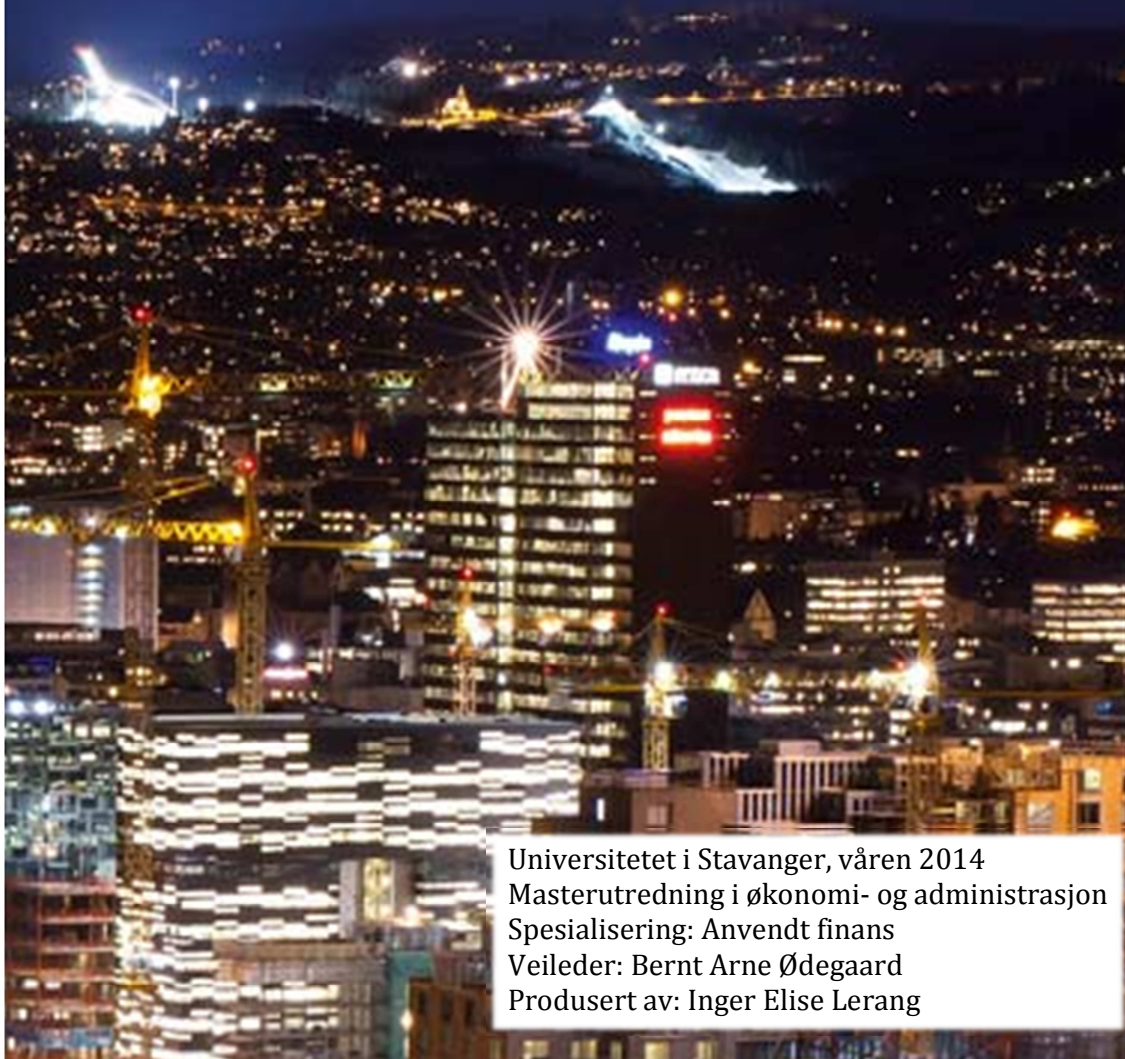




Hafslund 

Verdivurdering av Hafslund ASA



Universitetet i Stavanger, våren 2014
Masterutredning i økonomi- og administrasjon
Spesialisering: Anvendt finans
Veileder: Bernt Arne Ødegaard
Produsert av: Inger Elise Lerang



