

Corporate Finance

Bolagisering av Vaggeryds Elverk 2020

*Strängt personlig
och konfidentiell*

26 september 2019

pwc

Sammanfattning

Värdering

- Värdet på hela rörelsen (s k Enterprise Value, "EV") per Värderingsdatumet 1 januari 2019 bedöms återfinnas inom intervallet 97 MSEK till 147 MSEK, med ett riktvärde om 118 MSEK.
- Justerat för finansiell nettoskuld per Värderingsdatumet om 33 MSEK bedöms värdet av samtliga aktier återfinnas inom intervallet 64 MSEK till 114 MSEK, med riktvärde på 85 MSEK.
- Avkastningsvärdet har stämts av mot prissättning av jämförbara bolag vid tidigare transaktioner. Sammantaget bedömer vi att relativvärderingen ger stöd åt det beräknade avkastningsvärdet.

Antaganden vid värdering

- Vaggeryds Elverks största kund, Waggeryd Cell, förväntas försvinna som kund under 2020 vilket minskar intäkterna med runt 14 MSEK/år.
- Investeringar om 100 MSEK antas genomföras 2020-2021, till stor del hänförliga till den nya anslutningen mot överliggande nät som planeras via Waggeryd Cell. Till följd av detta antas även de löpande kostnaderna mot överliggande nät minska, vilket förbättrar rörelsemarginalen. På sikt förväntas EBITDA-marginalen stabilisera sig på 41%.
- Kundtillväxten antas vara 0,65% fram till och med 2033, i linje med prognosen för befolkningsutvecklingen i kommunen. Efter 2033 antas befolkningsökning avta.
- Mindre prisökningar antas göras 2021 och 2022 till följd av ökade investeringar. På sikt antas prisförändringarna uppgå till +2% per år, i linje med riksbankens inflationsmål.
- Baserat på Vaggeryds Elverks riskprofil har vi beräknat en WACC inom intervallet 5,5%-6,5%, med en riktnivå om 6,0%.

Nuvarande ägarstruktur

- I dagsläget bedrivs elnätsverksamheten i förvaltningen Vaggeryds Elverk. Denna äger elnätsanläggningarna och ansvarar för driften av nätet.
- Utöver detta äger kommunen ett energibolag, Vaggeryds Energi AB, innefattande bland annat fjärrvärme.
- I praktiken bedrivs verksamheten i Vaggeryds Elverk av Vaggeryds Energi AB. Vaggeryds Elverk köper in i stort sett samtliga tjänster av Vaggeryds Energi AB (underhåll, administration m.m.).

Överlåtelsen

- Vaggeryds kommun önska nu skapa en energikoncern där ett nystartat bolag Vaggeryds Elverk AB blir ett helägt dotterbolag till Vaggeryds Energi AB.
- I samband med detta planeras även belåningen att ökas avseende elnätsverksamheten. I dagsläget är skuldsättningsgraden i Vaggeryds Elverk runt 0,6 (i förvaltningen), vilken önskas ökas till 1,0.
- Överlåtelsen innebär att Vaggeryds Energi AB skapar ett nytt dotterbolag (Vaggeryds Elverk AB), vilket förvärvar Vaggeryds kommuns elnätsverksamhet för 121 MSEK.
- Vaggeryd Elverk AB tar upp lån om 61 MSEK för att finansiera en del av köpeskillingen. Resterande 61 MSEK tillförs via ett aktieägartillskott från Vaggeryds kommun via Vaggeryds Energi AB.
- Vaggeryds kommun löser även de befintliga lånen hänförliga till förvaltningen Vaggeryds Elverk, runt 34 MSEK.
- En reavinst om 25 MSEK uppstår, vilken vi bedömer kan fördelas till anläggningstillgångarna.

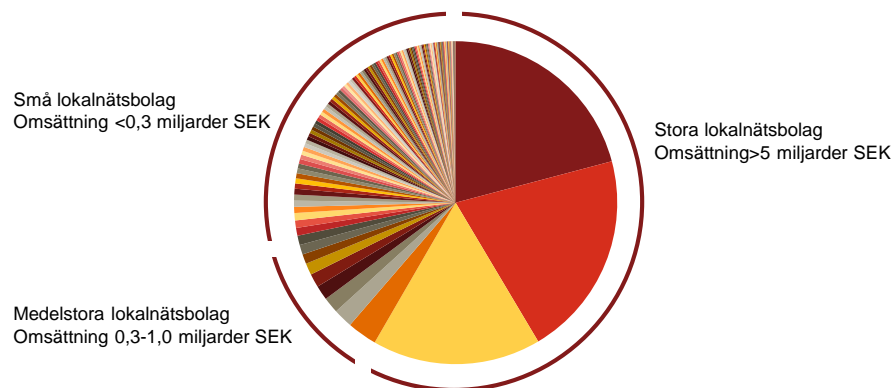
Innehåll

1	Marknadsöversikt	4
2	Finansiell utveckling	9
3	Finansiell utveckling	10
4	Värderingsöversikt	13
5	Överlåtelsen	18
6	Finansiell styrning	24

Marknadsöversikt

Introduktion till elnätsbranschen

Marknadsandelar lokalnätbolag - nettoomsättning 2017



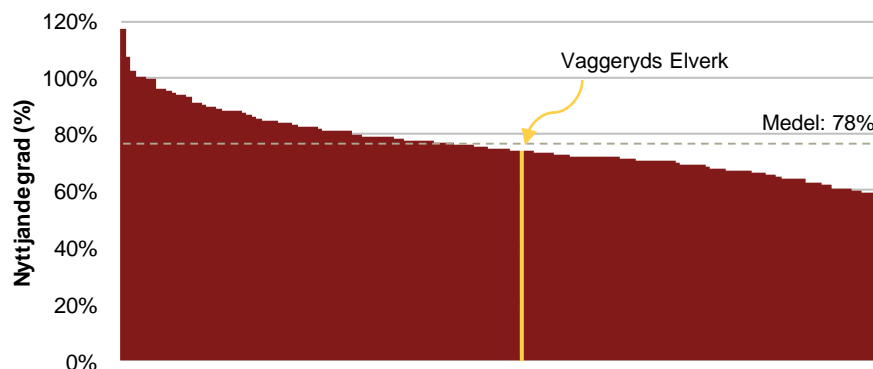
150 bolag bedriver lokalnätverksamhet i Sverige

- Den svenska marknaden för elnät på lokalnättnivå är fragmenterad, och runt 150 bolag bedriver lokalnätverksamhet i Sverige. Tre stora aktörer står dock tillsammans för nästan 60% av omsättningen.
- Därtill finns ett 10-tal medelstora lokalnätbolag med en omsättning i intervallet 0,3-1,0 miljarder SEK. Dessa ingår ofta i en koncern som är verksam i flera steg i energivärdekedjan. Majoriteten av lokalnätbolagen är dock relativt små, sett till både omsättning och antal kunder. Flertalet av de mindre lokalnätbolagen är kommunalt ägda med nätkoncession i den egna kommunen, och har ofta mindre än 20 000 kunder.

