



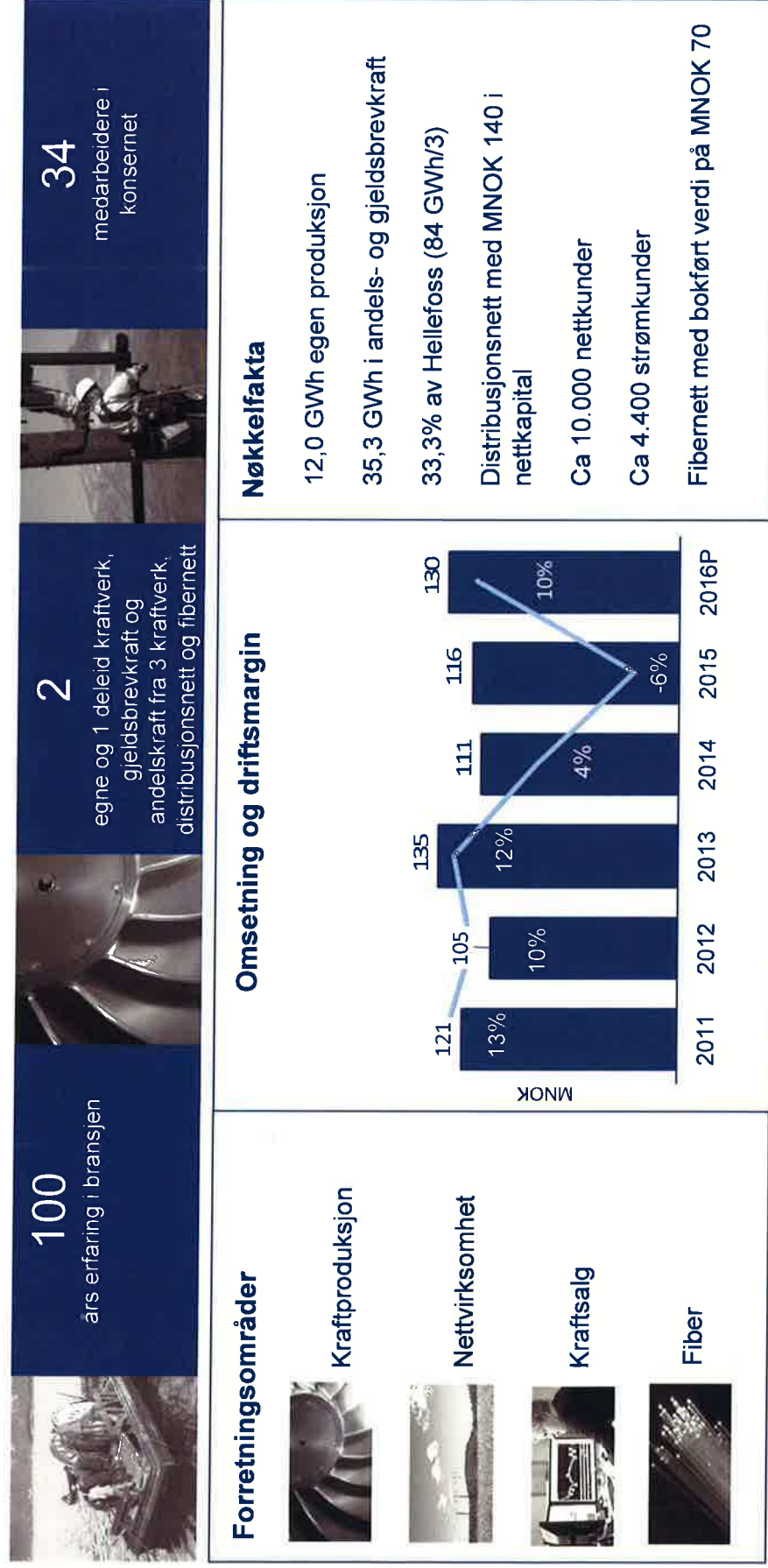
Utredning av strategiske alternativer

12.Mai 2017

Innhold

- 01 | Øvre Eiker Energi-konsernet og bakgrunn**
- 02 | Konklusjoner fra verdivurdering**
- 03 | Redegjørelse for ulike transaksjonsformer**
- 04 | Konkretisering og vurdering av ulike strategiske alternativer**
- 05 | Dialog med interessenter og anbefaling**
- 06 | Juridiske problemstillinger**
- 07 | Vedlegg**
 - Oppsummering av verdivurdering pr selskap (separat rapport foreligger)
 - Sammenstilt kontantstrøm til egenkapital pr selskap

Øvre Eiker Energi er et godt posisjonert og diversifisert kraftkonsern i en strategisk viktig geografi



Selskapet har vært gjennom en omfattende strategisk prosess som styret har overlevert til eieren. Øvre Eiker kommune har nå besluttet å starte en prosess for å vurdere sine strategiske alternativer som eier.

Bakgrunn og mandat

Øvre Eiker Energi AS med datterselskaper driver aktivitet innen kraftproduksjon, nettdrift, omsetning av kraft, og fibernett.

Virksomheten er organisert som konsern, der produksjonsdelen ligger i morselskapet og de øvrige virksomhetsområdene er skilt ut i et egne, heleid datterselskap. I tillegg eier selskapet 33,3% av Hellefoss Kraft AS og indirekte 25% av Fiberselskapet AS.

Morselskapet eies 100% av Øvre Eiker kommune.

Øvre Eiker kommune har som eier av Øvre Eiker Energi AS besluttet å starte en prosess for å:

- Skaffe et godt grunnlag for å beslutte hva som er den økonomisk mest fordelaktige løsningen for Øvre Eiker kommune som eier, herunder en verdivurdering av alle delene av selskapet og selskapet under ett, samt vurdere alle offentlig- og privatrettslige forhold
- Identifisere konsernets eiendommer med tanke på at kun de dammer og eiendommer som inngår i kjernevirksomheten skal tilhøre konsernet

I tråd med første del av kommunens vedtak er DHT Corporate Services AS gitt et mandat av Øvre Eiker Energi AS til å utrede strategiske alternativer, som inkluderer:

- Verdivurdering av de ulike selskapene som inngår i Øvre Eiker Energi-konsernet, inkludert morselskapet
- Kartlegging og vurdering av strategiske alternativ og transaksjonsstrukturer i henhold til relevante kriterier

Bakgrunn fra tidligere utredninger:

- Styret i ØEE har tidligere anbefalt en strategi som innebærer forhandlinger om fusjon av nett med Glitre, etablering av entreprenørvirksomhet med Ringerikskraft Service, et mulig samarbeid eller salg av Strøm og en videre utvikling av Fiber
- Øvre Eiker kommune har aldri definert formålet med eierskapet i ØEE
- Rådmannen mener at eierskapet i dag må ses på som et finansielt eierskap og bør håndteres med utgangspunkt i dette

Eierstrategiske vurderinger – viktige forutsetninger

Relevante transaksjonsformer

- I dette utredningsarbeidet legges det til grunn at de følgende transaksjonsformene kan være relevante:
 - Salg av aksjer
 - Salg av virksomhet (innmat)
 - Fusjon av selskap

Diversifisert salgsubjekt gir diversifisert kjøpergruppe

- Virksomheten i ØEE-konsernet er sammensatt og variert
- Nettvirksomheten og fibervirksomheten er regionale virksomheter med stordriftsfordeler/skaløkonomi: Tilgrensende aktører vil som utgangspunkt ha høyest interesse og betalingsvilje. Nettvirksomheten er monopolregulert
- Enkelte finansielle langsiktige finansielle investorer, som pensjonsfond og infrastrukturfond, har eierandeler i nettvirksomhet
- Kraftproduksjon er langsiktig infrastruktur med både nasjonal og internasjonal interesse som investeringsobjekt. Det finnes både finansielle og industrielle interessenter
- Omsetning av strøm til sluttbruker er en nasjonal virksomhet med stordriftsfordeler, der interessenter ikke er stedsavhengige
- Separate transaksjonsprosesser for de ulike virksomhetene kan gi flere interessenter og en høyere totalverdi
- Men: det vil også gi mer omfattende og krevende prosesser frem til gjennomføring

Begrensinger knyttet til eierskap og transaksjoner

- Nettvirksomhet, kraftproduksjon og omsetning av strøm er underlagt konsesjon
- For å unngå påvirkning på konsesjonsvilkår er det normalt hensiktsmessig å unngå at produksjonsaktiva bytter juridisk eierskap. Dette gjør salg av virksomhet, eventuelt også fusjon (overdragende), lite aktuelt for produksjon
- Begrensning på privat eierskap innen kraftproduksjon: 33,33%. Gjelder ikke småkraft
- Ingen begrensning på privat eierskap innen nettvirksomhet

Over de neste 8-10 år står kraftbransjen overfor den største endringsperioden noen sinne, med tydelige konsekvenser for eierne

Kombinert med krav til selskapsmessig og funksjonelt skille medfører de bransjemessige endringene at flere aktører reorganiserer selskapene sine, og at ulike aktører slår sammen eller avhender virksomheter



Produksjon

- Gjennom sertifikatmarkedet skal det bygges ut 26,4 TWh med ny energi i Norge og Sverige innen 2020 (1 TWh = forbruk for ca 50.000 familier)
- Klimaeffekt (mer regn), enova-tiltak og utbygging forventes å øke produksjonskapasiteten i Norge fra 134 TWh til 180 TWh på 10 år
- Utbyggingen gir investeringer på ca 50 mrd, samtidig som kraftprisene vil falle. Også usikre elsertifikatpriser
- Medfører låneopptak og redusert utbytte for eierne – kombinert med solvenskrav som begrenser bankenes fleksibilitet



Nett

- Store investeringer i sentral- og regionalnett for å koble på ny produksjon og øke kapasitet mellom regioner og over landegrensene
- Vedlikeholdsetterslep i distribusjonsnettet
- Totale investeringer estimert til 130 mrd over en tiårsperiode, der Statnett vil stå for 50-70 mrd. Resterende på lokale og regionale nettselskaper
- «Sikker» avkastning for nettselskapene gjennom inntektsreguleringen, men hvor skal finansieringen komme fra?
- Press mot sammenslåinger for å sikre effektivitet og lønnsomhet



Relatert virksomhet

- Høyt aktivitetsnivå gjør at flere selskaper fokuserer på kjernevirksomhet og selger/skifter ut relatert virksomhet
- Tydelig konsolidering innen fiber, der mange kraftselskaper har gjort dyre investeringer og mangler kundevekst
- Verdi av kraftomsetning mot sluttkunde synes å ha stabilisert seg
- Skalaforedel innen Entreprenør: Nettpartner bygger seg opp og Triton har kjøpt Infratek. Det forventes vekst innen vedlikehold, rehabilitering og nyanlegg

Selskapsmessig og funksjonelt skille: Betydning for vurdering av ulike strategiske alternativer

Reiten-rapporten



«Den tette integrasjonen mellom nettvirksomhet og produksjon og omsetning av kraft kan gi dyrere nettleie enn nødvendig.»

«Selskapsmessig og funksjonelt skille gjør de ulike aktivitetsområdene mer transparente og hindrer uheldig sammenblanding mellom nettvirksomhet og annen virksomhet. Skillet øker eiernes oppmerksomhet på nettvirksomheten, og kan øke bevisstheten rundt investeringsbehov og utbyttepolitikk. Selskapsmessig og funksjonelt skille kan også gjøre det enklere å slå sammen nettselskaper.»

Implikasjoner

- Ved vurdering av ulike strategiske alternativer er det vesentlig å merke seg at Øvre Eiker Energi-konsernet står foran en tilpasning til nye rammebetingelser for nettvirksomheten, med blant annet funksjonelt og selskapsmessig skille
 - Nettselskapet kan ikke drive noen form for konkurranseutsatt virksomhet (for eksempel gatelys)
 - Nettselskapet kan ikke selge tjenester til andre, heller ikke internt i konsernet
 - Ledende personer i nett må være adskilt fra ledende personer i konkurranseutsatt virksomhet i konsernet
 - Forskrift for anskaffelser / innkjøp av tjenester i nettselskapet gjør at internkjøp må konkurranseutsettes
 - Nye forskrifter/dispensasjoner er ikke klare
- Nye rammebetingelser vil kreve endring i konsernet som vil medføre kostnader
 - Fortsette på akkurat samme måte som tidligere er ikke et alternativ
 - Kostandene forbundet med omstilling er ikke kartlagt
 - Gjennomføring av transaksjoner som omfatter mer enn 50% av aksjene i selskaper i konsernet kan medføre at krav om omstilling eller at Øvre Eikers ansvar for dette faller bort

Omfang av strategiske alternativer

Objekt	Fusjon	Virksomhets- overdragelse	Salg av aksjer		
			100%	Majoritet	Minoritet
Konsernet					
ØE Energi AS (produksjon)					
Avtaler om gjelds- brevkraft (ØEE)					
Hellefoss Kraft AS					
ØE Nett AS					
ØE Strøm AS					
ØE Fibernett AS					
Fiberselskapet AS					

- Tabellen over viser utfallsrommet for mulige alternativer til den nåværende eiersituasjonen, og som utgangspunkt vil alle alternativer omfattes av utredningsarbeidet
- Eventuelle konserninterne endringer i eierskap eller aktiva er forutsatt å ligge utenfor mandatet for utredningsoppdraget og er således ikke reflektert tabellen

Innhold

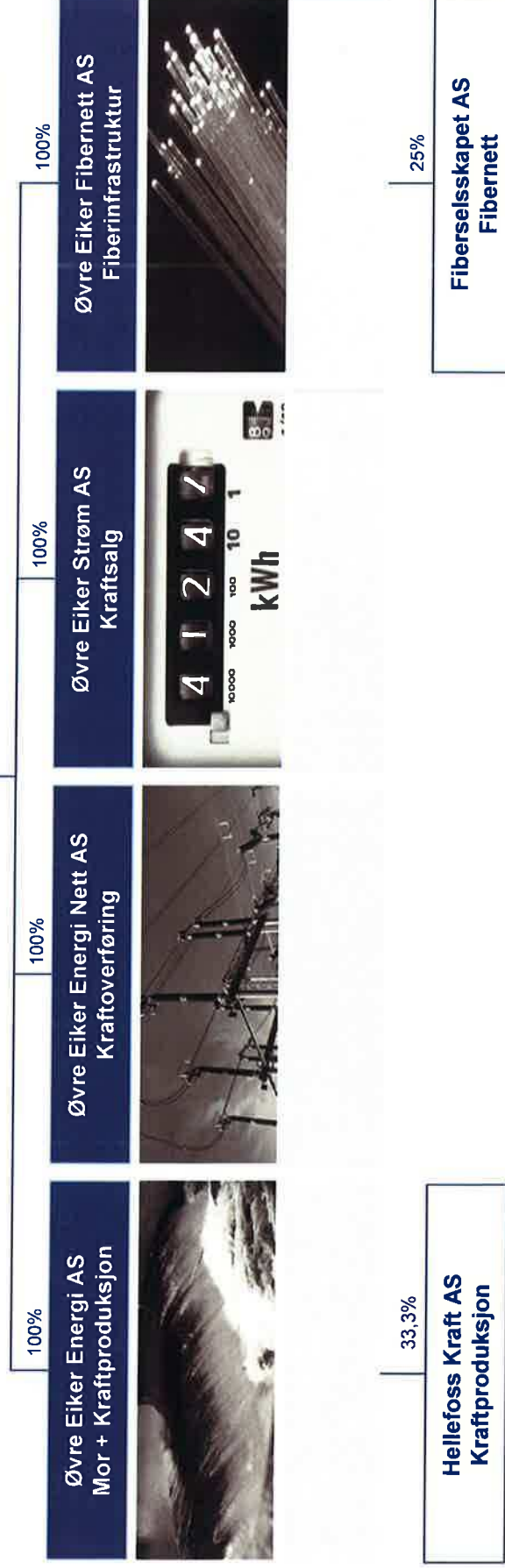
- 01 | Øvre Eiker Energi-konsernet og bakgrunn
- 02 | Konklusjoner fra verdivurdering**
- 03 | Redegjørelse for ulike transaksjonsformer
- 04 | Konkretisering og vurdering av ulike strategiske alternativer
- 05 | Dialog med interessenter og anbefaling
- 06 | Juridiske problemstillinger
- 07 | Vedlegg
 - Oppsummering av verdivurdering pr selskap (separat rapport foreligger)
 - Sammenstilt kontantstrøm til egenkapital pr selskap

Oversikt over beregnet verdi av drift og verdi av egenkapital i Øvre Eiker Energi-konsernet

Alle størrelser i MNOK
Verdi kun akkumulert på konsernnivå

Øvre Eiker Energi Konsern

- Beregnet verdi av drift viser verdien av den løpende driften (Enterprise Value) i konsernselskapene (Energi, Nett, Strøm og Fibernet)
- Verdi av egenkapital (aksjeverdi) viser verdi av drift korrigert for kontanter, rentebærende gjeld, pensjonsforpliktelser og avvik fra normal arbeidskapital
- For tilknyttede selskap er kun aksjeverdi vist



¹ Øvre Eiker Energi har aktivitet både innen kraftproduksjon og administrative konsernfunksjoner. Ved basis estimat har admin. virksomheten en negativ verdi på ca MNOK (i et evig kontantstrømperspektiv) som er inkludert i oppsettet, samtidig som virksomheten legger beslag på eget administrasjonsbygg som derfor ikke kan legges til som en verdikomponent. Verdien av de produksjonsrelaterte eiendelene isolert etter fradrag for netto gjeld er således høyere enn egenkapitalen som fremkommer i oppsettet

Betydning av verdivurderingen for strategiske alternativer

Observasjoner

- Konsernet har en betydelig netto gjeld som reduserer verdien av egenkapital/aksjer sammenliknet med verdi av drift:

Kontantbeholdning

Rentebærende gjeld

Pensionsforpliktelser

= sum balansejusteringer

Implikasjoner

- Primære egenkapitalverdier er knyttet til
 - Produksjonen
 - Nettselskapet
 - Aksjene i Hellefoss Kraft
 og realisering av betydelig verdi vil kreve at en eller flere av disse elementene må inngå i transaksjon
- Fiber og Strøm er relativt små på egenkapitalnivå
 - Strømvirksomheten er relativt liten
 - Fiber har en tung gjeldseksponering
 - Salg av minoritetsposter utgjør liten verdi
 - Fiberselskapet er knyttet til Øvre Eiker Fibernett AS
- En avhending av alle datterselskaper, eller gjennomføring av fusjoner som medfører at eierskap endres fra majoritet og kontroll med virksomhet til minoritet og rent finansielt eierskap, kan åpne for å fjerne negativ verdi knyttet til administrative funksjoner og frigjøre hele eller deler av bygget konsernet benytter i dag

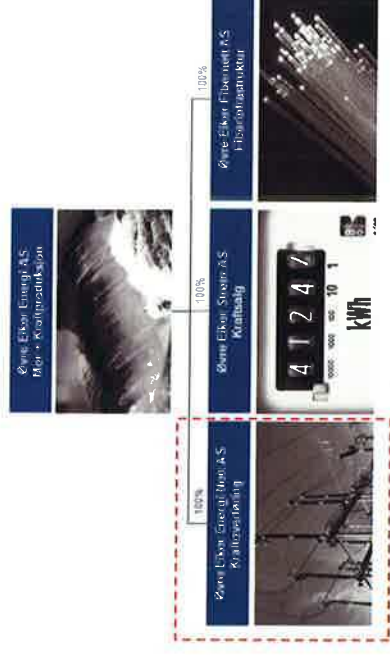
- Det er aksjene i Øvre Eiker Energi (produksjonsvirksomheten), Øvre Eiker Nett og aksjene i Hellefoss Kraft AS som har estimert egenkapitalverdi av vesentlig størrelse

- Administrative funksjoner utgjør et kostsenter med negativ verdi i forhold til produksjonsvirksomheten og datterselskapene. Et nøkkelspørsmål er om administrasjonskostnadene i praksis kan isoleres og tilpasses til et hensiktsmessig nivå dersom et eller flere av datterselskapene eller de aktive virksomhetene går ut av konsernet som følge av transaksjon

Transaksjonsformer: Salg av aksjer

Prosess og risiko

- Salg av aksjer er en prosess der aksjene i et eller flere selskap overdras til ny eier mot et vederlag. Overdragelsen skjer i henhold til en fremforhandlet aksjekjøpsavtale
- Hovedmomenter i en aksjekjøpsavtale er
 - Pris og betaling av oppgjør
 - Forutsetninger for at salget kan gjennomføres
 - Garantier og ansvar for salgobjektet forut for transaksjon
- Ved salg av aksjer i morselskapet, Øvre Eiker Energi AS, vil kommunen være part i avtale. Ved salg av aksjer i datterselskap eller tilknyttede selskap vil selgende selskap være part i avtale
- Aksjesalg er ofte «clean cut»-transaksjoner, der ulike bud er sammenliknbare og det er en tydelig realisering av verdi gjennom overføring av aksjene og tilhørende ansvar.
- Tidshorisonten for realisering av verdi er normalt kort. Etter transaksjonen har selger ikke lenger innflytelse, kontroll eller styring



Skatt og avgift

- Realisasjon av aksjer utløser ikke skatt på gevinst (fritaksmodellen), med mindre noe av gevinsten kan anses som lønnsinntekt. Det påløper ikke mva på salg av aksjer

Påvirkning på drift

- Utover at aksjene bytter eier, påvirkes ikke eierskap til selskapets eiendeler, forpliktelser, avtaler, ansatte eller for eksempel konsesjonsvilkår. Enkelte avtaler som har klausuler knyttet til eierskifte (ofte leverandørkontakter) må avklares med kontraktspart
- Driften løper videre som tidligere, men med et nytt styre og med overføring av eventuelle garantiforpliktelser eller særskilte sikkerheter for selskapets finansiering til ny eier

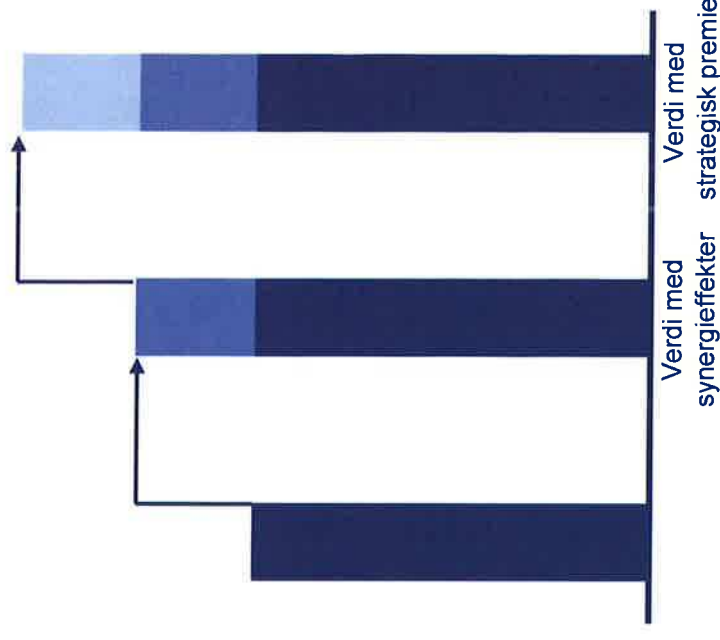
Kompliserende faktorer

- Uoversiktlig salgobjekt, variable eller betingede vederlag, vederlag i annet enn penger og behov for å håndtere omfattende risikoelementer kan komplisere en salgsprosess og avtale, samtidig som verdi kan reduseres /kjøper må ta høyde for «worst case»-scenario)
- Overstående er gyldig ved salg av 100%: ved delsalg av aksjene åpner man for flere kompliserende faktorer

Bakgrunn: en salgsprosess har som hensikt å gi trygghet, synliggjøre verdidrivere og skape konkurranse på veien frem til en endelig salgsavtale

Summen potensielle investorer er villig til å gi for selskapet er basert på:

Strategisk premie	Ved konkurranse vil aktører være villig til å betale en ekstra premie for eksempel for å stenge konkurrenter ute, få markedsadgang etc.
Synergieffekter	- Industrielle, lokale aktører vil betale for synergier med egen virksomhet - Nasjonale og finansielle aktører vil betale for synergi potensial i bransjen generelt og i forhold til andre investeringer, samt for vekstpotensial
Verdi av kontantstrøm	Verdi av selskapet ved en fortsettelse av eksisterende drift.



- En prosess som søker å realisere verdien av synergieffekter og strategiske premier bør være strukturert så enkelt som mulig og på en måte som åpner for at en bred gruppe av interessenter kan delta i en budprosess på like vilkår
- For at bud skal være sammenliknbare bør det være enkle grensesnitt mellom kjøper og selger (clean cut)
- Uklart salgsobjekt, ulike oppgjørformer, avhengighet mellom kjøper og selger fremover og tilleggssavtaler gir mindre gjennomskiktighet og gjør det vanskeligere å ta en optimal beslutning for selger

Eierandelen avgjør kontroll, innflytelse og handlingsrom og har konsekvens for verdi av ulike aksjeposter

90 % eierandel

- Dersom et aksjeselskap eier 90 % av aksjene, har aksjonæren rett til å innløse minoritetsaksjonærene og bli eneier av selskapet

2/3 eierandel

- Aksjonær med mer enn 2/3 eierandel har bestemmende innflytelse på de fleste områder i selskapet. Man kan bl.a. vedta fusjoner, fisjoner, kapitalforhøyelser og kapitalnedsettelse, oppløsning av selskapet og endre vedtektene

50 % eierandel

- Eier man mer enn 50 % av aksjene kan man ha avgjørende innflytelse på valg av styret. Styret bestemmer bl.a. hvor mye som skal deles ut i utbytte til aksjonærene
- Ved mer enn 50% eierskap inkluderes selskapet i konsern

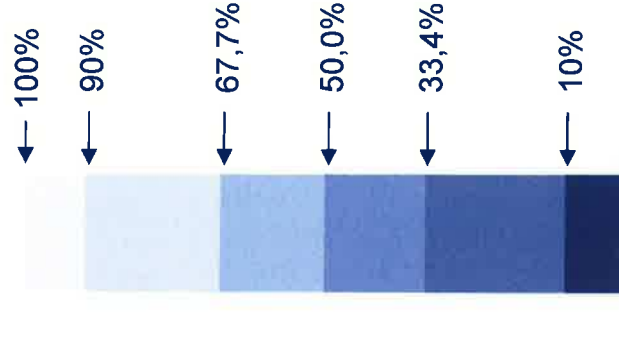
1/3 eierandel

- Har man mer enn 1/3 flertall av aksjene har man såkalt negativt flertall. Det innebærer at man kan blokkere vedtektsendringer, fusjoner, fisjoner, kapitalforhøyelser og kapitalnedsettelse

10% eierandel

- Eier man mindre enn 10 % av aksjene kan man kreve aksjeposten innløst dersom et morselskap eier 90 % av aksjene i selskapet
- Dersom man eier mer enn 10 % av aksjene i et ordinært aksjeselskap kan man kreve ekstraordinær generalforsamling i selskapet

Strategiske terskler for eierskap



Dersom synergieffekter og strategiske forhold antas å være viktige forhold som påvirker kjøpers betalingsvilje, må kjøper få kontroll med selskapet for at slik merverdi kan realiseres. Optimalt innebærer dette salg av 100%, alternativt minimum 2/3, av aksjene.

Konsekvenser ved delsalg og minoritet

Verdimessige konsekvenser

- Ved salg av mindre enn 100% av aksjene må man regne med å gi en rabatt knyttet til at en ny aksjeeier får:
 - Begrenset kontroll og innflytelse over selskapet
 - Lavere likviditet i aksjene (det kan være vanskelig å finne en annen kjøper til aksjene enn den andre eieren)
- En analyse (Silbers, Herzel & Smith, Mercers) indikerer en rabatt på 10-25% ved salg av 49% fremfor 100%, og 5-10% ved salg av 51%
- Viktighet av strategisk styring og muligheter for synergier øker størrelsen på rabatten
- Deleierskap reduserer eller eliminerer muligheten til å realisere synergier mellom selskapet og kjøper, noe som tilsier at rabattene i et slikt tilfelle vil høyere enn gjennomsnittet: det kan forventes at et nettselskap vil ha en større rabatt enn for eksempel et produksjonsselskap
- Man vil ved delsalg i mindre eller ingen grad få betalt for synergier og strategisk premie, og det blir redusert konkurranse i salgsprosessen da noen interessenter vil falle fra og fremtidig samarbeid vil bli en faktor i forhandlingen

Totale rabatter - størrelse og likviditet (%)		Selskapsverdi (MNOK)			
Eierandel		-50	50 - 100	100 - 200	200 - 500+
11 %	55-65	45-55	40-50	30-40	20-30
11- 33%	45-55	35-45	30-40	20-30	15-25
34- 50%	30-40	25-35	20-30	10-20	5-15
51- 67%	18-22	16-19	13-17	8-12	4-8
68- 90%	16-20	13-17	11-15	6-10	3-5
91-100%	14-18	11-15	9-13	4-8	2-4

Eiermessige konsekvenser

- Får realisert noe verdi samtidig som et redusert grunnlag for fremtidig utbytte/salgsggevinst opprettholdes
 - Økt kompleksitet i beslutningsprosesser, nødvendige reguleringer gjennom aksjonæraftaler og forhandling
 - Reduksjon i eller tap av kontroll og innflytelse over selskapet
 - Selger kan bli tvunget til å gjøre nye investeringer for å unngå at eierandelen utvannes
 - Redusert likviditet og verdi av gjenværende eierandel: hvem er kjøperen av de gjenværende aksjene og til hvilken pris?
- Tilsvarende problemstillinger som over vil også kan oppstå ved fusjon med oppgjør i aksjer eller andel kontanter)

Transaksjonsformer: Salg av virksomhet (innmat)

Prosess og risiko

- Ved salg av virksomhet ligger selve aksjene og den juridiske selskapsenheten i ro, mens det er hele eller deler av virksomheten, eiendeler, rettigheter eller forpliktelser i selskapet som inngår i en transaksjon
- I forkant av en virksomhetsoverdragelse kan det være en omfattende prosess for å isolere selve salgsobjektet, sørge for at juridisk eierskap til eiendeler og virksomhet er klarlagt og at selger har rett til å overdra eiendelene
- For øvrig gjelder forutsetningen for aksjesalg om at det ofte vil være «clean cut»-transaksjoner, der ulike bud er sammenliknbare og det er en tydelig realisering av verdi gjennom overføring av eiendeler, ansvar og vederlag.
- Tidshorisonten for verdirealisering er relativt kort

Rasjonale for salg av virksomhet

- Sammenliknet med salg av aksjer er selve salgsobjektet enklere: kjøper overtar de definerte eiendelene og ikke ansvar for skatte- og avgiftsmessig historikk, ansvar for øvrige historiske forhold eller annet selskapsrettslig ansvar
- Rasjonale for en virksomhetsoverdragelse er normalt at man kun ønsker å la deler av innholdet i et aksjeselskap inngå i en transaksjon, eller at man ønsker å slå sammen to virksomheter men at dette ikke er mulig å gjøre i form av en fusjon (for eksempel dersom det dreier seg om ulike selskapsformer)
- Merk at dersom det er ønskelig å selge deler av et selskap, er det normalt mer rasjonelt å først gjøre en fusjon av de delene det er snakk om til et nytt aksjeselskap, og deretter selge aksjene i det nye selskapet, fremfor å gjøre et salg av virksomhet



Påvirkning på drift

- Sammenliknet med salg av aksjer er selve salgsobjektet enklere: kjøper overtar de definerte eiendelene, ikke ansvar for skatte- og avgiftsmessig historikk, ansvar for øvrige historiske forhold eller annet selskapsrettslig ansvar
- Ved salg av virksomhet må eiendeler, avtaler, ansatte osv. flyttes over i en ny juridisk enhet. Det kan være omfattende prosesser for å ivareta at dette gjøres på en god måte. Som utgangspunkt vil alle kontraktsparter og ansatte måtte involveres i prosessen og akseptere en overføring
- Ny juridisk enhet vil normalt utløse behov for ny konsesjon og tilhørende søknadsprosess

Skatt og avgift

- Realisasjon gjennom salg av virksomhet utløser skatt på gevinsten mellom realisert vederlag og skattemessig verdi
- Salg av eiendom vil utløse dokumentavgift
- Det kan påløpe mva. Overføring av eiendomsaktiva kan medføre at det må inngås justeringsavtaler for å unngå å måtte tilbakebetale tidligere fradragsført inngående mva

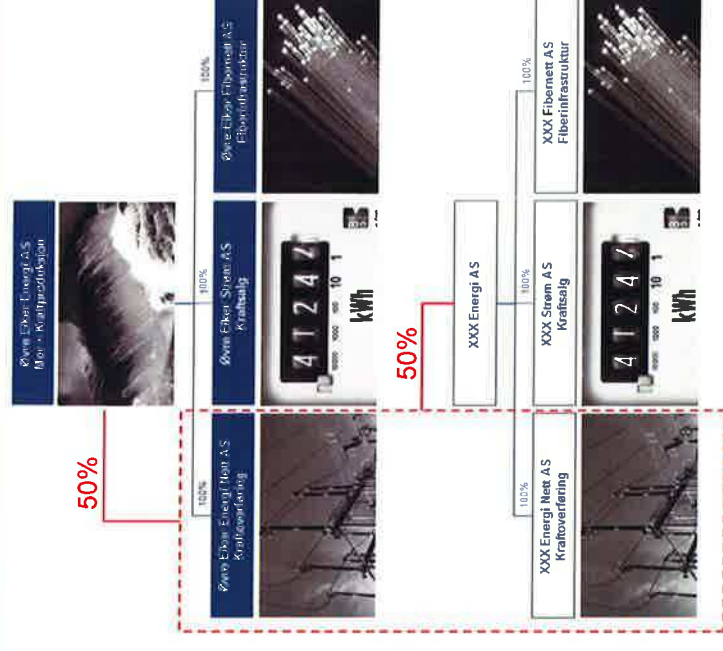
Transaksjonsformer: Fusjon mellom selskap

Prosess og risiko

- Fusjon innebærer en sammenslåing av et eller flere *overdragende* selskap, med eiendeler, rettigheter og forpliktelser, inn i et *overtakende* selskap.
 - Ved sammenslåing av selskapene vil de overdragende selskapene slettes som juridiske enheter
 - De tidligere eierne av de overdragende selskapene vil motta vederlag i form av aksjer i det overtakende selskapet, eventuelt også et kontant vederlag
- Prosessten frem mot en fusjon er kompleks og innebærer at partene må finne en fungerende samarbeidsform som ivaretar mulighetene for verdiutvikling og realisering av verdier på et senere tidspunkt
 - Må enes om et rettfærdig bytteforhold mellom eierne
 - Må legge en felles plan for strategisk utvikling, fokusområder, finansiering og utbyttepolitikk fremover
 - Må bli enige om styringsprinsipper, styresammensetning og beslutningsprosesser
 - Nødvendig med en klar aksjonærravtale for å regulere drift, styring og eierforhold
 - I en budprosess vil det være en rekke faktorer som gjør det problematisk å sammenlikne løsningene som foreslås fra ulike mulige fusjonspartnere. Nesten umulig å forhandle parallelt og «presse» opp egen verdi i en slik prosess

Rasjonale for fusjon

- Kan være hensiktsmessig i situasjoner der det finnes betydelig utviklingspotensial eller synergimuligheter mellom partene som selgeren ikke får realisert gjennom et salg av egne aksjer
 - Mer rasjonelt med et deleierskap i en større enhet fremfor salg
 - Må være håndterbare grensesnitt for innflytelse og kontroll
 - Må være tydelig forretningsplan og plan for å hente ut synergieene



- Men: tidshorisont for realisering av verdi og likviditet i aksjene i det fusjonerte selskapet er kritiske forhold
 - Normalt tar realisering av synergier lengre tid enn antatt
 - Risiko for å bli utvannet og miste innflytelse
 - Har man en felles strategi for et salg/realisering av verdi senere?
 - Hvilke kjøpere finnes det egentlig av aksjene hvis man vil ut?

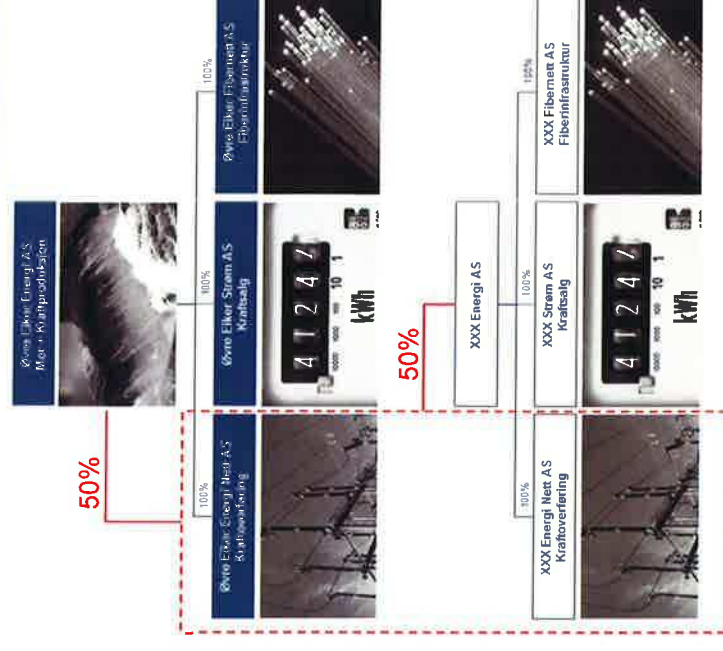
Transaksjonsformer: Fusjon mellom selskap

Påvirkning på drift

- Ved en fusjon vil virksomhet overføres med kontinuitet: dette innebærer at avtaler, ansatte osv som utgangspunkt vil følge over i ny juridisk enhet
 - Krav til prosess med ansatte
 - Ikke automatikk at leverandøravtaler kan tilpasses et samlet volum i virksomhetene: i utgangspunktet gjelder betingelser og omfang i opprinnelig avtale
 - Krever dialog og avklaringer med kontraktspartener

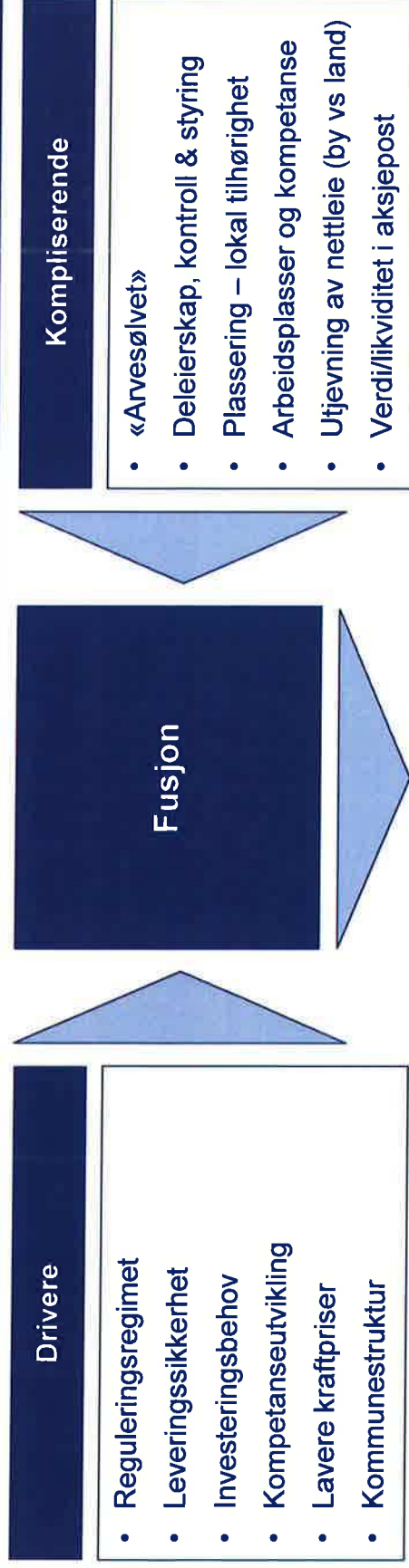
Skatt og avgift

- Fusjon gjøres normalt med skattemessig kontinuitet
 - Innebærer at alle skatteposisjoner i selskapene som inngår i fusjonen videreføres i det overtakende selskapet
 - Det gjøres ikke en skattemessig realisering av aksjene
 - Det er tydelige krav til selskapsrettslig dokumentasjon og beslutningsprosess for å ivareta skattemessig kontinuitet og unngå gevinstbeskatning



Fusjon mellom nettselskap

Energi Norge: 2/3 av e-verkene i fusjonssamtaler innen 2 år (60% svarandel)



Hvordan kan vi best bygge en sterk aktør?

Ledelse	Synergier - rasjonalisering	Ansatte – miljø, oppgaver, kompetanse	Lokasjoner
Eierstyring	Inntektsrammer	Finansiell løfteevne	Beredskap – overkapasitet

Eksempler på viktige forhold som må vurderes

Identifisere og vurdere mulige alternativer til realisering av verdiene gjennom salg

Hva kan man få til med samarbeid?

Hva kan man få til med fusjon/integrasjon?

Forberedelser + Forhandlingsmakt = Bytteforhold ved en fusjon

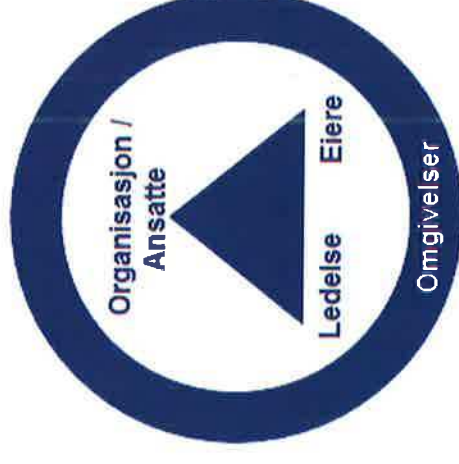
Før man går i dialog...

- Hvor er vi?
- Hva har vi?
- Hvor skal vi?
- Hva skal vi oppnå?
- Hvilke forhold er viktige for oss?
- Hvilke forhold er viktige for fusjonspartner(ne)?

...må man enes om en tydelig strategi

Nøkkel ved forberedelse til fusjon: håndtere beslutningsprosess og ulike agendaer:

- Bedriftsøkonomisk eieragenda
 - Næringspolitisk eieragenda
 - Lokalpolitisk eieragenda
 - Organisasjonens agenda
 - Ansattes agenda
 - Ledelsens agenda
- Må avklares og balanseres



Beholde områder der vi er sterke og fusjonere eller samarbeide der kan vi skape synergier?

Oppgi lokalt ansatte mot at det samlede kompetansemiljøet forsterkes?

Fra en (politisk) eier til flere (finansielle) eiere – noen praktisk forskjell for selskapet?

Kan eiernes verdier realiseres i fremtiden?

Realisere innbyggernes verdier før sammenslåing av kommuner fremfor å gjennomføre fusjon?

Sammenstilling av hovedmomenter ved ulike transaksjonsformer

	Fusjon	Virksomhetsoverdragelse	Salg av aksjer
Prosess og kompleksitet	- Komplisert - Krever en rekke avklaringer knyttet til fremtidig styring og forhold mellom eierne - Vanskelig å gjennomføre en strukturtrett budprosess for å vurdere ulike løsninger mot hverandre - Må gå i dialog med en man har tro på og har tillit til	- Relativt oversiktlig prosess - Ofte omfattende arbeid for å definere og separere salgsobjekt - Bud vil være sammenliknbare - Mulig å gjøre strukturtrett salgsprosess	- Oversiktlig prosess - Salgsobjektets beskaffenhet kan komplisere (håndtering av risiko) - Vederlag og forutsetninger for ansvarsdeling er normalt sammenliknbare mellom bud - Strukturtrett prosess er hovedregel - Delsalg kompliserer: kan redusere antall interessenter og verdi
Realisering av verdi	- Langsiktig realisering av verdi - Kan utnytte et potensial man ikke får realisert i dag - Avhengig av samarbeid	- Kortsiktig horisont for realisering - Mer rasjonelt med fisjon og salg av aksjer hvis mulig	- Kortsiktig horisont for verdirealisering «Clean cut» som utgangspunkt - Mulige modeller med betinget eller variabelt oppgjør
Praktisk	- Overdragende selskap bytter juridisk enhet (org.nr), men med kontinuitet - Krav til involvering av ansatte - Dialog og avklaring med kontraktspartener	- Alt bytter juridisk enhet (org.nr) - Juridisk avklaring av alle elementer som inngår i transaksjon - Ansatte kan ikke overføres uten samtykke	- Innholdet i selskapet er upåvirket av at aksjene bytter eier - Change of control klausuler må avklares
Risiki	- Operasjonell og finansiell risiko - Trenger aksjonæravtale - Kan miste kontroll og innflytelse - Utvanning kan redusere eierskap - Reell mulighet for salg av aksjene?	- Beholder ansvar/risiko for den juridiske enheten - Evt. garantiansvar	- Tydelig overføring av risiko ved salg av 100% av aksjene (evt. utsatt oppgjør) - Garantikatalog i avtalen definerer selgers ansvar etter transaksjon med tilhørende begrensninger
Skatt og avgift	- Ingen skattemessig realisering - Krever dokumentasjon og beslutningsprosess for skatte- og avgiftsmessig kontinuitet	- Utløser skatt på gevinst - Kan utløse dokumentavgift - Kan utløse mva / krav om tilbakebetaling av fradrag	Ingen skattemessig realisering (fritaksmodellen)

Betydning av hovedmomenter ved ulike transaksjonsformer for strategiske alternativer

1. Som utgangspunkt er det hensiktsmessig at hele selskaper inngår i eventuelle transaksjoner
 - Øker sannsynligheten for gode prosesser
 - Øker fokus på verdier i forhandlingen fremfor håndtering av grensesnitt, samarbeid, styring og gjenværende aksjers likviditet etter en transaksjon
 - En transaksjonspartner som får kontroll over 100% kan realisere synergier og utnytte strategiske fordeler. Kan øke tilfanget av interessenter og øke verdien interessenter er villig til å gi
2. Salg av majoritetsandeler fremstår ikke som hensiktsmessig for Øvre Eiker kommune
 - Får ikke realisert full verdi ved salg, og mulighetene knyttet til gjenværende aksjer blir sterkt begrenset
 - Kan kreve at det må opprettholdes et kostnadssenter for å følge opp eierskap videre
 - Det bør tas et valg mellom å ha kontroll eller gå helt ut av eierskapet, med unntak for løsninger der fusjon kan være preferert
3. Dersom transaksjoner som omfatter mindre enn 100% av aksjene er aktuelt, kan det være hensiktsmessig å begrense andelen til 33,3%
 - Åpner for private investorer ved kraftproduksjon¹
 - Sikrer at Øvre Eiker beholder kontroll over beslutninger på generalforsamling / vedtekter
 - Det kan være noe høyere rabatt som må innvilges ved salg av for eksempel 15% enn 49%, men mest sannsynlig vil dette oppveies av økt likviditet i de gjenværende aksjene og en høyere fleksibilitet for eier fremover
4. Kraftnett og fibernett er kandidater for fusjon
 - Regional virksomhet med geografisk avhengighet
 - Stordriftsfordeler og synergier ved integrasjon
 - Åpner for at kommunen kan videreføre finansielt eierskap med en antakelse om at fremtidig avkastning kan gi høyere verdi over tid enn salg av aksjene i dag
 - For Strøm og Produksjon ligger det ikke noe strategisk eller kostnadsmessig rasjonale for fusjon
5. Salg av virksomhet (innmat) fremstår ikke som hensiktsmessige løsninger
 - Kan ikke se vesentlige risikoforhold som medfører at transaksjonspartnerne vil foretrekke innmat fremfor aksjekjøp
 - Utløser skatt på realisering (antar verdier som overstiger bokførte, skattemessige størrelser)
 - Dersom interessenter kun ønsker å overta eiendeler (som strømkunder, rent kraftnett el), er det mer hensiktsmessig å skille ut eiendelene til nytt aksjeselskap og deretter selge aksjer i disse
 - Merverdien som oppstår ved slikt utskillelse og påfølgende salg vs salg slik selskapet står i dag, må oppveie den kostnaden konsernet må bære for å håndtere ansatte og/eller avvikling av selskapet som blir gjenværende
 - Strømselskapet er såpass lite at et salg av innmat (kundeavtalene) kan vise seg rasjonelt eller være et krav fra kjøper

22 ¹ Begrensningen gjelder ikke småkraft, mest sannsynlig heller ikke kraftrettighetene

Innhold

01 | Øvre Eiker Energi-konsernet og bakgrunn

02 | Konklusjoner fra verdivurdering

03 | Redegjørelse for ulike transaksjonsformer

04 | Konkretisering og vurdering av ulike strategiske alternativer

05 | Dialog med interessenter og anbefaling

06 | Juridiske problemstillinger

07 | Vedlegg

- Oppsummering av verdivurdering pr selskap (separat rapport foreligger)
- Sammenstilt kontantstrøm til egenkapital pr selskap

Omfang av strategiske alternativer etter verdivurdering og vurdering av ulike transaksjonsformer

Objekt	Fusjon	Virksomhets- overdragelse	Salg av aksjer		
			100%	Majoritet	Minoritet
Konsernet					
ØE Energi AS (produksjon)					
Avtaler om gjeldsbrevkraft (ØE)					
Hellefoss Kraft AS			100% av ØEs aksjer (33,3%)		
ØE Nett AS					
ØE Strøm AS					
ØE Fibernett AS					
Fiberselskapet AS					

- Ref møte 15.3 vil eventuelt salg av kraftrettigheter gjøres som salg av aksjer i et produksjonsselskap (med eller uten egne kraftverk) etter skille fra øvrig virksomhet i ØE Energi AS
- På bakgrunn av dette tas «Avtaler om gjeldsbrevkraft» bort fra bort fra tabellen som et eget alternativ i det videre arbeidet med alternativene: avtalene vil inngå i et eventuelt produksjonsselskap
- Virksomhetsoverdragelse for Strøm skal i utgangspunktet ikke være hensiktsmessig grunnet skatteulemppe: det kan imidlertid være en enkel løsning eller kreves fra kjøpers side

Konkretisering av ulike strategiske alternativer

1	Salg av aksjer på konsern-nivå	• Salg av aksjer i konsernet samlet (aksjer i morselskapet) - 100% - Minoritet inntil 33,33% - (49% som mulig alternativ)
2	Salg av hele datterselskaper	• Separat salg av aksjer i ett eller flere datterselskap til en eller flere ulike kjøpere (Nett, Strøm, Fibernett) • Eventuell omstrukturering av ØEE og salg av separat produksjonsselskap • Restrukturering av adminfunksjoner i ØEE og tilpasning til gjenværende virksomhet i konsernet / avvikling
3	Salg av minoritetsposter i datterselskaper	• Salg av aksjer i Produksjon, Nett eller Fibernett • Salg av aksjer i Strøm: Omfang av virksomheten er for lite til at det er interessant med et delsalg
4	Salg av aksjer i tilknyttede selskaper	• Salg av aksjer i Hellefoss Kraft AS • Salg av aksjer i Fiberselskapet AS: Må sees som en integrert del av Fibernett og separat salg er ikke aktuelt
5	Fusjon av relevante selskaper	• Fusjon av ØE Nett AS med egnet fusjonspartner • Fusjon av ØE Fibernett AS med egnet fusjonspartner

Et viktig spørsmål i forbindelse med de ulike alternativer over vil være konsernets evne til å tilpasse omfanget av aktivitet til de gjenværende virksomhetsområdene etter transaksjon

Øvre Eiker Energi konsern

- Salg av aksjer i konsernet som en helhet innebærer at det kun gjøres én samlet transaksjonsprosess, noe som kan redusere tidsbruk, kostnader og omfang av beslutningsprosesser for eier. Samtidig innebærer en transaksjon på konsernnivå en samlet løsning for alle selskapene i konsernet, samtidig som konsernet som sådan opprettholder en fleksibilitet i forhold til strategi for de ulike datterselskapene fremover
- På den annen side er det ikke nødvendigvis slik at verdien selger oppnår på konsernnivå er høyere enn verdien av hvert enkelt selskap individuelt. Dette fordi ulike interessenter kan ha høyest betalingsvilje for ulike deler av konsernet
- Får å maksimere verdien av konsernet mener vi at en forutsetning er at kjøper kan
 1. Integrere nettselskapet med egen virksomhet og hente ut synergieffekter
 2. Rasjonalisere bort dagens administrasjonskostnader i Øvre Eiker Energi
- For å oppfylle disse forutsetningene vil det være nødvendig å selge 100% av aksjene i konsernet til en industriell aktør
- Salg av 49,5% eller mindre andeler av aksjene forventes å ha liten interesse blant industrielle aktører, ettersom det vil innebære en finansiell investering og begrenset industrielt rasjonale. Det er imidlertid sannsynlig at enkelte industrielle aktører kan ønske å kjøpe en minoritetsandel som et strategisk tiltak for å redusere handlingsrommet til Øvre Eiker og legge til rette for å overta de resterende aksjene på et senere tidspunkt
- Finansielle aktører kan ha interesse for både deleierskap og 100% av aksjene (gitt at begrensning på privat eierskap innen produksjon ikke slår inn). De vil imidlertid ikke oppfylle forutsetningene over, og en slik transaksjon kan derfor ikke forventes å maksimere verdien for Øvre Eiker kommune

Eksempel aktuelle interessenter (salg)

- Glitre Energi
- Skagerak Energi
- Hafslund
- RingeriksKraft
- Midtkraft
- KLP
- Aquila Capital

Verdi

- Verdi estimert til MNOK
- Høyere verdi dersom det legges til rette for å kutte administrasjonskostnader i forbindelse med transaksjonen
- Rabatt ved salg av minoritetsandel antatt 10-30%.

Prosess

- Avklaring av interesse for salg av ulike eierposter i konsernet (100%, 49,5%, 33,3%) vil kunne gjøres raskt
- En helhetlig prosess som vil være ryddig og oversiktlig, men ikke nødvendigvis maksimerende med hensyn til verdi
- Det forventes liten interesse for deleierskap blant industrielle aktører
- Salg av aksjeposter over 33,3% på konsernnivå vil vesentlig redusere Øvre Eiker kommunes likviditet i de gjenværende aksjene og kommunens handlingsrom fremover
- Delsalg vil kreve at det etableres aksjonæravtale som regulerer minoritetsaksjonærens rettigheter

Øvre Eiker Energi AS (produksjon)

- Som redegjort for i verdivurderingen består Øvre Eiker Energi AS, som separat selskap fra resten av konsernet, av følgende verdielementer
 - Egne kraftverk
 - Avtaler om gjeldsbrevkraft
 - Avtale om andelskraft
 - Øvrig virksomhet (inkl bygg)
- Ved en transaksjon som omfatter produksjon må det forutsettes at de relevante eiendelene og forpliktelsene skilles fra øvrig virksomhet og inngår i en aksjetransaksjon for å unngå skatt og endringer i konsesjonsforhold
- Ved skille fra øvrig virksomhet vil selger maksimere transaksjonsverdien, da negativ verdi knyttet til administrasjon ikke inkluderes. Avhengig av øvrige endringer i konsernet kan et slikt skille innebære at administrasjonskostnadene kan tilpasses/reduceres
- Dersom Øvre Eiker Energi ikke lenger har behov for utnyttelse av bygget kan det være muligheter for å realisere verdien av dette, eventuelt med leieavtaler knyttet til øvrig, gjenværende virksomhet i konsernet. Verdi av bygget antas å ligge i området MNOK 20-25, basert på kostnadene knyttet til oppussing / utbygging i 2013-2014. Bygget er belånt i dag
- Det antas at det vil være lettere å finne en transaksjonspartner som er villig til å gi et kontant oppgjør for produksjon enn det er for nett
- Deleierskap kan være interessant for både industrielle og finansielle kjøpere. Begrensningen på privat eierskap (33,3%) gjelder ikke småkraft, som er i Vestfossen og Skotselv
- Det er usikkert om avtalene om kraftrettigheter kan overdras til en ny eier. Kraftrettighetene utgjør hoveddelen av verdiene. Det antas at avtalene om kraftrettigheter ikke faller inn under begrensning på privat eierskap i kraftproduksjon

Eksempel aktuelle interessenter (salg)

- Glitre Energi
- Skagerak Energi
- E-CO
- Hafslund
- Akershus Energi
- Midtkraft
- RingeriksKraft
- KLP
- Aqila Capital

Verdi

- Estimert verdi ca MNOK
- Egne kraftverk ca MNOK
- Kraftrettigheter ca MNOK
- Netto forpliktelser ca MNOK
- Admin ca MNOK
- Antatt rabatt 0-15% ved salg av minoritet sammenliknet med 100% samt bygg.

Prosess

- Avklaring av interesse for salg av produksjonsrelaterte eiendeler vil kunne gjøres raskt
- Gjennomføring av transaksjon vil kreve en omstrukturering i konsernet, der produksjonsaktiva skilles fra øvrig virksomhet i morselskapet relatert til administrasjon
- Ved salg av 100% til en industriell aktør antas det at Vassdragsteknisk Ansvarlig (VTA) ikke trenger å følge selskapet. Ved delsalg vil VTA mest sannsynlig måtte følge produksjonselskapet, og kostnadene forbundet med stillingen vil da komme til reduksjon av verdi (er definert under Admin i verdiene)

Øvre Eiker Nett AS

- Det finnes i dag ca 120 ulike nettselskaper i Norge. Nettdrift er i utgangspunktet en virksomhet med skalafordeler (gitt nødvendig tilpasning til spesielle geografier osv). Bransjen er monopolregulert og myndighetene legger opp til en rasjonalisering og sammenslåing av selskaper.
- Verdiskapning i bransjen er langsiktig og kapitalkrevende. Foruten Hafslunds kjøp av nett fra Fortum, har transaksjoner i bransjen stort sett skjedd som fusjoner der eierne er med videre
 - Lokalpolitisk er det ofte et ønske om å videreføre eierskap til lokal infrastruktur
 - kraftbransjen generelt har store investeringsbehov innen produksjon og vedlikehold av nett, samtidig som kraftprisene er lave. Fusjoner uten direkte kapitalutlegg for en kjøper har derfor vært enklere å få i stand enn rene salg
- Ved transaksjoner innen nett er integrasjon av nettene og uthenting av synergieffekter vesentlige faktorer
 - Sannsynlige transaksjonspartnere har en geografisk nærhet til nettet
 - Kjøp av 100% av aksjer eller fusjon er foretrukne transaksjonsformer
 - Industrielle aktører, som andre nett- eller kraftselskaper, vil ha liten eller ingen interesse for deleierskap, med mindre det er et nødvendig steg i en fremtidig transaksjon som omfatter alle aksjene
 - Finansielle aktører vil kunne ha interesse for deleierskap. Disse vil imidlertid ikke ha betalingsvilje for synergipotensiell eller strategiske forhold, samtidig som grensesnitt mot andre deler av konsernet (interpriser etc.) kan komplisere
- Av de angitte mulige transaksjonspartnere til høyre har alle, med unntak av Midtkraft, skilt ut entreprenør fra nettselskapet. En fusjon kan derfor innebære at Øvre Eiker i forkant også må gjennomføre en tilsvarende utskillelse. Etter et eventuelt salg slik selskapet står i dag, må en påfølgende omstrukturering påregnes. Dette kan medføre at verdien av aksjene reduseres noe

Eksempel aktuelle interessenter (salg/fusjon)

- Glitre Energi Nett
- Skagerak Nett
- RingeriksKraft Nett
- MidtKraft
- NorgesNett / NorgesNett Holding

Verdi

- Verdi estimert til MNOK Antatt rabatt ved salg av minoritet på 20-40% sammenliknet med 100%

Prosess

- Avklaring av interesse for salg av aksjene eller fusjon vil kunne gjøres raskt uten vesentlige tiltak i forkant
- En avklaring av betingelser ved mulig fusjon, og estimering av fremtidig verdiskapning, vil kreve aktiv dialog med partner over lengre tid
- Hvorvidt det finnes kjøpere av 100% av aksjene i selskapet mot kontant vederlag er uklart. Det antas at de nærliggende aktørene vil foretrekke en fusjonsløsning eller salg med oppgjør i aksjer i kjøpers nettselskap (krysseierskap)
- Etablering av krysseierskap vil innebære håndtering av en rekke grensesnitt mellom selskaper og eiere, og vil redusere handlefriheten til Øvre Eiker og likviditeten i eierposisjonene
- Transaksjon kan medføre behov for restrukturering, der entreprenør skilles ut fra nettselskapet

Øvre Eiker Strøm AS

- Generelt er det et fungerende marked for kundeporteføljer innen kraftomsetning til sluttkunde. Transaksjonsverdier spenner fra under 1000 til over 2000 pr kunde, mye avhengig av marginer (produktmix) og kundestabilitet
- Kraftomsetning er en ikke-stedbundet virksomhet med skalafordeler: et etablert kundesenter kan for eksempel håndtere flere kunder og mange prosesser er automatisert eller selvbetjent. Dette innebærer at en mulig kjøper primært vil være interessert å kjøpe selve kundeavtalene og ikke nødvendigvis aksjeselskapet med ansatte og drift som sådan
- Et direkte salg av kundeavtaler vil utløse skatt på vederlaget, og det kan i stedet være hensiktsmessig å skille ut avtalene i et nytt selskap eller flytte ansatte ut av selskapet og deretter selge aksjene. Forpliktelse overfor ansatte og en eventuell avviklingskostnad må sees opp mot vederlaget som kan oppnås ved isolert salg av kundene fremfor aksjeselskapet som en helhet
- For Øvre Eiker Energi AS vil et salg av aksjeselskapet som det står være den enkleste løsningen, og forskjellen i netto vederlag etter eventuelle restrukturerings-kostnader i forkant eller etterkant av en utskillelse av kundene som salgsobjekt, antas å være begrenset

Eksempel aktuelle interessenter (salg)

- Fjordkraft (BKK, Skagerak Energi, Statkraft)
- NorgesEnergi (Hafslund) / Hafslund Strøm
- LOS (Agder Energi)
- Glitre Energi Strøm
- RingeriksKraft
- Midtkraft

Verdi

- Verdi estimert til MNOK

Prosess

- Avklaring av interesse for salg av 100% av aksjene eller kundemassen vil kunne gjøres raskt
- Et salg kan kreve en restrukturering, der kundeavtalene isoleres som et salgsobjekt i et aksjeselskap og selger tar kostnad knyttet til omstilling/ansatte/avvikling. Alternativt gjøres et innmatssalg som vil utløse skatt
- I forbindelse med eller som forberedelse til et salg kan det være aktuelt å flytte ansatte fra Strøm til Nett og leie tilbake tjenester på kortsiktig kontrakt. Dette kan være hensiktsmessig dersom økningen i vederlag for aksjene oppveier kostnaden knyttet til videreføring av de ansatte i nettselskapet
- Det bemerkes at to av de ansatte i strømselskapet i dag leverer tjenester til nettselskapet, og at det i lys av nye rammebetingelser og forsyningsforskriften uansett kan være hensiktsmessig å flytte disse tilbake til nettselskapet. Dette vil imidlertid påvirkes av hvilken løsning man lander på med hensyn til eierskap i Nettselskapet

Øvre Eiker Fibernet AS og aksjeposten i Fiberselskapet AS

- Øvre Eiker Fibernet AS eier fiberinfrastruktur i et strategisk interessant område, med nærhet til Drammen og knutepunkt mot Modum og Kongsberg. Det forventes at en mulig transaksjon vil få interessenter på banen både med hensyn til salg og fusjon
- Samtidig har selskapet en langsiktig avtale med NextGenTel som gir NextGenTel fortrinnsrett på fibernet for kundeaksesser utover etablerte avtaler på mørk fiber. Denne fortrinnsretten gjelder til 2025 og vil virke dempende på interesse fra mulige kjøpere, ettersom disse ikke får kontroll med sluttkundene i nettet. Nettet kan likevel ha en strategisk verdi for mulige kjøpere da det gir eierskap til den langsiktige infrastrukturen og kontroll med denne gjør at vekst og etablering av ny infrastruktur i området kan gjøres mer rasjonelt

- Når det gjelder mulig salg av minoritetspost i selskapet, må rasjoalet for dette være at en finansiell medeier kan frigjøre noe egenkapital for ØE gjennom salg av aksjer, samtidig som Øvre Eikers kapitaleksponering fjernes reduseres. Med tanke på den relativt lave egenkapitalverdien vil et vederlag ved salg av minoritet utgjøre et begrenset beløp, samtidig som investeringsstakten fjernes i følge selskapets forretningsplan er lav (fra 4 mill pr år i 2017 til 1 mill pr år deretter). Salg av minoritet som en selvstendig strategi synes på bakgrunn av dette å være lite hensiktsmessig. Eventuelt kan salg av minoritet være et nødvendig steg på veien mot et salg av 100%. Dette vil eventuelt avklares i de innledende fasene av en salgsprosess

- Selskapet kan foruten et mulig salg undersøke muligheten for å bygge opp en sterkere regional bredbåndsaktør gjennom fusjon med aktører som Ringeriks-Kraft Nett og MidtKraft som også er netteiere. Disse selskapene er imidlertid i likhet med Øvre Eiker Energi kommunalt eid¹ og det er et spørsmål om en vesentlig satsing utover egne kommunegrenser er aktuelt i tillegg til det markeds samarbeidet som allerede finnes gjennom Fiberselskapet AS

- En annen mulig fusjonspartner kan være Fiber1, som har vist en mer ekspansiv strategi enn Ringeriks-Kraft og MidtKraft, blant annet gjennom forsøk på etablering i Modum kommune. Viken Fiber sitter som direkte eier i selskapet, samtidig som Glitre Energi er indirekte eier gjennom Hadeland Energi. Det kan således være at Øvre Eiker er definert utenfor Fiber1s interesseområde, men innenfor Viken Fibers interesseområde

Eksempel aktuelle interessenter (salg)

- Viken Fiber (Lyse Fiberinvest, Glitre Energi)
- Canal Digital (Telenor)
- Get
- (NextGenTel)

Eksempel aktuelle interessenter (fusjon)

- Fiber 1 (Hadeland Energi, Lier Energi Holding og Viken Fiber)
- Ringeriks-Kraft Nett
- MidtKraft

Verdi

- Verdi estimert til MNOK inkludert aksjene i Fiberselskapet AS. Rabatt ca 10-30% ved salg av minoritetspost
- Vanskelig å se rasjonale eller interesse for deleierskap

Prosess

- Avklaring av interesse for salg av 100% av aksjene eller fusjon vil kunne gjøres raskt uten vesentlige tiltak i forkant. Avtalen med NextGenTel kan virke dempende på interesse
- En avklaring av betingelser ved mulig fusjon, og estimering av fremtidig verdiskapning, vil kreve aktiv dialog med partner over lengre tid
- Grunnet lav egenkapitalverdi vil Øvre Eiker kommune få en relativ lav eierandel i et bytteforhold
- Måsetningen med en fusjon vil være å bygge noe større innenfor en kapitalkreverende bransje. Et fusjonert selskap vil på bakgrunn av dette forventes å måtte ta opp ytterligere lån eller kreve egenkapitalinskudd fra eierne, og verdiskapningen vil gjøres i et langsiktig perspektiv

Aksjeposten i Hellefoss Kraft AS

- Aksjene i Hellefoss Kraft AS antas å være relativt lett omsettelige, men til en usikker pris. Dette grunnet selskapets lave lønnsomhet og omfattende forestående rehabiliteringsarbeider i kraftstasjon Vest som foreløpig ikke er klart definert eller besluttet
- Samtidig er eierandelen til ØE 33,3%, altså akkurat ikke tilstrekkelig innflytelse til å ha negativt flertall
- I henhold til aksjeloven har de to øvrige aksjonærene, Glitre Energi Produksjon og Modum Kraftproduksjon, forkjøpsrett til aksjene. Videre er eierskapet underlagt en aksjonæravtale, som blant annet inneholder følgende:
 - Overdragelse av aksjene til tredjemann krever de øvrige aksjonærenes samtykke. Samtykke kan ikke nektes uten saklig grunn
 - Partene har rett til å delta forholdsmessig i et salg som gjennomføres av en av aksjonærene
 - De parter som ønsker å være med på et fellessalg treffer i fellesskap beslutning om salgsprosess og valg av rådgivere
 - Ny aksjeeier må tiltre avtalen
- Overstående forhold antas å være verdidempende, og en realistisk minoritets/likviditetsrabatt antas å være i størrelsesorden 10-15%
- Omfanget av transaksjonspartnerne vil primært være de to øvrige aksjonærene (Glitre og Modum Kraftproduksjon). Videre åpner eierposten på 33,3% for at transaksjon med private aktører kan være aktuelt (som for eksempel Aquila Capital)
- De øvrige aksjonærene kan imidlertid stanse et salg til privat aktør på bakgrunn av at dersom ØE gjør dette vil det fjerne muligheten for at de selv kan gjøre det. Eventuelt kan de andre aksjonærene delta i salgsavtalen i henhold til eierandel, slik at hver eier ender med å selge 11,1% til en privat aktør fremfor at ØE selger hele sin post på 33,3%

Eksempel aktuelle interessenter (salg)

- Glitre Energi
- Modum Kraftproduksjon
- Midtkraft
- Skagerak Energi
- E-CO
- Hafslund
- Akershus Energi
- RingeriksKraft
- KLP
- Aquila Capital

Verdi

- Verdi estimert til MNOK etter rabatt på 10-15% ved salg av minoritetspost

Prosess

- Avklaring av interesse for salg av Øvre Eiker Energis aksjepost vil kunne gjøres raskt
- En salgsprosess knyttet til aksjene vil være oversiktlig og ryddig ettersom objektet er klart definert og det ikke er noen avhengighetsforhold til ØE-konsernet
- Usikkerhet knyttet til fremtidige investeringer kan redusere verdi
- Aksjonæravtalen kan gjøre det vanskelig å selge ØEs aksjepost til en privat aktør

Oppsummering etter vurdering av ulike alternativer

Objekt	Fusjon	Salg av aksjer	
		100%	Minoritet
Konsernet	Ikke aktuelt – intet rasjonale	Estimert verdi ca MNOK Kutting av adm. funksjoner og VTA kan øke verdiene med ca MNOK og frigjøre bygget (verdi ~MNOK 23?) (Ikke mulig ved deisalg). Flere interessenter, én samlet prosess. Den samme kjøperen har ikke nødvendigvis høyest betalingsvilje for alle deler av konsernet.	Salg av poster over 33,3% vil vesentlig redusere eiers handlingsrom og likviditet i / verdi av gjenværende aksjer. Lav forventet interesse fra industrielle aktører. Rabatt på ca 10-30% sammenliknet med 100%. Salg av hele datterselskap og / eller aksjepost i Hellefoss kraft kan være mer rasjonelt.
ØE Energi AS (produksjon)	Ikke aktuelt – intet rasjonale	Estimert verdi ca MNOK. Egne kraftverk ca MNOK. Kraftrettigheter ca MNOK Netto forpliktelser ca MNOK Admin ca MNOK, samt bygg. Antatt god interesse og oversiktlig prosess. Krever omstrukturering og samling av prod. aktiva med tilhørende forpliktelser i eget AS.	Antatt god interesse også for minoritetsandeler. Betydning av strategisk kontroll med selskapet er begrenset (spesielt gjelder dette kraftrettighetene). Antatt rabatt på 0-15% sammenliknet med 100% ved salg av minoritet. Konsernet må mest sannsynlig opprettholde flere admin. funksjoner ved deisalg vs salg av 100%
Hellefoss Kraft AS	Ikke aktuelt – intet rasjonale	Estimert verdi ca MNOK Oversiktlig og ryddig salgsprosess Relativt rask avklaring Forventet god interesse, men usikker verdi	Ikke aktuelt – intet rasjonale
ØE Nett AS	Forventet stor interesse for fusjonsløsning. Glitre Energi Nett antas å ha størst synergi/potensiale. Avklaring av betingelser for fusjon og forventing til utbytte etc. vil kreve lang prosess.	Verdi estimert til ca MNOK Strategisk beliggenhet – flere interessenter. Usikker mulighet for å oppnå kontant vederlag. Fusjon er mest vanlig transaksjonsform i bransjen. Kan være behov for å skille ut Entreprenør.	Industrielle aktører vil ha liten eller ingen interesse for deleierskap. Finansielle aktører vil kunne ha interesse for deleierskap, men vil ikke ha betalingsvilje for synerger eller strategiske forhold. Grensesnitt mot konsernet kan komplisere.
ØE Strøm AS	Ikke aktuelt – intet rasjonale	Estimert verdi ca MNOK Flere interessenter og relativ rask avklaring. Primær interesse for kundene og ikke drift. Restrukturering / reduksjon av ansatte i forkant kan øke verdi. Salg av kundene (innmat) utløser skatt, men kan være rasjonelt eller krav fra kjøper.	Ikke aktuelt – intet rasjonale
ØE Fibernet AS	Usikker interesse for å bygge opp en regional netteier på tvers av kommunegrenser. Lav egenkapitalverdi tilsier lav eierandel i et bytteforhold. Fusjon krever mye prosess - verdt bryet? Satsing vil medføre høyere investeringer.	Estimert verdi ca MNOK Avtale med NextGenTel kan redusere interesse fra aktører som Viken Fiber, Canal Digital og GET. Nextgentel har strategi som operatør, ikke netteier. Relativt rask avklaring og prosess.	Rasjonale må være å realisere verdi og dele finansiell risiko. Lav verdi og lave forventede investeringer fremover underbygger ikke dette. Ingen åpenbare interessenter for deleierskap.

Basert på analysen som er foretatt vurderer DHT følgende alternativer som mest hensiktsmessige for Øvre Eiker kommune

1	Salg av aksjer på konsern-nivå	• Salg av aksjer i konsernet samlet (aksjer i morselskapet) - 100% - Minoritet inntil 33,33%
2	Salg av hele datterselskaper	• Separat salg av aksjer i ett eller flere datterselskap til en eller flere ulike kjøpere (Nett, Strøm, Fibernett) • Eventuell omstrukturering av ØEE AS og salg av separat produksjonsselskap • Restrukturering av adminifunksjoner og tilpasning til gjenværende virksomhet / avvikling i Øvre Eiker Energi AS
3	Salg av aksjer i tilknyttede selskaper	• Salg av aksjer i Hellefoss Kraft AS
4	Fusjon av relevante selskaper	• Fusjon av ØE Nett AS med egnet fusjonspartner

Kommentar til alternativene

1. Salg av 100% av konsernet til én kjøper er ikke nødvendigvis verdimaksimerende. Det kan være mer rasjonelt å selge 100% av utvalgte datterselskap/tilknyttede selskap enn å selge minoritetsandel i konsernet
2. Salg av Strøm og Fibernett er sannsynligvis de minst kontroversielle alternativene, men også de som realiserer lavest verdi
3. Aksjene i Hellefoss kraft kan ha en høy verdi
4. Fusjon av nettselskapet kan gi et godt utbyttegrunnlag på sikt. Kommunen vil i så fall være en ren finansiell investor uten vesentlig innflytelse

Strategiske alternativer på kort eller lang sikt

- Verdivurderingene som er utarbeidet er basert på en nåverdiverdimetodikk som priser verdien av fremtidig kontantstrøm i forhold til den risikoen som må bæres på veien for å realisere kontantstrømmen
- Som utgangspunkt reflekteres verdien av fremtiden i en verdi i dag, og det er ikke slik at den samlede verdien til eier øker ved å skyve et salg fremover i tid fremfor å gjøre salget i dag
 - Kontantstrømmen som genereres for eier i perioden frem til et salg kan påvirke verdien ved salgstidspunktet
 - Kontantstrømmen som genereres for eier i perioden frem til et salg skal gi en kompensasjon for den risikoen som bæres i perioden (og denne risikoen innebærer en avkastning som er høyere enn risikofri bankrente)
 - Kontantstrømmen i perioden frem til salg må også kompensere for den risikofulle avkastningen eier alternativt ville hatt på kjøpesummen ved et salg
- Det samme gjelder i forhold til verdi av drift vs verdi av egenkapital
 - Å vente med salg kan gjøre at man kan nedbetale gjeld og øke egenkapitalverdi ved senere salg
 - Men i perioden frem til salg vil kontantstrøm som ellers ville vært priset av en kjøper tilfalle långiver. Som utgangspunkt blir dette nøytralt med hensyn til verdi
- Unntak fra dette, altså at en utsettelse av transaksjon kan øke verdi for selger, vil kunne skyldes to forhold:
 1. Forutsetningene som ligger til grunn for verdifastsettelse og forhandling med kjøper i dag vil etter en periode endres til selgers fordel, eller at utfallsrom og risiko tilknyttet disse reduseres
 2. Man bruker tid på å aktivt avklare vesentlige risikoforhold, som igjen gjør at en kjøper kan prise fremtidig utvikling høyere
- Med hensyn til forhold 1 må selger være mer optimistisk enn kjøper med hensyn til fremtid og vil «bevisse» dette
 - En verdifastsettelse eller forhandling i dag vil basere seg på best tilgjengelig informasjon / estimat, for eksempel med hensyn til kraftpris, rammebetingelser for nettselskap og lønnsomhet.
 - Dersom selger for eksempel har en tro på at reelle kraftpriser blir høyere enn det markedet ellers tror, vil det være rasjonelt å gjøre et veddemål i forhold til forutsetningene og utsette en transaksjon
- Med hensyn til forhold 2 vil det ofte ved transaksjoner være slik at selger har mer informasjon om salgsobjektet enn kjøper, og selger må redusere kjøpers oppfatning av risiko
 - Dersom det er vesentlige risikoelementer vil en kjøper alltid måtte ta høyde for et «worst case» scenario
 - Selger bør avklare og redusere så mange risikoelementer som mulig, slik at kjøper kan legge lavere risiko og dermed høyere verdi til grunn.
 - Rent konkret kan dette for eksempel være å avklare investeringsbehov i Hellefoss og Vestfossen knyttet til henholdsvis Stasjon Vest og flomluker. Avklaring av omfanget kan åpne for at kjøper kan øke verdien i en forhandling
 - Merk at en nærmere avklaring også kan gi et estimat på investeringer som er høyere enn antatt «worst case» i dag
- Både forhold 1 og 2 knytter seg til deling av risiko: selger velger å bære risiko fremfor at kjøper priser inn denne i transaksjonen, men utfallet av et slikt veddemål er ikke gitt
- Som et alternativ til å bruke tid for å avklare nøkkelforhold kan det være mulig å oppnå tilsvarende effekt ved å stille garantier i en salgsavtale

Øvre Eiker Energi AS kan som alternativ til å gjennomføre transaksjoner i hele eller deler av konsernet videreføre driften uten endringer i eierskap

Hovedmomenter i vurdering av endring i eierskap

- I vurderingen av transaksjoner gjør kommunen i realiteten en avveining av en mulig transaksjonsverdi i dag mot eierskap til den kontantstrømmen som forventes å generes til egenkapitalen fremover (etter betjening av gjeld)
- I tillegg til avveiningen mellom realisering av verdi i dag og forventet kontantstrøm, vil den økonomiske konsekvensen for kommunen ved uforandret eierskap i hovedsak relatere seg til følgende:
 - Administrasjonsfunksjonene i konsernet vil videreføres som et kostsenter i Øvre Eiker Energi. Disse kostnadene kan reduseres ved transaksjoner som omfatter store deler av konsernet, noe som tilsier at verdien ved et industrielt salg kan være høyere enn verdien av kontantstrøm ved videre drift som i dag
 - Kommunen vil ha en eksponering mot operasjonell, markedsmessig og finansiell risiko knyttet til konsernet fremover. Dette er usikkerhetsfaktorer som kan gi både oppsider og nedsider: men det å bære risiko har i utgangspunktet en kostnad (avkastningskrav)
 - Øvre Eiker Energi må selv forestå nødvendige tilpasninger til rammebetingelsene for drift av nettselskap
 - Kommunen vil ha strategisk kontroll over Øvre Eiker Energi, og kan realisere mulige oppsider gjennom strategisk og forretningsmessig utvikling av konsernet som gir høyere verdiskapning enn det som vil reflekteres ved transaksjoner i dag
 - Strategisk kontroll over konsernet kan medføre at kommunen indirekte har innflytelse på en type «Ringvirkingsregnskap» av konsernets drift. Hvordan et slikt regnskap kan påvirkes ved endringer i eierskap er imidlertid vanskelig å mene noe om før konkrete transaksjonssamtaler er innledet
- De overstående punktene vil også være relevant i en situasjon der kommunen velger å selge en minoritetsandel på konsernnivå

Oppsummering av særlig viktige spørsmål

- Mulighet for å redusere administrasjonskostnader
- Om eierne har tro på en høyere kraftpris enn forventningene kjøpere er villige til å prise i dag
- Forventninger til nødvendige investeringer i nett og produksjon fremover, herunder Vestfossen og Hellefoss Kraft
- Utvikling i rammebetingelsene og kompetansebehov for små nettselskaper fremover: hvorvidt nettselskapet er i stand til å opprettholde effektivitet og inntektsgrunnlag
- Om kommunen kan realisere et betydelig verdiskapningspotensial innen Fibernett gjennom økte investeringer på lang sikt

Aveining mellom mulig transaksjonsverdi i dag og kontantstrømmer fremover avhenger av eiers preferanser til risiko og langsiktighet i verdiskapningen

Kontantstrøm pr selskap - ØEs estimat					
MWOK	2017B	2018E	2019E	2020E	2021E

Kontantstrøm pr selskap - DHTs estimat									
MWOK	2017B	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Estimert EK-verdi

Samlet kontantstrøm ØE Konsern (uten tilknyttede selskap) - ØEs estimat					
MWOK	2017B	2018E	2019E	2020E	2021E

Samlet kontantstrøm ØE Konsern (uten tilknyttede selskap) - DHTs estimat									
MWOK	2017B	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E

- Øvre Eiker Energi utarbeidet høsten 2016 oppdaterte prognoser for perioden 2017-2021. Videre har DHT estimert fremtidige kontantstrømmer i forbindelse med verdivurdering av selskapene
- Tabellene over viser estimerte kontantstrømmer til egenkapital/aksjonær (kontantstrøm fra driften justert for renter og avdrag). Oversikten inkluderer ikke eventuelle låneopptak i estimeringsperioden, og er således et estimat på kontantstrømmen som genereres i driften av konsernet og som kan utgjøre et utbyttegrunnlag for aksjonæren for eventuelle nye låneopptak
 - DHT estimater er basert på dagens rentenivå for gjeld og kortsiktig gjeld er i kontantstrømmene forutsatt nedbetalt over 10 år med 3% rente
 - Pensjonsforpliktelser og kontantbeholdning er ikke reflektert i kontantstrømmene – disse utjevner hverandre delvis
 - Tallene er i nominelle størrelser og er ikke diskontert til nåverdi eller risikojustert
- Antatt egenkapitalverdi ved transaksjon i dag er vist i kolonne til høyre. Merk at verdi for Øvre Eiker Energi AS inkluderer en videreføring av administrasjonskostnader som i dag og bruk av bygg; transaksjonsverdi av produksjonsdelen isolert med fradrag for forpliktelser i selskapet er estimert til
- DHTs estimater er mer positive enn ØEs med hensyn til produksjonsdelen. Korrigeret for avdrag på lån indikerer DHTs estimater en avkastning på pr år fra 2019. Dette er ikke høyt, spesielt gitt den finansielle risikoen knyttet til gjeld som eier bærer. ØEs estimater indikerer en avkastning på , pr år fra 2019

Detailjering av kontantstrøm pr selskap er gitt i vedlegg. For nærmere informasjon om beregningsgrunnlaget henvises det til separat verdivurdering

Nærmere om vesentlige risikofaktorer ved videre drift

- Med hensyn til kontantstrømmene fremover vil Øvre Eiker kommune ved videre eierskap påta seg risiko til både markedsmessige, operasjonelle og finansielle risikofaktorer
- De enkeltfaktorene som etter DHTs vurdering er de mest relevante er angitt til høyre
- Med hensyn til rammebetingelsene for nettdrift er dette en monopolvirksomhet som reguleres av NVE. Myndighetene er tydelige på at de ønsker en reduksjon av dagens ca 130 nettselskaper gjennom sammenslåinger, og reguleringsmodellen vil tilpasses for å oppnå målsetningene:
 - Fjerning av minimumsavkastning
 - Øker vekt på referansekostnader fremfor selskapets egne kostnader ved fastsettelse av inntektsrammer
 - Harmoniserte inntekt for å sikre at fusjon ikke medfører innteksttap

- DHT antar at reguleringsmodellen på nett i større og større grad vil favorisere de som klarer å hente ut synergieffekter og skalafordeler og automatisere drift. Dette gir en usikkerhet knyttet til rammebetingelser som kan gjøre at verdien av mindre nett på sikt vil være synkende
- Ny teknologi, spesielt mot sluttbruker, vil videre skape et investerings- og kompetansebehov som det kan være lettere å realisere og utvikle i større enheter eller gjennom samarbeidsmodeller:
 - Håndtering av +kunder
 - Effektiv bruk av data fra AMS
 - Økende grad av digitalisering

Viktige risikofaktorer knyttet til kontantstrømmene

- **Prisutvikling på kraft.** Som angitt på verdivurderingens side 19 har prisforventningene meget stor betydning for verdien av kraftproduksjon. I DHTs kontantstrømmer er det benyttet et basisestimat fra Markedskraft. Erfaringsmessig har dette vært litt for optimistisk. ØE har benyttet et lavere estimat i sine prognoser
- **Reelle investeringer fremover.** Både produksjon, kraftnett og fibernett er kapitaltunge virksomheter med langsiktig infrastruktur. Investeringer er i kontantstrømmene basert på estimater fra ØE og erfaringstall for produksjon. Det er varslet et investeringsbehov i Vestfossen og Hellefoss kraft (+100 mill?) som ikke er endelig fastlagt. Et reelt investeringsbehov som avviker fra forventet nivå kan ha stor verdikonsekvens
- **Lånebetjening og rentenivå.** I DHTs beregning er det lagt inn en videreføring av dagens rentenivå, samt at eksisterende lån fornyes på forfall (flere av lånene har 15-20 års nedbetalingstid, men kun 5 års løpetid). ØEs estimater tar høyde for noe høyere rente. Endringer i rentenivå eller avdragsprofil er en vesentlig finansiell risiko
- **Rammebetingelser for nettdrift.** Reguleringsmyndigheten har en målsetning om å skape større enheter og legge til rette for en restrukturering, som kan gjøre det svært krevende for en liten aktør på sikt
- **Kompetansebehov mot sluttbruker.** Innen nettdrift utløser ny teknologi og nye kundeformer kompetansemessige behov som kan være utfordrende å dekke på egenhånd

Tilpasning til selskapsmessig og funksjonelt skille

- Som en del av rammebetingelsene for nettdrift vil det innføres et selskapsmessig og funksjonelt skille, som beskrevet på side 7 i denne rapporten
- Forskrifter er som påpekt under utarbeidelse og omfanget er således ikke 100% kjent. Videre har ØE påpekt at det må det gjøres enkelte tilpasninger for å være i overensstemmelse med forsyningsforskriften for nettselskapet
- I en situasjon med videre eierskap i dag legges det til grunn at følgende hovedtiltak må gjennomføres:
 - Nettselskapet må avvikle salg av konkurranseutsatte tjenester. Dette gjelder både konserninternt og eksternt; for eksempel vedlikehold i produksjon eller drift av gatelys.
 - Konkurranseutsatte tjenester har et estimert driftsresultat på KNOK 600-700 pr år fremover som bortfaller. Utvalgte ansatte i nett må evt flyttes til Produksjon eller Fibernet for å erstatte tjenesteleveranser fra Nett
 - Alternativt må entreprenør skilles ut fra nettselskapet og konkurrere om å levere tjenester til nettselskapet på linje med andre leverandører
 - Interne tjenester som nettselskapet kjøper må konkurranseutsettes. Med Elhub og felles fakturering må man rydde opp i grensesnittet mellom Nett og Strøm, og kundedekontakt i Nettselskapet kan reduseres til et minimum
 - Produksjon må skilles fra Øvre Eiker Energi og inngå som et datter- eller søsterselskap
 - Mulige endringer i formelle lederstillinger og styrer, da leder i nett ikke også kan være leder i konkurranseutsatt virksomhet og styrer må skilles dersom funksjonelt skille innføres som forespeilet

Antatte omstillingskostnader

- Omfang av omstillingsarbeid antas å være relativt begrenset, såfremt Entreprenør ikke skilles ut fra nettselskapet
- En utskillelse av Entreprenør og oppbygning av dette som et selvstendig konkurrerende selskap vil være en mer tid- og kostnadskrevende prosess. Dette kan imidlertid være et strategisk verdutviklende tiltak, samtidig som konkurranseutsetting av tjenester i nettselskapet kan gi en gevinst gjennom lavere kostnadsgrunnlag
- Nødvendige tilpasninger, uten utskillelse av Entreprenør, antas å utgjøre omkring MNOK 2-3 fordelt over 2 år
- I en transaksjonssituasjon er det på bakgrunn av mottatte tilbakemelding fra mulige interessenter ingen forutsetning at nødvendige tilpasninger er gjort i forkant av transaksjon, men det kan medføre noe høyere verdi dersom dette er tilfelle. Som et minimum bør grensesnittene mellom de ulike selskapene være tydelig avklart

Strategisk og forretningsmessig utvikling av konsernet

Driftsmessige grep som ledelsen i Øvre Eiker Energi ser for seg å gjennomføre

- | | |
|--------------------------------|---|
| Øvre Eiker Energi / Produksjon | <ul style="list-style-type: none"> • Opprettholde daglig ledelse og fellestjenester på konsernnivå • Fokus på HMS, IT og Innkjøp, men usikkert om dette bør ligge i datterselskap eller morselskap • Konsernstruktur med Produksjon som eget datterselskap er planlagt fra 1.1.2018 • Egne kraftverk drives primært av eget personell i dag : må vurdere om det må bygges opp en driftsorganisasjon med ansatte som flyttes fra nettselskapet eller om driftstjenester bør kjøpes inn fra for eksempel Glitre • Videreføre egen VassdragsTeknisk Ansvarlig, men vurdere om tjenestene bør kjøpes inn på sikt |
| Nett | <ul style="list-style-type: none"> • Videreføre Entreprenør som en del av Nettselskapet, men tilpasse bemanning til å dekke ca 70% av årlig arbeidsmengde. Resterende kjøpes inn fra ekstern leverandør • Inngå samarbeid med andre nettselskaper for å bygge opp kompetanse på bruk av AMS-data, nettnytte og smarte nett • Inngå samarbeid med andre nettselskaper for å sikre drift og beredskap gjennom døgnbemannet driftssentral. Her vil Glitre eller Ringeriks-Kraft være mulige samarbeidspartnere |
| Strøm | <ul style="list-style-type: none"> • Selskapet har en høy markedsandel lokalt, men er allikevel ganske lite • Det kan uansett være rasjonelt å selge ut denne virksomheten; dette avhenger av hvilke investeringer som må gjøres i forbindelse med Elhub etc. |
| Fibernet | <ul style="list-style-type: none"> • Omfanget av dagens drift kan videreføres uten tunge investeringer • Overføre ansatte fra Nettselskapet eller kjøpe inn driftstjenester eksternt |

Mulige strategiske utviklingsområder fremover

- Med hensyn til strategiske utviklingsområder er det flere områder som i utgangspunktet kan være aktuelle
 - Økt eksponering mot Produksjon gjennom for eksempel kjøp av aksjer i Hellefoss Kraft AS
 - Forsterket satsing på Fibernett i konkurranse med andre aktører, også utover kommunegrensene
 - Etablering av eget Entreprenørselskap
- Fibernett er et meget interessant område, der behov for kapasitet vil være stadig økende. Det er også en bransje med stor konkurranse, der det ikke er rasjonelt å bygge parallell infrastruktur der andre allerede er etablert. De siste kundene vil normalt være dyre å koble opp (lang avstand) og vil ha lengst tilbakebetalingstid: fokus bør ligge på å fortette kundegrunnlaget der man allerede har infrastruktur på plass. Økt kapasitet i trådløse teknologier kan redusere avkastning for netteiere på sikt
- Etablering av et eget Entreprenørselskap i samarbeid med Ringeriks-Kraft er tidligere utredet i forbindelse med strategiprosess i 2016. Ringeriks-Kraft har nå etablert Nettservice gjennom oppkjøp av Lier EI-Entreprenør, men det kan fremdeles være rom for å finne en samarbeidsmodell med Ringeriks-Kraft, eventuelt med deleierskap. Oppbygning av et eksternt konkurrerende Entreprenørselskap på egenhånd anses som lite aktuelt for Øvre Eiker Energi
- Satsingene over vil kreve tunge investeringer, noe konsernet ikke ser seg i stand til å bære på kort eller mellomlang sikt

Konklusjon:

Det er få strategiske utviklingsmuligheter som synes realistisk å etterfølge på kort eller mellomlang sikt. Primær fokus for Øvre Eiker Energi vil være på å tilpasse konsernet til gjeldende rammebetingelser og søke å opprettholde effektivitet i nettselskapet, blant annet gjennom samarbeidsmodeller

Innhold

01 | Øvre Eiker Energi-konsernet og bakgrunn

02 | Konklusjoner fra verdivurdering

03 | Redegjørelse for ulike transaksjonsformer

04 | Konkretisering og vurdering av ulike strategiske alternativer

05 | Dialog med interessenter og anbefaling

06 | Juridiske problemstillinger

07 | Vedlegg

- Oppsummering av verdivurdering pr selskap (separat rapport foreligger)
- Sammenstilt kontantstrøm til egenkapital pr selskap

Interessen spenner fra 100% av konsernet til deleierskap i datterselskaper.
Salg av minoritetspost kan være mulig, men vil kreve betydelig rabatt

Konsern 100%
Konsern minoritet
Produksjon
Nett
Strøm
Fiber
Kommentar

Oppsummeringen er basert på ikke-forpliktende samtaler med aktørene

Konklusjoner fra tilbakemelding fra utvalgte interessenter i forbindelse med strategiske alternativer

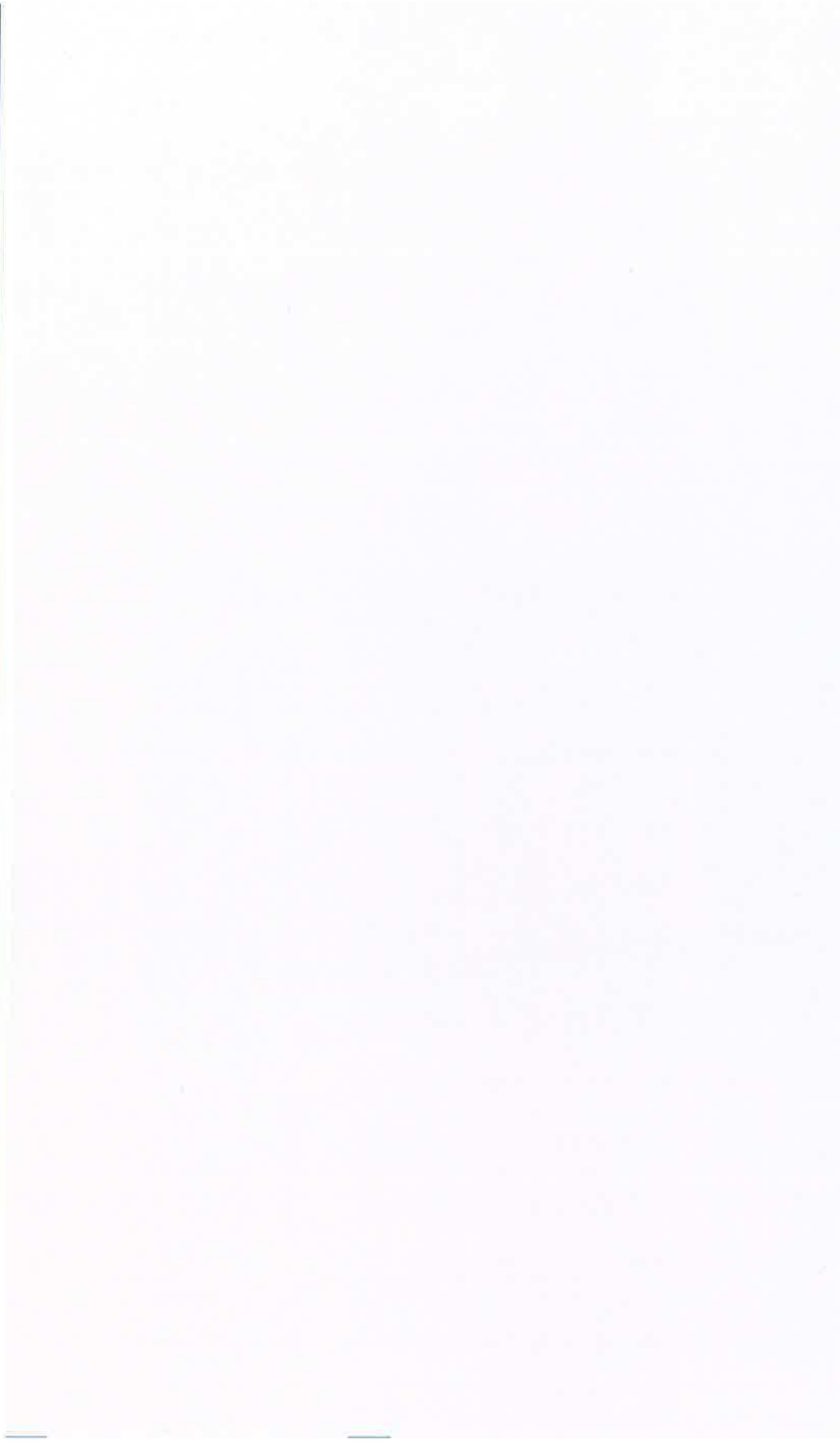
1. Ingen av de industrielle aktørene ønsker et minoritetseierskap i Øvre Eiker Energi AS. Eierskap under 33,4% er ikke aktuelt
 -
 -
 -
2. Flere aktører åpner for kjøp av 100% av konsernet eller alle datterselskapene
 - Det finnes finansielle aktører som ønsker å ta eierposisjoner under 33,4% (for eksempel KLP, som tar max 15%)
3. Blandet interesse for minoritetsposter i datterselskapene
 - Minoritet i Strøm er ikke aktuelt.
 - Minoritetseierskap på nett kan være aktuelt, men da med klare forutsetninger om å hente ut synergier.
 - Minoritetseierskap i kraftproduksjon kan være aktuelt for flere; her er det få synergier å hente, og heller et spørsmål om forvaltning og plassering fremfor industrielle løsninger.
4. Aksjene i Hellefoss Kraft AS kan være tungt omsettelige
 - Dagens medeiere har forkjøpsrett og trenger ikke delta i en eventuell salgsprosess: kan tre inn i et bud
 - Minoritet på 33,3%, forkjøpsretten og mulig vanskelig videresalg vil dempe interesse og prising fra andre
5. Aktørene er generelt fleksible og ønsker å få til industrielt gode løsninger og ivareta kommunens interesser
 - Åpent for oppgjør i både kontanter og i aksjer
 - Mulighet for at kommunen kan videreføre (finansielt) eierskap på holdingnivå i kjøper eller i fusjonert selskap
6. Salg av aksjene i nettselskapet er ikke ensbetydende med tap av arbeidsplasser i Øvre Eiker
 - Flere av interessentene påpeker viktigheten av at eventuelle endringer involverer de ansatte fra et tidlig stadium
 -
 -
7. Det er flere interessenter til de ulike delene av konsernet
 - Aktiviteten i området vil ikke gå ned, og det er underskudd av autorisert personell i bransjen
 - En strukturert prosess for å få frem de reelle verdiene av de ulike virksomhetsområdene i konsernet fremfor en eksklusiv prosess synes hensiktsmessig

Anbefaling til Øvre Eiker kommune

På bakgrunn av utredningsarbeidet og tilbakemeldingene fra utvalgte interessenter tegner det seg to hovedalternativer for mulige transaksjoner

1	• Starte en prosess for å selge en minoritetsandel på konsernnivå (under 33,3%) til en passiv, finansiell aktør - En finansiell eier vil kunne bidra til å profesjonalisere strategi- og rapporteringsarbeid i konsernet - Transaksjonen vil være relativt enkel og lite kontroversiell - Realisert verdi vil være forholdsvis lav	• DHTs vurdering er at en slik transaksjon ikke er den økonomisk mest fordelaktige løsningen - En slik transaksjon vil ikke skape noe industrielt: konsernet vil fortsette som før og administrasjon/tilpasning til rammebetingelser håndteres internt i konsernet - Det vil ikke være synergier eller strategiske faktorer som kan bidra til høyere pricing, og transaksjonen vil ikke realisere den høyeste mulige verdien av aksjene som selges - Eier må påregne en minoritetsrabatt, forhandling om aksjonæravtale og enighet om strategi fremover som grunnlag for transaksjon
2	• Starte en strukturert salgsprosess som omfatter 100% av aksjene i hvert enkelt datterselskap i konsernet, samt aksjene i Hellefoss Kraft AS - Prosessen gjennomføres med instruks om at det kan gis bud på ett eller flere selskaper - Skille av Produksjon og Øvre Eiker Energi AS bør forutsettes som en del av prosessen eller gjennomføres før prosessen	• Denne løsningen anbefales av DHT - Vil gi konkurranse på like vilkår mellom ulike interessenter, slik at reell markedsverdi synliggjøres for alle virksomhetsområdene - Åpner for «pakkeløsning» for flere selskaper, eller 100% av konsernet, dersom dette gir høyest verdi / best økonomi - Dersom det er selskaper/virksomhetsområder som ikke er aktuelt at omfattes av transaksjoner, kan disse holdes utenfor prosessen - Delsalg kan diskuteres etter mottatte indikative bud hvis ønskelig
	• Etter mottak av indikative bud vil kommunen ta et endelig valg om hvilken / hvilke transaksjoner som skal gjennomføres • Dersom prosessen knytter seg til datterselskapene vil kommunen i prosessen etter indikative bud fastsette transaksjonsform: - Oppgjør i kontanter, eller - Oppgjør i aksjer / finansielt eierskap i en større enhet, eller - Fusjon med helt eller delvis oppgjør i aksjer i den fusjonerte enheten • Dersom kommunen velger å selge seg ut av Nettvirksomheten, eller videreføre eierskap til Nett gjennom et finansielt eierskap i en større enhet, bør kommunen også selge ut Strøm og Fibernett. På denne måten kan administrasjonen i Øvre Eiker Energi AS strømlinjeformes og eventuelt tilpasses en forvaltning av Produksjon fremover	

Oppsummering dialog



Oppsummeringene er basert på ikke-forpliktende samtaler med aktørene

Oppsummering dialog

Oppsummering dialog

Oppsummering dialog

Oppsummering dialog

Oppsummeringene er basert på ikke-forpliktende samtaler med aktørene

Innhold

Relevante juridiske problemstillinger

- Omsettelighet av avtaler om kraftrettigheter
 - Mulig å overdra til ny juridisk enhet, eller må en transaksjon være basert på transaksjon av aksjer
 - Kan rettighetene falle bort dersom kommunens eierskap endres?
 - Underlagt begrensninger i forhold til privat eierskap?
- Særskilte avtaler om stillingsvern
 - Det foreligger en avtale internt om at ansatte som tidligere ble skilt ut fra morselskapet i forbindelse med konserndannelsen har rett til ansettelse i et av konsernselskapene igjen dersom de mister dagens stilling.
 - Dette er noe som kan være problematisk i forhold til en omstrukturering eller transaksjon
 - Det skal også foreligge en avtale i forbindelse med omdanning til AS at de ansatte kan ha rett til ansettelse i Øvre Eiker kommune
- Fremgangsmåte for omstrukturering dersom et rent «produksjonsselskap» skal inngå i en transaksjon
 - Utskillelse (fisjon) av øvrig virksomhet, eiendeler og forpliktelser til nytt morselskap
 - Produksjonsvirksomheten opprettholder det samme org.nummer (samme juridisk enhet) som tidligere
 - Påfølgende salg eller fusjon av produksjonsselskapet
 - Tilpasning av aktivitet i morselskapet til gjenværende virksomhet i konsernet
- Det er ulike avhengighetsforhold mellom konsernselskapene i form av internt salg av tjenester. Mulig hinder for transaksjoner?
- Selskapet har konsernkontoordning der ulike selskapene stiller garantier og pant. Transaksjoner kan således påvirke finansiering. Antas å være en formalitet
- Tydelig grensesnitt mellom produksjon, nett og fibernett med hensyn til eierskap til infrastruktur?
- Nye rammebetingelser for nettselskap og tilhørende forskrifter
 - Gitt endring i rammebetingelsene for nettselskap, er det slik at dagens organisering med produksjon i morselskapet uansett må endres til en ren konsernmodell med likestilte døtre?
 - Tjenesteleveranser fra Nett til andre deler av konsernet må sannsynligvis legges om / avvikles
 - Omorganisering av kundeservice som følge av forsyningsforskriften (kundeservice kjøpes for eksempel i dag inn fra Strøm uten konkurranseutsetting)

Øvre Eiker Energi AS - Oppsummert

Virksomhetsbeskrivelse

- Øvre Eiker Energi AS er et kraftproduksjonsselskap og samtidig morselskap i Øvre Eiker Energi-konsernet med konsernfunksjoner
- Selskapet eier og har konsesjon på drift av Vestfossen kraftverk og Skotselv kraftverk, bygget i henholdsvis 1984 og 1991. Vestfossen og Skotselv er elvekraftverk, men Vestfossen har en reguleringskapasitet i Fiskumvannet og Eikeren. Installert effekt er henholdsvis 2,8 og 1,0 MW
- Selskapet har gjennom avtaler evige rettigheter til gjeldsbrevkraft fra Mykstufoss¹ og Ramfoss² kraftverk.
- Selskapet har evig rett til andelskraft fra Døvikfoss kraftverk³. Mottatt gjeldsbrevkraft og andelskraft avregnes til selvkostpriser
- Selskapet kjøper i produksjonsvirksomheten tjenester fra Øvre Eiker Nett innenfor drift, vedlikehold og investeringer
- Som morselskap i konsernet bærer selskapet felles administrasjonsfunksjoner og tilhørende kostnader. Selskapet eier også et administrasjonsbygg som benyttes i egen virksomhet og leies ut til datterselskapene i konsernet. Årlig leie fra datterselskapene utgjør ca MNOK 1,1
- Daglig leder er Lars Øivind Andresen og selskapet har 5 ansatte
 - Daglig leder / adm dir.
 - Økonomi og HR: 3
 - Vassdragsteknisk ansvarlig
 - Driftsansvarlig kraftverk (innleid fra nett)

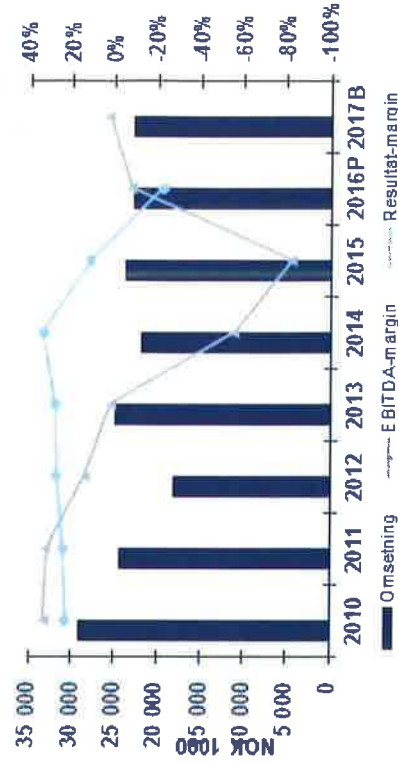
- Driftsresultatene i selskapet har de siste årene vært preget av først rehabilitering i Mykstufoss og deretter havari og rehabilitering av Døvikfoss
- Årsresultatet gjenspeiler mottatt konsernbidrag, primært fra nettselskapet
- I verdivurderingen er det de ulike delene av selskapet håndtert separat, for å vise en sum-of-the-parts vurdering.
- Aksjene i Hellefoss Kraft AS er behandlet separat og ikke inkludert i verdivurderingen av Øvre Eiker Energi her

¹ Eies av Glitre Energi Produksjon. Bygget 1964, installert effekt, 52MW, midlere årsproduksjon 280 GWh

² Eies av Ramfoss Kraftlag. Bygget 1961 og 1970, installert effekt 30MW, midlere årsproduksjon 170 GWh

³ Eies av Glitre Energi Produksjon. Bygget 1975, installert effekt 14MW, midlere årsproduksjon 108 GWh

Finansielle nøkkeltall



Nøkkel tall	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017B
Omsetning	24 285	18 091	24 955	21 913	23 832	22 858	22 911
EBITDA	7 727	2 506	480	(12 179)	(19 540)	(1 709)	699
Driftsresultat	5 999	790	(840)	(13 296)	(21 020)	(3 283)	(877)
Årsresultat	5 820	4 965	6 866	7 443	2 738	(5 157)	(3 405)
Vkst omsetning	-16,4 %	-25,5 %	37,9 %	-12,2 %	8,8 %	-4,1 %	0,2 %
EBITDA-margin	31,8 %	13,9 %	1,9 %	-55,6 %	-82,0 %	-7,5 %	3,1 %
Driftsmargin	24,7 %	4,4 %	-3,4 %	-60,7 %	-88,2 %	-14,4 %	-3,8 %
Resultatmargin	24,0 %	27,4 %	27,5 %	34,0 %	11,5 %	-22,6 %	-
Egenkapital	104 601	103 725	101 995	104 439	102 177	(245)	-
Langsiktig gjeld	17 702	16 601	16 812	35 799	65 166	60 125	-
Kortsiktig gjeld	29 922	15 145	23 894	25 141	20 971	1 218	-
Omløpsmidler	25 083	12 946	18 628	27 309	51 183	26 329	-

Verdiberegning kontantstrøm

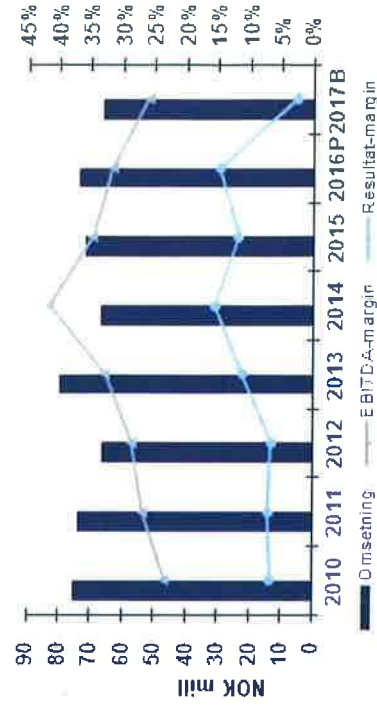
Øvre Eiker Nett AS - Oppsummert

Virksomhetsbeskrivelse

- Øvre Eiker Nett AS har konsesjon på bygging og drift av høyspent fordelingsnett for strøm i Øvre Eiker kommune, og er således underlagt bestemmelsene for monopolvirksomhet og reguleres av NVE. Selskapet er netteier
- Selskapet har 18 ansatte. Lars Øivind Andresen, som også er konsernsjef, er daglig leder i selskapet. Nettsjef er Jarle Mjøs
- Øvre Eiker Nett AS har historisk vist god lønnsomhet og har generert avkastning utover NVEs referanserente
- Foruten drift og utbygging av nett innen monopolvirksomheten forestår Øvre Eiker Nett AS også drift av gatelys i kommunen og leveranse av tjenester til kraftproduksjonen i Øvre Eiker Energi AS og fibervirksomheten i Øvre Eiker Fibernett AS
- Selskapet har i overkant av 9500 nettkunder
- I 2017 vil det gjøres betydelige investeringer i AMS-målere hos kundene

- Rammebetingelsene for nettvirksomhet er i endring grunnet innføring av funksjonelt og selskapsmessig skille. Forskrifter vedrørende dette er under utarbeidelse, og kan medføre krav om endringer i drift og organisering

Finansielle nøkkeltall



Nøkkeltall	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017B
NOK 1000							
Omsetning	74 034	66 670	79 797	66 909	71 781	73 812	66 480
EBITDA	19 905	19 055	26 227	27 862	25 032	23 407	17 345
Driftsresultat	8 464	7 054	13 633	14 717	12 231	11 354	3 931
Årsresultat	5 251	4 405	8 977	10 488	8 523	11 034	1 747
Vekst omsetning	-2,0 %	-9,9 %	19,7 %	-16,2 %	7,3 %	2,8 %	-9,9 %
EBITDA-margin	26,9 %	28,6 %	32,9 %	41,6 %	34,9 %	31,7 %	26,1 %
Driftsmargin	11,4 %	10,6 %	17,1 %	22,0 %	17,0 %	15,4 %	5,9 %
Resultatmargin	7,1 %	6,6 %	11,2 %	15,7 %	11,9 %	14,9 %	2,6 %
Egenkapital	93 764	96 009	99 226	93 148	84 684	92 739	-
Langsiktig gjeld	33 899	31 853	28 681	19 286	17 925	36 273	-
Kortsiktig gjeld	41 776	43 072	51 451	59 386	69 627	49 717	-
Omløpsmidler	28 400	30 634	37 062	24 417	23 978	26 592	-

Verdiberegning kontantstrøm

at
m

Øvre Eiker Strøm AS - Oppsummert

Virksomhetsbeskrivelse

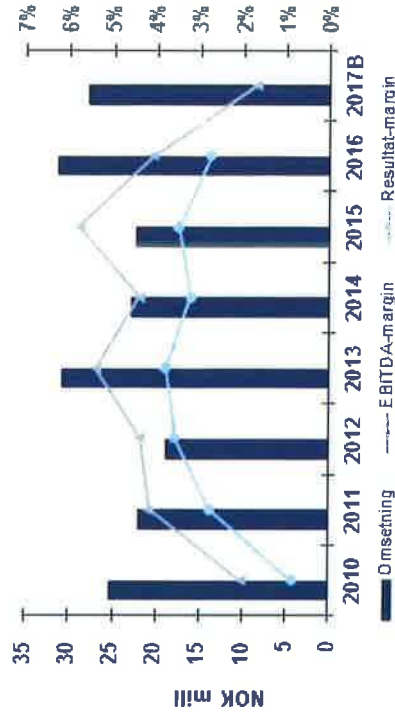
- Heleid datterselskap av Øvre Eiker Energi AS, opprettet i 2008
- Forestår salg av strøm gjennom tre strømprodukter:
 - Eiker Garantert Formøyd med pristak
 - Eiker Innkjøpspris, uten pristak
 - Eiker Trygg Innkjøpspris med forsikring
- Lokal strømleverandør til ca. 4 400 kunder. Målet for selskapet er minst 50 prosent av antall husstander og bedrifter i Øvre Eiker hvilket innebærer ca. 4 700 kunder
- Selskapets kunder forbruker ca. 70 GWh, dvs. omtrent tilsvarende konsernets produksjon

- I samarbeid med Midt-Kraft Buskerud tilbyr Øvre Eiker Strøm AS kjøp og installasjon av varmepumper til sine kunder

- Daglig leder er Kenneth Hansen og selskapet har 5 ansatte. Foruten innkjøp og salg av strøm forestås all registrering av flyttinger og endringer

- Strømselskapet leier ut kapasitet til Øvre Eiker Nett AS innen administrative oppgaver

Finansielle nøkkeltall



Nøkkeltall NOK 1000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017B
Omsetning	21 974	18 987	30 922	22 881	22 367	31 516	28 021
EBITDA	915	832	1 670	1 008	1 299	1 289	476
Driftsresultat	915	832	1 670	1 008	1 299	1 289	476
Årsresultat	610	678	1 174	739	782	869	-
Vekst omsetning	-13,7 %	-13,6 %	62,9 %	-26,0 %	-2,2 %	40,9 %	-11,1 %
EBITDA-margin	4,2 %	4,4 %	5,4 %	4,4 %	5,8 %	4,1 %	1,7 %
Driftsmargin	4,2 %	4,4 %	5,4 %	4,4 %	5,8 %	4,1 %	1,7 %
Resultatmargin	2,8 %	3,6 %	3,8 %	3,2 %	3,5 %	2,8 %	-
Egenkapital	3 213	3 891	5 065	4 934	4 655	5 524	-
Langsiktig gjeld	-	-	174	-	-	87	-
Kortsiktig gjeld	5 888	6 761	7 702	6 782	9 588	5 163	-
Omløpsmidler	9 030	10 570	12 707	11 233	14 031	10 570	-

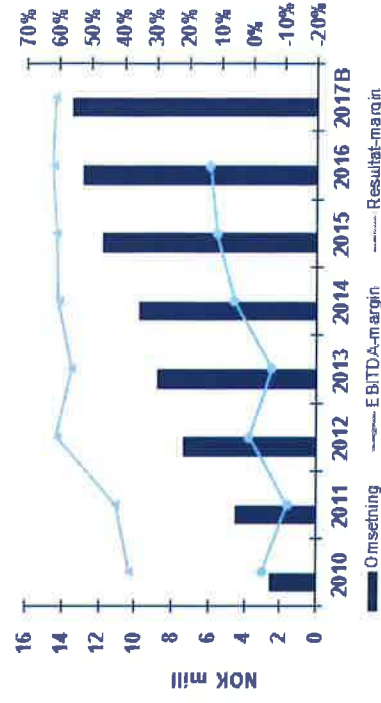
Verdiberegning kontantstrøm

Øvre Eiker Fibernett AS - Oppsummert

Virksomhetsbeskrivelse

- Øvre Eiker Fibernett AS er et heleid selskap i Øvre Eiker Energi konsernet
- Øvre Eiker Fibernetts visjon er at alle kommunens innbyggere og næringslivet i kommunen over tid skal få tilbud om bredbåndstjenester gjennom selskapets fibernett
- Selskapet sammen med NextGen Tel, som har rollen som tjenesteleverandør, er den desidert største leverandøren i kommunen med snart 4.000 aktive kunder på fibernettet som omfatter privatmarkedet, bedrifter og offentlig sektor
- Selskapet har en estimert markedsandel på ca 70%, og med infrastrukturen til andre aktører i området har ca 85% av kommunenes 7.900 husstander tilgang eller mulighet for tilgang på høyhastighets fibernett. Ca 1.900 av disse er såkalte homes passed, som kan nås fra infrastruktur Øvre Eiker Fibernett har i eksisterende felt. Ca 5.000 husstander er i dag koblet til bredbånd, og ca 1.000 husstander står uten mulighet for tilgang
- Nettet består av ca 610 km kabelføringer og 20 nodepunkter
- Øvre Eiker Fibernett har 4 ansatte og benytter montørsiden i Øvre Eiker Nett på installasjon. Virksomheten ledes av Morten Braarud
- Øvre Eiker Fibernett eier 25% av regionselskapet Fiberselskapet AS. Selskapet har et fiberbasert regionnett som leverer kapasitet og optisk kanal til næringsliv, offentlig sektor, operatører og tjenesteleverandører. Fiberselskapet ble etablert 2010 og eies av Lier Fibernett AS, MidtKraft AS, RingeriksKraft AS og Øvre Eiker Fibernett AS. Verdi av aksjene i Fiberselskapet AS er behandlet separat og er ikke inkludert i verddivurderingen av Øvre Fibernett AS her

Finansielle nøkkeltall



Nøkkeltall	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017B
NOK 1000							
Omsetning	4 485	7 420	8 823	9 801	11 870	12 911	13 494
EBITDA	1 907	4 512	4 962	5 916	7 249	8 017	8 284
Driftsresultat	164	1 821	1 671	2 362	3 368	3 658	3 821
Årsresultat	(483)	87	(522)	589	1 355	1 752	-
Vekst omsetning	71,1 %	65,4 %	18,9 %	11,1 %	21,1 %	8,8 %	4,5 %
EBITDA-margin	42,5 %	60,8 %	56,2 %	60,4 %	61,1 %	62,1 %	61,4 %
Driftsmargin	3,7 %	24,5 %	18,9 %	24,1 %	28,4 %	28,3 %	28,3 %
Resultatmargin	-10,8 %	1,2 %	-5,9 %	6,0 %	11,4 %	13,6 %	-
Egenkapital	7 408	7 494	7 549	7 540	6 663	8 415	-
Langsiktig gjeld	40 786	38 661	48 663	46 329	43 645	45 794	-
Kortsiktig gjeld	6 356	12 124	7 294	14 026	23 606	21 598	-
Omløpsmidler	11 316	4 473	3 584	3 274	3 503	3 319	-

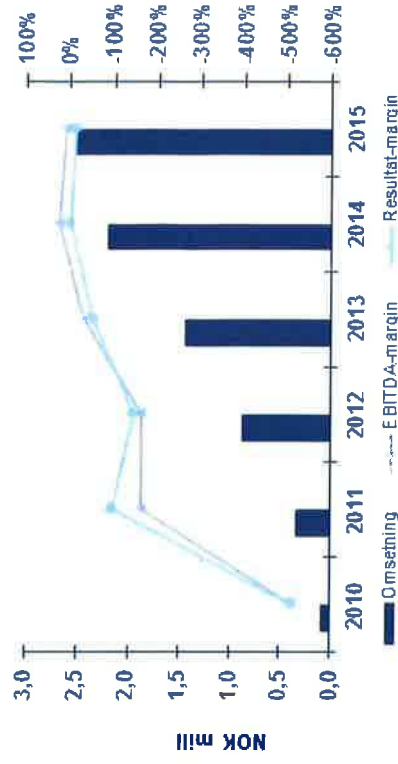
Verdiberegning kontantstrøm

Fiberselskapet AS - Oppsummert

Virksomhetsbeskrivelse

- Fiberselskapet AS er etablert i 2010 og eies av Fiber 1 AS, MidtKraft AS, Ringeriks Kraft AS og Øvre Eiker Fibernet AS med like eierandeler
- Selskapets forretningsidé er å koordinere eiernes salg og drift av fiberkapasitet overfor kunder som dekker flere av eiernes selvstendige geografier, og på denne måten bedre utnytte investert kapital i infrastruktur
- Gjennom eiernes nett og innleie disponerer selskapet et fiberbasert regionnett som leverer kapasitet og optisk kanal. Selskapets målgrupper er operatør- og tjenesteleverandører, mobilselskaper, offentlige virksomheter, tilbydere av datasenter tjenester og energisektoren
- Selskapet har et eget drifts- og overvåkingssenter
- Selskapet har et markedssamarbeid med ATB-nett og en driftsavtale med NC-Spectrum
- Gjennom Fiberselskapet skal eierne tilby kunden:
 - Et komplett og sammenhengende servicetilbud
 - Et felles SLA-nivå
 - Et felles kunde- og forretningsgrensesnitt
- Et førende prinsipp for selskapet er at mest mulig av inntekten skal føres tilbake til netteierne. Fiberselskapet skal ha lavest mulig kostnader og det legges ikke opp til utbytte fra selskapet
- Deltagelse i selskapet skal gi økt inntekt på egen fiber hos den enkelte netteier. Videre er selskapet basert på likeverdigheit og fellesskap mellom eierne
- Selskapet har ingen ansatte, men leier inn daglig leder og markedsansvarlig fra to av eierselskapene

Finansielle nøkkeltall



Nøkkeltall	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Omsetning	90	348	885	1 453	2 200	2 518	-
EBITDA	(457)	(562)	(1 429)	(448)	567	287	-
Driftsresultat	(457)	(562)	(1 617)	(828)	152	(142)	-
Arsresultat	(456)	(332)	(1 275)	(734)	12	(250)	-
Vekst omsetning		286,7 %	154,3 %	64,2 %	51,4 %	14,5 %	-
EBITDA-marginal	-507,8 %	-161,5 %	-161,5 %	-30,8 %	25,8 %	11,4 %	-
Driftsmarginal	-507,8 %	-161,5 %	-182,7 %	-57,0 %	6,9 %	-5,6 %	-
Resultatmarginal	-506,7 %	-95,4 %	-144,1 %	-50,5 %	0,5 %	-9,9 %	-
Egenkapital	745	412	(863)	403	415	4 165	-
Langsiktig gjeld	900	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200	-
Kortsiktig gjeld	286	1 271	3 008	2 189	2 074	1 272	-
Omløpsmidler	1 932	554	696	492	810	4 155	-

Verdibetraktning

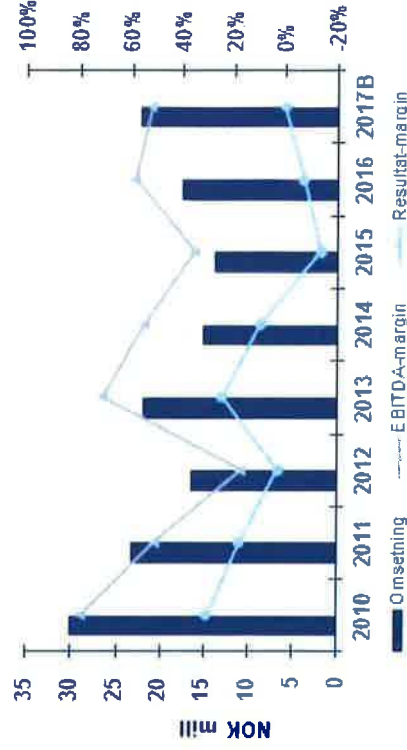
Hellefoss Kraft AS - Oppsummert

Virksomhetsbeskrivelse

- Hellefoss Kraft AS eies av Glitre Energi Produksjon AS, Øvre Eiker Energi AS og Modum Kraftproduksjon AS. Glitre Energi Produksjon AS eier 33,4% mens de øvrige aksjonærene eier 33,3%
- Aksjene i selskapet ble kjøpt av dagens eiere i fellesskap fra Borregaard NEA AS og Borregaard Trølandsfoss AS i 2002
- Selskapet eier Hellefoss Kraftverk, som består av 3 ulike stasjoner: Øst, Vest og aggregat 6. Kraftverket ble satt i drift i 1952 og modernisert i 1986. Kraftverket er et elvekraftverk uten reguleringsmulighet
- Stasjonene krever omfattende oppgradering, samtidig som det er en kostnadskrevenende infrastruktur med fem mindre aggregat fordelt på tre bygg

- På bakgrunn av dette er Hellefoss Øst rehabilitert og oppgradert for ca MNOK 125 i perioden 2013-2016. I 2017 er det budsjettet med rehabiliteringsprosjekter på totalt MNOK 5,5, hvorav MNOK 4,8 tas over drift. For årene fremover er det forventet årlige rehabiliteringer på MNOK 2.
- Oppgradering av Hellefoss Vest, dam og luker er vurdert i perioden 2020-2025. Estimert kostnad for dette er MNOK 100, men eventuell beslutning ligger fremdeles frem i tid
- Forventet årsproduksjon i 2017 og fremover, etter gjennomført rehabilitering av Hellefoss Øst, er i følge ledelsen i ØE økt fra 77 GWh til 84 GWh
- Hellefoss Kraftstasjon er underlagt grunnrentebeskatning, naturressursskatt, eiendomsskatt og bestemmelser om konsesjonskraft
- I henhold til prognoser utarbeidet av selskapet forventes lønnsomheten i selskapet å være lav i flere år fremover

Finansielle nøkkeltall



Nøkkeltall	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017B
Omsetning	23 410	16 432	22 059	15 286	13 931	17 595	22 486	
EBITDA	11 936	2 843	15 804	8 454	4 947	10 382	11 815	
Driftsresultat	10 259	1 169	14 124	6 745	2 839	6 706	5 968	
Årsresultat	4 174	501	5 472	1 529	(1 858)	(1 205)	89	
Vekst omsetning	-22,6 %	-29,8 %	34,2 %	-30,7 %	-8,9 %	26,3 %	27,8 %	
EBITDA-margin	51,0 %	17,3 %	71,6 %	55,3 %	35,5 %	59,0 %	52,5 %	
Driftsmargin	43,8 %	7,1 %	64,0 %	44,1 %	20,4 %	38,1 %	26,5 %	
Resultatmargin	17,8 %	3,0 %	24,8 %	10,0 %	-13,3 %	-6,8 %	0,4 %	
Egenkapital	36 261	36 761	42 233	43 763	41 905	40 700		
Langsiktig gjeld	(5)	3 503	19 835	49 965	101 887	129 941		
Kortsiktig gjeld	18 066	8 872	11 400	5 375	6 936	9 303		
Omløpsmidler	10 492	7 071	15 271	14 686	26 867	28 748		

Beregning av verdi

Innhold

- 01 | Øvre Eiker Energi-konsernet og bakgrunn
- 02 | Konklusjoner fra verdivurdering
- 03 | Redegjørelse for ulike transaksjonsformer
- 04 | Konkretisering og vurdering av ulike strategiske alternativer
- 05 | Dialog med interessenter og anbefaling
- 06 | Juridiske problemstillinger
- 07 | Vedlegg
 - Oppsummering av verdivurdering pr selskap (separat rapport foreligger)
 - **Sammenstilt kontantstrøm til egenkapital pr selskap**

Estimerte kontantstrømmer pr selskap – DHTs estimat

Kontantstrøm pr selskap - DHTs estimat		2017B	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
NOK 1000										



Estimerte kontantstrømmer pr selskap – DHTs estimat

Kontantstrøm pr selskap - DHTs estimat		2017B	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
NOK 1000										



Estimerte kontantstrømmer pr selskap – ØEs estimat

Kontantstrøm pr selskap - ØEs estimat		2017B	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
NOK										



Estimerte kontantstrømmer pr selskap – ØEs estimat

Kontantstrøm pr selskap - ØEs estimat		2017B	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
NOK										



Ansvarsforhold

Dette dokumentet er basert på informasjon fremlagt av ledelsen i Øvre Eiker Energi AS («ØEE»), offentlig tilgjengelig informasjon om Øvre Eiker Energi AS, datterselskap og tilknyttede selskap og øvrig informasjon fra eksterne kilder. DHT Corporate Services AS («DHT») har ikke foretatt noen uavhengig verifikasjon av nøyaktigheten eller fullstendigheten i de data som er forelagt selskapet og påtar seg derfor ikke noe ansvar for kvaliteten i disse. DHT innestår ikke for kvaliteten i de data som er fremskaffet hos andre eksterne kilder og som er vurdert som troverdige og akseptert som tilstrekkelig presise. DHT har ikke kunnskap som indikerer at fakta og data presentert i dette dokumentet ikke skal være tilstrekkelig korrekte i forhold til dokumentets hensikt. DHT har ikke foretatt noen særskilte undersøkelser knyttet til eventuelle juridiske forhold som kan medføre forpliktelser for ØEE, dets datterselskaper eller tilknyttede selskaper og som ikke fremgår av mottatt dokumentasjon. Konklusjonene presentert i dette dokumentet er basert på tilgjengelig informasjon på tidspunktet for utarbeidelsen. DHT fraskriver seg ansvar, og kan på denne bakgrunn heller ikke holdes ansvarlig for tap som noen måtte pådra seg ved å foreta investeringer, eller andre handlinger på bakgrunn av presentasjoner og annen informasjon gitt av DHT.