Universitetet
i Stavanger

DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS

MASTEROPPGAVE

STUDIEPROGRAM:

Master i økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Andvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Verdivurdering av Hafslund ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Hafslund ASA

FORFATTER(E)

Studentnummer:

997740

Navn:

Inger Elise Lerang

VEILEDER:

Bernt Arne Ødegaard

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger, 13/6 2014

Underskrift administrasjon:

Sammendrag

Denne utredningen presenterer en verdivurdering av aksjene i Hafslund ASA (heretter omtalt som Hafslund), der analysegrunnlaget er offentlig tilgjengelig informasjon. Målsetningen er å sammenligne verdiestimatet mot børskurs 31.12.2013 og på dette grunnlag gjøre en kjøp eller salg anbefaling. Analysen bygger på et utvalg metodetilnæringer, der det rettes mest fokus mot fundamental verdsettelse, men det suppleres med komparative metoder.

Analysen innledes med en beskrivelse av Hafslund konsernet samt bransjetilknytningen. Videre evalueres foretakets tidligere presenterte regnskapsrapporter, som en kvalitetskontroll av datagrunnlaget. Den fundamentale verdivurderingen har først en kvalitativ analyse av samfunns-, bransje- og selskapsmessige forhold, der det avgjørende er å identifisere eksisterende og fremtidig verdiskapning i konsernet. Deretter innarbeides observasjonene fra den kvalitative analysen i prognose for fremtidig kontantstrøm. Prognosen neddiskonteres til nåverdi basert på total kapitalmodellen, og summeres til verdiestimat av egenkapitalen i Hafslund ASA.

Med bakgrunn i de mange usikkerhetsmomentene som berører en verdsettelse er det problematisk å gjøre et presist verdiestimat. Validiteten av estimatet testes derfor med komparative metoder.

Til sist utarbeides en sensitivitetsanalyse, for å danne et bilde av hvilke konsekvenser eventuelle feilanslag i modellens forutsetninger har for konklusjonen. Sensitivitetsanalysen tydeliggjør at verdiestimatet er svært sensitivt for feilanslag, spesielt i parametre som kraftpris, avkastningskrav og terminalverdi.

Børsverdi på aksjene i Hafslund var 31.12.2013 46,20 kroner per A-aksje og 46,50 kroner per B-aksje. Den fundamentale verdivurderingen legger til grunn et verdiestimat på 49,53 kroner per aksje, 7% høyere enn børskurs. De komparative analysene indikerer at verdianslaget fra den fundamentale verdivurderingen er en realistisk tilnærming.

Tidlig i juni 2014 er børskurs på aksjene i Hafslund økt til 53 kroner per aksje, på tross av utbytteutbetaling til eierne i perioden. Årsaken til verdiøkningen kan ses i sammenheng med kjøp av nettvirksomhet og historisk gode resultater i 1.kvartal 2014. I tillegg en mulig forventning om økt behov for elektrisitet, dersom Utsirahøyden skal dekkes av kraft fra land.

Forord

Denne utredningen er skrevet som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon med spesialisering i anvendt finans ved Universitetet i Stavanger. Her utarbeides en verdivurdering av Hafslund.

Hovedmotivasjonen for å skrive en verdivurdering er muligheten til å gjøre en grundig metode- og analysegjennomgang for en investeringsbeslutning. En verdivurdering trekker tråder fra flere emner i økonomifaget og er en nyttig oppsummering av studiet, samtidig som tilsvarende metodiske gjennomganger kan være relevante også ved senere anledninger.

Analyseobjektet er valgt i interessen av å identifisere hvilke krefter som påvirker verdien av Hafslund. Selskapet har høy grad av offentlig eierskap og er dermed underlagt forventning om stabile utbytteutbetalinger. Samtidig opererer konsernet i et marked med volatile kraftpriser og stor grad av offentlig regulering som kan gi spesielt uforutsigbare utfall. Selskapet har også store verdier bundet i anleggsmidler, samt høy gjeldsfinansiering.