Elnät är en monopolverksamhet

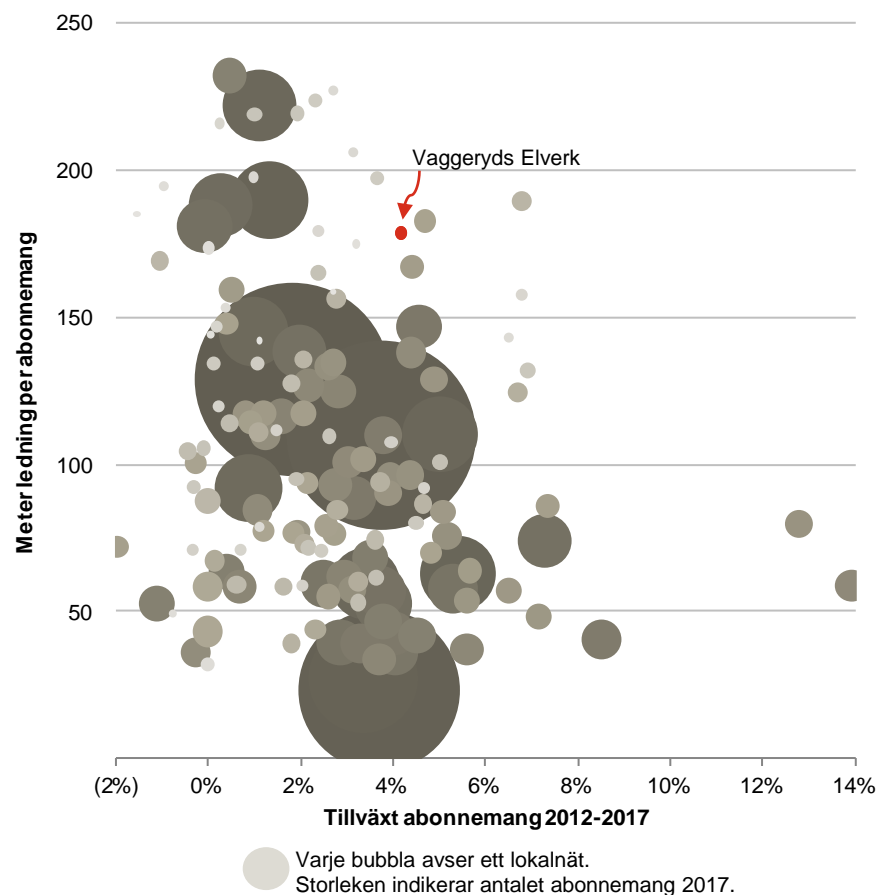
- Elnät är ett så kallat naturligt monopol, vilket innebär att stordriftsfördelarna är så pass omfattande att den största aktören över tid kommer konkurrera ut övriga aktörer. För att hantera denna situation är elnätet i Sverige reglerat. För lokalnäten innebär detta att endast en aktör har tillstånd att bedriva lokalnätverksamhet inom ett viss geografiskt område; bolaget ifråga har fått en områdeskoncession för att bedriva elnätverksamhet i det aktuella området.
- För att säkerställa att lokalnätbolaget, som ju är i en monopolställning, tar ut rimliga avgifter av sina kunder har ett särskilt regelverk byggts upp som reglerar elnätbolagens totala intäkter ("intäktsreglering"). Energimarknadsinspektionen beräknar utifrån intäktsregleringen en så kallad intäktsram för respektive nät, vilken utgör ett tak för nätbolagets intäkter från det nätet. Syftet är att hålla nätavgifterna på en sådan nivå att kunderna får betala ett rimligt pris för elnätet, samtidigt som elnätbolagen får täckning för sina kostnader och en skälig avkastning på investerat kapital.
- Lokalnätbolagen nyttjar intäktsramen i varierande utsträckning, vilket illustreras av grafen till vänster. Vaggeryds Elverk nyttjade runt 74% av intäktsramen under senaste reglerperioden 2012-2015.

Nyttjandegrad av intäktsram 2012-2015



Varierande förutsättningar att bedriva lokalnätverksamhet

Kundtillväxt och kundtätthet



Kundstruktur lokalnätbranschen

- Förutsättningarna att bedriva lokalnätverksamhet skiljer sig åt mellan olika delar av landet. En avgörande förutsättning för nätverksamheten är kundtättheten, vilken beskriver hur många meter ledning per kund som krävs för att distribuera elen. Nät i stadsmiljö kräver ofta inte mer än 50 meter ledning per kund, medan glesa landsbygdsnät i vissa fall har en struktur om 200 meter ledning eller mer per kund.
- Vidare varierar kundtillväxten mellan näten. Som figuren till vänster illustrerar så ökade antalet kunder årligen med 0,0 – 1,0% under perioden 2012-2017 för huvuddelen av lokalnäten.

