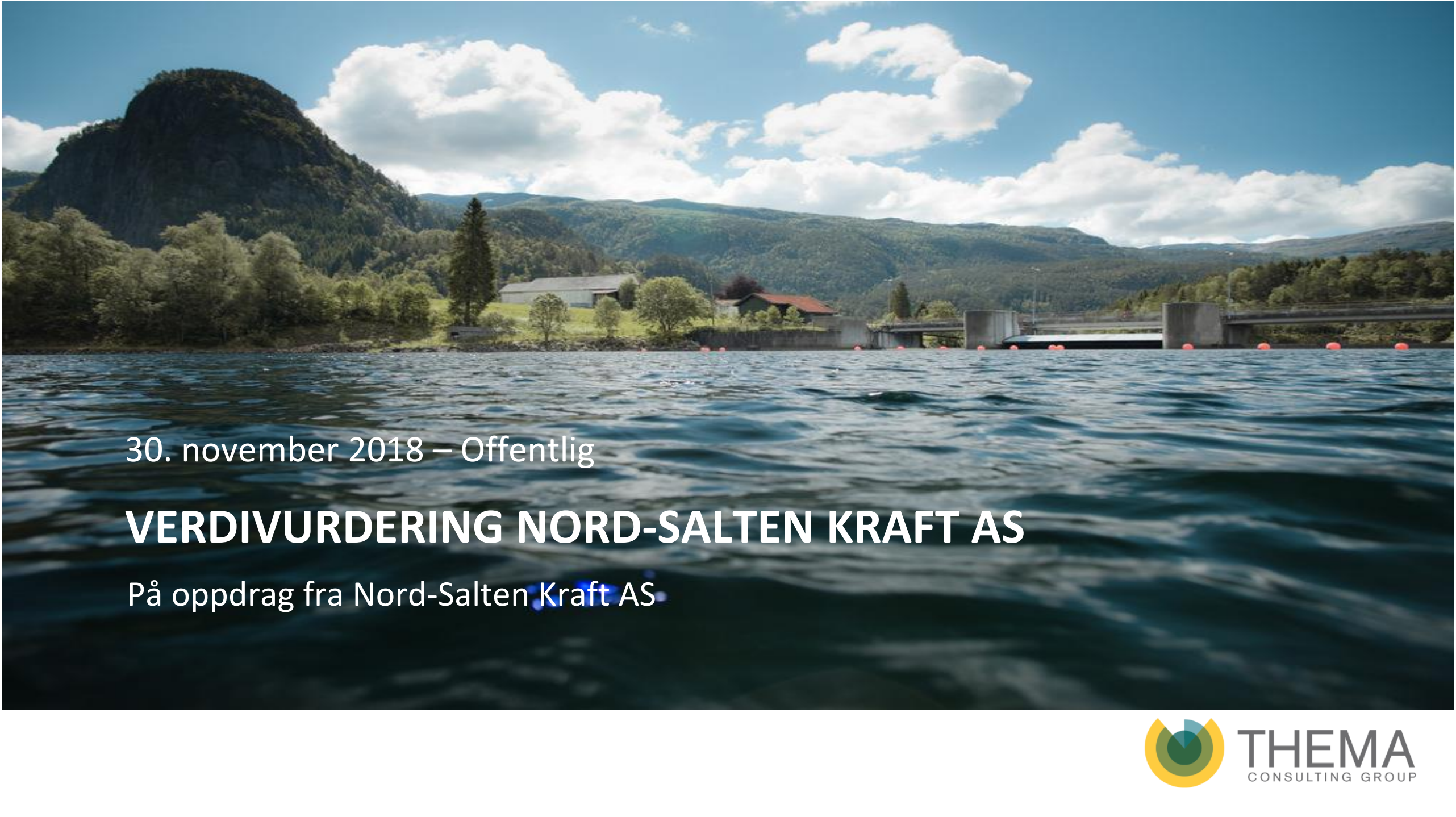




30. november 2018 – Offentlig

VERDIVURDERING NORD-SALTEN KRAFT AS

På oppdrag fra Nord-Salten Kraft AS

DISCLAIMER

Visse uttalelser i presentasjonen kan være uttalelser om fremtidige forventninger og andre fremtidsrettede uttalelser som er basert på THEMA Consulting Group AS (THEMA) sitt nåværende syn, modellering og antagelser og involverer kjente og ukjente risikoer og usikkerheter som kan forårsake faktiske resultatene, ytelsen eller hendelser kan avvike vesentlig fra de som er uttrykt eller antydnet 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. Presentasjonen og/eller informasjon fra presentasjonen skal ikke benyttes for andre formål eller distribueres til andre uten skriftlig samtykke fra THEMA. THEMA påtar seg ikke ansvar for eventuelle tap av Kunden eller en tredjepart som følge av presentasjonen eller noe utkast til rapport, distribueres, reproduseres eller brukes i strid med bestemmelsene i vårt engasjementsbrev med Kunden.

THEMA garanterer ikke for at mottatt informasjon er korrekt, presis eller fullstendig. 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

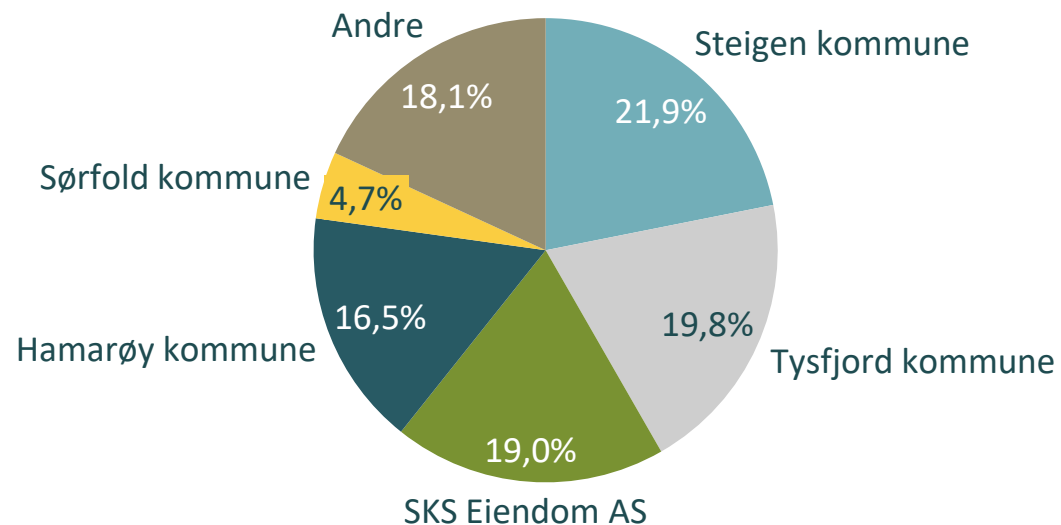
Oppdraget:

- Selskapet, Nord-Salten Kraft AS (NSK), har på vegne av eierne bestilt en oppdatert verdivurdering av selskapet.
- THEMA Consulting Group gjennomførte en verdivurdering av selskapet per 01.01.2017.
- Oppdatert verdivurdering per 01.01.2019 er gjennomført basert på oversendt informasjon fra selskapet og THEMA's prisprognose (høst 2018) 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 virksomhetsområdene og THEMA's 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. Konsesjonsområdet 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.

Oversikt største aksjonærer per 31.12.2017



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 om eventuelle verdiforskjeller mellom de to aksjeklassene.

AGENDA

- Oppsummering av resultater
- Produksjonsvirksomhet
- Nettvirksomhet
- Fibervirksomhet
- Kraftsalgvirksomhet

AGENDA

- **Oppsummering av resultater**

- Produksjonsvirksomhet
- Nettvirksomhet
- Fibervirksomhet
- Kraftsalgvirksomhet

FALLENDE LANGSIKTIG KRAFTPRISFORVENTING MOTVIRKES AV AT FORSAN KRAFTVERK IKKE ER I GRUNNRENTEPOSISJON OG ØKTE INVESTERINGER I NETTVIRKSOMHETEN

Sentrale endringer

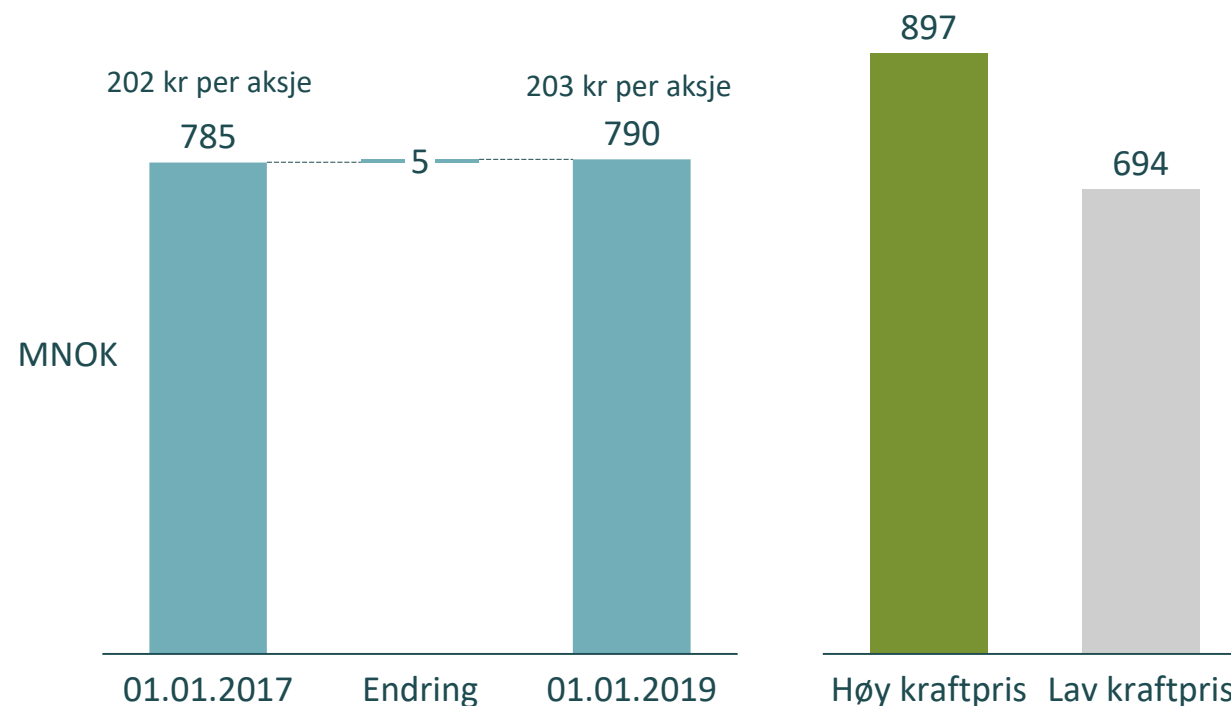
Markedsmessig:

- Kraftprisen i det kortsiktige bildet har økt, men langsiktig kraftprisforventning er lavere enn ved forrige vurdering som trekke ned verdivurdering av kraftproduksjon
- Skattesats på 22 % og grunnrenteskatt på 37 % (Statsbudsjettet 2019)

Selskapsmessig:

- Forsan kraftverk er ikke lenger i grunnrenteposisjon
- Større investeringer i nettvirksomheten som trekker opp kapital
- Nord-Salten Kraft AS eier nå 100 % av Ulvsvåg Boliger AS og fusjonert inn med virkning 01.01.2018
- Kraft til sluttbrukere selges av nå direkte av selskapet ikke på kommisjonsbasis på vegne av SKS Kraftsalg AS. Ny handelsavtale med SKS.

