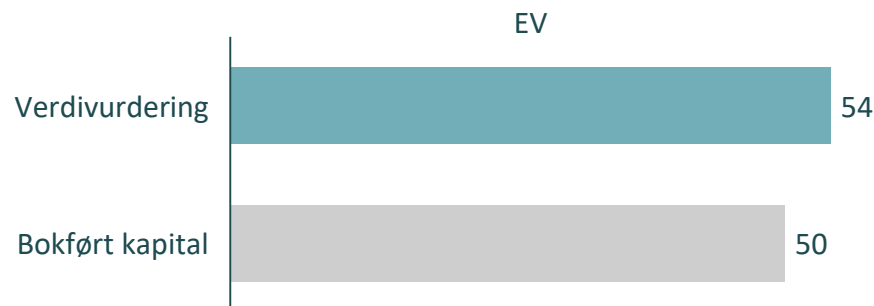
- Inntjening, herunder oppnådde marginer innen ulike produkt- og kundegrupper (privat eller bedriftskunder)
- Teknologi (fiber, kabel, ADSL etc.)
- Vekstpotensialet (befolkningstetthet, homes passed)
- Kostnadseffektivitet
- Sentrale leieavtaler av infrastruktur
- Avkastningskrav (6.5 % nominelt etter skatt)

- NSK har gjennom anbudskonkurranse blitt tildelt totalansvaret for prosjektering, bygging, eie og drift av fiberbasert bredbåndnett. TBB (Trollfjord Bredbånd AS) er leietaker av bredbåndnettet og er ansvarlig for innholdstjenester til sluttbrukere. Ny leie- og driftsavtale med TBB ble signert i april 2019 som er hensyntatt i verdivurderingen. NSK overtar kundene vederlagsfritt ved opphør av leieavtalen med TBB.
- Verdien er basert på framskrivning av leieavtalen per april 2019 med en forventet kundevekst på ytterligere 1 000 kunder innen år 2030 fra dagens nivå på ca. 2 000 kunder. Totalt forventes det ca. 3 000 bredbåndskunder innen år 2030. Vår verdsettelse representerer et scenario med vekst som vi mener er oppnåelig for virksomhetsområdet.
- Vi har antatt at tilknytningskostnad per kunde er lik tilknytningsavgiften per kunde. NSK forventer ingen større investeringer i fibernettet fremover.

Andel av total kapital (EV):



Verdiestimer



Oppsummering kraftsalg

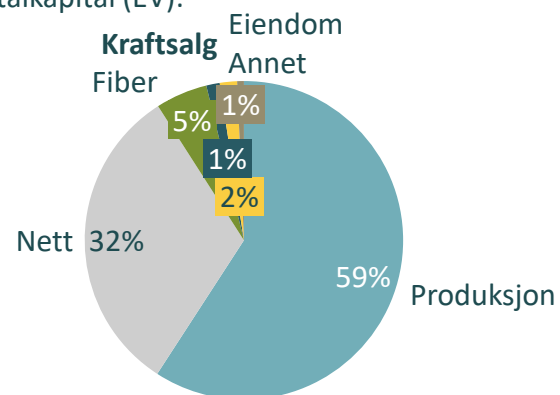


Sentrale verdidrivere er:

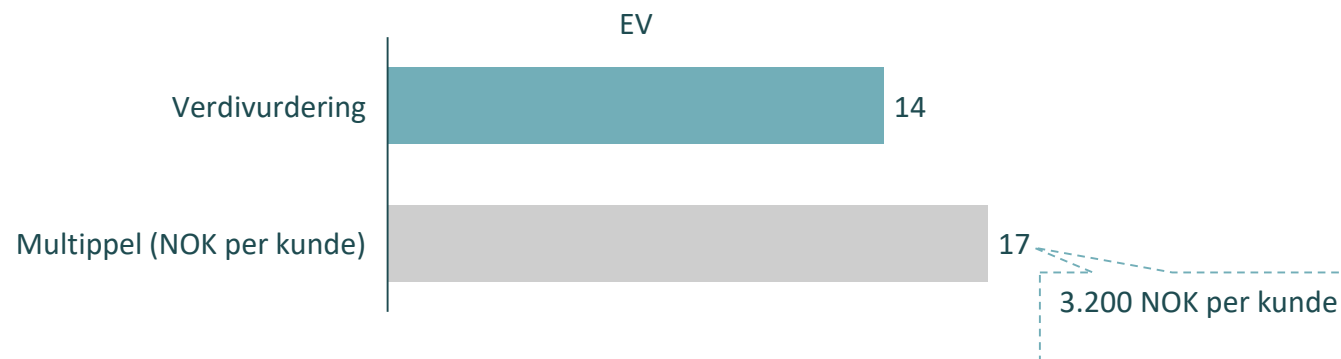
- Inntjening herunder oppnådde marginer innen ulike produkt- og kundegrupper. Inntekter fra annet salg.
- Kostnadseffektivitet og skalafordeler (kundesystemer, markedsføring etc.)
- Avkastningskrav (7.7 % nominelt etter skatt)

- Sluttbrukermarkedet for strøm omfatter privatkunder og næringskunder som handler strøm via en leverandør eller gjennom en megler. Sluttbrukermarkedet for strøm i Norge er preget av høy konkurranse med mange leverandører, et stort utvalg avtaler og relativ høy bytteaktivitet.
- Kraft til sluttbrukere selges direkte av selskapet. Driftsmarginen for NSK har økt som følge av at NSK selger direkte til kundene selv og volumet har blitt opprettholdt. Kundegrunnlaget for Nord-Salten Kraft AS er tilnærmet uendret siden forrige verdivurdering med verdsettelsestidspunkt per 01.01.2019.
- Vår verdsettelse representerer et scenario med moderat vekst i inntekter med null vekst i kundebasen, inflasjonsjustert inntjening og gradvis fall i inntekter fra fakturagebyrer i lys av konkurransesituasjonen i markedet.
- Vi observerer i markedet at tilsvarende kundeporteføljer målt i antall kunder prises til over 3.000 NOK per kunde. Eksempler er Fjordkrafts kjøp av Vesterålskraft Strøm AS (3.174 NOK per kunde / 8 600 kunder) og sluttbruksvirksomheten i Etne Elektrisitetslag (3.200 NOK per kunde / 1 600 kunder).

Andel av total kapital (EV):



Verdiestimer





THEMA
CONSULTING GROUP