En stor andel av selskapene notert på Oslo Børs tilhører energisektoren, dette gjelder også for Hafslund, men en forskjell er at selskapet leverer fornybar energi. Produksjon av fornybar energi er i tråd med en fremtidsrettet utvikling og gjør verdsettelsesobjektet spesielt interessant.

Arbeidsprosessen har vært overaskende lærerik og interessant. Ønsker å få takke min veileder, professor Bernt Arne Ødegaard, som har bidratt med konstruktive tilbakemeldinger og inspirerende innspill

Stavanger, 13. juni 2014

Inger Elise Lerang

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
Forord	2
Innholdsfortegnelse	3
Figuroversikt.....	5
Innledning.....	7
1.1 Målsetning , avgrensning , struktur og begrepsforklaring	7
1.1.1 Målsetning.....	7
1.1.2 Avgrensning.....	7
1.1.3 Struktur.....	7
1.1.4 Begrepsforklaringer	8
2 Presentasjon av Hafslund konsernet og bransjeområdene	10
2.1 Hafslund konsernet	10
2.1.1 Visjon, forretningside, kjerneverdier og strategi.....	11
2.1.2 Aksjenes kursutvikling i analyseperioden.....	12
2.1.3 Virksomhetsområdene	13
2.1.4 Hafslunds kommuniserte framtid forventninger.....	14
2.2 Hafslunds bransjetilknytning	15
2.2.1 Bransjehistorikk	15
2.2.2 Organisatorisk struktur og markeder	16
2.2.3 Teknologi	16
2.2.4 Produksjonsvolum og forbruk	18
2.2.5 Prisdannelsen i virksomhetsområdene	19
2.2.6 Prissikring	21
3 Evaluere og omarbeide regnskapsrapporteringen.....	23
3.1 Rammeverk for regnskapsvalueringen.....	23
3.1.1 Analysenivå.....	23
3.2 Presentasjon av årsregnskapet.....	24
3.2.1 Rapportert resultatregnskapet 2009 – 2013.....	24
3.2.2 Rapportert balanse 2009 – 2013.....	25
3.2.3 Rapport endring i utvidet resultat 2009 – 2013.....	26
3.2.4 Rapport endring i egenkapital og andre resultatelementer 2009 – 2013.....	26
3.3 Analysegrunnlagets kvalitet og hovedkarakteristika	27
3.4 Omgrupperer resultatregnskapet til et investororientert analysegrunnlag	31

3.4.1	Omgruppering av resultatet	31
4	Fundamental verdsettelse.....	37
4.1	Presentasjon av metode.....	37
4.1.1	Metodens anvendelighet for verdsettelse av Hafslund ASA.....	38
4.2	Strategisk analyse	38
4.2.1	Kartlegging av makroforhold	39
4.2.2	Bransjeorientert trusselanalyse	44
4.2.3	Internanalyse	48
4.2.4	Oppsummering av den strategiske analysen	50
4.3	Prognose	51
4.3.1	Overordnede kvantitative forutsetninger for prognosen	51
4.3.2	Inngående kontantstrøm.....	52
4.3.3	Utgående kontantstrøm - kostnadsrelatert	60
4.3.4	Investeringer.....	63
4.3.5	Arbeidskapitalendring	65
4.3.6	Skatt.....	65
4.3.7	Forutsetninger og begrensninger	66
4.3.8	Oppsummering prognose.....	66
4.4	Beregne verdi	68
4.4.1	Terminalverdi	68
4.4.2	Avkastningskrav.....	69
4.4.3	Verdi	73
5	Supplerende metoder	74
5.1	Komparativ verdsettelse	74
5.1.1	Multiplikatorer	74
5.1.2	Substansbasert metode.....	77
5.2	Opsjonsbasert verdsettelse.....	78
6	Sensitivitetsanalyse	80
6.1	Dersom faktiske forhold avviker fra modellens forutsetninger	80
7	Hendelser etter verdsettelsestidspunkt.....	83
8	Konklusjon	85
	Litteraturliste.....	87