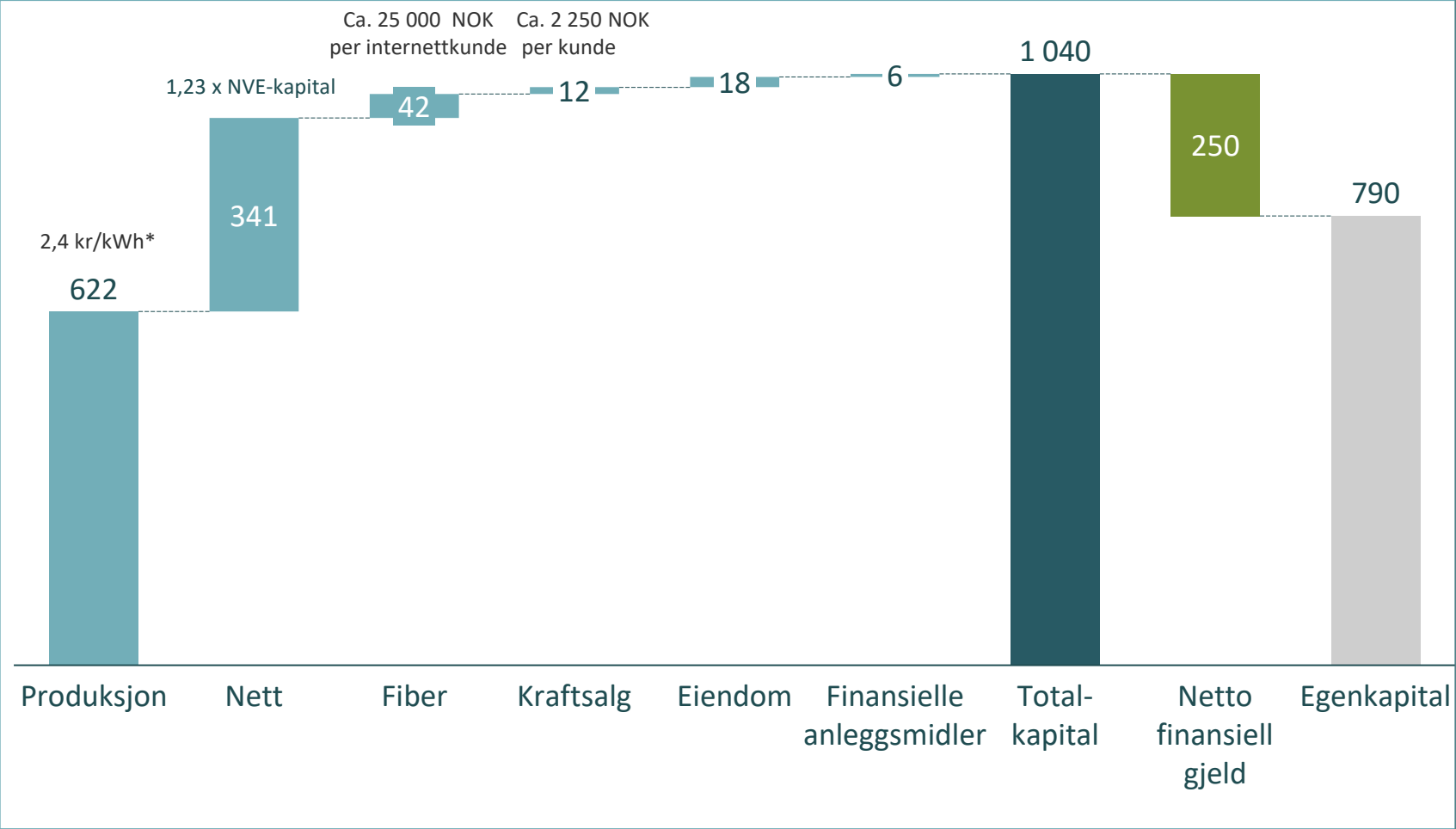
Verdivurdering egenkapital per 01.01.2019



Verdien av Forsan minikraftverk og småkraftprosjektene er holdt uendret i kraftprisscenarioene selv om det ligger en opp eller nedside.

OPPSUMMERING VERDI AV TOTALKAPITAL OG EGENKAPITAL

VERDIVURDERING AV TOTALKAPITAL (EV) OG EGENKAPITAL (EK) 01.01.2019

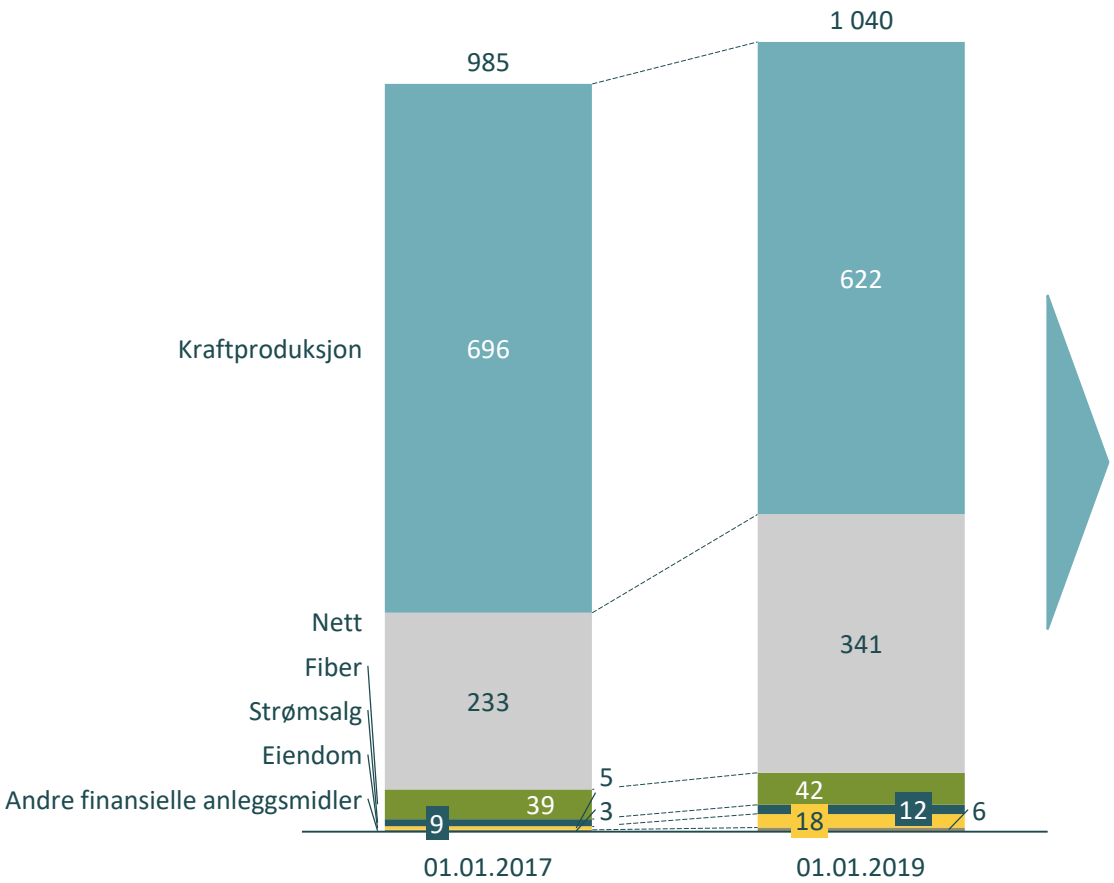


KOMMENTAR

- Totalkapital per 01.01.2019 er estimert til 1 040 MNOK og verdjustert EK er estimert til 790 MNOK
- Investeringer i aksjer og verdipapirer er bokført til 5,5 MNOK (finansielle anleggsmidler per 31.12.2017) inkl. andel grunnkapital i Energiselskapenes Fellespensjonskasse, Bogen Næringspark AS, Hitch AS, Stamfiber AS, Nettalliansen og Fiber Norway AS. Vi antar ingen vestlige endringer i løpet av 2018.
- 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 leiinntekter på ca. 1 MNOK (antatt 10 % vedlikeholdskostnader) gir en oppside over bokførte verdier.
- Vi har estimert verdien til entreprenørvirksomheten til 0,5 MNOK basert på multippel 5xEBITDA og driftsmargin på 5 %. Verdien er lagt under nett i figuren.
- Rentebærende gjeld er 250 MNOK (langsiktig finansiering i Sparebank1 Nord-Norge)
- Pensjonskostnader inngår i kontantstrømanalysen og antas å være representativt for fremtidig opptjening av pensjonsrettigheter uten en nærmere vurdering om det tar hensyn til den fulle pensjonsforpliktelsen
- Resterende omløpsmidler er klassifisert som nødvendig for å generere driftsresultatet

Netto finansiell gjeld = Rentebærende gjeld – investeringer i aksjer og verdipapirer – verdi av ikke driftsrelaterte forretningsbygg
*Multippel er ekskludert Forsan minikraftverk og småkraftprosjektene.

ENDRING I TOTALKAPITAL SIDEN FORRIGE VURDERING



- Verdien av kraftproduksjon er ned pga. lavere langsiktig kraftprisinivå. Nedgangen motvirkes en del av at Forsan kraftverk ikke lenger er i grunnrenteposisjon.
- Verdien av nett har økt pga. store investeringer i nettet, men verdi per NVE-kapital er tilnærmet lik som i forrige vurdering. Verdien påvirkes også av en betydelig mindreinntekt.
- Noe økning i verdien av kraftsalg og fiber på grunn av bedret driftsmargin. I tillegg ligger det en potensiell oppside i ny leieavtale for fibervirksomheten.
- Eiendommene var basert på bokført verdi i forrige vurdering som var betydelig lavere enn vurdering av markedsverdi. Nord-Salten Kraft AS eier nå 100 % av Ulvsvåg Boliger AS og fusjonert inn med virkning 01.01.2018

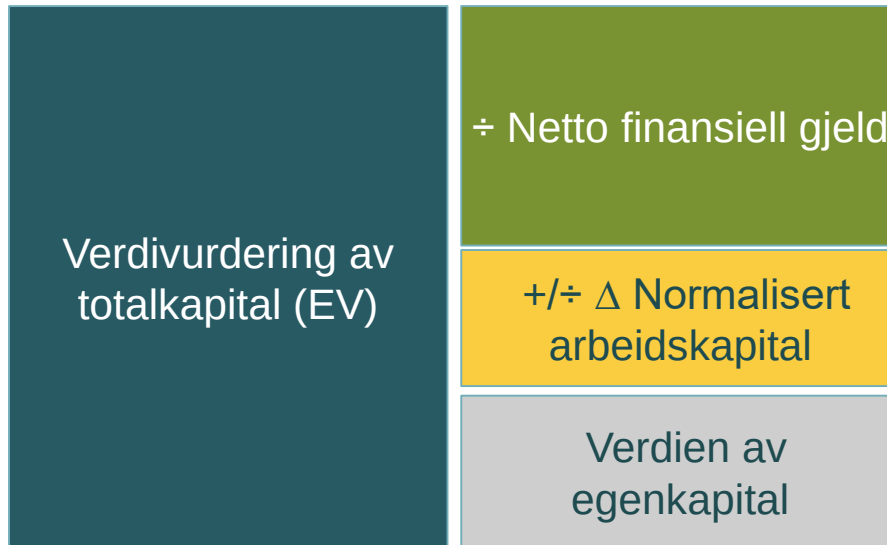
METODIKK FOR FASTSETTELSE AV MARKEDSVERDIEN



«Fair market value» representerer en transaksjon mellom representative markedsaktører, og markedets "normale" forutsetninger, med en villig kjøper/selger med kjennskap til alle relevante forhold med rimelig tidsforhold og uten strategisk prising (synergier etc.) og forhandlingsstyrke.

*Terminalverdi er hensiktsmessig når forretningsområdet har en konsekvent lønnsomhet og omsetning av kapital som generer en konstant avkastning på kapitalen som kan reinvesteres over tid.

JUSTERER FOR NETTO GJELD FOR Å KOMME TIL VIRKELIG VERDI AV EGENKAPITAL



- Netto finansiell gjeld består av finansielle eiendeler (eksempelvis overskuddslikviditet, rentebærende plasseringer, investeringsaksjer, mv.) fratrasket finansiell gjeld (normalt lik selskapets rentebærende gjeld)
- Normalisert arbeidskapital representerer kortsiktig kapital for å generere driftsresultatet og evt. avvik fra normalen justeres i balansejustering
- Verdien av aksjene

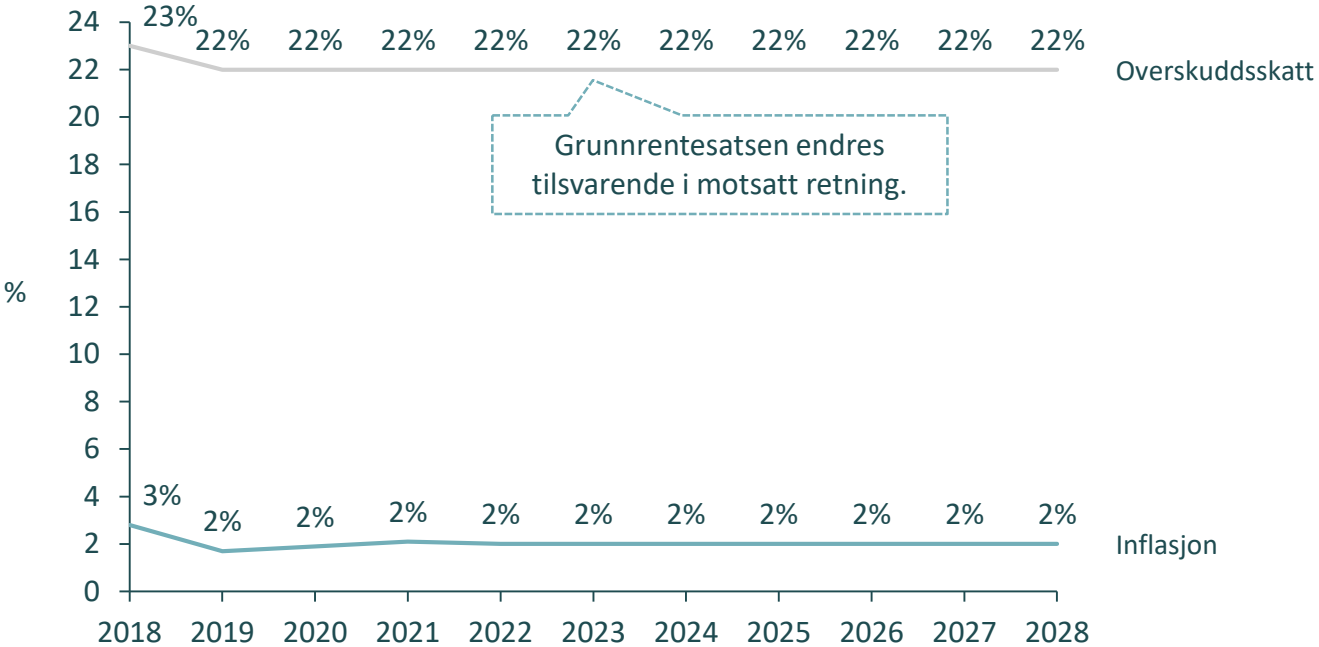
**Merk at mer/mindreinntekt innen nettvirksomheten behandles som en del av kontantstrømmen*

STØRSTE ANDEL AV VERDIENE ER KNYTTET TIL PRODUKSJON OG NETT OG AVKASTNINGSKRAVET ER INNENFOR INTERVALLER SOM ER BRUKT I ANDRE VERDIVURDERINGER

Område	Risikomomenter	Avkastningskrav (WACC)	Beskrivelse
Kraftproduksjon	Markedsrisiko knyttet til salg av engroskraft i NO4 og elcert (pris, volum- og valutarisiko)	5,9 %	Beregnet middelproduksjon er 256 GWh Vannkraften selges hovedsakelig i engrosmarkedet
Kraftnett	Inntektsregulert som gir rimelig forutsigbar inntekt. Bransjen er sikret rimelig avkastning og min. nullavkastning	NVE-rente 4,5 %	Selskapet eier, drifter og vedlikeholder distribusjons- og regionalnett fra Kobbelv i sør til Bognes i nord
Fibernet	Infrastruktur (kapitalintensiv) inntekt er sikret gj. leieavtaler. Markedsrisiko ifht alternative teknologier.	6,5 %	NSK bygger ut og drifter fiber- og radiobasert bredbånd i Hamarøy, Tysfjord, Steigen og Sørfold. Trollfjord Bredbånd leverer innhold og står for vedlikeholdet av det aktive utstyret
Kraftomsetning	Konkurranse om kunder. Handelsrisiko (pris, volum- og valutarisiko)	7,7 %	NSK selger kraft til sluttbrukermarkedet i Hamarøy, Tysfjord, Steigen og nordre del av Sørfold kommune

GJENNOMGÅENDE FORVENTING TIL INFLASJONSUTVIKLING OG SKATTESATS FOR ALLE VIRKSOMHETSOMRÅDER

	Vannkraft > 10 MW	Vannkraft < 10 MW	Nett
Overskuddsskattesats	22%	22%	22%
Grunnrenteskatt	37%	Nei, med unntak av kraftverk > 10 000 kVA	Nei
Naturressursskatt	Ja	Nei, med unntak av kraftverk > 10 000 kVA	Nei
Eiendomsskattesats	0,2%-0,7%	0,2%-0,7%	0,2%-0,7%
Eiendomsskattegrunnlag	Formuesverdi (> 10 000 kVA)	Skattemessig verdi (< 10 000 kVA) eller formuesverdi	Takstverdi
Konsesjonskraft og -avgifter	Ja	Nei, med enkelte unntak	Nei
Investeringsstøtte	Nei	Nei	Nei
Elsertifikater	Ja	Ja	Nei



AGENDA

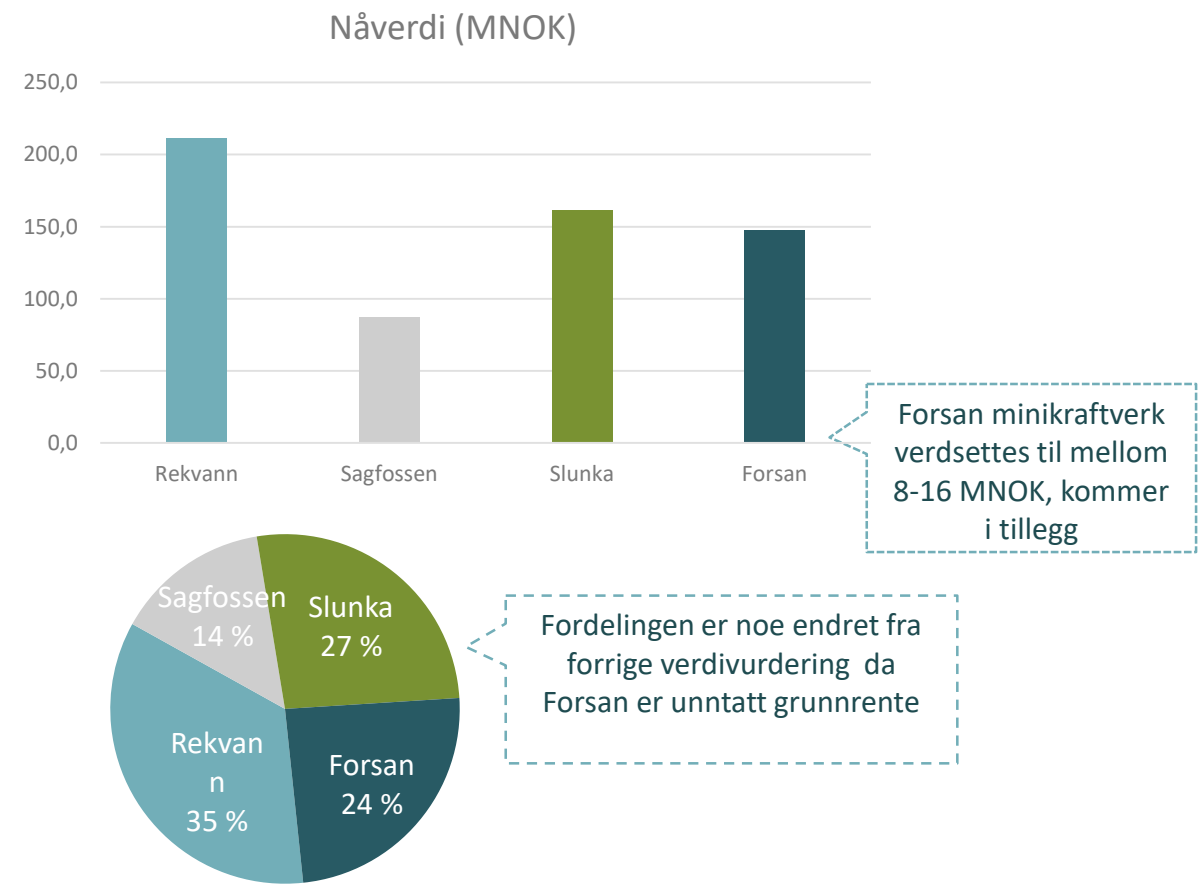
- Oppsummering av resultater

- **Produksjonsvirksomhet**

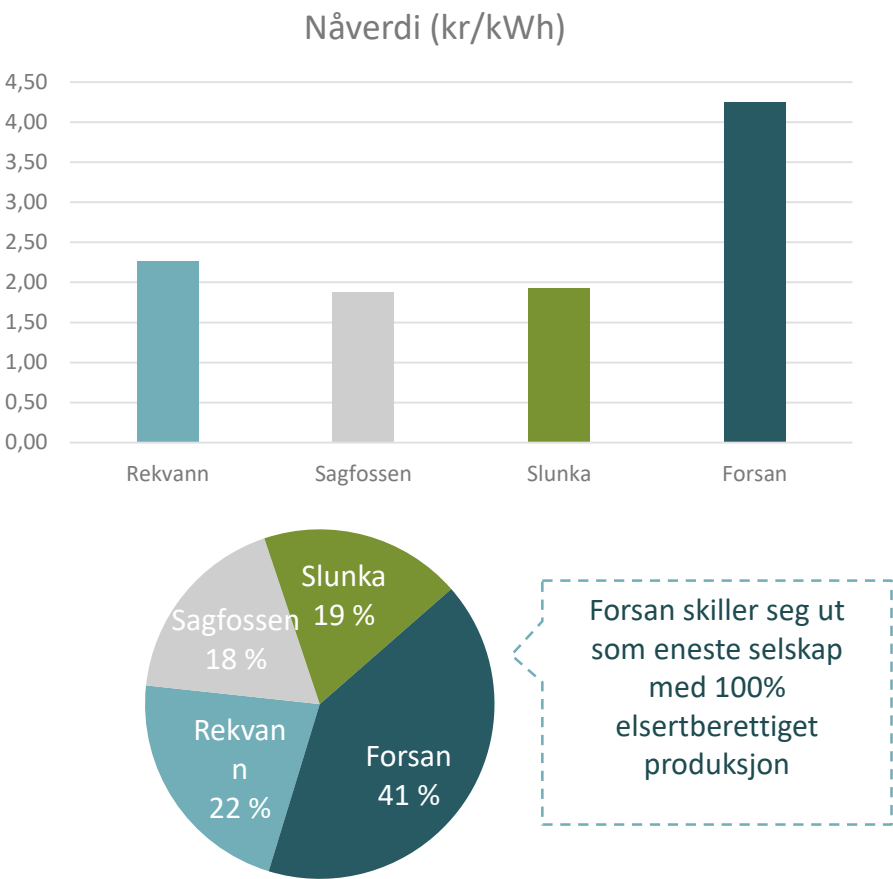
- Nettvirksomhet
- Fibervirksomhet
- Kraftsalgvirksomhet

VERDIEN AV PRODUKSJONSVIRKSOMHETEN ESTIMERES TIL 622 MNOK INKLUDERT FORSAN MINIKRAFTVERK OG SMÅKRAFTPROSJEKTER

Kraftverkenes nåverdi spanner fra 87 til 211 MNOK



Nåverdien fordelt på produksjon ligger mellom 1,9 og 4,52 kr/kWh



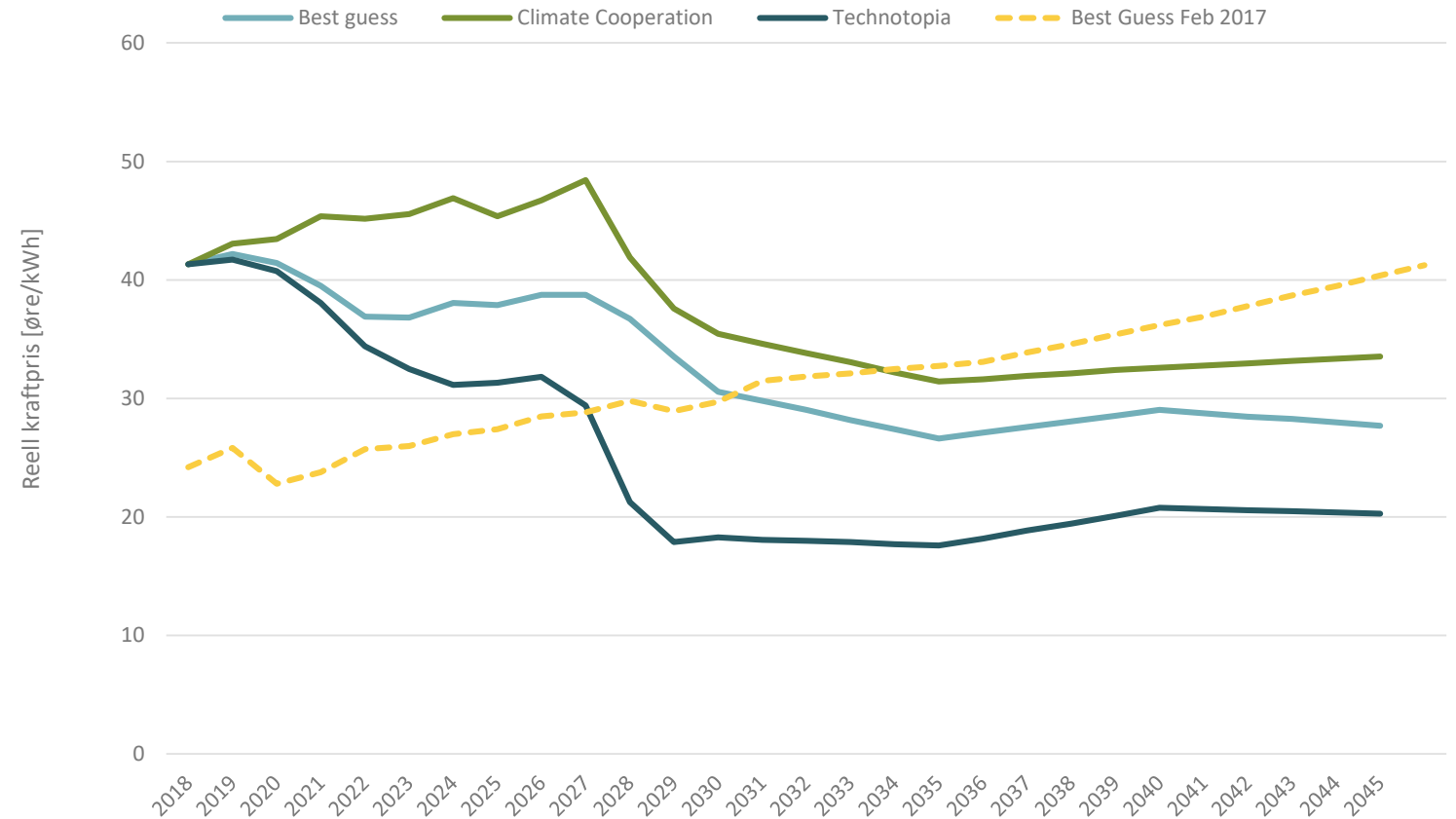
SENTRALE OVERORDNEDE FORUTSETNINGER

Element	Relevans	Valgte verdier/tilnærming (base case)
Horisont	Bestemmer lengden på kontantstrømperioden	- Fra 2019 til 2060 - Valgt tilstrekkelig lang til å omfatte de viktigste reinvesteringene og avskrivningene
Terminalverdi	Vurdering av lengde for kontantstrømmene Vurdering av verdien etter estimeringsperioden/ kontantstrømmene	- Kontantstrømmen ved enden av horisonten (2060), kapitalisert over uendelig tid med det reelle avkastningskravet etter skatt - I kontantstrømmen er reinvesteringsbehov normalisert ved å sette reinvesteringer lik avskrivninger
Inflasjon	Brukt til å justere alle reelle prognoser	Norges Bank's Pengepolitiske rapport og Norges Banks langsiktige inflasjonsmål
Avkastningskrav	Bestemmer nåverdien til alle fremtidige poster	Etter THEMAs analyse (se egen slide)
Kraft- og elsertifikaterpris	Påvirker inntekten fra kraftproduksjon	Etter THEMAs prognoser (se egen slide)

VI FORUTSETTER EN GRADVIS REDUKSJON I KRAFTPRISEN MOT 2045

- Vi legger til grunn THEMA NO4 base per november 2018
- Legger også opp til å teste sensitivitet for både lav- og høyprisscenario

UTVIKLINGEN I THEMA NO4



TRE SCENARIER FOR KRAFTPRISUTVIKLINGEN MED SVÆRT ULIKE RESULTATER

THEMA base = Best-guess

- En verden hvor **EU 2030 målene oppfylles**
- **EU ETS back on track** med MSR og en ny trading periode
- Betydelig **vekst i RES basert på støtteordninger**, markedsbasert etter 2030
- Stabilt elektrisitetsbehov
- Strammere forbruksbalanse på kontinentet
- Høyere gasspriser og lavere kullpriser

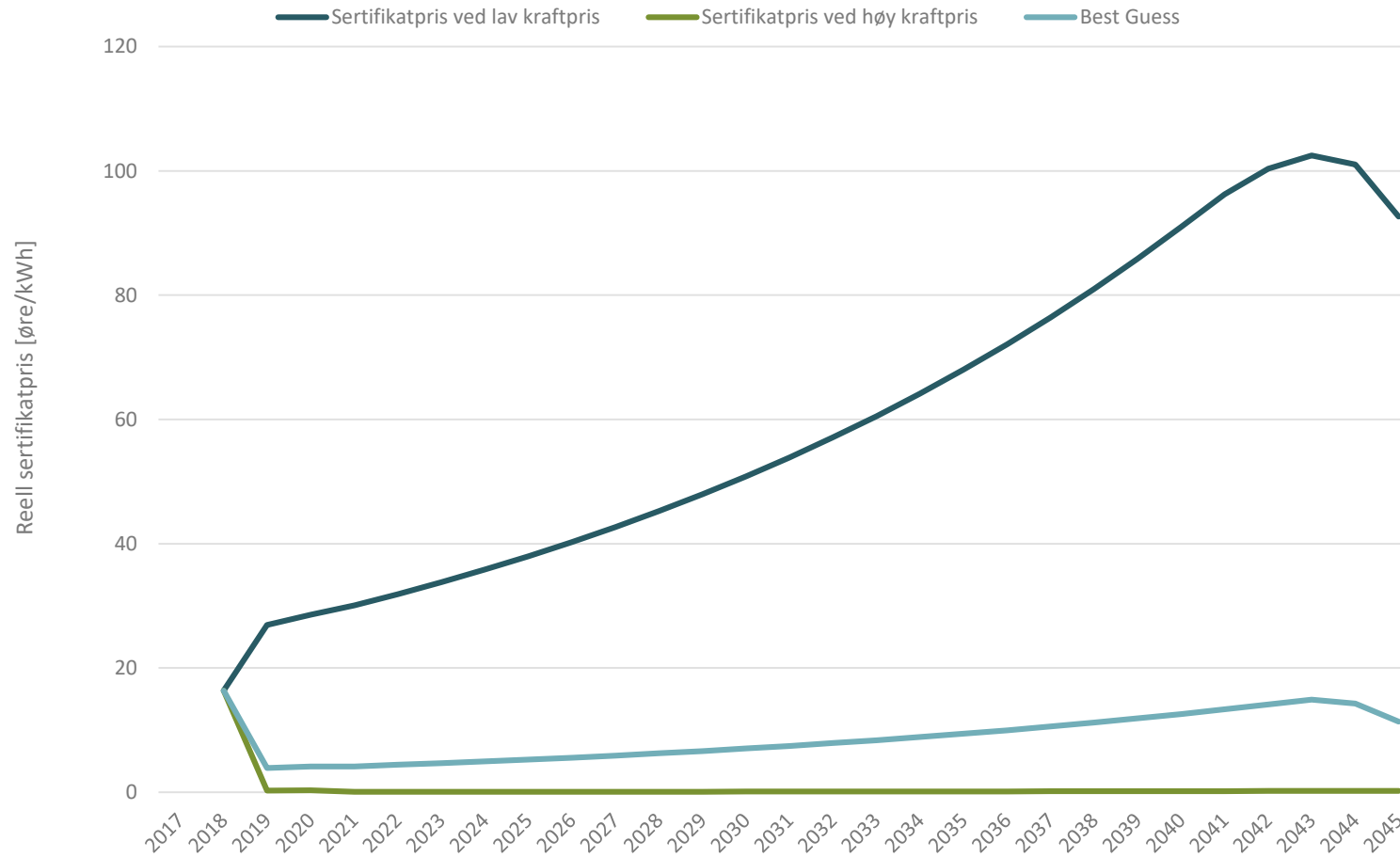
THEMA høy = Climate Cooperation

- Parisavtalen tas på alvor
- Full utfasing av kullkraft til 2040
- Innstramming av ETS + etablering av et globalt karbonmarked
- Fornybarinvesteringer er markedsbaserte (på lang sikt)
- Økende gasspriser og lave kullpriser
- Noe høyere etterspørselsvekst enn i Best-guess

THEMA lav = Technotopia

- Globalt fokus på RES som gir raske læringskurver for vind og sol
- Markedsbaserte RES investeringer drevet av lav CAPEX, storskala offshore-utbygging
- EU ETS forblir på dagens nivå
- Markedsdrevet fuel-switch fra kull til gass
- Sterkere etterspørselsvekst og elektrifisering som følge av lave priser
- Forlenget levetid for kontinental kullkraft

ELCERTIFIKATPRISEN ER SVÆRT AVHENGIG AV KRAFTPRISFORVENTNING



- THEMA's elsertprognose fra september 2018
- Elsertifikatprisen er i tillegg til å være avhengig av kraftprisen høyst avhengig av en potensiell stopp-regel

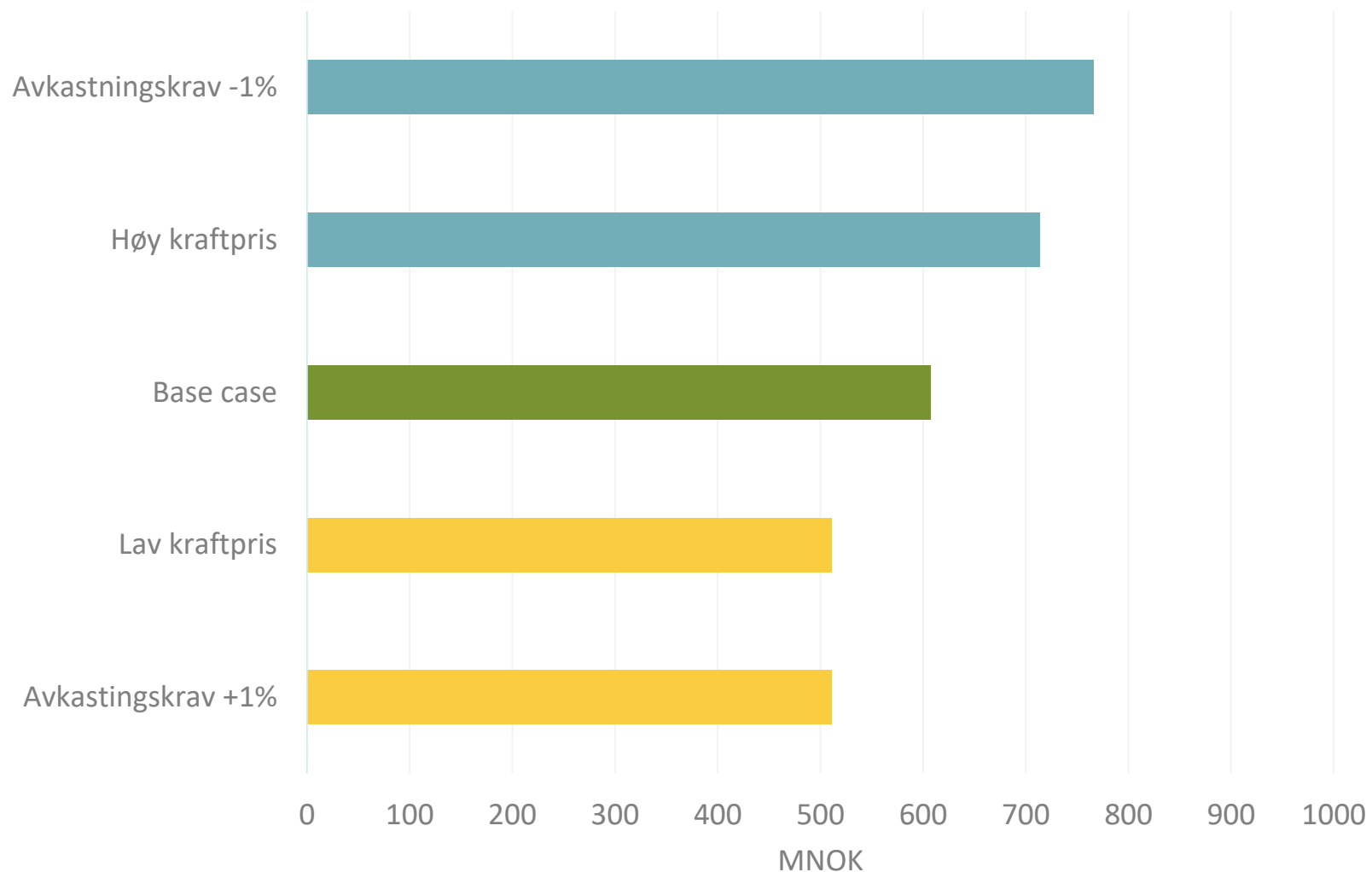
SENTRALE FORUTSETNINGER FOR KRAFTVERKENE

Element	Relevans	Valgte verdier/tilnærming (base case)
Produksjon	Påvirker kontantstrømmen gjennom inntekter fra spotmarkedet	▪ Snitt siste 10 år for Rekvatn, Sagfossen og Slunka ▪ Basert på NVEs konsesjonsdatabase for Forsanvatn
Prisfaktor	Påvirker inntekt fra kraftproduksjon	▪ Gjennomsnittlig prisfaktor basert på timesproduksjon i perioden 2013-2016. Samme faktor som i forrige verdivurdering. ▪ NSK har en mulig oppside i prisfaktoren som følge av investering i transmisjonsnett (Statnett)
Elsertifikater	Påvirker kontantstrømmen gjennom inntekter fra salg i sertifikatmarkedet	▪ Basert på konsesjonsdatabasen til NVE ▪ Forsan har 100% og Rekvann 6% elsertifikatberettiget produksjon
Driftskostnader, fastledd og marginaltap	Driftskostnader påvirker kontantstrømmen direkte, fastledd og marginaltap avhenger av hhv. produksjon og omsetning	▪ Driftskostnader fra regnskapet fordelt mellom kraftverkene etter grunnrenteinntektsberegningen ▪ Fastledd inflasjonsjusteres fra 1.3 øre/kWh i 2017 ▪ Marginaltap i prosent av brutto omsetning beregnet med utgangspunkt i historisk marginaltapskostnaden ▪ Potensiell oppside i reduserte marginaltapskostnader som følge av investering i transmisjonsnett

MARGINALTAP OG DRIFTSKOSTNADER DOMINERER KOSTNADSBILDET

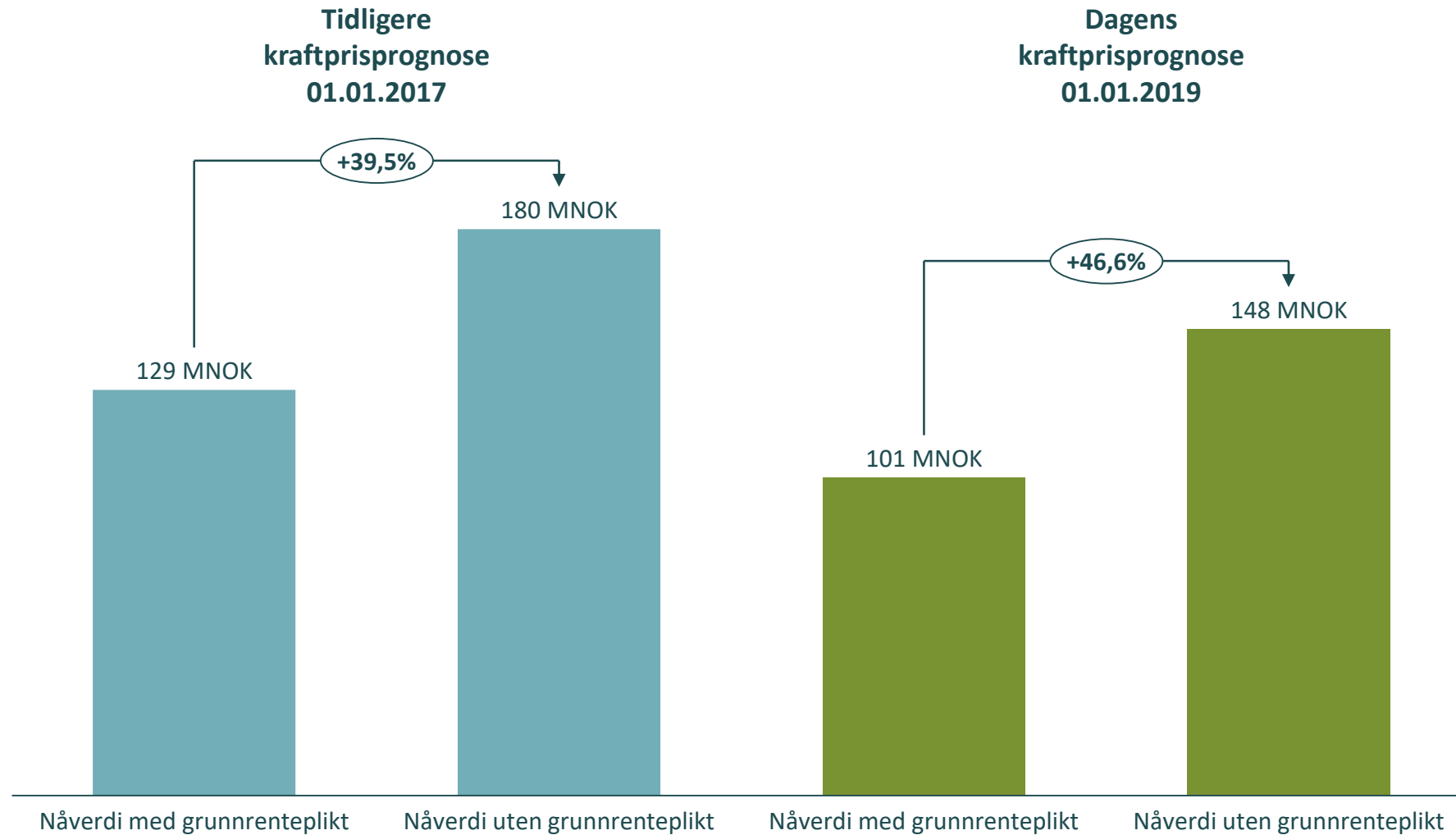


LAVERE AVKASTNINGSKRAV OG LAV KRAFTPRIS SLÅR MEST PÅ NÅVERDIEN

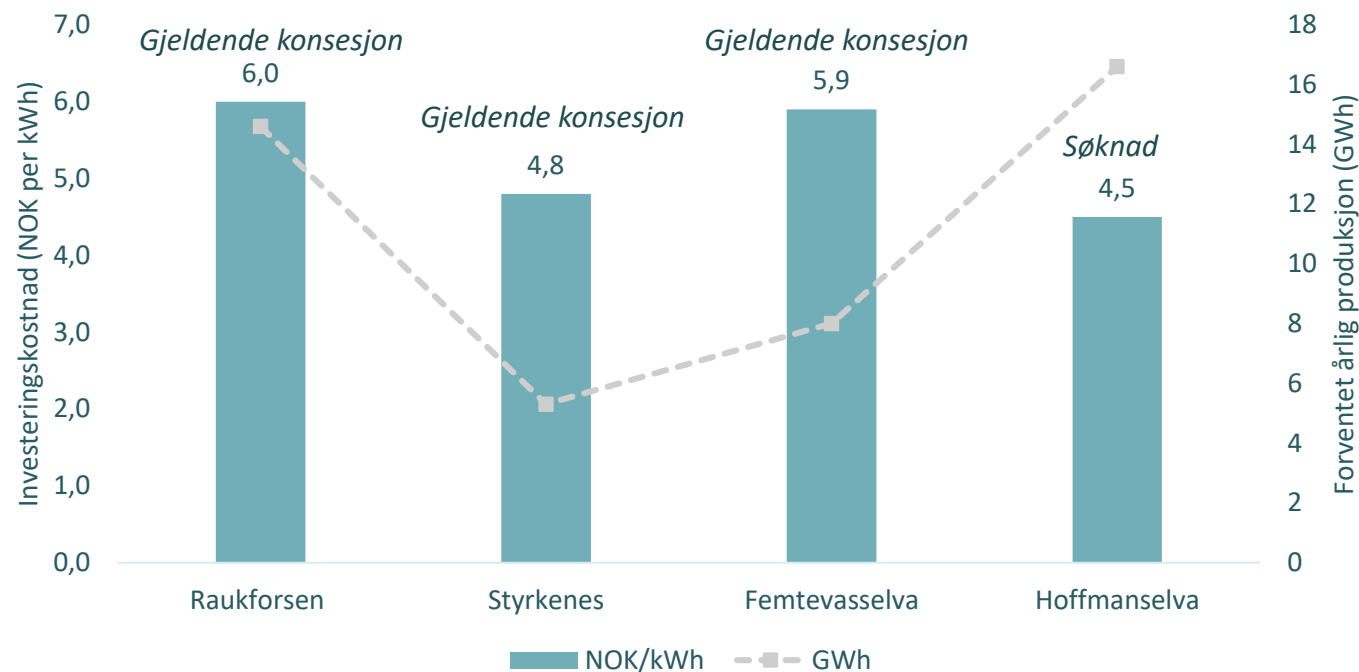


- Størst oppside ved lavere avkastningskrav
- Størst nedside ved lav kraftpris og økt avkastningskrav
- Avkastningskravet er endret med *ett prosentpoeng*
- Høy og lav kraftpris er basert på høy- og lavprisscenarioet i THEMA's kraftpris- prognose med tilhørende elsertifikat-prisprognoser

NÅVERDIEN AV FORSAN KRAFTVERK ØKER BETRAKTELEG UTEN GRUNNRENTEPLIKT



PORTEFØLJEN AV SMÅKRAFTVERK TILLEGGES INGEN MERVERDI UTOVER RIMELIG AVKASTNING PÅ INVESTERINGEN



- Vi har gjennomført en vurdering av en småkraftportefølje på 20 GWh med en utbyggingskostnad på 5 NOK/kWh innen 2020, dvs. 100 MNOK.
- I vår oppdaterte basisscenario for kraft- og elcertpriser gir prosjektet tilnærmet null i nåverdi som gjør at prosjektene er lønnsomme på angitt avkastningskrav, men gir ingen merverdi i verddivurderingen utover investeringskostnaden. Det ligger en oppside i merverdien i vårt høyprisscenario.
- Verdien av konsesjonene kan ha en verdi, men markedet for kjøp og salg av konsesjoner (kraftverkprosjekter) er lite transparent. Vi tillegger prosjektene en **merverdi på 2,5 MNOK basert på tidligere erfaringstall**.
- Potensiell oppside hvis kraftverkene realiseres til en relativt gunstig utbyggingskostnad eller finner rett kjøper av prosjektene

AGENDA

- Oppsummering av resultater
- Produksjonsvirksomhet
- **Nettvirksomhet**
- Fibervirksomhet
- Kraftsalgvirksomhet

HVILKE VERDIDRIVERE FINNES I NORSK NETTVIRKSOMHET?

Håndfaste

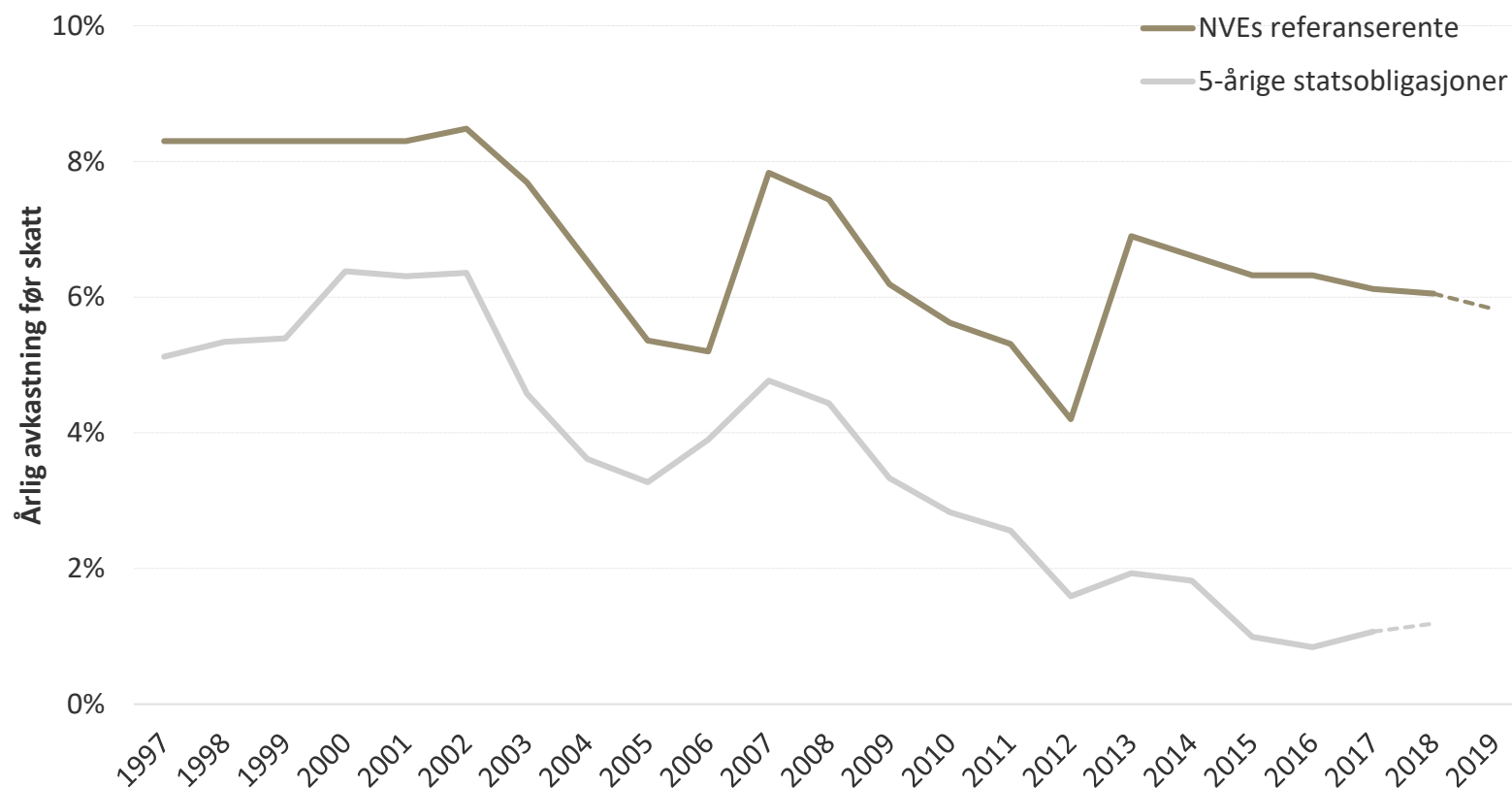
- NVE-renten og bokført kapital
- Effektivitet relativt til peers
- Alder på dagens infrastruktur

Mindre håndfaste

- Reguleringen fremover, inkludert fremtidig NVE-rente
- Bransjeutviklingen fremover
- Teknologikutvikling mht hvor mye nett man vil trenge fremover (og alternativer til nett)
- Langsiktig avkastningskrav relativt til langsiktig NVE-rente

NVES REGULERINGSREGIME FORVENTES PÅ LANG SIKT Å GI EN RIMELIG AVKASTNING PÅ NETTKAPITALEN

UTVIKLING NVES REFERANSERENTE



ENERGILOVFORSKRIFTENS §4-4B

- Inntekten skal over tid dekke kostnadene ved drift og avskrivning av nettet, samt gi en rimelig avkastning på investert kapital gitt effektiv drift, utnyttelse og utvikling av nettet.
- Konsesjonæren skal sikres en minimumsavkastning, i dag ligger denne på 0%
- Konsesjonærens oppnådde avkastning skal ikke være urimelig høy

SENTRALE OVERORDNEDE FORUTSETNINGER (1/2)

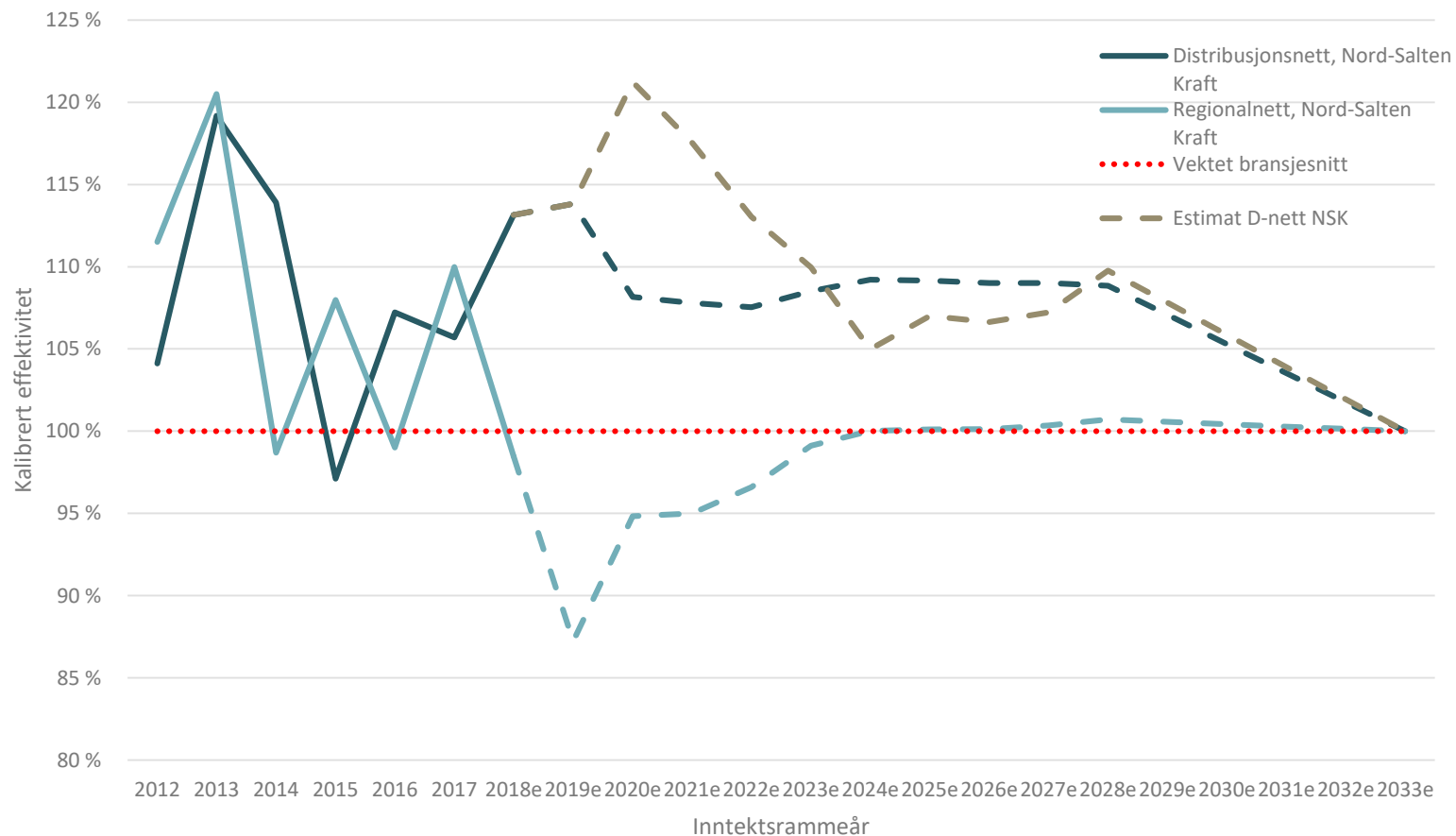
Element	Relevans	Valgte verdier/tilnærming (base case)
Effektivitet og kostnadsnorm	Kostnadsnormen bestemmer 60% av dine inntekter og er et mål for hvor lave kostnader man burde klare å drive nettet sitt med. Effektiviteten sier hvor stor denne normen er relativt til egne kostnader, et måltall på hvor kostnadseffektivt man driver relativt til bransjens vektete snitt.	Vi legger til grunn en bransjefremskrivning basert på femårs snittkostnader og Energi Norges investeringsundersøkelse for perioden frem til 2025. Fra 2028 justeres effektiviteten lineært mot 100% i 2033, da vi finner det urimelig å skulle anta avvik fra bransjens snitt til evig tid.
Kostnadsutvikling	40 % gir direkte kostnadsdekning, dvs null sum spill om vi ser bort fra kapitalkostnader med evt. avvikende avkastningskrav 60 % går inn i DEA og benchmarkes mot frontselskapenes snittkostnader, og påvirker dermed også inntektene	- D&V og KILE: Legger til grunn inflasjonsjustert gjennomsnitt av kostnader for 2013-2017, avstemt mot virksomhetsbasert regnskap for 2017. - Nettap: Snitt av 2013-2017, med kraftpriser ihht. THEMA kraftprisprognose + 11 kr/MWh
Investeringer	Påvirker NVE benchmarking da både avskrivninger og avkastning på NVE-kapital går inn i kostnadsgrunnlaget. Kapitalnivå slår dessuten inn på bransjemessige opp- og nedreguleringer.	- Investeringsverdier hentet fra NSKs «Investeringer 2018-2024», antatt reelle i utgangspunktet - Ikke gjort noen eksplisitt modellering av oppgaveutviklingen som følge av investeringer, ei heller anleggsfinansieringen
Mer-/mindreinntekt	Tidligere for høy/lav inntekt må nedbetales gjennom fremtidig lavere/høyere tariff og dermed kontantstrømeffekt	Samlet mindreinntektssaldo, inkl. renter, på 18,1 MNOK ved inngangen til 2018, som igjen spises opp av en merinntekt på 1,6 MNOK ila året for å treffe estimert mindreinntektssaldo på 17 MNOK i 2019. Antar da anslått resterende 17 MNOK tas i en merinntekt i 2019.

SENTRALE OVERORDNEDE FORUTSETNINGER (2/2)

Element	Relevans	Valgte verdier/tilnærming
Avskrivninger	- Regnskapsmessige til DEA / inntektsramme - Skattemessige til skatt/kontantstrøm	- Lagt til grunn samme rate som historiske avskrivninger, dvs ca 8 % av saldo - Skattemessige avskrivninger lik regnskapsmessige ganger 589/515, som følge av den splitten mellom skattemessig/regnskapsmessige på selskapsnivå
Inflasjon	Brukt på alle reelle prognoser, og for å fremskrive nominelle verdier	SSB/FIN prognose med hhv 2.8%, 1.65%, 1.9%, 2.1% for 2018 til 2021. Deretter Norges Banks inflasjonsmål om 2.0%.
Skatt	- Direkte resultateffekt og dermed kontantstrøm - Påvirker også NVE-renten og følgelig også avkastningskravet som legges til grunn	22% fra 2019 - Eiendomsskatt (fremskrevet med inflasjon basert på dagens nivåer). Ikke grunnlag for å vurdere eiendomsskatt knyttet til nyinvesteringer basert på informasjonsgrunnlaget.
Horisont og terminalverdi	- Vurdering av lengde for kontantstrømmene - Vurdering av verdien etter estimeringsperioden/kontantstrømmene	«Estimeringsperiode 2019 - 2033» - Restverdi lik bokført kapital som tilsvarer tilnærmet evigvarende kontantstrøm med 100 % effektivitet
Nåverdi og avkastningskrav	Nåverdien av fremtidige diskonterte kontantstrømmer	- Avkastningskrav (avk) til totalkapital (WACC) - Avk (etter skatt) = avk (før skatt) * (1-skatt)

UTVIKLING I HISTORISK EFFEKTIVITET OG FRAMSKRIVNING

KALIBRERT EFFEKTIVITET



VURDERING

- NSKs målte effektivitet har ligget over bransjesnittet siste 5 år
- Per 2017 front for seg selv og delvis for 20 andre distribusjonsnett
- Legger til grunn effektivitetsutvikling som vist i figuren til venstre
 - Basert på kjøring av THEMA inntektsrammemodell (TIM) med THEMA best guess antakelser om kostnadsutvikling og konsolidering i bransjen for øvrig
 - Estimat D-nett NSK er basert på kjøring av TIM inntektsrammemodell med budsjetterte verdier opplyst av selskapet

AGENDA

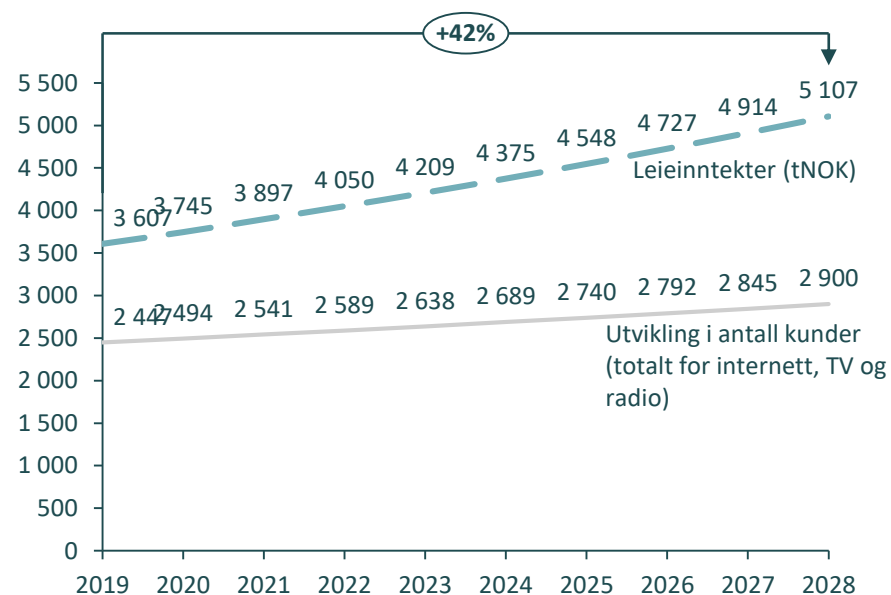
- Oppsummering av resultater
- Produksjonsvirksomhet
- Nettvirksomhet
- **Fibervirksomhet**
- Kraftsalgvirksomhet

HISTORISKE INVESTERINGER I FIBERVIRKSOMHETEN GIR NÅ EN RIMELIG AVKASTNING

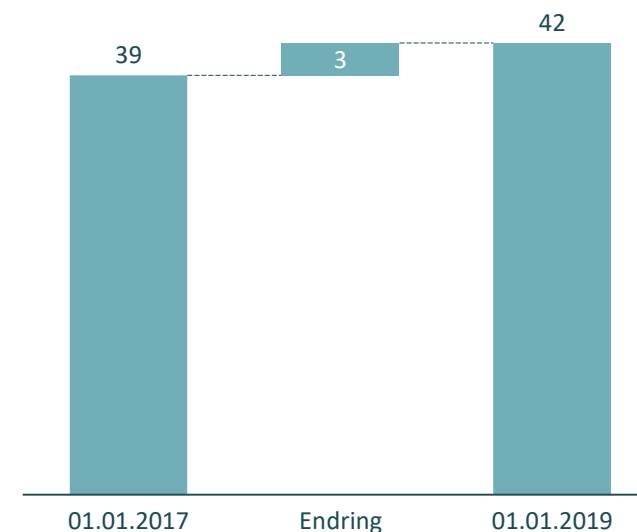
Bakgrunn

- NSK har gjennom anbudskonkurranse blitt tildelt totalansvaret for prosjektering, bygging, eie og drift av fiberbasert bredbåndsnett
- TBB (Trollfjord Bredbånd AS) er leietaker av nettet og er ansvarlig for innholdstjenester til sluttbrukere
- TBB er 100 % eid av Trollfjord Kraft AS
- Leieperioden for fibernettet er 5 år (fra 1. juli 2014). NSK overtar kundene vederlagsfritt ved opphør av leieavtalen med TBB.
- Verdien er basert på fremskrivning av dagens leieavtale, men det ligger en potensiell oppside i ny leieavtale.
- Verdien endres noe som følge av noe lavere utvikling i leieinntekter og endret investeringskostnad

Forventet utvikling i leieinntekter og antall kunder



Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer til totalkapital (MNOK)



Bokførtverdi er estimert til 33,7 MNOK per 01.01.2019

RIMELIGHETSVURDERING AV VERDIVURDERINGEN BASERT PÅ MULTIPLER

Verdien basert på multipler

Sentrale parametere		Enhet	
Avkastningskrav nominelt før skatt		Prosent	8,3 %
Vekstrate (v)		Prosent	2,0 %
År (terminer)		Antall	35
Multippel		EV/EBITDA	13,9

	Antall kunder	NOK/kunde	tNOK
Internett	1 705	25 000	42 625
Annet (TV)	567	10 000	5 670
			48 295

	EV/EBITDA	EBITDA	tNOK
	13,9	1 634	22 661

Verdien av fiberaktiviteten er estimert til **23 til 48 MNOK (total kapital)** basert på ulike multipler. Vi observerer at verdien er betydelig lavere basert på multiplene for driftsresultatet (EBITDA), men vi legger større vekt på verdifastsettelse basert på kundemultiplene og kontantstrøm. Leieperioden for fibernettet er 5 år (fra 1. juli 2014) og det forhandles om en ny leieavtale med som gir en potensiell oppside i verdien.

Vi legger til grunn at et rimelig estimat for verdiene er **42 MNOK** basert på dagens leieavtale.

Multiplene påvirkes av teknologi (fiber, kabel. DSL), nettdesign, befolkningstetthet, vekstpotensialet, privat eller bedriftskunder og synergier. Alle virksomheter har ulike kvaliteter som påvirker cash flow.

SENTRALE OVERORDNEDE FORUTSETNINGER FIBERVIRKSOMHET

Element	Relevans	Valgte verdier/tilnærming (base case)
Kundeutvikling	▪ Avgjørende for fremtidig inntjening	• Veksten i kundegrunnlaget 8,6 % fra 31.12.2017 til 30.09.2018 (alle kundegrupper). • Veksten fremover er basert på budsjettet til NSK frem til 2024 med samme nivå for leieinntekter som vi fremskriver ut estimeringsperioden.
Driftsinntekter og prismodellen	▪ Sentral del av inntektsgrunnlaget til virksomheten	• Vi antar at nye kunder vil ha samme inntjening som gjennomsnittlig inntjening per kunde basert på dagens kundemasse og inntjening • Inntjeningen inflasjonsjusteres
Driftskostnader	▪ Kostnadsnivå for å håndtere virksomhetsområdet	• Dagens kostnadsnivå inflasjonsjusteres ekskludert eget investeringsarbeid
Investeringer	▪ Virksomhetsområdet med konsesjonsavtalen krever minimale investeringer	• Legger til grunn 1 MNOK i investeringer i 2019. • Estimert bokført verdi på 36,7 MNOK per 31.12.2108 • Antar at bokførtverdi (regnskap) = skattemessigverdi per 31.12.2018 • Skattemessig verdi avskrives med 5 % (saldogruppe G) ref. RF-1270
Horisont og terminalverdi	▪ Bestemmer lengden på kontantstrømperioden ▪ Vurdering av verdien etter kontantstrømperioden	• Kontantstrømmer over en 10-årsperiode • Vi legger til grunn en terminalverdi som virker rimelig i lys av avtalen og utvikling i kundemassen. Alle større investeringer fremover bør min. dekkes inn av økt leieinntekt, men gir ikke veldig stor merverdi utover avkastningskravet. • Terminalverdi er basert på Gordon Growth model og vi antar 2 % vekstrate i terminalleddet

AGENDA

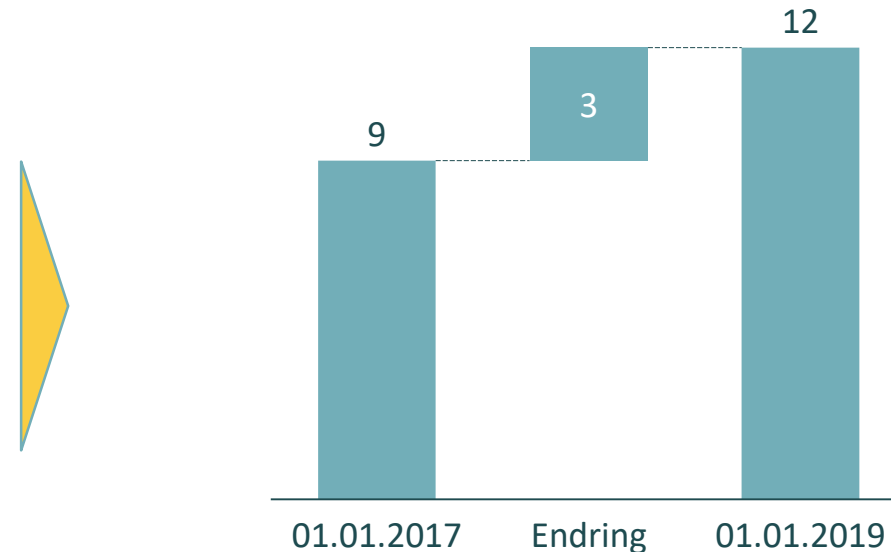
- Oppsummering av resultater
- Produksjonsvirksomhet
- Nettvirksomhet
- Fibervirksomhet
- **Kraftsalgsvirksomhet**

ENDRING I VERDIVURDERINGEN AV STRØMSALGSVIRKSOMHETEN TIL NORD-SALTEN KRAFT

Bakgrunn

- Kraft til sluttbrukere selges av nå direkte av selskapet ikke på kommisjonsbasis på vegne av SKS Kraftsalg AS.
- Driftsmarginen for NSK har økt som følge av at NSK selger direkte til kundene selv og volumet har blitt opprettholdt
- Noen lavere inntekter fra fakturagebyr enn i forrige vurdering, men motvirkes av totalt økt driftsmargin
- Kostnader er tilnærmet uendret (reelt)
- Avkastningskravet er endret i tråd med observerte vurderinger i markedet
- Nord-Salten hadde 5 415 kunder per 30.09.2018

Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer til totalkapital (MNOK)



SENTRALE OVERORDNEDE FORUTSETNINGER KRAFTSALG

Element	Relevans	Valgte verdier/tilnærming (base case)
Kundeutvikling	▪ Avgjørende for fremtidig inntjening	• Vi antar null vekst (eller tap) i kundegrunnlaget (volum), dvs. at dagens driftsmargin inflasjonsjusteres
Annen driftsinntekt	▪ Sentral del av inntektsgrunnlaget til virksomheten	• Vi antar 3 % reduksjon per år for annen driftsinntekt (papirfakturaagebyr og purregebyr) over hele estimeringsperioden.
Driftskostnader	▪ Kostnadsnivået for å håndtere virksomhetsområdet opprettholdes	• Dagens kostnadsnivå inflasjonsjusteres
Investeringer	▪ Virksomhetsområdet med konsesjonsavtalen krever minimale investeringer	• Investeringer og skattemessige avskrivninger er satt til null • Historisk lave investeringer innen virksomhetsområdet
Horisont og terminalverdi	▪ Bestemmer lengden på kontantstrømperioden ▪ Vurdering av verdien etter kontantstrømperioden	• Kontantstrømmer over 10-årsperiode • Vi legger til grunn en terminalverdi og terminalverdi virker rimelig i lys av avtalen og historisk utvikling i kundemassen. Vi antar 0 % vekstrate i terminalleddet



THEMA
CONSULTING GROUP