Kundstruktur Vaggeryds Elverk

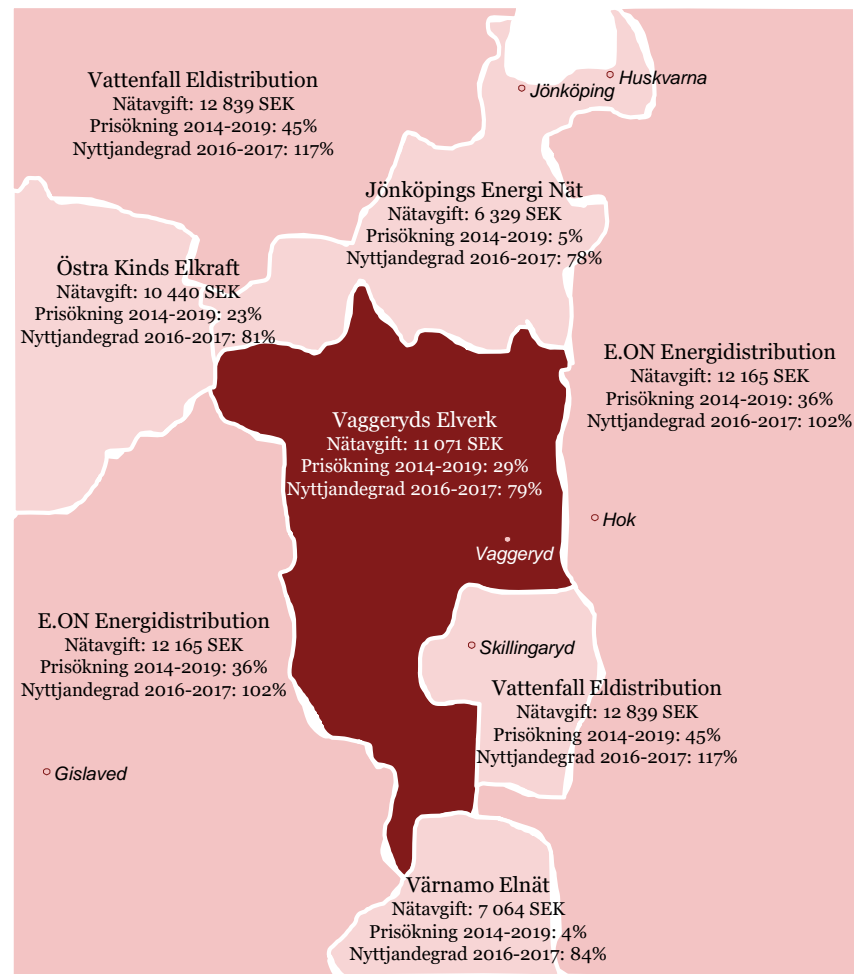
- Vaggeryds Elverk utgör ett relativt glest nät, med 178 meter ledning per abonnemang. Sveriges lokalnät som helhet ligger på nivån 95 meter ledning per abonnemang. Som grafen visar finns det dock ett antal nät som är glesare än Vaggeryds Elverk.
- Samtidigt uppvisar Vaggeryd en relativt hög tillväxt vad avser antalet abonnemang, framförallt i jämförelse med andra mindre nät. Under perioden 2012-2017 ökade antalet abonnemang i Vaggeryds nät med 4,2%. Detta motsvarar en årlig ökning på 0,86%. Som jämförelse har det totala antalet abonnemang för Sveriges lokalnätbolag ökat med 3,7% under samma period, ofta koncentrerat till större nät i tätortsmiljö.

Vaggeryds Elverk har idag en nätavgift som ligger i linje med de större nätbolagen, både på lokal och nationell nivå

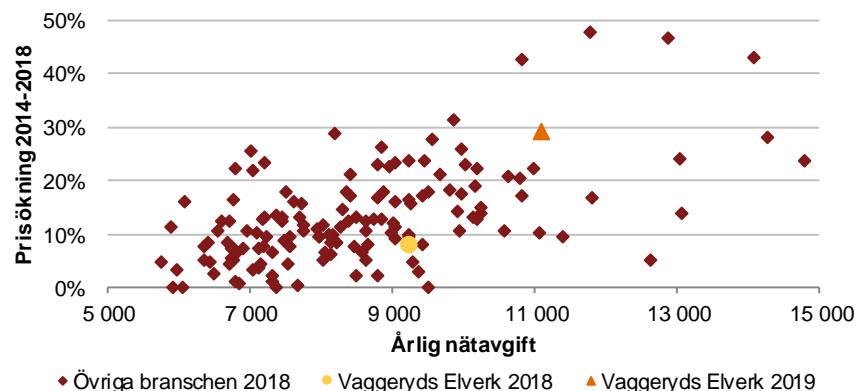
Nätpriser

- De senaste åren har flera elnätbolag genomfört betydande höjningar av elnätavgiften. Som grafen nedan visar har många nätbolag höjt priset med mer än 20% under perioden januari 2014 - januari 2018, och i ett fåtal nät är ökningen högre än 40%. 2014-2018 höjde Vaggeryds Elverk priset med relativt låga 8%, men efter den större höjningen på 20% inför 2019 är Vaggeryds Elverks priser förhållandevis höga i jämförelse med resten av branschen.
- Nätavgiften för en typkund (20A, 20 000 kWh/år) varierar avsevärt över landet. I de billigare näten behöver typkunden betala 5000–6000 SEK/år, medan motsvarande kostnad i de dyrare näten uppgår till över 14000 SEK/år.
- Som kartan till höger visar skiljer sig prisbilden åt i området kring Vaggeryd. Vattenfall och E.ON har en högre nätavgift än Vaggeryds Elverk i dagsläget, medan Jönköpings Energi Nät och Värnamo Elnäts nätavgift är lägre.

Prisbild Vaggeryd med omnejd 2019 – villakund, inklusive moms



Nätpriser typkund (20A, 20 000 kWh)



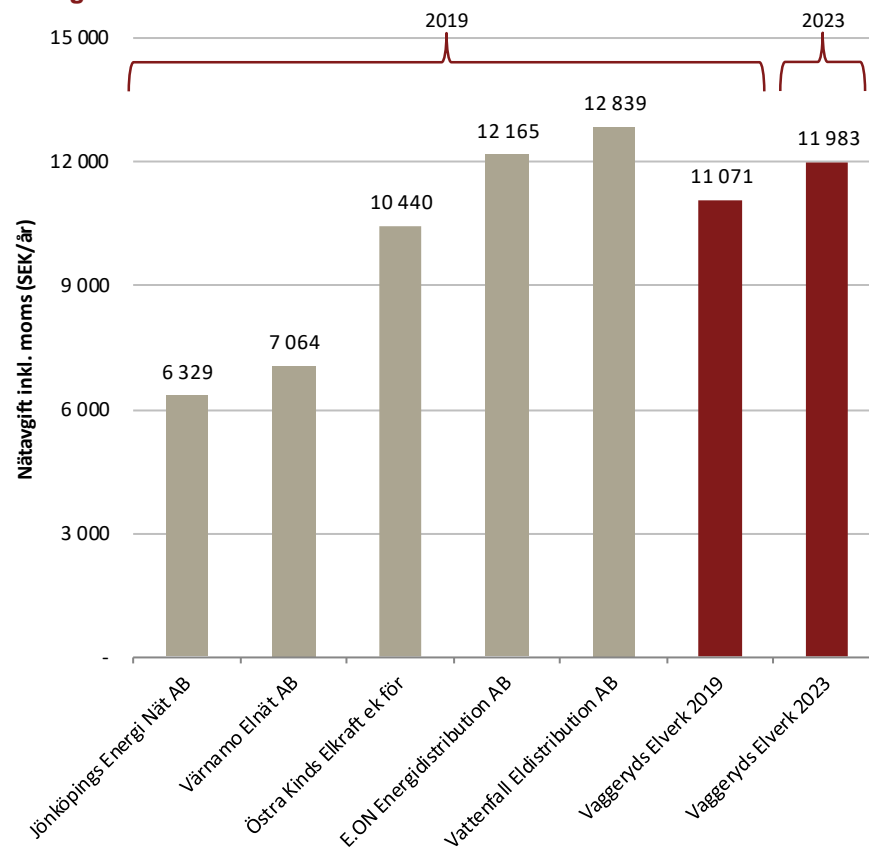
Källa: Energimarknadsinspektionen för priser 2014-2018, justerade av PwC för att spegla 2019. Samtliga uppgifter avser en typkund om 20 A och 20 000 kWh/år.

Prisbild

Prognosen innebär att Vaggeryds Elverks nätpris på sikt ökar i linje med inflationen

- Vaggeryds Elverk höjde priset med 8% under perioden 2014-2018, och genomförde 2019 en höjning med 20% för att kompensera för att Vaggeryd Cell försvinner som kund. Till följd av detta är Vaggeryds Elverks nätavgift högre än många av de kringliggande nätbolagen, inte minst jämfört med de tätare näten i Jönköping och Värnamo. Dock är nätavgiften högre för kunder till de stora nätbolagen E.ON Energidistribution och Vattenfall Eldistribution.
- I prognosen förväntas Vaggeryds Elverk göra mindre prishöjningar 2021 och 2022 till följd av de investeringar som görs kommande år. Därefter förväntas prisförändringarna vara begränsade till en inflationsjustering.
 - Till följd av detta förväntas Vaggeryds Elverk öka nätavgiften till knappt 12 000 SEK/år för en villakund år 2023. Denna prisnivå är fortfarande lägre än E.ON Energidistributions och Vattenfall Eldistributions prisnivå 2019, vilka dock förväntas sänka priserna efter 2020, till följd av den striktare intäktsregleringen. Sammantaget är det rimligt att anta att Vaggeryds Elverks kunder kommer ha den högsta nätavgiften i området år 2023 med de antagna prisförändringarna.

Nätavgift villakund



Finansiell utveckling

Resultatutveckling

Vaggeryds Elverk

MSEK	Utfall				Prognos											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Nettoomsättning	42,2	42,5	43,8	45,3	50,0	44,5	39,1	40,5	41,5	42,6	43,7	44,9	46,1	47,3	48,5	
Rörelsekostnader	-32,8	-33,7	-34,6	-36,8	-39,0	-35,0	-28,2	-26,7	-24,7	-24,7	-25,3	-26,0	-26,7	-27,4	-28,1	
EBITDA	9,4	8,8	9,2	8,4	11,0	9,5	10,9	13,8	16,8	17,9	18,4	18,9	19,4	19,9	20,4	
Avskrivningar	-4,4	-5,4	-5,0	-4,7	-4,6	-5,8	-6,2	-7,5	-8,5	-8,5	-8,5	-8,5	-8,5	-8,5	-8,5	
EBITA	5,0	3,4	4,2	3,7	6,4	3,7	4,6	6,2	8,3	9,4	9,9	10,4	10,8	11,4	11,9	
Avskrivningar av goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
EBIT	5,0	3,4	4,2	3,7	6,4	3,7	4,6	6,2	8,3	9,4	9,9	10,4	10,8	11,4	11,9	
Extraordinära poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Finansnetto	-0,6	-0,6	0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-2,1	-3,1	-3,1	-2,9	-2,6	-2,4	-2,1	-1,8	
Resultat efter finansiella poster	4,4	2,8	4,4	3,7	6,4	3,5	4,0	4,1	5,3	6,3	7,0	7,7	8,5	9,2	10,0	
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-1,0	-1,3	-1,7	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	
Årets resultat	4,4	2,8	4,4	3,7	6,4	2,7	3,0	2,9	3,5	4,4	5,0	5,6	6,2	6,9	7,6	
<i>Nyckeltal resultatprognos</i>																
Omsättningstillväxt	n.a.	0,7%	3,1%	3,3%	10,5%	-11,0%	-12,3%	3,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,7%	
Kundtillväxt (exkl. WC)	0,7%	1,1%	0,5%	1,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Prisförändring (exkl. WC)	3,8%	0,4%	-1,3%	2,2%	20,0%	0,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
EBITDA-marginal	22,3%	20,7%	21,0%	18,6%	22,0%	21,4%	27,8%	34,0%	40,6%	42,1%	42,1%	42,1%	42,1%	42,1%	42,1%	
EBITA-marginal	11,8%	8,0%	9,6%	8,2%	12,8%	8,3%	11,9%	15,4%	20,0%	22,1%	22,6%	23,1%	23,6%	24,0%	24,5%	
EBIT-marginal	11,8%	8,0%	9,6%	8,2%	12,8%	8,3%	11,9%	15,4%	20,0%	22,1%	22,6%	23,1%	23,6%	24,0%	24,5%	
Avkastning på sysselsatt kapital	n.a.	4,5%	5,0%	4,2%	6,6%	2,5%	2,2%	3,0%	4,1%	4,7%	5,0%	5,3%	5,7%	6,1%	6,5%	
Investeringar	7	13	11	13	11,0	30,0	70,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	
Investeringar / omsättning	16%	30%	26%	28%	22,0%	67,4%	179,2%	12,4%	12,0%	11,7%	11,4%	11,1%	10,9%	10,6%	10,3%	
Avskrivningar / investeringar	65%	42%	44%	37%	41,8%	19,5%	8,9%	150,5%	170,8%	170,8%	170,8%	170,8%	170,8%	170,8%	170,8%	
Rörelsekapital / omsättning	2%	10%	8%	-7%	-1,7%	1,8%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	

* schablonskatt beräknad på EBITA

Detta avser den senast tillgängliga prognosen, vilken inte är densamma som då värderingen genomfördes.

Finansiell ställning

Vaggeryds Elverk

MSEK	Utfall				Prognos										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Immateriella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	70,1	77,3	84,0	92,1	97,1	146,3	210,1	207,6	204,0	200,5	196,9	193,4	189,9	186,3	182,8
Finansiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anläggningstillgångar	70,1	77,3	84,0	92,1	97,1	146,3	210,1	207,6	204,0	200,5	196,9	193,4	189,9	186,3	182,8
Omsättningstillgångar	10,6	11,6	11,8	10,8	10,2	11,0	9,6	10,0	10,2	10,5	10,8	11,1	11,3	11,6	11,9
Likvida medel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa omsättningstillgångar	10,6	11,6	11,8	10,8	10,2	11,0	9,6	10,0	10,2	10,5	10,8	11,1	11,3	11,6	11,9
Summa tillgångar	80,7	88,9	95,8	102,9	107,3	157,3	219,7	217,5	214,2	211,0	207,7	204,5	201,2	198,0	194,7
Eget kapital	49,1	50,4	53,6	55,7	62,1	64,9	68,0	71,3	75,5	80,5	86,0	92,2	98,9	106,2	114,2
Minoritetsintresse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Avsättningar	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Finansiella skulder	20,9	30,5	34,1	33,2	34,2	82,2	142,7	136,9	129,2	120,7	111,7	102,1	91,8	81,0	69,5
Rörelseskulder	9,7	7,3	7,3	13,2	10,3	9,4	8,3	8,6	8,8	9,0	9,3	9,5	9,8	10,0	10,3
Summa skulder och eget kapital	80,7	89,1	95,8	102,8	107,3	157,3	219,7	217,5	214,2	211,0	207,7	204,5	201,2	198,0	194,7
<i>Nyckeltal balansräkning</i>															
Rörelsekapital	0,9	4,3	3,7	-3,1	-0,8	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Rörelsekapital / omsättning	2,1%	10,1%	8,4%	-6,8%	-1,7%	1,8%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
Investeringar	6,8	13,0	11,3	12,7	11,0	55,0	70,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Investeringar / omsättning	16%	30%	26%	28%	22%	124%	179%	12%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	10%
Finansiell nettoskuld	20,9	30,5	34,1	33,2	34,2	82,2	142,7	136,9	129,2	120,7	111,7	102,1	91,8	81,0	69,5
Soliditet	61%	57%	56%	54%	58%	41%	31%	33%	35%	38%	41%	45%	49%	54%	59%
Sysselsatt kapital	70,0	80,9	87,7	88,9	96,3	147,1	210,7	208,2	204,7	201,2	197,7	194,2	190,7	187,2	183,7

Kassaflöde

Vaggeryds Elverk

MSEK	Utfall				Prognos										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Nettoomsättning	42,2	42,5	43,8	45,3	50,0	44,5	39,1	40,5	41,5	42,6	43,7	44,9	46,1	47,3	48,5
Rörelseresultat (EBIT)	5,0	3,4	4,2	3,7	6,4	3,7	4,6	6,2	8,3	9,4	9,9	10,4	10,8	11,4	11,9
Avskrivningar (återläggning)	4,4	5,4	5,0	4,7	4,6	5,8	6,2	7,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Rörelseresultat f. avskrivn.	9,4	8,8	9,2	8,4	11,0	9,5	10,9	13,8	16,8	17,9	18,4	18,9	19,4	19,9	20,4
Rörelsekapital (förändring)	n.a.	-3,4	0,6	6,8	-2,3	-1,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investeringar	6,8	13,0	11,3	12,7	-11,0	-55,0	-70,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0
Kassaflöde före skatt	16,2	18,4	21,1	28,0	-2,3	-47,1	-59,0	8,7	11,8	12,9	13,4	13,9	14,3	14,9	15,4
Schablonskatt (baserad på EBITA)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-1,0	-1,3	-1,7	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4
Fritt kassaflöde	16,2	18,4	21,1	28,0	-2,3	-47,9	-59,9	7,4	10,1	11,0	11,3	11,7	12,1	12,5	12,9
<i>Nyckeltal kassaflödesprognos</i>															
Omsättningstillväxt	n.a.	0,7%	3,1%	3,3%	10,5%	-11,0%	-12,3%	3,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,7%
EBITDA-marginal	22,3%	20,7%	21,0%	18,6%	22,0%	21,4%	27,8%	34,0%	40,6%	42,1%	42,1%	42,1%	42,1%	42,1%	42,1%
EBIT-marginal	11,8%	8,0%	9,6%	8,2%	12,8%	8,3%	11,9%	15,4%	20,0%	22,1%	22,6%	23,1%	23,6%	24,0%	24,5%
Rörelsekapital / omsättning	2,1%	10,1%	8,4%	-6,8%	-1,7%	1,8%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
Investeringar / omsättning	16,1%	30,5%	25,9%	28,1%	22,0%	123,5%	179,2%	12%	12,0%	11,7%	11,4%	11,1%	10,9%	10,6%	10,3%

Värderingsöversikt

Värderingsmetoder

Värderingsmetoder

- Avkastningsvärdering innebär att värdet härleds genom en diskontering av företagets eller rörelsens förväntade framtida kassaflöde. Kassaflödet nuvärdesberäknas med en diskonteringsränta som återspeglar en vägd kapitalkostnad för eget kapital och lånefinansiering efter skatt, för att spegla investeringens relativa risk samt tidsvärdet av pengar. För att erhålla värdet på aktierna justeras värdet på rörelsen med hänsyn till bolagets befintliga finansiella struktur.
- Relativvärdering innebär att ett företags värde härleds utifrån hur liknande bolag har prissatts på börsen, eller har prissatts vid transaktioner. Utgångspunkten för värderingen är att den prissättning som observeras redovisar andra aktörers bedömning av det jämförbara bolagets risksituation (kalkylränta) och tillväxtpotential, vilket kan vara relevant som underlag för den aktuella värderingen.

Valda värderingsmetoder

- Vi har valt att använda avkastningsvärdering som värderingsansats.
- Resultatet av avkastningsvärderingen har stämts av med hjälp av en relativvärdering baserad på prisrelaterade nyckeltal vid transaktioner av jämförbara bolag.

Avkastningskrav

Vaggeryds Elverk WACC-beräkning

Variabel	Värde
Bedömt tillgångsbeta	0.39
Bedömd skuldsättning	1.00
Beta	0.78
Risfri ränta	0.35%
Marknadsriskpremie	6.4%
Storleksrelaterat tillägg	3.9%
Specifikt tillägg	1.0%
Avkastningskrav på eget kapital	10.2%
Lånemarginal	1.8%
Skatt	20.6%
Långfristig låneränta efter skatt	1.7%
Andel eget kapital	50.0%
Andel lånefinansiering	50.0%
Vägd kalkylränta (WACC)	6.0%

Bedömt tillgångsbeta och skuldsättningsgrad baseras på noterade jämförbara bolags respektive värden.

Baseras på avkastningen på en svensk statsobligation med 10 års löptid per 2019-02-12.

Baseras på PwC:s studie "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" per april 2018.

Förändringarna kring Vaggeryd Cell har stor påverkan på Vaggeryds Elverks kassaflöde. Detta avser båda omfattande investeringar som sänkningar av rörelsekostnaderna i form av kostnader mot överliggande nät. Vår bedömning är att dessa förändringar medför en förhöjd osäkerhet i Vaggeryds Elverks kassaflöde, vilket motiverar ett risktillägg om 1.0%.

Lånemarginalen har bedömts vara 1,8%, baserat på vår erfarenhet av liknande bolag.

Den vägda kapitalkostnaden (WACC) har beräknats återfinnas inom intervallet 5,5% till 6,5%, med ett riktvärde om 6,0%.

Värdebedömning

Värdet på Vaggeryds Elverks rörelse har beräknats finnas inom intervallet 97 – 147 MSEK med ett riktvärde om 118 MSEK givet ett vägt avkastningskrav om 6,0%.

Värdebedömning - Beräknat avkastningsvärde

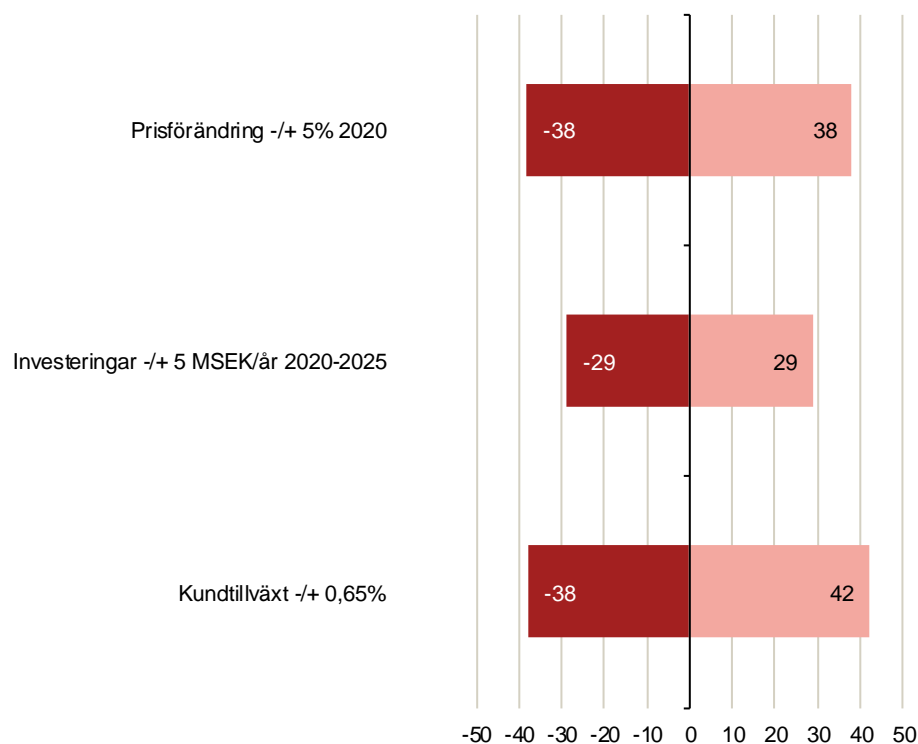
MSEK	WACC		
	5,5%	6,0%	6,5%
Nuvärde kassaflöde 2019-2033	5	3	1
Nuvärde kassaflöde efter 2033	142	116	96
Avkastningsvärde rörelsen (EV)	147	118	97
Finansiella nettotillgångar/-skulder	-33	-33	-33
Avkastningsvärde samtliga aktier	114	85	63

Värdebedömning

- Baserat på de antaganden som presenterats kan avkastningsvärdet på rörelsen per 2019-01-01 beräknas återfinnas inom intervallet 97-147 MSEK med ett riktvärde om 118 MSEK givet ett vägt avkastningskrav om 6,0%.
- Enligt vad tabellen visar är värdet på rörelsen lågt under prognosperioden 2019-2033 vilket främst beror på att de höga investeringarna belastar det fria kassaflödet negativt. Perioden som följer därefter har enligt antagandena betydligt lägre investeringsnivå varför det fria kassaflödet blir högre.
- Justerat för Vaggeryds Elverks nettoskuld per 2018-12-31 uppgår avkastningsvärdet till ett värde för samtliga aktier om mellan 63-114 MSEK, med ett riktvärde om 85 MSEK.

Känslighetsanalys

Förändring i avkastningsvärdet av rörelsen (MSEK)



Känslighetsanalys

- Som känslighetsanalys har tre parametrars inverkan på rörelsevärden bedömts.
- Om en prisförändring skulle genomföras år 2020 med +/- 5% skulle detta påverka rörelsevärdet med runt 38 MSEK.
- Om ytterligare investeringar skulle behövas om 5 MSEK per år under perioden 2020-2025 skulle detta sänka rörelsevärdet med runt 29 MSEK. På samma sätt innebär minskade investeringar motsvarande ökning av rörelsevärdet.
- I samtliga scenarier är prognosen för kundtillväxten +0,65% per år, i linje med prognosen för befolkningsökningen i kommunen. Känslighetsanalysen visar att en kundtillväxt på +1,3% innebär ett ökat rörelsevärde om runt 42 MSEK. Om kundtillväxten istället antas vara 0,0% minskar det rörelsevärdet med runt 38 MSEK.

Överlåtelsen

Argument för och emot bolagisering av Vaggeryds Elverk

I diskussion med Vaggeryds kommun har ett flertal argument för en bolagisering av Vaggeryds Elverk noterats.

- Vaggeryds Elverk och Vaggeryds Energi AB har idag en gemensam verksamhet där ett ömsesidigt beroende är etablerat. Båda verksamheterna är i sig för små för att separat drivas rationellt men som en helhet blir konstruktionen effektiv och rationell. Ur styrnings- och ledningsperspektiv finns också en fördel med bolagisering av verksamheten, då dessa frågor bör få större utrymme än de får idag inom ramen för den kommunala förvaltningsformen.
- Det finns tydliga legala fördelar med att bolagisera verksamheterna, då det idag skapas en otydlighet med att driva en verksamhet enligt Aktiebolagslagen (Vaggeryds Energi AB) och en dotterbolagsliknande verksamhet enligt kommunallagen (Vaggeryds Elverk, i förvaltning). Vidare uppstår i dagsläget otydligheter för styrelsen, som är en personalunion mellan elverket och bolaget, då ledamöterna har ett personligt ansvar för sina beslut i Vaggeryds Energi AB men inte i Vaggeryds Elverk.
- En bolagisering och skapande av ett koncernförhållande skulle undanröja upphandlingstekniska oklarheter mellan Vaggeryds Energi AB och Vaggeryds Elverk. Det skulle även undanröja legala problem kring den solesatsning som Vaggeryds kommun idag genomför, då det inte är tillåtet för en organisation som bedriver elnätsverksamhet att samtidigt vara en yrkesmässig producent av elkraft.

forts.

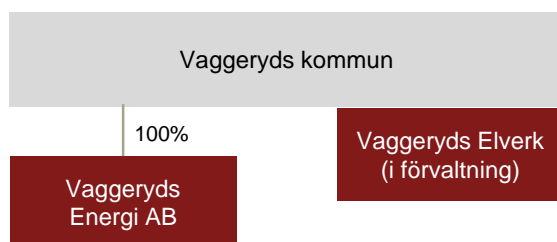
- Vaggeryds kommun befinner sig i en tillväxtfas, vilket ställer höga krav på tillgång till investeringsmedel. Genom att bolagisera Elverket och öka skuldsättningsgraden i det nybildade bolaget frigörs kapital för andra investeringar i kommunen.
- En ytterligare fördel med att bolagisera elnätsverksamhet är att samarbete över kommungränserna underlättas då samtliga av de närmaste grannkommunerna bedriver elnätsverksamheten i bolagsform. Utöver Vaggeryd är Lidköping och Trelleborg de enda kommuner som bedriver elnät i förvaltningsform. Genom en bolagisering ökar förutsättningarna för samarbete med närliggande elnätsbolag.

I diskussion med Vaggeryds kommun har ett flertal argument emot en bolagisering av Vaggeryds Elverk noterats

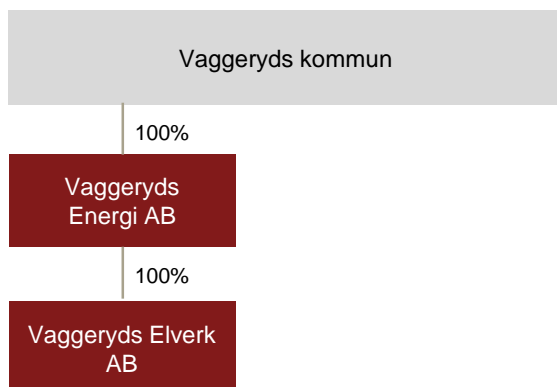
- Elnätsverksamhetens resultat är inte föremål för bolagsskatt inom ramen för förvaltningsformen.
- Vid en bolagisering mister kommunen den direkta vinsten som elnätsverksamheten idag genererar. Vinsten kan istället delas ut till ägaren, i enlighet med ägardirektivet, vilket dock inte behöver omfatta hela årets resultat.
- En bolagisering av Vaggeryds Elverk kan medföra övergångskostnader, vars omfattning kan vara svåra att beräkna.

Förändringar av ägarstrukturen

Ägarstruktur idag



Målbild



Kommentarer till dagens struktur

- I dagsläget bedrivs elnätsverksamheten i förvaltningen Vaggeryds Elverk. Denna äger elnätsanläggningarna och ansvarar för driften av nätet.
- Utöver detta äger kommunen ett energibolag, Vaggeryds Energi AB, innefattande bland annat fjärrvärme.
- I praktiken bedrivs verksamheten i Vaggeryds Elverk av Vaggeryds Energi AB. Vaggeryds Elverk köper in i stort sett samtliga tjänster av Vaggeryds Energi AB (underhåll, administration m.m.).

Planerade förändringar av ägarstrukturen

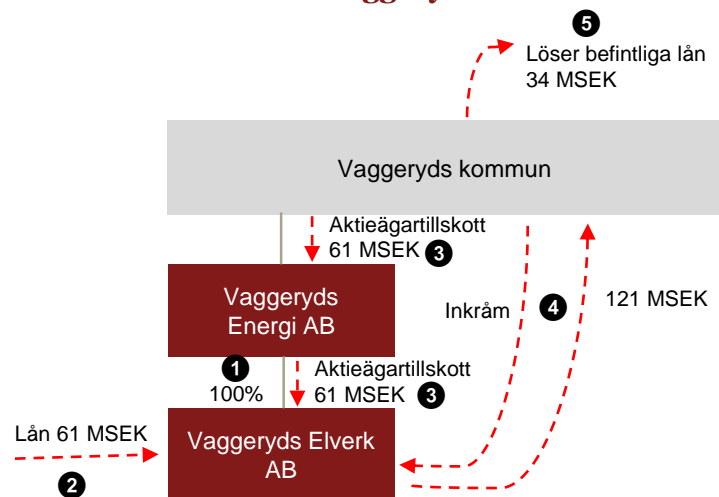
- Vaggeryds kommun önska nu skapa en energikoncern där ett nystartat bolag Vaggeryds Elverk AB blir ett helägt dotterbolag till Vaggeryds Energi AB.
- I samband med detta planeras även belåningen att ökas avseende elnätsverksamheten. I dagsläget är skuldsättningsgraden* i Vaggeryds Elverk runt 0,6 (i förvaltningen), vilken önskas ökas till 1,0.

**Skuldsättningsgraden beskriver hur stor del av verksamheten som är finansierad med lån, och definieras som "finansiella skulder/ eget kapital".*

Överlåtelse av inkråmet

Alternativ 1 – Vaggeryds Elverk AB förvärvar inkråmet

Inkråmet förvärvas av Vaggeryds Elverk AB



Kommentarer

- 1 Vaggeryds Energi AB skapar ett nytt dotterbolag (förvärv av lagerbolag).
- 2 Vaggeryds Elverk AB tar upp lån om 61 MSEK.
- 3 Vaggeryds kommun gör ett aktieägartillskott till Vaggeryds Energi AB om 61 MSEK. Vaggeryds Energi AB gör i sin tur motsvarande aktieägartillskott till Vaggeryds Elverk AB om 61 MSEK.
- 4 Vaggeryds Elverk AB förvärvar inkråmet av Vaggeryds kommun för 121 MSEK, med det lånade kapitalet och det tillförda aktiekapitalet.
- 5 Vaggeryds kommun löser de befintliga lånen hänförliga till förvaltningen Vaggeryds Elverk.

Överlåtelsebalans Vaggeryds Elverk AB

Vaggeryds Elverk

MSEK	Prognos	
	Förvaltningen	Vaggeryds
	Vaggeryds Elverk	Elverk AB
	2019-12-31	2020-01-01
Anläggningstillgångar	97,1	122,1
Omsättningstillgångar	10,2	10,2
Likvida medel	0,0	0,0
Summa omsättningstillgångar	10,2	10,2
Summa tillgångar	107,3	132,3
Eget kapital	62,1	60,7
Minoritetsintresse	0,0	0,0
Avsättningar	0,7	0,7
Finansiella skulder	34,2	60,7
Rörelseskulder	10,3	10,3
Summa skulder och eget kapital	107,3	132,3
<i>Nyckeltal balansräkning</i>		
Operativt kapital	96,3	121,3
Skuldsättningsgrad	0,6	1,0
Soliditet	0,6	0,5

Kommentarer till överlåtelsebalansen

- Baserat på tidigare beskriven överlåtelsestruktur samt målbild avseende skuldsättningsgrad kan nedan noteras.
 - Operativt kapital, d v s rörelsen, antas överlåtas till 121 MSEK, vilket överstiger bokfört värde med 25,0 MSEK. Vår bedömning är att hela detta övervärde ska fördelas på anläggningstillgångarna.
 - Under förutsättning att en skuldsättningsgrad om 1,0 ska nås så minskas eget kapital med runt 1 MSEK, samtidigt som belåningen ökas med drygt 26 MSEK.

Påverkan Vaggeryds kommun

Sammantaget innebär överlåtelsen att Vaggeryds kommuns balansomslutning minskar med 20 MSEK, samt att soliditeten ökar med 2%.

Vaggeryds kommun - påverkan balansräkning

Baserat på balansräkning 2019-08-31

MSEK	Vaggeryds kommun	Överlåtelse av operativt kapital	Köpeskilling	Reavinst	Avbetalning av lån	Aktieägar-tillskott	Pro forma Vaggeryds kommun	Summa
Materiella anläggningstillgångar	958	-97					861	-97
Finansiella anläggningstillgångar	49					61	110	61
Omsättningstillgångar	385	-10	121		-34	-61	401	16
Summa tillgångar	1393						1372	-20
Eget kapital	637			25			662	25
Avsättningar	102	-1					101	-1
Kortfristiga skulder	243	-10					233	-10
Långfristiga skulder	411				-34		377	-34
Summa skulder och eget kapital	1393						1372	-20
<i>Nyckeltal balansräkning</i>								
Soliditet	46%						48%	2%

Påverkan på Vaggeryds kommuns balansräkning

- Operativt kapital hänförligt till Vaggeryds Elverk försvinner från Vaggeryds kommuns balansräkning. Detta avser i första hand anläggningstillgångar, men även omsättningstillgångar (kundfordringar) och kortfristiga skulder (leverantörsskulder) inkluderas i överlåtelsen.
- Köpeskillingen om 121 MSEK tillkommer som en omsättningstillgång (kassa) i Vaggeryds kommun.
- En reavinst på 25 MSEK uppstår, vilket motsvarar differensen mellan bokfört värde på operativt kapital och köpeskillingen.
- Vaggeryds kommun nyttjar en del av köpeskillingen till att amortera de räntebärande lånen hänförliga till Vaggeryds Elverk, vilket minskar både omsättningstillgångar (kassa) och långfristiga skulder med 34 MSEK.
- Vaggeryds kommun gör ett aktieägartillskott till Vaggeryds Energi AB, vilket minskar omsättningstillgångarna (kassa) med 61 MSEK och ökar de finansiella anläggningstillgångarna med motsvarande summa.

Finansiell styrning

Den finansiella styrningen kan utgöras av en kombination av avkastningsmått och mått på finansiell stabilitet

Avkastning på sysselsatt kapital (Engelska ROCE)

- Måttet anger verksamhetens avkastning i förhållande till externt finansierat kapital (lån) och eget kapital. Måttet beräknas som:

$$\frac{\text{Rörelseresultat} + \text{finansiella intäkter (SEK)}}{\text{Sysselsatt kapital (SEK)}} = \text{Avkastning på sysselsatt kapital (\%)}$$

- Det sysselsatta kapitalet beräknas som:

$$\frac{\text{Totala tillgångar} - \text{ej räntebärande skulder}}{\text{Sysselsatt kapital}}$$

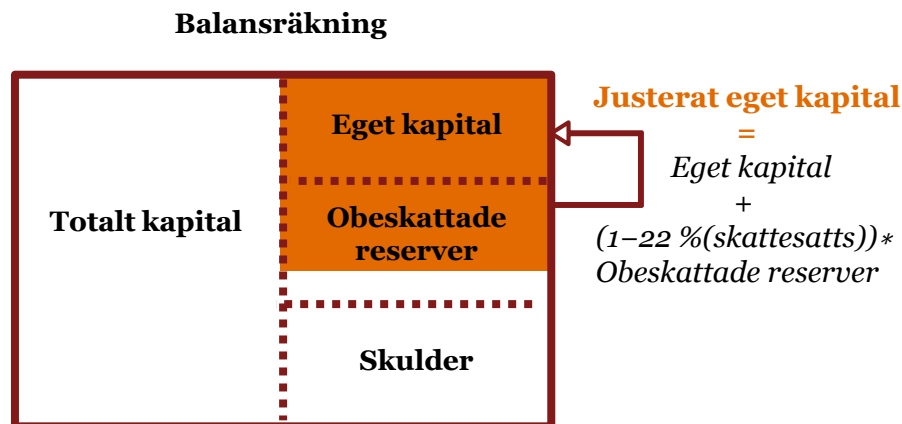
- Avkastning på sysselsatt kapital indikerar hur effektivt och lönsamt ett bolag är oberoende av hur bolaget är finansierat (både eget kapital och skulder är med i beräkningen).
- Måttet anses ibland ge en bättre och mer heltäckande bild av ett bolags effektivitet och lönsamhet än avkastning på eget kapital. Detta eftersom räntebärande skulder är inkluderade.
- Avkastning på sysselsatt kapital är lämpligt för bolag med hög skuldsättning eller bolag som är verksamma inom kapitalintensiva branscher där det krävs mycket kapital för att bedriva verksamheten.

Soliditet

- Är ett uttryck för en verksamhets finansiella styrka och förlustberedskap. Måttet beräknas som:

$$\frac{\text{Justerat eget kapital (SEK)}}{\text{Totalt kapital (SEK)}} = \text{Soliditet (\%)}$$

- Det justerade egna kapitalet illustreras nedan:



Nivåer på nyckeltal för finansiell styrning

Avkastning på sysselsatt kapital

- Vid val av nivå av avkastningskravet bör hänsyn främst tas till:
 - Marknadsmässig avkastning i jämförelse med liknande bolag.
 - Förväntad lönsamhet i relation till accepterade prisnivåer mot kunderna.
- I samråd med bolaget och kommunen har bedömningen gjorts att Vaggeryds Energis avkastning på sysselsatt kapital långsiktigt bör kunna uppgå till 3,0%.

Soliditet

- Vid val av nivå av kravet på finansiell stabilitet bör hänsyn främst tas till:
 - Lämplig skuldsättning i jämförelse med liknande bolag.
 - Framtida investeringsbehov i verksamheten.
 - Förväntade utdelningar från bolaget.
- I samråd med bolaget och kommunen har bedömningen gjorts att soliditeten på sikt bör uppgå till minst 30%. På kort sikt kan soliditeten tillåtas sjunka ner mot 20%, till följd av de betydande investeringar som planeras. Eftersom bolaget är lönsamt förväntas soliditeten sedan öka över tid.

Utdelningspolicy

- Vid fastställande av storlek på utdelning ska ägaren bland annat beakta bolagskoncernens investeringsbehov samt bolagskoncernens faktiska och bedömda resultatutveckling. Den årliga utdelningen från bolagskoncernen ska minst uppgå till 2,5 mnkr.
- Detta har tagits hänsyn till då den långsiktiga soliditetsnivån enligt ovan har bedömts.