Figuroversikt

Figur 1: Omsetning og driftsresultat i Hafslunds virksomhetsområder (i millioner kroner).....	10
Figur 2: Selskapene som konsolideres i Hafslunds konsernregnskap (kilde: Årsrapport 2013).....	11
Figur 3: Kursutvikling 2009-2013 Hafslund ASA – A-aksje.....	12
Figur 4: Kursutvikling 2009-2013 Hafslund ASA - B-aksje	12
Figur 5: Virksomhetsområdene i Hafslund	13
Figur 6 Prinsippskisse vannkraftverk	17
Figur 7: Prinsippskisse fjernvarmeinfrastruktur	17
Figur 8: Produksjonsvolum og forbruk 1995-2012.....	18
Figur 9: Prisdannelse i kraftmarkedet	20
Figur 10 Prisfastsettelse fjernvarme.....	21
Figur 11 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	23
Figur 12: Hafslunds resultatregnskap 2009-2013.....	24
Figur 13: Hafslunds balanse 2009-2013	25
Figur 14: Hafslunds utvidet resultat 2009-2013.....	26
Figur 15: Endring i Hafslunds egenkapital 2009-2013	26
Figur 16: Kvalitativ analyse av regnskapsrapporteringen	27
Figur 17: Betalbar skatt fordelt på operasjonell og finansiell aktivitet.....	35
Figur 18: Omgruppert resultat	36
Figur 19: Prosess for fundamental verdsettelse	37
Figur 20: PESTEL rammeverket.....	39
Figur 21 Porters fem-faktor modell.....	44
Figur 22: Inflasjonsforutsetninger	52
Figur 23: Prognose spotpris elektrisitet	52
Figur 24 Omsetning totalt og per virksomhetsområde i perioden 2009-2013	53
Figur 25 Samvariasjon i virksomhetsområdet marked ved inntekter og kostnader fra salg og kjøp av strøm	54
Figur 26 Trend netto kontantstrøm marked	55
Figur 27: Kontantstrøm kraftproduksjon	56
Figur 28: Kontantstrøm fra varmesalg	57
Figur 29: Kontantstrøm fra nett	59
Figur 30: Oppsummering vekstanslag	60
Figur 31 Kostnader 2009-2013	61
Figur 32 Prognose utgående kontantstrøm - kostnader	63
Figur 33 Investeringer totalt og per virksomhetsområde	63
Figur 34 Investeringsprognose totalt og per virksomhetsområde.....	65
Figur 35: Prognose kontantstrøm.....	67
Figur 36: Prognose - balanse	68
Figur 37: Avkastningskrav	73
Figur 38: Verdi basert på fundamental metode og totaltkapitalmodellen	73
Figur 39:Komparativ verdsettelse - forholdstall.....	76
Figur 40: Komparativ verdsettelse - verdi	77
Figur 41: Effekt av endring i prognoseparametere	80
Figur 42: Varierende avkastningskrav og terminalverdi og foretakets verdiestimat.....	81

Figur 43: Pris på forwardkontrakter der data er hentet i januar og juni 2014.....	83
Figur 44: Kurs på A-aksjene i Hafslund (Kilde: Oslo Børs)	84
Figur 45: Oppsummerende oversikt over verdianslagene	85

Innledning

1.1 Målsetning, avgrensning , struktur og begrepsforklaring

1.1.1 Målsetning

Målsetningen for denne utredningen er å estimere en verdi på aksjene i Hafslund per 31.12.2013, der datagrunnlaget kun er offentlig tilgjengelig informasjon. Verdiestimatet sammenlignes deretter med markedspris, aksjekurs ved Oslo Børs.

1.1.2 Avgrensning

Analysen legger til grunn offentlig tilgjengelig informasjon publisert i perioden 2009 – 2013. Intervallet for datainnsamlingen anses tilstrekkelig, til å analysere den økonomiske trendutviklingen. