



Prosjekt Bru

Overordnet analyse av indikativt bytteforhold og utbyttekapasitet
Sammendrag av rapport datert 8. november 2024

KONFIDENSIELT

8. november 2024



KPMG AS
Sørkedalsveien 6
0306 Oslo
Norway

Tel +47 04063
Fax +47 2260 9601

Privat og konfidensielt

8. november 2024

Eviny AS
Solheimsgaten 5
5058 Bergen

Bistand med overordnet analyse av indikativt bytteforhold og utbyttekapasitet

Dette sammendraget av rapport datert 8. november 2024 er utarbeidet for Eviny AS («Oppdragsgiver») i henhold til vårt engasjementsbrev datert 6. september 2024 (vårt «Engasjementsbrev»). Dette sammendraget av rapporten dokumenterer KPMGs bistand med vurdering av indikativt bytteforhold i forbindelse utredning av potensiell fusjon mellom Eviny AS og Sogn og Fjordane Energi AS (enkeltstående «Eviny» og «SFE», samlet «Selskapene»).

Rapporten er konfidensiell og avgitt utelukkende for overnevnte formål som beskrevet i rapporten og i vårt Engasjementsbrev. Rapporten må ikke bli kopiert, sitert eller referert til, i sin helhet eller delvis, uten vårt forutgående skriftlige samtykke.

Vennlig hilsen

KPMG AS

Tor Harald Johansen

Partner, Deal Advisory



Ansvarsbegrensning

Denne rapporten bygger på informasjon og eksterne kraftprisbaner mottatt fra Eviny og SFE. Eviny har bekreftet at faktum som omhandler Eviny i rapporten er korrekt. SFE har bekreftet at faktum som omhandler SFE i rapporten er korrekt. Uten uavhengig verifisering, har vi forutsatt at mottatt informasjon er representativ for de ulike virksomhetene. Vi har forutsatt at denne informasjonen reflekterer Selskapenes operasjonelle resultater og finansielle stilling. Dersom mottatt informasjon er feilaktig, eller det er vesentlige utelatelse, vil dette ha en innvirkning på resultatet av vårt arbeid.

Denne overordnede verddivurderingen og beregning av bytteforhold og utbytte er utarbeidet for illustrasjonsformål og er basert på forenklete forutsetninger, metoder og modeller.

Denne rapporten er ikke et investeringsråd. Verddivurdering er ikke eksakt vitenskap og konklusjonene kan være subjektive og avhengig av skjønn. Prisen i en faktisk transaksjon kan derfor avvike fra beregnet verdi da prisen kan bli påvirket av faktorer som forhandlingsmakt hos selger og kjøper, markedssyn og synergier. Faktiske utbytter kan også avvike fra beregninger i denne rapporten. KPMG gir ingen anbefalinger til noen i forhold til om man skal handle eller avstå fra å handle basert på rapporten. En aksjonærs beslutning kan påvirkes av deres spesifikke omstendigheter. Følgelig bør aksjonærer gjennomføre sine egne undersøkelser og rådføre seg med uavhengige eksperter dersom aksjonæren har spørsmål vedrørende forhold belyst i denne rapporten.

Vårt arbeid inkluderer ikke revisjon i henhold til revisjonsstandarder eller due diligence og vi utsteder derfor ingen beretning eller bekreftelse relatert til regnskapene, skatteposisjoner eller interne kontrollmekanismer. Dersom en slik revisjon eller due diligence blir gjennomført, kan det føre til at forhold av betydning blir oppdaget som igjen kan endre resultatet av vårt arbeid. KPMG, partnere og ansatte er ikke ansvarlige for eventuelle feil i beregninger og gir ingen garanti for nøyaktighet og fullstendighet i verddivurderingen.

KPMG har ikke ansvar for noen som Oppdragsgiver velger å gi tilgang til rapporten. KPMG forbeholder seg retten til å kreve skadesløshetserklæring fra eventuelle tredjeparter som Oppdragsgiver ønsker å gi tilgang til rapporten.

KPMG er ikke forpliktet til å oppdatere eller gjennomgå rapporten på noe tidspunkt. Uten å begrense det foregående har KPMG rett til å endre, modifisere eller trekke rapporten dersom det oppstår vesentlige endringer etter datoen for rapporten.

I tilfeller hvor rapporten henviser til «KPMG Analyse» indikerer dette at det er gjort analytiske handlinger på underliggende informasjon for å komme frem til beregningene som er presentert i rapporten. Vi tar ikke ansvar for den underliggende informasjonen.

Verddivurderingen baseres på gjeldende markeds-, økonomiske og andre forhold på Verddivurderingsdatoen. Pågående geopolitiske hendelser har ført til perioder høy volatilitet og usikkerhet. I den grad det er mulig har vi forsøkt å reflektere disse forholdene i vår verddivurdering, men vi gjør oppmerksom på at slike forhold kan endres på relativt kort tid.

Vårt honorar er uavhengig av konklusjonene i denne rapporten. KPMG har ingen økonomisk interesse i selskapene og har ikke opptrådt som rådgiver for selskapene i forbindelse med utredningen, utover vårt arbeid presentert i denne rapporten.

Innholdsfortegnelse

01	Bakgrunn og omfang	5
02	Sammendrag	10
	Verdier SFE	11
	Verdier Eviny	12
	Verdier fusjonert selskap	13
	Indikativt bytteforhold	14
	Indikativt bytteforhold SFE	15
	Indikativt bytteforhold Eviny	16
	Synergier	17
	Utbyttekapasitet	18
	Anbefalinger til arbeid i en eventuell fase 2	25

01

Bakgrunn og omfang

01 Bakgrunn og omfang

02 Sammendrag

Denne rapporten dokumenterer KPMGs bistand med vurdering av indikativt bytteforhold i forbindelse med utredning av potensiell fusjon mellom Eviny og SFE

Bakgrunn

14. juni 2024 inngikk Sogn og Fjordane Holding AS («SFH») og Eviny (sammen «Partene») en intensjonsavtale om at selskapene, sammen med SFE, i felleskap skal se på tre ulike alternativer for hvordan selskapene best mulig skal møte framtiden sitt behov for kraft og nett på Vestlandet:

- i. En full sammenslåing av Eviny og SFE («fusjon»)
- ii. Videre eierskap som i dag der SFE driver som en selvstendig enhet («stå alene»)
- iii. Utrede modell og løsninger hvor Eviny gir slipp på eierskapet i SFE («skille lag»)

Konsekvensutredningen skal gjennomføres i to faser:

- i. I fase 1 skal det gjennomføres en forenklet verdsettelse av Eviny og SFE med det formål å komme frem til et foreløpig bytteforhold for fusjonsalternativet. Verdsettelsene skal ikke benyttes eller være bindende eller førende for Partene i etterfølgende prosesser.
- ii. Dersom eierne beslutter at fusjonsalternativet skal utredes fullt ut, er Partene enige om å starte neste fase («fase 2»). Dersom eierne i SF Holding og SFE beslutter å ikke gå videre til fase 2, skal «skille lag» alternativet utredes ved en eierdialog mellom partene.

Overordnet omfang for KPMG sitt arbeid

KPMG er engasjert av Oppdragsgiver for å bistå med beregning av indikativt bytteforhold og tilhørende analyser i forbindelse med utredning av fusjonsalternativet i fase 1. Omfanget for KPMGs arbeid er tredelt og består av følgende:

- Beregning av et indikativt bytteforhold basert på en overordnet verddivurdering av Eviny- og SFE-konsernet per 31.12.2023, hvor vannkraftvirksomheten verdsettes basert på oppdaterte kraftprisbaner per høsten 2024.
- Overordnede analyser av utbyttekapasitet på konsolidert nivå for selskapene hver for seg og samlet.
- Overordnede analyser av potensielle synergier på konsolidert nivå.

Omfang for beregning av indikativt bytteforhold

Det indikative bytteforholdet er basert på en overordnet vurdering av egenkapitalverdiene til Selskapene.

Verdiene er beregnet på basis av virkelig verdi. Virkelig verdi er definert som den prisen som ville blitt oppnådd ved salg av en eiendel eller betalt for å overføre en forpliktelse i en velordnet transaksjon mellom markedsdeltakere på måletidspunktet. Verdsettelsene er gjort «as-is» og tar ikke høyde for hypotetiske muligheter.

For å fastsette verdien av Eviny og SFE, benyttes en «sum of the parts»-tilnærming, der verdien av følgende forretningsområder summeres for å komme frem til Selskapenes enterpriseverdi:

- i. Vannkraftproduksjon,
- ii. Strømnett,
- iii. Telekom,
- iv. Vindkraft,
- v. Øvrig virksomhet, og
- vi. Holding.

I dette sammendraget er Vannkraftproduksjonen og Vindkraft presentert samlet som Kraftproduksjon. Telekom, Øvrig virksomhet og Holding er også presentert samlet.

Det er viktig at verdien av hvert forretningsområde vurderes samlet selv om verdiene kan være bygget opp av flere virksomheter og kontantstrømmer.

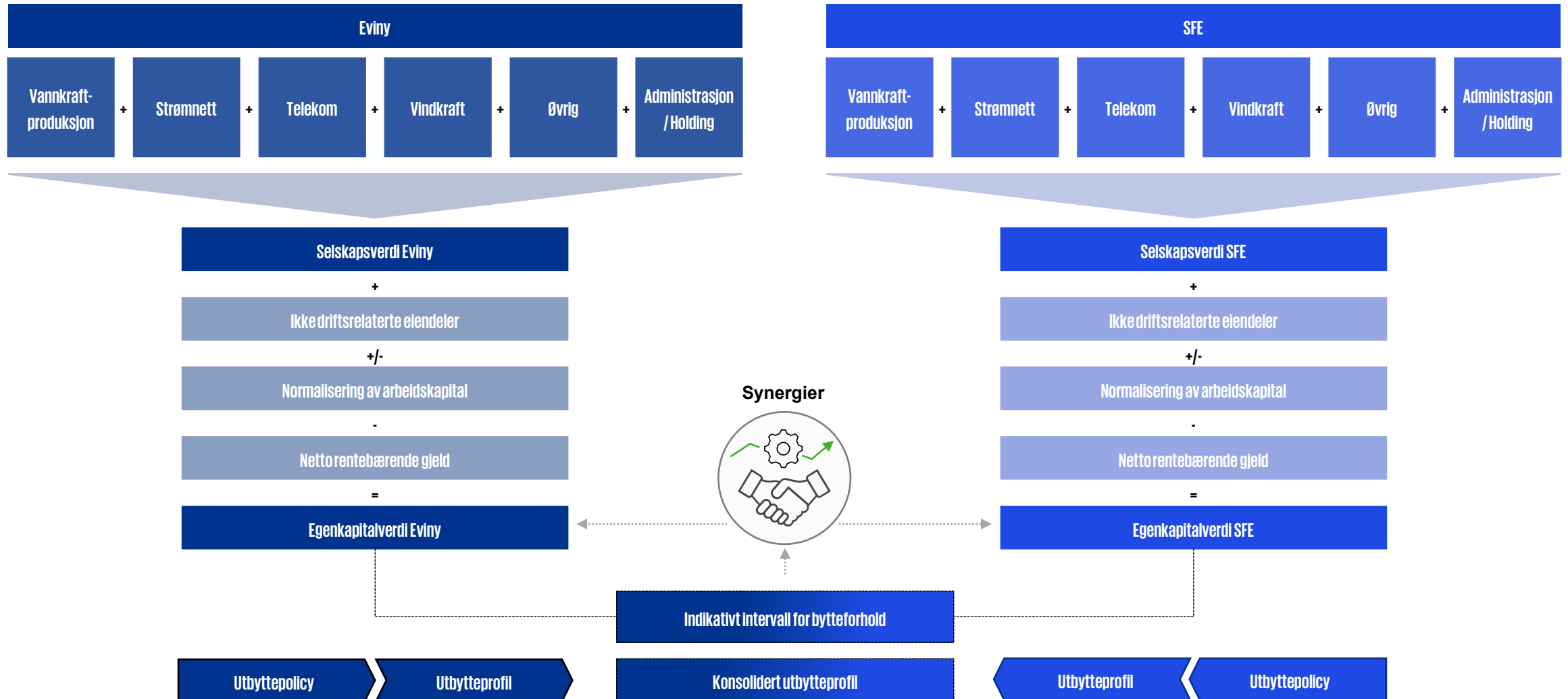
Ikke-driftsrelaterte eiendeler legges til, og netto rentebærende gjeld trekkes fra. Samtidig gjøres justeringer for normalisert arbeidskapital for å komme til Selskapenes egenkapitalverdi.

Omfang for overordnede analyser av utbyttekapasitet og potensielle synergier

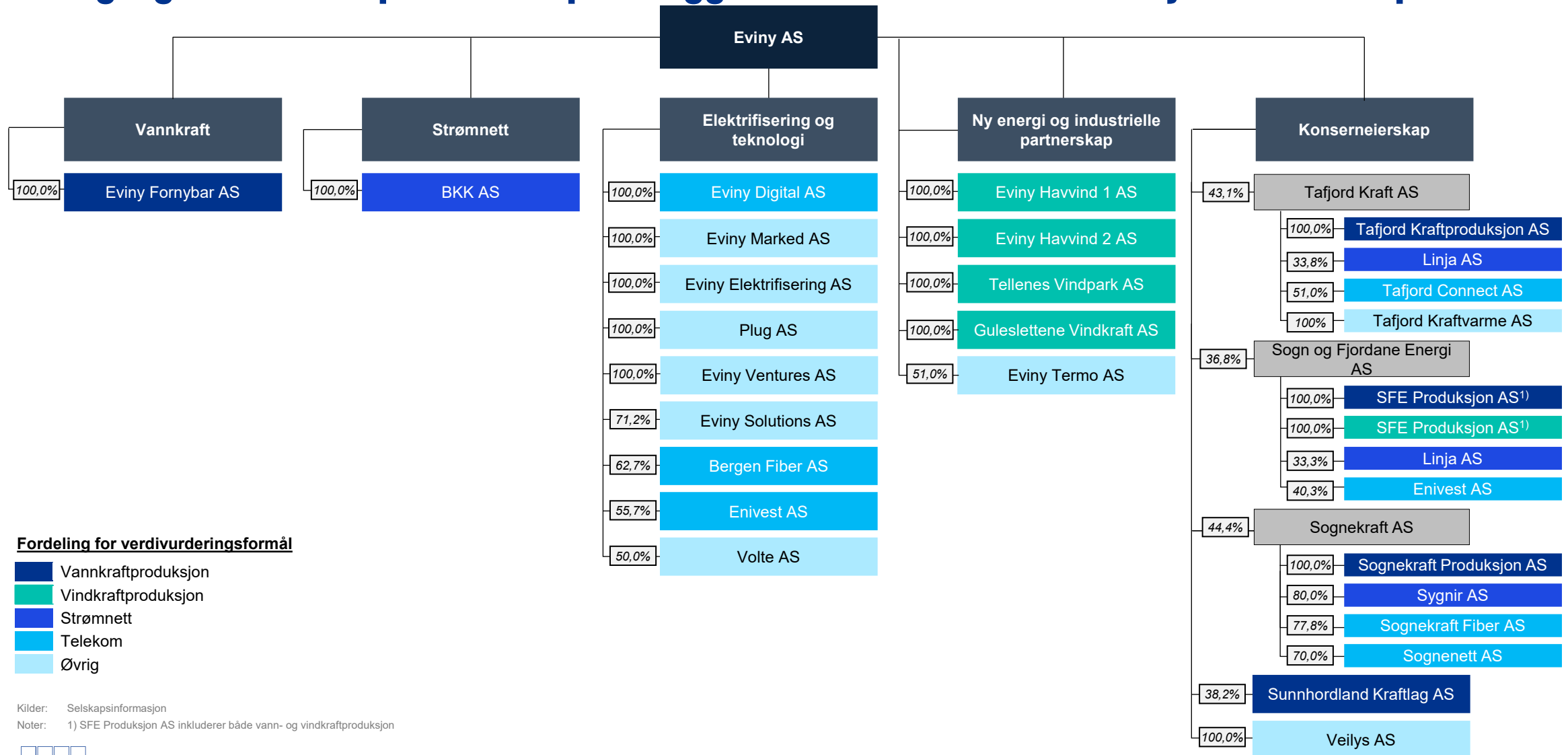
Overordnede analyser av utbyttekapasitet er gjort på konsolidert nivå for selskapene hver for seg og samlet. Beregningene baseres på selskapenes egne prognoser for utbytte for de neste 10 årene og ser på endringer i forventet utbytte for eierne ved en potensiell fusjon.

Overordnede analyser av potensielle synergier gjøres på konsolidert nivå, med fokus på kontantstrøm- og verdieffekter. Fordeling av synergier mellom partene baseres på det indikative bytteforholdet. Beregningene tar utgangspunkt i mottatte synergier fra EY.

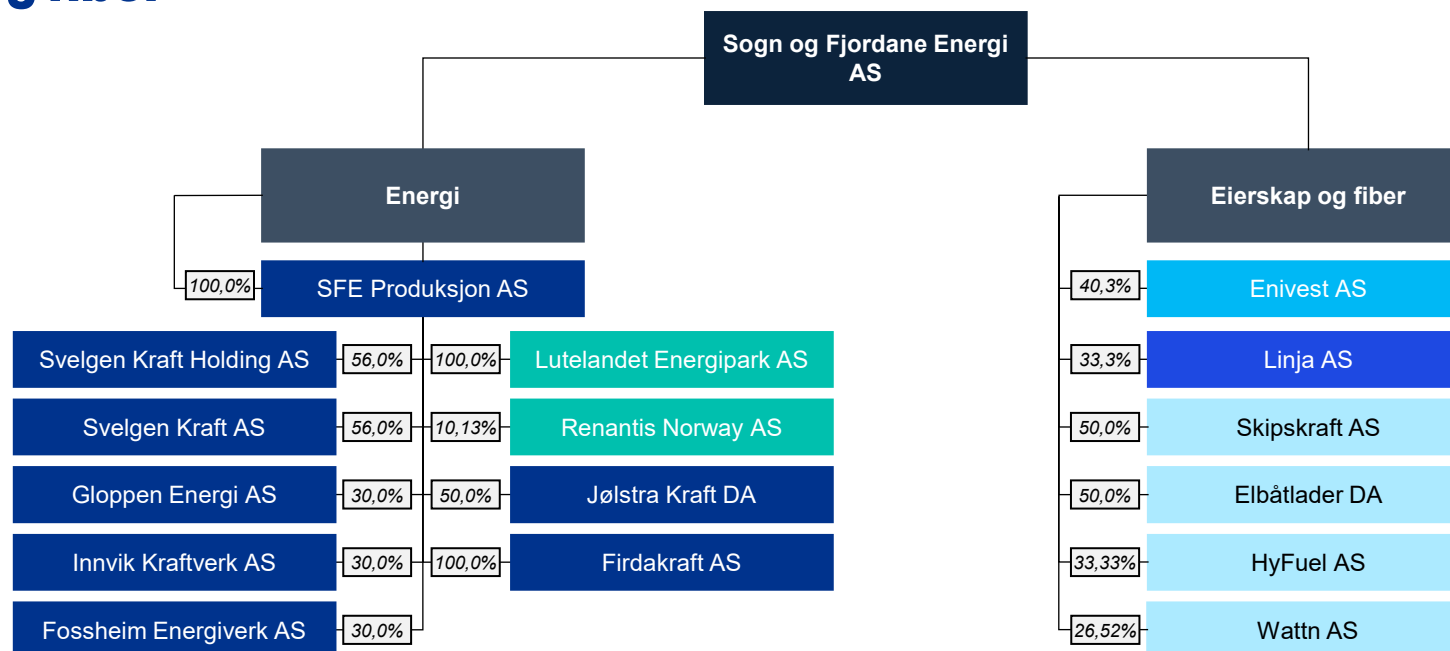
Det indikative bytteforholdet i fase 1 baseres på en «sum of the parts»-tilnærming fordelt på Eviny og SFE sine forretningsområder per 31.12.2023



Eviny-konsernet er strukturert i forretningsområdene Vannkraft, Strømnett, EoT og Ny energi og industrielle partnerskap. I tillegg har man eierandeler i tilknyttede selskaper



Sogn og Fjordane Energi AS er strukturert i forretningsområdene Energi, Strømnett, og Eierskap og fiber



Fordeling for verddivurderingsformål

- Vannkraftproduksjon
- Vindkraftproduksjon
- Strømnett
- Telekom
- Øvrig

Kilder: Selskapsinformasjon

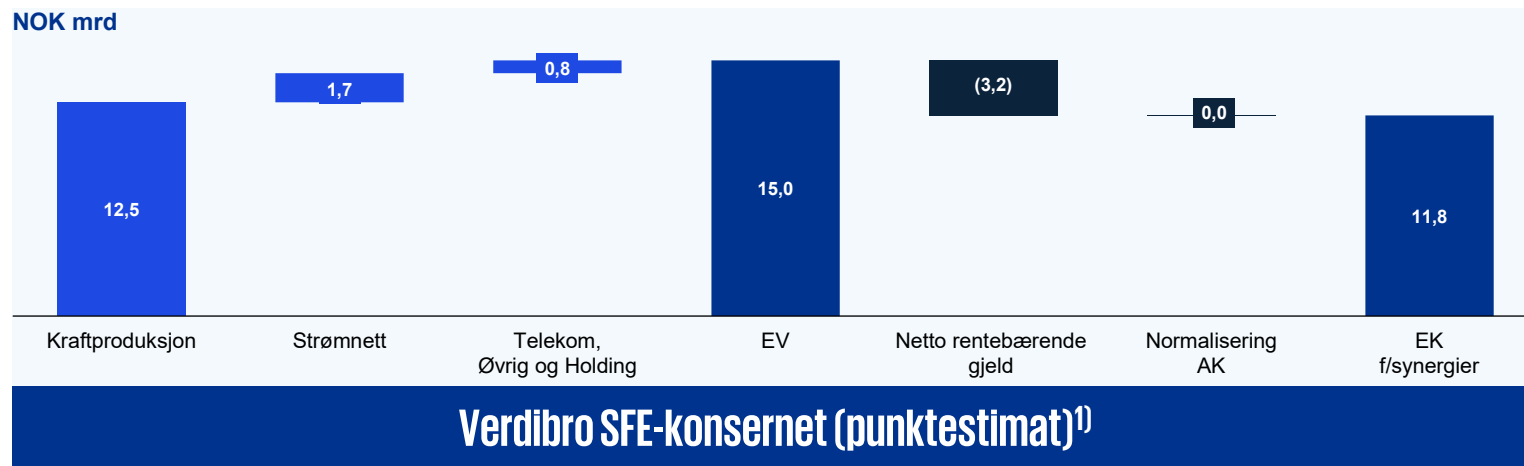
02

Sammendrag

01 Bakgrunn og omfang

02 Sammen drag

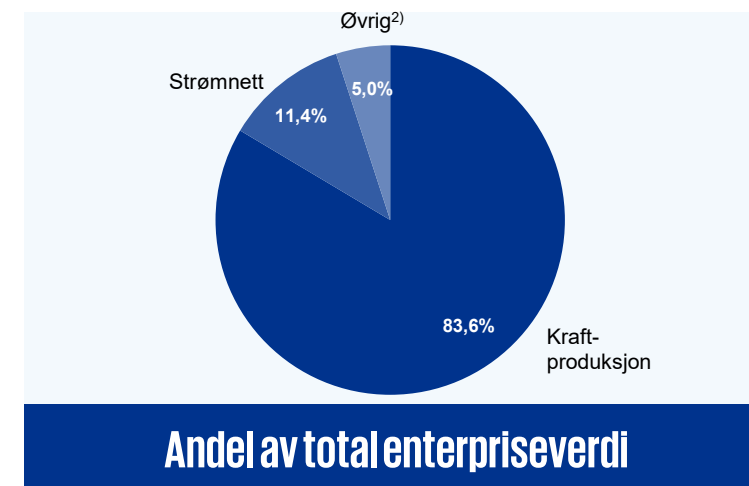
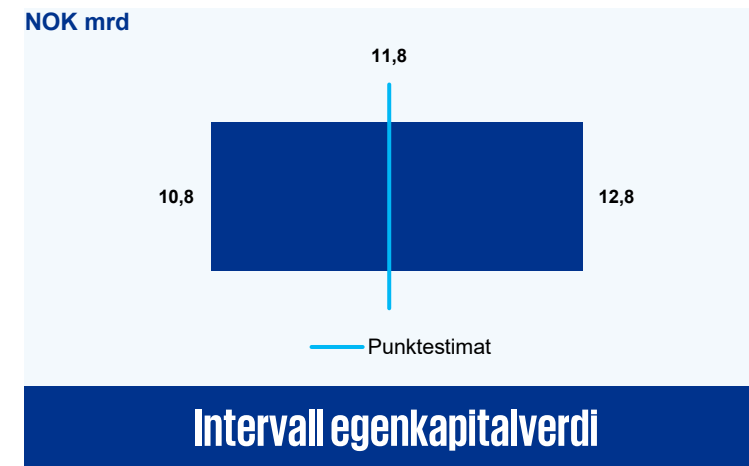
Verdier SFE: Egenkapitalverdien for SFE-konsernet er beregnet i intervallet NOK 10,8 milliarder til NOK 12,8 milliarder, med et punktestimat på NOK 11,8 milliarder



Egenkapitalverdien for SFE-konsernet er beregnet i intervallet NOK 10,8 milliarder til NOK 12,8 milliarder, med et punktestimat på NOK 11,8 milliarder. Verdien av konsernet er basert på en «sum of the parts»-tilnærming:

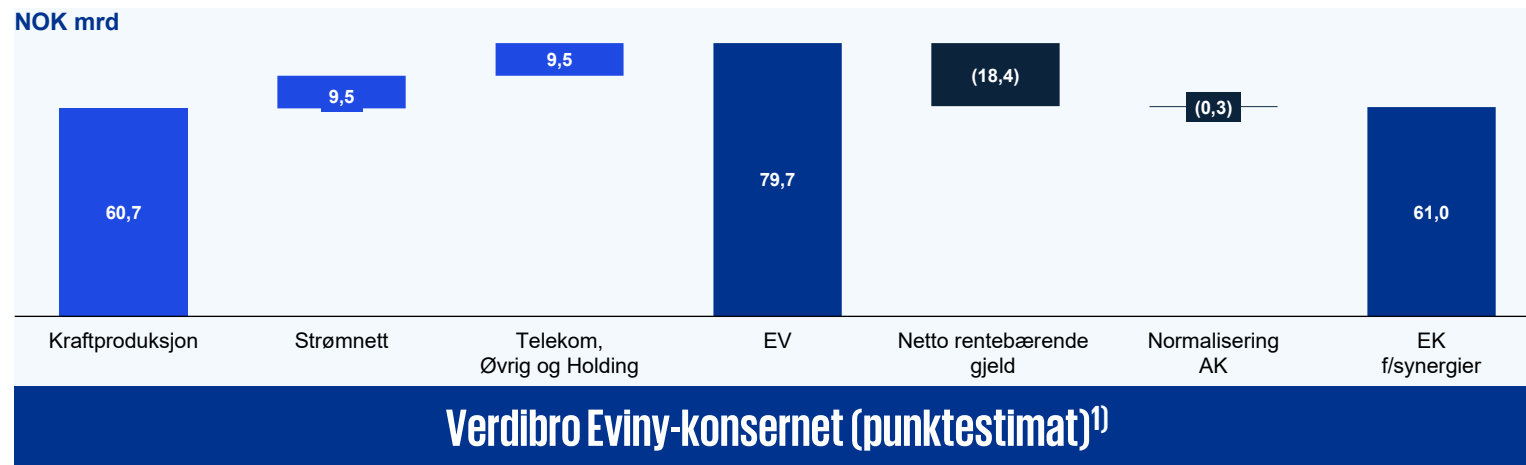
- Kraftproduksjon** er verdsatt i intervallet NOK 11,8 milliarder til NOK 13,3 milliarder, med et punktestimat på NOK 12,5 milliarder. Verdiintervallet for vannkraft er basert på diskonterte fremtidige kontantstrømmer med en +/- 0,25% endring i benyttet avkastningskrav. Vindkraft er basert på gjennomsnittet av mottatte estimater fra SFE og Eviny. Kraftproduksjon utgjør omtrent 83,6% av den totale enterpriseverdien.
- Strømnett** er verdsatt i intervallet NOK 1,5 milliarder til NOK 1,9 milliarder, med et punktestimat på NOK 1,7 milliarder. Verdiintervallet er basert på en multippel på nettkapitalen i Linja i intervallet 0,9x til 1,1x med et midtpunkt på 1,0x. Dette forretningsområdet utgjør omtrent 11,4% av den totale enterpriseverdien.
- Øvrig** er verdsatt i intervallet NOK 0,6 milliarder til NOK 0,9 milliarder, med et punktestimat på NOK 0,8 milliarder. Verdiintervallet inkluderer forretningsområdene Telekom, Øvrig virksomhet og Holding som består av ikke-allokerte kostnader i SFE AS. Øvrig utgjør omtrent 5,0% av den totale enterpriseverdien.

Netto rentebærende gjeld i konsernet er NOK (3,2) milliarder, mens normalisering av arbeidskapital tilsvarer NOK 0,0 milliarder, noe som til sammen reduserer egenkapitalverdien med NOK (3,2) milliarder. Det er antatt at man ikke har ikke-driftsrelaterte eiendeler i konsernet.



Noter: 2) Øvrig inkluderer forretningsområdene Telekom, Øvrig og Holding

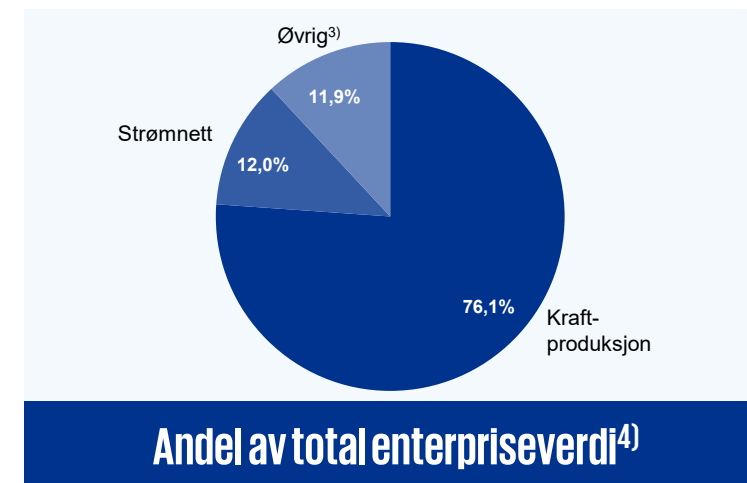
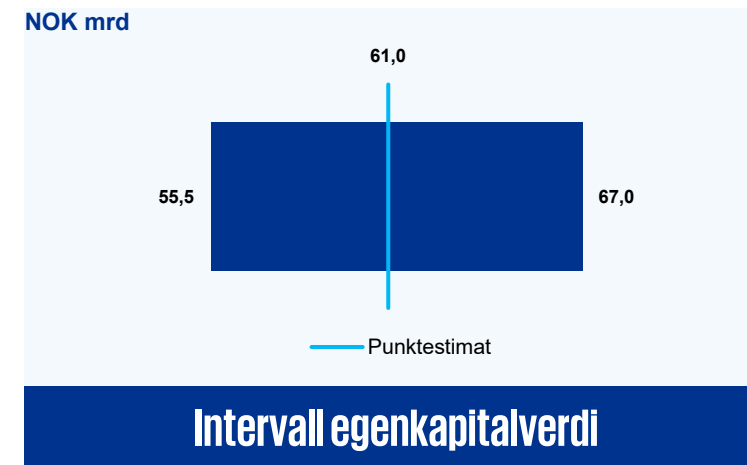
Verdier Eviny: Egenkapitalverdien for Eviny-konsernet er beregnet i intervallet NOK 55,5 milliarder til NOK 67,0 milliarder, med et punktestimat på NOK 61,0 milliarder



Egenkapitalverdien for Eviny-konsernet er beregnet i intervallet NOK 55,5 milliarder til NOK 67,0 milliarder, med et punktestimat på NOK 61,0 milliarder. Verdien av konsernet er basert på en «sum of the parts»-tilnærming:

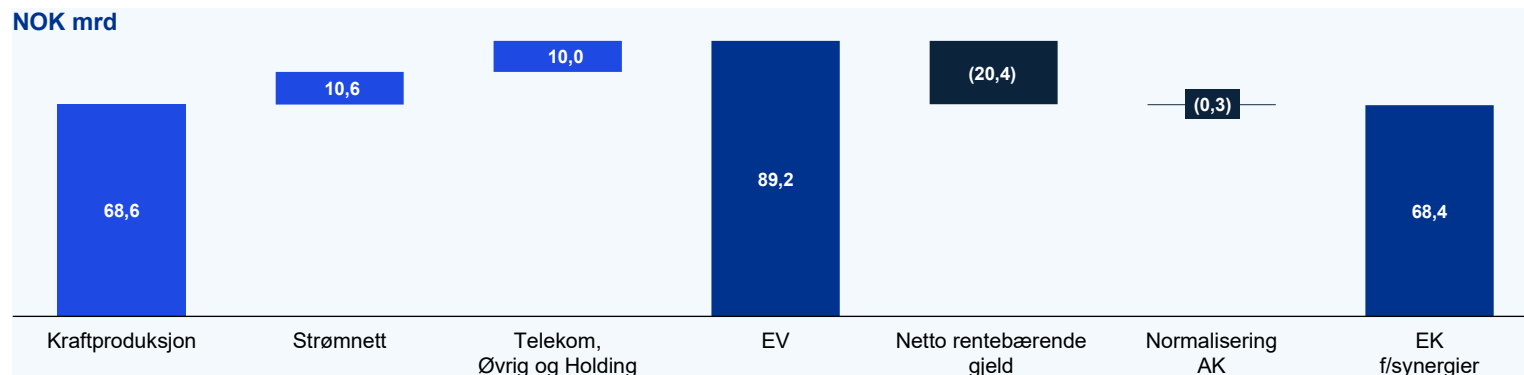
- Kraftproduksjon** inkluderer vannkraftproduksjon og vindkraft og er verdsatt i intervallet NOK 57,9 milliarder til NOK 63,7 milliarder, med et punktestimat på NOK 60,7 milliarder. Verdiintervallet for vannkraft er basert på diskonterte fremtidige kontantstrømmer med en +/- 0,25% endring i benyttet avkastningskrav. Vindkraft er basert på vederlaget for Tellenes og Guleslettene (NOK 6,1 milliarder), samt Eviny sin andel av SFE sin vindkraftvirksomhet. Kraftproduksjon utgjør omtrent 76,1% av den totale enterpriseverdien.
- Strømnett** er verdsatt i intervallet NOK 8,6 milliarder til NOK 10,4 milliarder, med et punktestimat på NOK 9,5 milliarder. Verdiintervallet er basert på multiplum på nettkapital i intervallet 1,0x til 1,2x for BKK, og 0,9x til 1,1x for Linja og Sygnir. Dette forretningsområdet utgjør omtrent 12,0% av den totale enterpriseverdien.
- Øvrig** er verdsatt i intervallet NOK 7,7 milliarder til NOK 11,5 milliarder, med et punktestimat på NOK 9,5 milliarder. Verdiintervallet inkluderer forretningsområdene Telekom, Øvrig og Holding som består av ikke-allokerede kostnader i Eviny AS. Øvrige utgjør omtrent 11,9% av den totale enterpriseverdien.

Netto rentebærende gjeld i konsernet er NOK (18,4) milliarder²⁾, mens normalisering av arbeidskapital tilsvarer NOK (0,3) milliarder, noe som til sammen reduserer egenkapitalverdien med NOK (18,7) milliarder. Det er antatt at man ikke har ikke-driftsrelaterte eiendeler i konsernet.



Noter: 3) Øvrig inkluderer forretningsområdene Telekom, Øvrig og Holding

Fusjonert selskap før synergier: Egenkapitalverdien for det fusjonerte selskapet er beregnet i intervallet NOK 62,4 milliarder til NOK 75,1 milliarder, med et punktestimat på NOK 68,4 milliarder



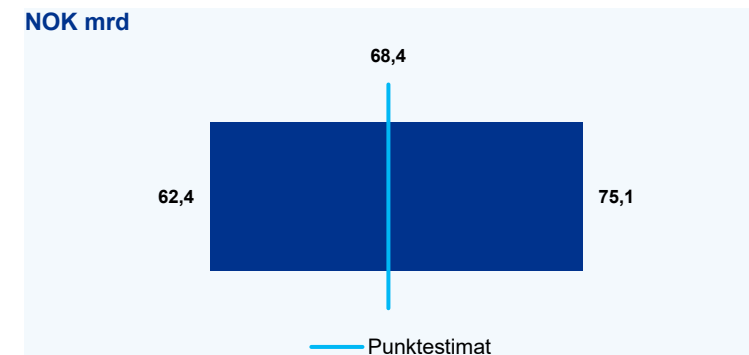
Verdibro fusjonert selskap før synergier (punktestimat)¹⁾

Egenkapitalverdien for det fusjonerte selskapet, før synergier, er beregnet i intervallet NOK 62,4 milliarder til NOK 75,1 milliarder, med et punktestimat på NOK 68,4 milliarder:

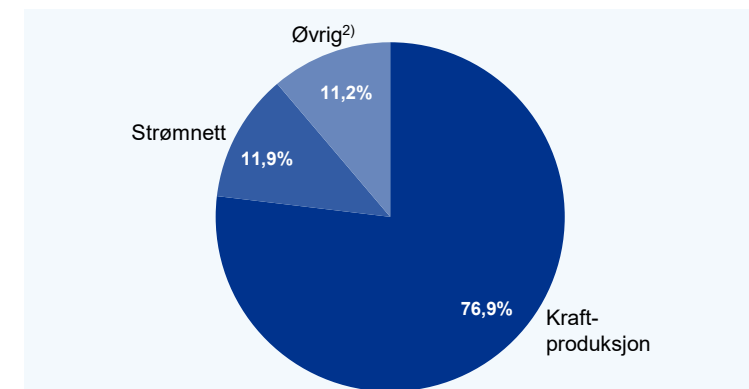
- Kraftproduksjon** er verdsatt i intervallet NOK 65,4 milliarder til NOK 72,1 milliarder, med et punktestimat på NOK 68,6 milliarder. Dette forretningsområdet utgjør omtrent 76,9% av den totale enterpriseverdien.
- Strømnett** er verdsatt i intervallet NOK 9,6 milliarder til NOK 11,6 milliarder, med et punktestimat på NOK 10,6 milliarder. Dette forretningsområdet utgjør omtrent 11,9% av den totale enterpriseverdien.
- Øvrig** inkluderer forretningsområdene Telekom, Øvrig virksomhet og Holding, og er verdsatt i intervallet NOK 8,1 milliarder til NOK 12,1 milliarder, med et punktestimat på NOK 10,0 milliarder. Dette forretningsområdet utgjør omtrent 11,2% av den totale enterpriseverdien.

Netto rentebærende gjeld i konsernet er NOK (20,4) milliarder, mens normalisering av arbeidskapital tilsvarer NOK (0,3) milliarder, noe som til sammen reduserer egenkapitalverdien med NOK (20,7) milliarder. Det er antatt at man ikke har ikke-driftsrelaterte eiendeler i konsernet.

Et fusjonert selskap er større og mer diversifisert enn selskapene hver for seg, som kan ha en høyere verdi enn summen av verdiene på «stå alene»-basis. Eviny får blant annet mer eksponering mot prisområde NO3, mens SFE får større diversifisering og mindre avhengighet av prisområde NO3. I denne overordnede verddivurderingen hvor formålet er å beregne et indikativt bytteforhold er ikke potensiell verdiøkning fra selve fusjonen analysert, utover synergiene identifisert av EY.



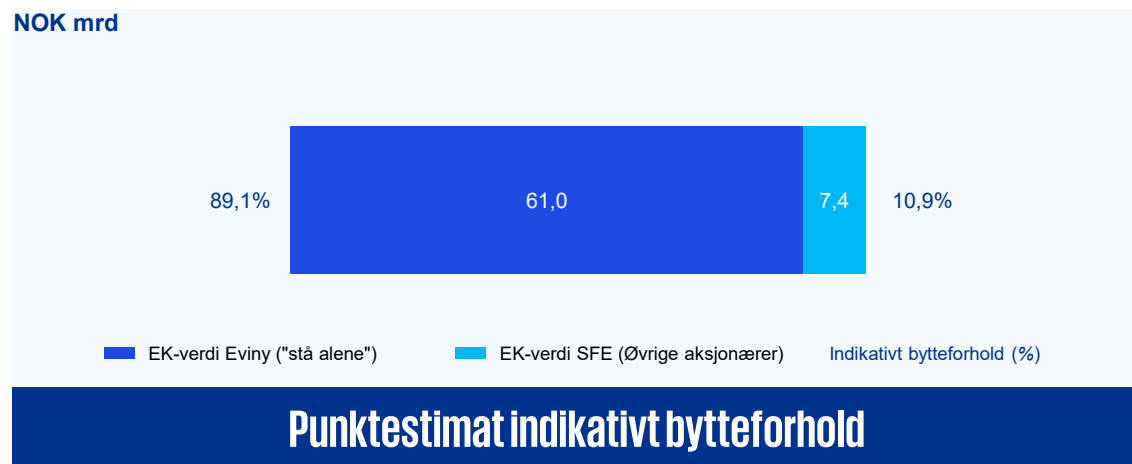
Intervall egenkapitalverdi (før synergier)



Andel av total enterpriseverdi

Noter: 2) Øvrig inkluderer forretningsområdet Holding

Indikativt bytteforhold: Den overordnede verddivurderingen indikerer et punktestimat for det indikative bytteforholdet på 89,1% / 10,9% i favør Eviny

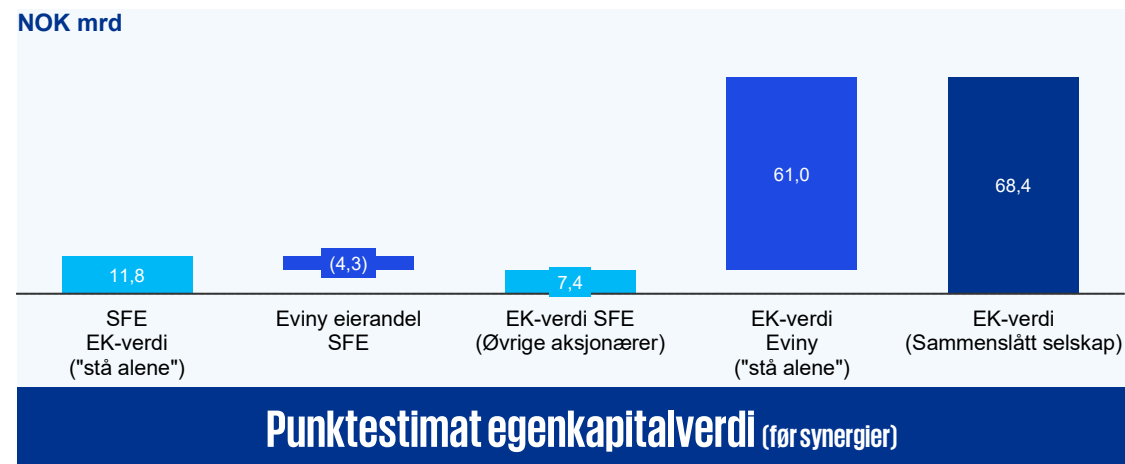


Den overordnede verddivurderingen indikerer et punktestimat i det fusjonerte selskapet på 89,1% eierandel for Eviny og 10,9% for at de øvrige aksjonærene i SFE (ekskudert Eviny).

Punktestimatet for bytteforholdet er basert på den overordnede verddivurderingen som verdsetter egenkapitalverdien i Eviny og SFE til et punktestimat på henholdsvis NOK 61,0 milliarder og NOK 11,8 milliarder i «stå alene»-alternativet, som gir en samlet verdi (etter justering for Eviny sin eierandel i SFE) på NOK 68,4 milliarder. Av dette står Eviny for NOK 61,0 milliarder og SFEs øvrige aksjonærer for NOK 7,4 milliarder.

I denne overordnede verddivurderingen hvor formålet er å komme til et indikativt bytteforhold er det benyttet like avkastningskrav for tilsvarende virksomhetsområder i Eviny og SFE, selv om Eviny er et større selskap med en større andel annen virksomhet enn vannkraft, og hovedsakelig eksponering mot prisområde NO5, mens SFE hovedsakelig er eksponert mot prisområde NO3.

På de to neste sidene er det presentert sensitiviteter og intervall for bytteforholdet for SFE og Eviny.



Egenkapitalverdien i det fusjonerte selskapet er beregnet til NOK 68,4 milliarder før potensielle synergier.

Verdien er basert på en «stå alene»-verdi av Eviny på NOK 61,0 milliarder og en «stå alene»-verdi for de øvrige aksjonærene i SFE på NOK 7,4 milliarder.

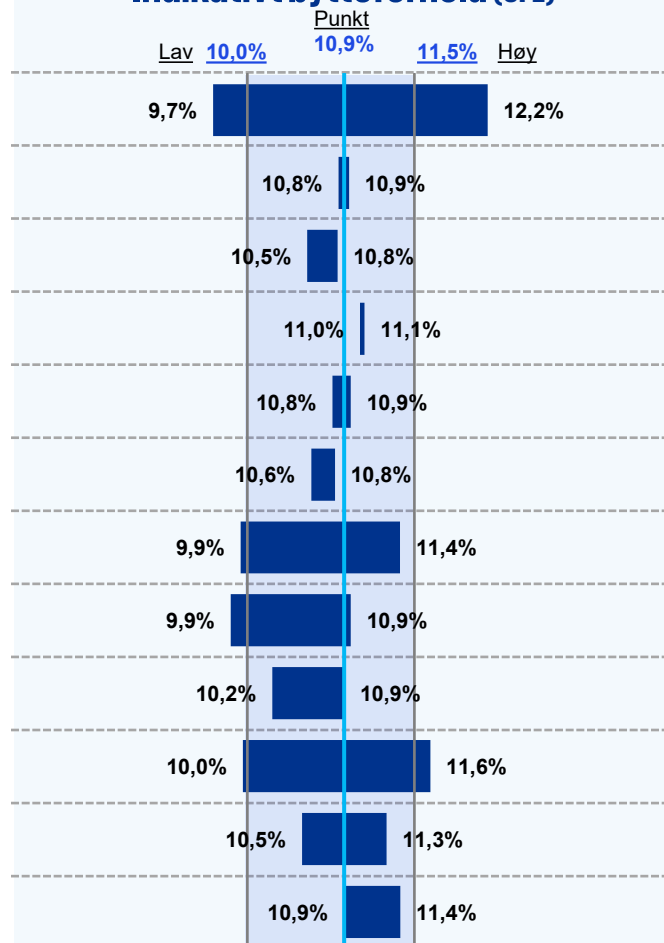
Siden Eviny er eier i SFE, inkluderer verdien av Eviny allerede 36,8% av verdiene i SFE, slik at verdiene fra «stå alene»-beregningene må justeres for dette krysseierskapet. Ved beregning av verdien av det fusjonerte selskapet justeres derfor Eviny sin eierandel på NOK 4,3 milliarder i SFE ut, da dette allerede er reflektert i Eviny-verdien.

Indikativt bytteforhold SFE: Overordnede sensitivitetsanalyser indikerer at øvrige aksjonærer i SFE (ekskluderer Eviny) vil ha en eierandel i det fusjonerte selskapet i intervallet 10,0% til 11,5%

Forutsetninger for vannkraft i nedre intervall

Øvrig virksomhet ¹⁾	Avkastningskrav endring	Benyttet Prisbane ²⁾	Merverdier ³⁾	Profilfaktor kilde	Produksjon kilde
Lavt estimat SFE Høyt estimat Eviny	SFE +0,125% Eviny -0,125%	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Lav	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Lav	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	40 EUR/MWh	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base (-) EUR/MWh 15,0	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Base (-) EUR/MWh 15,0	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Base	Prognose -50%	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Base (-) EUR/MWh 15,0	Estimat for 2024 uten vekst⁴⁾	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Estimat for 2024 uten vekst⁴⁾	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose -50%	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	Eviny +6,0% fra base	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema

Indikativt bytteforhold (SFE)



Forutsetninger for vannkraft i øvre intervall

Øvrig virksomhet ¹⁾	Avkastningskrav endring	Benyttet Prisbane ²⁾	Merverdier ³⁾	Profilfaktor kilde	Produksjon kilde
Høyt estimat SFE Lavt estimat Eviny	SFE -0,125% Eviny +0,125%	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Høy	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Høy	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	60 EUR/MWh	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base + EUR/MWh 15,0	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 base + EUR/MWh 15,0	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Base	Prognose +50%	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base + EUR/MWh 15,0	Prognose (inkludert vekst)	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose (inkludert vekst)	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose +50%	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	SFE +6,0% fra base	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Tilsig



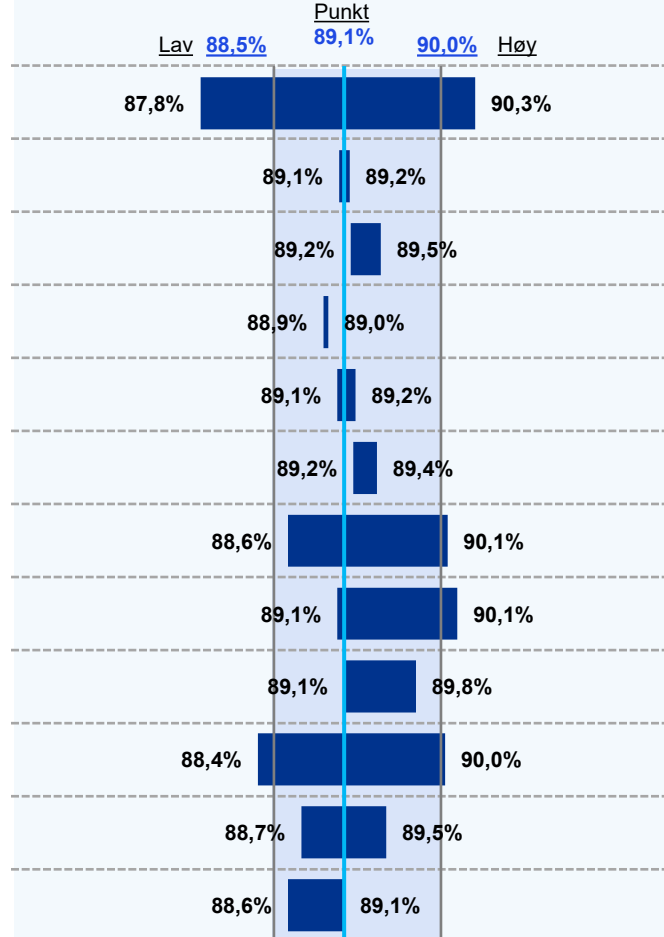
Noter: 1) Øvrig virksomhet inkluderer alle virksomhetsområder foruten vannkraft (Strømnett, Telekom, Vindkraft, Øvrige og Holding), hvor lavt og høyt estimat er basert på henholdsvis nedre og øvre intervall for de respektive verdsettelsene av SFE og Eviny. 2) Prisbane 1 og Prisbane 2 refererer til kraftprisbaner fra to ulike eksterne aktører. 3) Selskapene har ulik oppfatning av benyttede forutsetninger for merverdier med hensyn til antatt nivå og vekst. 4) Merverdier antatt stabile på 2024-nivå med unntak av forventet økning gjennom nytt effektanlegg på Øksnelvane kraftstasjon fra 2028 for SFE.

Indikativt bytteforhold Eviny: Overordnede sensitivitetsanalyser indikerer at Eviny vil ha en eierandel i det fusjonerte selskapet i intervallet 88,5% til 90,0%

Forutsetninger for vannkraft i nedre intervall

Øvrig virksomhet ¹⁾	Avkastningskrav endring	Benyttet Prisbane ²⁾	Merverdier ³⁾	Profilfaktor kilde	Produksjon kilde
Høyt estimat SFE Lavt estimat Eviny	SFE -0,125% Eviny +0,125%	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Høy	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Høy	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	60 EUR/MWh	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base + EUR/MWh 15,0	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Base + EUR/MWh 15,0	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Base	Prognose +50%	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base + EUR/MWh 15,0	Prognose (inkludert vekst)	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose (inkludert vekst)	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose +50%	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	SFE +6,0% fra base	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Tilsig

Indikativt bytteforhold (Eviny)



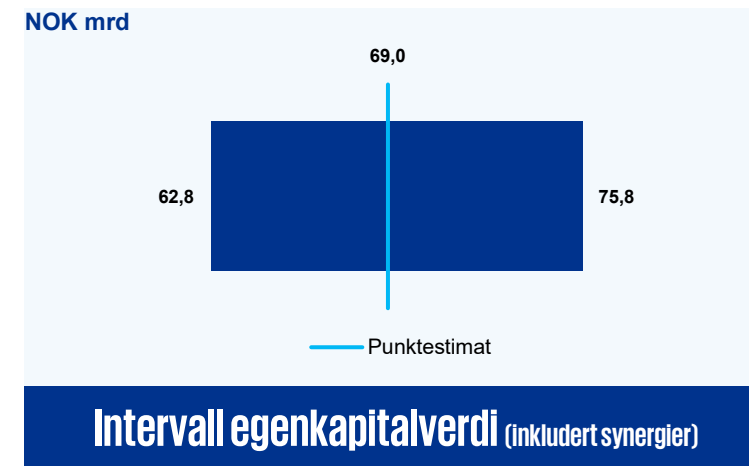
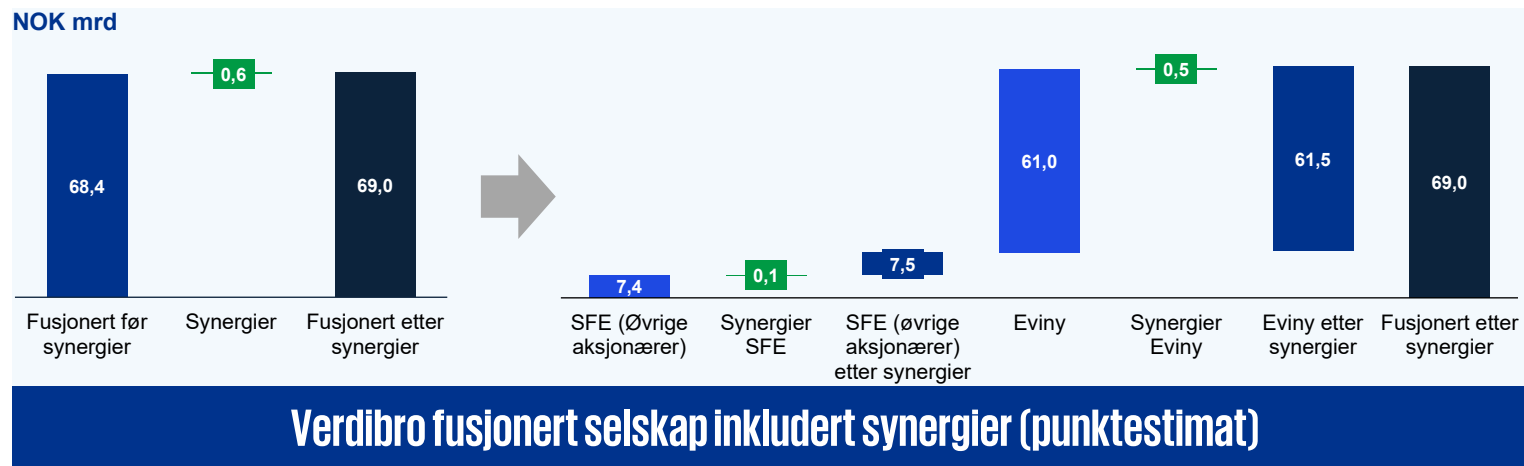
Forutsetninger for vannkraft i øvre intervall

Øvrig virksomhet ¹⁾	Avkastningskrav endring	Benyttet Prisbane ²⁾	Merverdier ³⁾	Profilfaktor kilde	Produksjon kilde
Lavt estimat SFE Høyt estimat Eviny	SFE +0,125% Eviny -0,125%	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Lav	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Lav	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	40 EUR/MWh	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base (-) EUR/MWh 15,0	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Base (-) EUR/MWh 15,0	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Base	Prognose (-50%)	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 2 Base (-) EUR/MWh 15,0	Estimat for 2024 uten vekst⁴⁾	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Estimat for 2024 uten vekst⁴⁾	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose (-50%)	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	Eviny +6,0% fra base	Grunnrenteskjema
Punkt-estimat	-	Prisbane 1 Base	Prognose m/vekst	Grunnrenteskjema	Grunnrenteskjema



Noter: 1) Øvrig virksomhet inkluderer alle virksomhetsområder foruten vannkraft (Strømnett, Telekom, Vindkraft, Øvrige og Holding), hvor lavt og høyt estimat er basert på henholdsvis nedre og øvre intervall for de respektive verdsettelsene av SFE og Eviny. 2) Prisbane 1 og Prisbane 2 refererer til kraftprisbaner fra to ulike eksterne aktører. 3) Selskapene har ulik oppfatning av benyttede forutsetninger for merverdier med hensyn til antatt nivå og vekst. 4) Merverdier antatt stabile på 2024-nivå med unntak av forventet økning gjennom nytt effekteanlegg på Øksnelvane kraftstasjon fra 2028 for SFE.

Synergier: Verdien av synergier er beregnet i intervallet NOK 0,48 milliarder til NOK 0,73 milliarder, med et punktestimat på NOK 0,58 milliarder



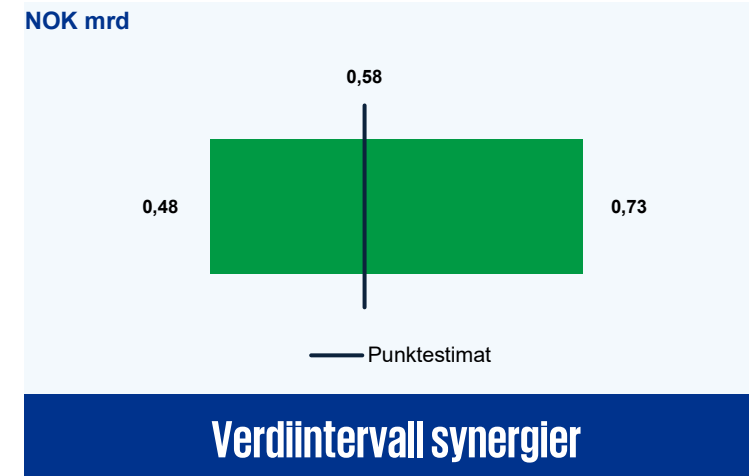
Verdien av synergier er beregnet i intervallet NOK 0,48 milliarder til NOK 0,73 milliarder, med et punktestimat på NOK 0,58 milliarder. Dette gir en egenkapitalverdi for det fusjonerte selskapet i intervallet NOK 62,8 milliarder til NOK 75,8 milliarder, med et punktestimat på NOK 69,0 milliarder etter synergier.

Verdien av synergier er beregnet basert på diskonterte kontantstrømmer. Verdiintervallet er basert på mottatte intervaller på synergier fra EY og et avkastningskrav i intervallet 7,0% til 9,0%. Punktestimatet er basert på EYs midt-scenario og et avkastningskrav på 8,0%. Et avkastningskrav i intervallet 7% til 9% er noe høyere enn hva som er benyttet for vannkraftvirksomheten for å reflektere usikkerheten ved å realisere synergiene.

Videre er synergiene fordelt i henhold til det indikative bytteforholdet. Punktestimatene indikerer at Eviny sin andel utgjør NOK 0,52 milliarder, mens øvrige aksjonærer i SFE sin andel utgjør NOK 0,06 milliarder.

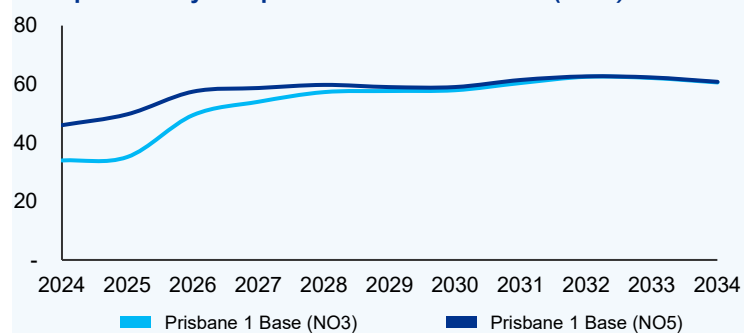
EY har identifisert synergier kategorisert innen «administrasjon og stab», «operatørskap» og «kraft og handel». I tillegg er det påregnet integrasjonskostnader.

- «Administrasjon og stab» inkluderer bemanning administrasjon og stab, finansiering og eiendom (fremleie av Skipet).
- «Operatørskap» inkluderer bemanning operatørskap, prosjektgjennomføring og innkjøp (prosjekt).
- «Kraft og handel» inkluderer bemanning kraft og handel, nedleggelse av produksjonssentral, inntekt gjennom økt kvalitet innen agering i spotmarkedet og IT og system gjennom samordning av systemportefølje.



Utbyttekapasitet: Det er presentert et punktestimat og to sensitiviteter i analysen av SFE og Eviny sine utbyttekapasiteter i «stå alene»-alternativet og fusjonsalternativet

Kraftpriser benyttet i punktestimat - EUR/MWh (Reell)



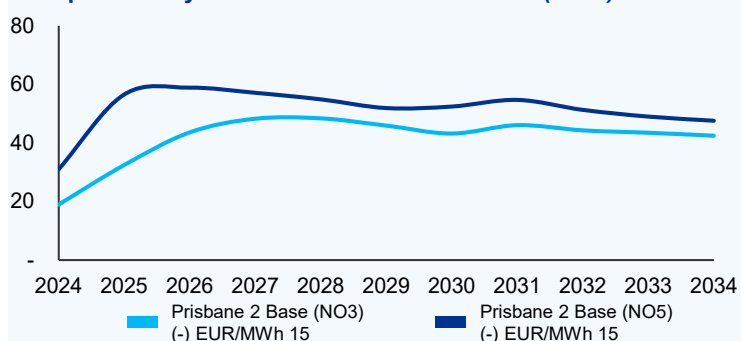
Punktestimat

Punktestimatet er basert på «Prisbane 1» Base¹⁾ for NO3 og NO5, og samme profil på merverdier som benyttet i verddivurderingen.

Dette er samme forutsetninger som ligger til grunn i den overordnede verddivurderingen og indikativt bytteforhold.

Merverdier er de inntektene som Eviny og SFE oppnår ved å tilby balanseringstjenester og fleksibilitet til kraftsystemet. I den overordnede verddivurderingen er det lagt til grunn en vekst i merverdier for både SFE og Eviny.

Kraftpriser benyttet i sensitivitet 1 - EUR/MWh (Reell)



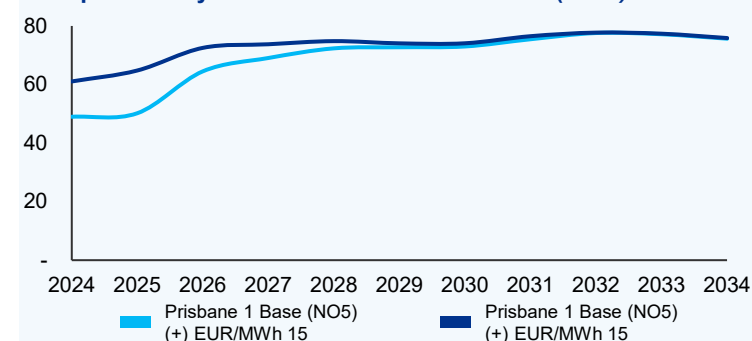
Sensitivitet 1

Sensitivitet 1 er basert på «Prisbane 2» Base¹⁾ minus 15 EUR/MWh for NO3 og NO5 og stabile merverdier fra 2024.

Denne sensitivitetsanalysen reflekterer potensielle effekter på utbytter dersom man tror på lavere priser enn presentert i punktestimatet og en større differanse mellom prisene i NO3 og NO5. «Prisbane 2» er justert ned med 15 EUR/MWh i reelle termer i denne sensitiviteten.

Det er også presentert sensitivitet på merverdier. Selskapene har ulik oppfatning av benyttede forutsetninger for merverdier med hensyn til antatt nivå og vekst. I dette scenarior er merverdier antatt stabile på 2024-nivå uten videre vekst²⁾ for verken SFE eller Eviny.

Kraftpriser benyttet i sensitivitet 2 - EUR/MWh (Reell)



Sensitivitet 2

Sensitivitet 2 er basert på «Prisbane 1» Base¹⁾ pluss 15 EUR/MWh, samt samme profil på merverdier som benyttet i verdsettelsen.

Denne sensitivitetsanalysen reflekterer potensielle effekter på utbytter dersom man tror på høyere priser enn i punktestimatet. «Prisbane 1» er justert opp med 15 EUR/MWh i reelle termer i denne sensitiviteten.

Merverdier antatt å øke for både SFE og Eviny i tråd med vekstprofiler i punktestimatet.

KPMG har gjort overordnede analyser av utbyttekapasiteten til Eviny og SFE på konsolidert nivå for selskapene hver for seg og samlet. Beregningene er basert på forenklede analyser basert på selskapenes egne prognoser for utbytte de neste 10 årene og ser på endringer i forventet utbytte for eierne ved en potensiell fusjon.

Det er et stort utfallsrom i hva faktiske utbyttebetalinger blir, både i «stå alene»-alternativet og i fusjonsalternativet. Det er derfor presentert et punktestimat og to sensitivitetsanalyser for å belyse potensielle endringer. Faktiske utbyttebetalinger kan bli betydelig lavere og høyere enn hva som er presentert i de forenklede analysene.

Utbytte SFE: Analysen indikerer at aksjonærene i SFE (ekskl. Eviny) kan motta et høyere utbytte i det fusjonerte selskapet sammenliknet med «stå alene»-alternativet de neste ti årene i punktestimatet og sensitivitet 1, og et lavere utbytte i sensitivitet 2



Punktestimatet indikerer at SFE sitt utbetalte utbytte til aksjonærer ekskludert Eviny etter fusjon er lavere fra 2026 til 2030 og høyere fra 2031 til 2034, sammenliknet med «stå alene»-alternativet.

Se neste side for mer detaljert forklaring på endring i utbytte.

Punktestimatet er basert på «Prisbane 1» Base for NO3 og NO5 samt samme profil på merverdier som benyttet i verdivurderingen.

Estimert utbytte til aksjonærer i SFE (ekskludert Eviny) i «stå alene»-alternativet er forventet å øke gradvis fra NOK 162 millioner i 2026 til NOK 387 millioner i 2034. Det akkumulerte utbyttet i perioden 2026 til 2034 er estimert til NOK 2,6 milliarder.

Estimert utbytte¹⁾ til aksjonærer i SFE (ekskludert Eviny) etter fusjon er forventet å øke fra NOK 153 millioner til NOK 413 millioner. Det akkumulerte utbyttet over perioden fra 2026 til 2034 er estimert til NOK 2,7 milliarder.



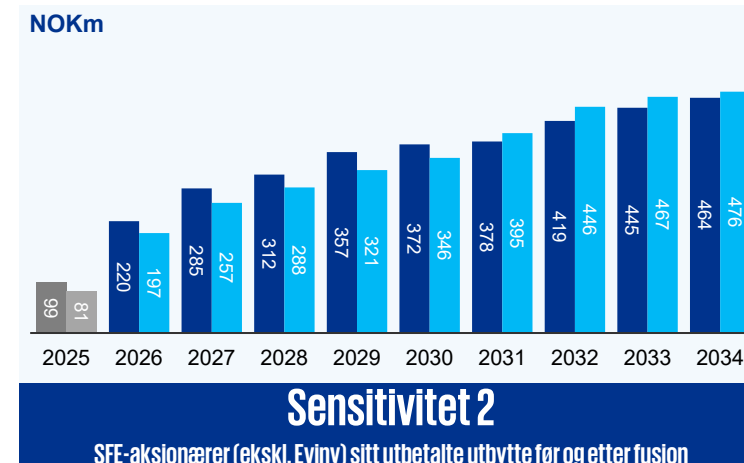
Sensitivitet 1 indikerer at SFE sitt utbetalte utbytte til aksjonærer ekskludert Eviny etter fusjon er høyere hvert år sammenliknet med «stå alene»-alternativet.

Se neste side for mer detaljert forklaring på endring i utbytte.

Sensitivitet 1 er basert på «Prisbane 2» Base minus 15 EUR/MWh for NO3 og NO5 og stabile merverdier fra 2024 for både SFE og Eviny.

Estimert utbytte til aksjonærer i SFE (ekskludert Eviny) i «stå alene»-alternativet er forventet å øke fra NOK 146 millioner i 2026 til NOK 261 millioner i 2034. Det akkumulerte utbyttet i perioden 2026 til 2034 er estimert til NOK 2,0 milliarder.

Estimert utbytte¹⁾ til aksjonærer i SFE (ekskludert Eviny) etter fusjon er forventet å øke fra NOK 161 millioner til NOK 339 millioner. Det akkumulerte utbyttet i perioden 2026 til 2034 er estimert til NOK 2,4 milliarder.



Sensitivitet 2 indikerer at SFE sitt utbetalte utbytte til aksjonærer ekskludert Eviny etter fusjon er lavere fra 2026 til 2030 og høyere fra 2031 til 2034, sammenliknet med «stå alene» alternativet.

Se neste side for mer detaljert forklaring på endring i utbytte.

Sensitivitet 2 er basert på «Prisbane 1» Base pluss 15 EUR/MWh for NO3 og NO5 og stabile merverdier fra 2024 for både SFE og Eviny.

Estimert utbytte til aksjonærer i SFE (ekskludert Eviny) i «stå alene»-alternativet er forventet å øke fra NOK 220 millioner i 2026 til NOK 464 millioner i 2034. Det akkumulerte utbyttet i perioden 2026 til 2034 er estimert til NOK 3,3 milliarder

Estimert utbytte¹⁾ til aksjonærer i SFE (ekskludert Eviny) etter fusjon er forventet å øke fra NOK 197 millioner til NOK 476 millioner. Det akkumulerte utbyttet i perioden 2026 til 2034 er estimert til NOK 3,2 milliarder.

Utbytte SFE: Begrenset utbyttebidrag fra virksomhetsområdet Øvrig i Eviny de nærmeste årene utsetter SFE-aksjonærenes potensielle positive effekt på utbytte til 2030/31 i punkttestimatet og sensitivitet 2



Punkttestimatet indikerer at aksjonærer i SFE (ekskludert Eviny) kan motta et akkumulert utbytte som er NOK 72 millioner høyere i et fusjonert selskap enn i «stå alene»-alternativet i perioden 2026 til 2034.

Punkttestimatet indikerer at aksjonærene kan motta et lavere utbytte i perioden 2026 til 2030, men høyere utbytte i perioden 2031 til 2034.

Årsakene til at utbyttet for SFE-aksjonærene blir lavere i perioden 2026 til 2030 i et fusjonert selskap sammenlignet med «stå alene»-alternativet er en kombinasjon av flere faktorer:

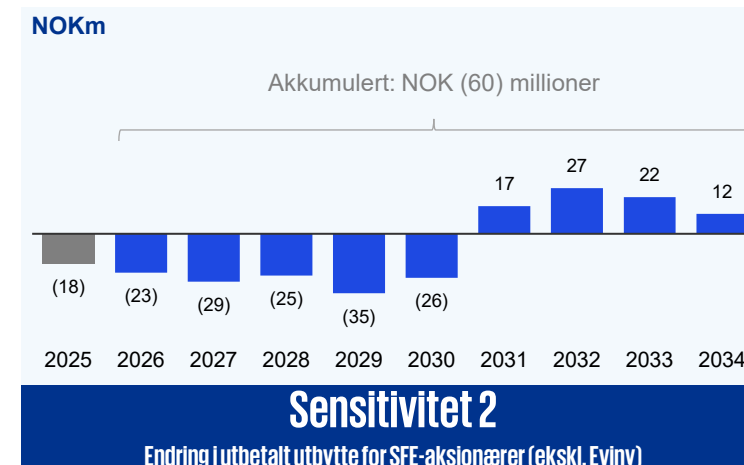
- SFE har større relativt eksponering mot vannkraft og «Prisbane 1» Base forutsetter at prisdifferansen mellom NO3 og NO5 reduseres over den observerte perioden.
- Virksomhetsområdet Øvrig i Eviny har begrenset positivt bidrag til utbytte i perioden frem til 2030 som påvirker SFE negativt sammenlignet med et «stå alene»-alternativ de første årene.



Sensitivitet 1 indikerer at aksjonærer i SFE (ekskludert Eviny) kan motta et akkumulert utbytte som er NOK 420¹⁾ millioner høyere i et fusjonert selskap enn i «stå alene»-alternativet i perioden 2026 til 2034.

Sensitivitet 1 indikerer at aksjonærene kan motta et høyere utbytte i samtlige år i perioden 2026 til 2034. Årsakene til at endring i utbyttet er høyere enn i punkttestimatet er flere:

- Benyttede prisbaner («Prisbane 2» Base -15 EUR/MWh) er lavere enn i punkttestimatet («Prisbane 1» Base). SFE, som har størst relativ eksponering mot vannkraft, kommer bedre ut, relativt sett, i et fusjonert selskap ved lavere kraftpriser.
- «Prisbane 2» Base har en større differanse mellom prisområdene NO3 og NO5 enn «Prisbane 1» Base. Lavere priser i NO3, hvor SFE har store deler av sin produksjon, relativt til NO5 hvor Eviny har sin overvekt, gjør at SFE kommer bedre ut i et fusjonert selskap i dette scenarioet.
- Merverdier er antatt å ligge på nivå med 2024 i hele perioden.



Sensitivitet 2 indikerer at aksjonærer i SFE (ekskludert Eviny) kan motta et akkumulert utbytte som er NOK (60) millioner lavere i et fusjonert selskap enn i «stå alene»-alternativet i perioden 2026 til 2034.

Sensitivitet 2 indikerer at aksjonærene kan motta et lavere utbytte i perioden 2026 til 2030, men høyere utbytte i perioden 2031 til 2034. Årsaken til at endring i utbyttet er lavere enn punkttestimatet er:

- Benyttede prisbaner («Prisbane 1» Base +15 EUR/MWh) er høyere enn i punkttestimatet («Prisbane 1» Base). SFE, har størst relativ eksponering mot vannkraft, og kommer dårligere ut i et fusjonert selskap ved høyere kraftpriser.

Utbytte Eviny: Analyser indikerer at aksjonærene i Eviny kan motta et høyere utbytte i det fusjonerte selskapet enn i «stå alene»-alternativet



Punktestimatet indikerer at utbetalte utbytter etter fusjon er høyere hvert år sammenliknet med estimert utbytte i «stå alene»-alternativet.

Se neste side for mer detaljert forklaring på endring i utbytte.

Punktestimatet er basert på «Prisbane 1» Base for NO3 og NO5 samt samme profil på merverdier som benyttet i verdsettelsen.

Eviny sitt estimerte utbytte i «stå alene»-alternativet er forventet å øke gradvis fra NOK 1,2 milliarder i 2026 til NOK 3,3 milliarder i 2034. Det akkumulerte utbyttet i perioden fra 2026 til 2034 er estimert til NOK 21,4 milliarder.

Estimert utbytte¹⁾ til eksisterende aksjonærer i Eviny etter fusjon er forventet å øke fra NOK 1,3 milliarder i 2026 til NOK 3,4 milliarder i 2034. Det akkumulerte utbyttet i perioden 2026 til 2034 er estimert til NOK 22,1 milliarder.



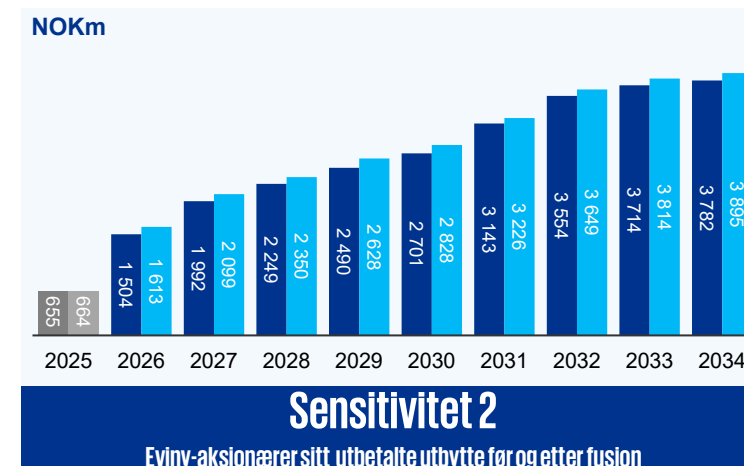
Sensitivitet 1 indikerer at utbetalte utbytter etter fusjon er høyere i alle år, bortsett fra i 2031 og 2033, sammenliknet med estimert utbytte i «stå alene»-alternativet.

Se neste side for mer detaljert forklaring på endring i utbytte.

Sensitivitet 1 er basert på «Prisbane 2» Base minus 15 EUR/MWh for NO3 og NO5 og stabile merverdier fra 2024 for både SFE og Eviny.

Eviny sitt estimerte utbytte på «stå alene» basis er forventet å øke fra NOK 1,3 milliarder i 2026 til NOK 2,8 milliarder i 2034. Det akkumulerte utbyttet over perioden fra 2026 til 2034 er estimert til NOK 19,4 milliarder.

Estimert utbytte¹⁾ til eksisterende aksjonærer i Eviny etter fusjon er forventet å øke fra NOK 1,3 milliarder til NOK 2,8 milliarder. Det akkumulerte utbyttet over perioden fra 2026 til 2034 er estimert til NOK 19,5 milliarder.



Sensitivitet 2 indikerer at utbetalte utbytter etter fusjon er høyere hvert år sammenliknet med estimert utbytte i «stå alene»-alternativet.

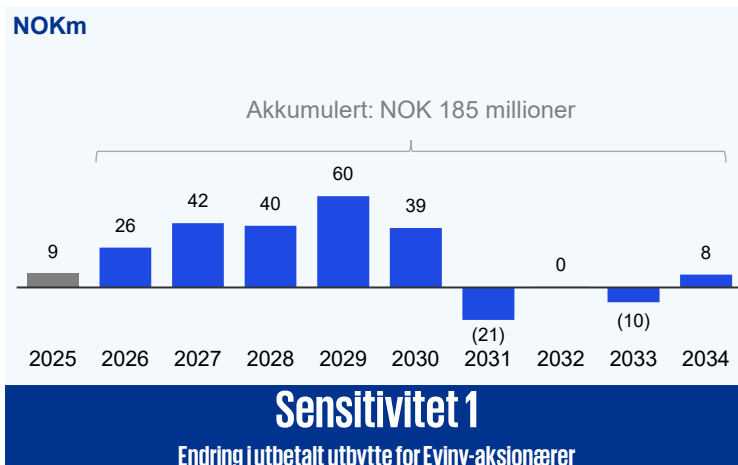
Se neste side for mer detaljert forklaring på endring i utbytte.

Sensitivitet 2 er basert på «Prisbane 2» Base pluss 15 EUR/MWh, samt samme profil på merverdier som benyttet i verdsettelsen.

Eviny sitt estimerte utbytte på «stå alene» basis er forventet å øke gradvis fra NOK 1,5 milliarder i 2026 til NOK 3,8 milliarder i 2034. Det akkumulerte utbyttet over perioden fra 2026 til 2034 er estimert til NOK 25,1 milliarder.

Estimert utbytte¹⁾ til eksisterende aksjonærer i Eviny etter fusjon er forventet å øke fra NOK 1,6 milliarder til NOK 3,9 milliarder. Det akkumulerte utbyttet over perioden fra 2026 til 2034 er estimert til NOK 26,1 milliarder.

Utbytte Eviny: Synergier og reduksjon av kapitalbindinger og tidsforsinkelser, samt begrenset utbytte fra virksomhetsområdet Øvrig i Eviny i de første årene, indikerer at aksjonærene i Eviny kan motta høyere utbytter i det fusjonerte selskapet de nærmeste årene



Punktestimatet indikerer at aksjonærer i Eviny kan motta et akkumulert utbytte som er NOK 701 millioner høyere i et fusjonert selskap i perioden 2026 til 2034.

Scenariet indikerer at aksjonærene kan motta et høyere utbytte i samtlige år i perioden 2026 til 2034.

Årsakene til at utbyttet for Eviny-aksjonærene blir høyere i perioden 2026 til 2034 i et fusjonert selskap sammenlignet med «stå alene»-alternativet er en kombinasjon av flere faktorer:

- Synergier, samt reduksjon av kapitalbindinger og tidsforsinkelser mellom Eviny og SFE øker utbyttet i et fusjonert selskap.
- Virksomhetsområdet Øvrig i Eviny har begrenset positivt bidrag til utbytte i perioden frem til 2030.
- Eviny har mindre relativt eksponering mot vannkraft og prisområde NO3 enn SFE. «Prisbane 1» sitt base case antar at differansen mellom kraftprisene i NO3 og NO5 reduseres.

Sensitivitet 1 indikerer at aksjonærer i Eviny kan motta et akkumulert utbytte som er NOK 185¹⁾ millioner høyere i et fusjonert selskap i perioden 2026 til 2034.

Sensitivitet 1 indikerer at aksjonærene kan motta et høyere utbytte i alle år i perioden 2026 til 2034, unntatt 2031 og 2033. Årsakene til at endring i utbyttet er lavere enn i punktestimatet er flere:

- Benyttede prisbaner («Prisbane 2» Base minus 15 EUR/MWh) er lavere enn i punktestimatet («Prisbane 1» Base) bortsett fra i 2025 og 2026. Eviny, som har minst relativ eksponering mot vannkraft, kommer dårligere ut, relativt sett, i et fusjonert selskap ved lavere kraftpriser sammenlignet med «stå alene»-alternativet.
- «Prisbane 2» Base har en større differanse mellom prisområdene NO3 og NO5 enn «Prisbane 1» Base. Høyere priser i NO5, hvor Eviny har store deler av sin produksjon, relativt til NO3 hvor SFE har sin overvekt, gjør at Eviny kommer relativt dårligere ut i det fusjonerte selskapet.
- Merverdier er antatt å ligge på nivå med 2024 i hele perioden.

Sensitivitet 2 indikerer at aksjonærer i Eviny kan motta et akkumulert utbytte som er NOK 1,0 milliard høyere i et fusjonert selskap i perioden 2026 til 2034.

Sensitivitet 2 indikerer at aksjonærene kan motta et høyere utbytte i samtlige år i perioden 2026 til 2034. Årsaken til at endring i utbyttet er høyere enn i punktestimatet er:

- Benyttede prisbaner («Prisbane 1» Base pluss 15 EUR/MWh) er høyere enn i punktestimatet («Prisbane 1» Base). Eviny, som har minst relativ eksponering mot vannkraft, kommer bedre ut i et fusjonert selskap ved høyere kraftpriser sammenlignet med «stå alene»-alternativet.

Utbytteeffekt synergier: Akkumulert utbytteeffekt fra synergier forventes å utgjøre NOK 21 millioner og NOK 174 millioner for henholdsvis SFE-aksjonærer (ekskludert Eviny) og Eviny-aksjonærer i perioden 2026 til 2034



Analysen indikerer at aksjonærer i SFE (ekskludert Eviny) vil motta et akkumulert utbytte fra synergier på NOK 21 millioner i perioden 2026 til 2034 ved en fusjon.

Synergier er forventet å bidra positivt fra 2027 og fremover. Utbytteeffekt fra synergiene øker gradvis fra NOK 0,2 millioner i 2027 til NOK 3,9 millioner i 2034. Integrasjonskostnader i 2025 får en negativ effekt på utbetalt utbytte i 2026 på NOK (0,3) millioner. Akkumulert utbytteeffekt fra synergier i perioden 2026 til 2034 er NOK 21 millioner.

Utbytteeffekten er basert på base-case scenarioet for synergiene identifisert av EY, indeksert i henhold til benyttet inflasjonskurve fra Norges Bank. Synergiene er videre fordelt basert på punkttestimatet for indikativt bytteforhold på 10,9%, samt justert for 70% utbytte og forskjøvet ett år i henhold til selskapenes utbyttepolitikk.



Analysen indikerer at aksjonærer i Eviny vil motta et akkumulert utbytte fra synergier på NOK 174 millioner i perioden 2026 til 2034 ved en fusjon.

Synergier er forventet å bidra positivt fra 2027 og fremover. Utbytteeffekt fra synergiene øker gradvis fra NOK 2 millioner i 2027 til NOK 32 millioner i 2034. Integrasjonskostnader i 2025 får en negativ effekt på utbetalt utbytte i 2026 på NOK (3) millioner. Akkumulert utbytteeffekt fra synergier i perioden 2026 til 2034 er NOK 174 millioner.

Utbytteeffekten er basert på base-case scenarioet for synergiene identifisert av EY, indeksert i henhold til benyttet inflasjonskurve fra Norges Bank. Synergiene er videre fordelt basert på punkttestimatet for indikativt bytteforhold på 89,1%, samt justert for 70% utbytte og forskjøvet ett år i henhold til selskapenes utbyttepolitikk.

Aksjonærer i et fusjonert selskap har høyere verdier enn i et «stå alene»-alternativ. Høyere kraftpriser kan øke utbyttet til aksjonærene i Eviny i et fusjonert selskap, mens lavere kraftpriser eller større forskjeller mellom NO3 og NO5 kan øke utbyttet til aksjonærer i SFE

Potensielle fordeler for aksjonærer i Eviny ved en fusjon

- Et fusjonert selskap vil øke verdiene for alle aksjonærer gitt synergiene EY har identifisert.
- Vi merker oss at mottatte synergier fra EY er synergier med resultat-effekter. Utover synergier identifisert av EY, vil aksjonærene i Eviny få eierandeler i et større og mer diversifisert selskap enn selskapene hver for seg, som kan ha en høyere verdi enn summen av verdiene på «stå alene»-basis. Eviny får blant annet mer eksponering mot prisområde NO3. I denne overordnede verdivurderingen hvor formålet er å beregne et indikativt bytteforhold er ikke potensiell verdiøkning fra selve fusjonen analysert, utover synergiene identifisert av EY.
- Dersom kraftprisene blir høyere enn benyttet i den overordnede verdivurderingen, kan det være positivt for Eviny når det gjelder utbytter i et fusjonert selskap sammenlignet med et «stå alene»-alternativ. Dette skyldes at SFE relativt sett har større eksponering mot kraftproduksjon enn Eviny.
- Dersom differansen mellom kraftprisen i prisområde NO3 og NO5 blir mindre enn benyttet i den overordnede verdivurderingen, kan det være positivt for Eviny når det gjelder utbytter i et fusjonert selskap sammenlignet med et «stå alene»-alternativ. Dette skyldes at SFE har høyere eksponering mot prisområde NO3, mens Eviny har høyere eksponering i prisområde NO5.

Potensielle fordeler for aksjonærer i Eviny ved å «stå alene»

- Dersom kraftprisene blir lavere enn benyttet i den overordnede verdivurderingen, kan det være positivt for Eviny når det gjelder utbytter i et «stå alene»-alternativ sammenlignet med et fusjonsalternativ. Dette skyldes at SFE har relativt sett høyere eksponering mot kraftproduksjon enn Eviny.
- Dersom differansen mellom kraftprisen i prisområde NO3 og NO5 blir større enn benyttet i den overordnede verdivurderingen, kan det være positivt for Eviny når det gjelder utbytter i et «stå alene»-alternativ sammenlignet med et fusjonsalternativet. Dette skyldes at SFE har høyere eksponering mot prisområde NO3, mens Eviny har høyere eksponering i prisområde NO5.

Potensielle fordeler for øvrige aksjonærer i SFE ved en fusjon

- Et fusjonert selskap vil øke verdiene for alle aksjonærer gitt synergiene som EY har identifisert.
- Vi merker oss at mottatte synergier fra EY er synergier med resultat-effekter. Utover synergier identifisert av EY, vil aksjonærene i Eviny få eierandeler i et større og mer diversifisert selskap enn selskapene hver for seg, som kan ha en høyere verdi enn summen av verdiene på «stå alene»-basis. SFE får blant annet større diversifisering og mindre avhengighet av prisområde NO3. I denne overordnede verdivurderingen hvor formålet er å beregne et indikativt bytteforhold er ikke potensiell verdiøkning fra selve fusjonen analysert, utover synergiene identifisert av EY.
- Dersom kraftprisene blir lavere enn benyttet i den overordnede verdivurderingen, kan det være positivt for de øvrige aksjonærene i SFE når det gjelder utbytter i et fusjonert selskap sammenlignet med et «stå alene»-alternativ. Dette skyldes at SFE relativt sett har større eksponering mot kraftproduksjon enn Eviny.
- Dersom differansen mellom kraftprisen i prisområde NO3 og NO5 blir større enn benyttet i den overordnede verdivurderingen, kan det være positivt for øvrige aksjonærer i SFE når det gjelder utbytter i et fusjonert selskap sammenlignet med et «stå alene»-alternativ. Dette skyldes at SFE har høyere eksponering mot prisområde NO3, mens Eviny har høyere eksponering i prisområde NO5.

Potensielle fordeler for øvrige aksjonærer i SFE ved å «stå alene»

- Dersom kraftprisene blir høyere enn benyttet i den overordnede verdivurderingen, kan det være positivt for de øvrige aksjonærene i SFE i et «stå alene»-alternativ sammenlignet med et fusjonsalternativ. Dette skyldes at SFE har relativt sett høyere eksponering mot kraftproduksjon enn Eviny.
- Dersom differansen mellom kraftprisen i prisområde NO3 og NO5 blir mindre enn benyttet i den overordnede verdivurderingen, kan det være positivt for øvrige aksjonærer i SFE når det gjelder utbytter i et «stå alene»-alternativ sammenlignet med et fusjonsalternativet. Dette skyldes at SFE har høyere eksponering mot prisområde NO3, mens Eviny har høyere eksponering i NO5.
- Dersom man primært ønsker eksponering mot kraftproduksjon og eksponering mot prisområde NO3 kan et «stå alene»-alternativ være å preferere.

Anbefalinger: Det anbefales at man i en eventuell fase 2 gjennomfører en detaljert verdsettelse med kvalitetssikring av relevante forutsetninger

Begrensninger for vårt arbeid i fase 1 og anbefalinger til videre arbeid i en eventuell fase 2

Oppdatering av forutsetninger

Beregningen av det indikative bytteforholdet er basert på en overordnet verddivurdering av Eviny og SFE per 31.12.2023, hvor vannkraftvirksomheten verdsettes basert på oppdaterte kraftprisbaner per høsten 2024.

Beregning av endelig bytteforhold i en eventuell fase 2 bør baseres på detaljerte verddivurderinger av både Eviny og SFE hvor forutsetninger for drift, finansielle størrelser og markedsdata er oppdatert for samtlige forretningsområder.

Det bør også vurderes om man bør benytte andre metoder for verdsettelse av enkelte forretningsområder som nå er verdsatt basert på forenklete tilnærminger. Vannkraft og vindkraft kan for eksempel analyseres mer detaljert per kraftverk. Det kan gjøres mer detaljerte gjennomganger av Strømnett-virksomheten, samt en grundigere vurdering av øvrige virksomheter.

Detaljert gjennomgang av benyttede forutsetninger

Det indikative bytteforholdet og de overordnede verddivurderingene er primært basert på informasjon mottatt fra Eviny og SFE, uten at KPMG har kontrollert denne informasjonen. KPMG har gjort overordnede rimelighetsvurderinger for å sikre konsistens der det har vært åpenbare forskjeller. Potensielle skjevheter eller unøyaktigheter i forutsetningene kan påvirke både verdier og bytteforhold.

I en eventuell fase 2 anbefales det å gjøre en grundigere gjennomgang og kontroll av informasjon og forutsetninger som legges til grunn for verddivurderingene og bytteforholdet, dette gjelder spesielt merverdier hvor det bør gjøres en grundig analyse for begge selskaper.

Detaljert finansiell gjennomgang av partenes utbyttmodeller

Analyser av utbyttekapasitet er gjort på et overordnet konsolidert nivå for selskapene hver for seg og samlet. Beregningene baseres i stor grad på selskapenes egne prognoser for utbytte for de neste 10 årene og ser på endringer i forventet utbytte for eierne ved en potensiell fusjon. Det er store forskjeller i hvordan prognosene er utarbeidet når det kommer til struktur, fleksibilitet, sporbarhet, konsistens og dokumentasjon. KPMG har ikke gjort detaljerte gjennomganger av selskapenes utbyttmodeller men har gjort justeringer for å kunne beregne forenklet sensitivitet og overordnet avstemme deler av utbyttmodellene. Det anbefales at man benytter en gjennomarbeidet felles modell i en eventuell fase 2 eller gjør en grundig gjennomgang av selskapenes utbyttmodeller.

Vurdering av minoritetsposter

Verdiene er ikke justert for potensiell mer- eller mindreverdi på grunn av kontroll, manglende kontroll, strategiske posisjoner, forhandlingsposisjon eller lignende. I en eventuell fase 2 bør det vurderes om enkelte minoritetsposter bør justeres for dette.



©2024 Copyright owned by one or more of the KPMG International entities. KPMG International entities provide no services to clients. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.

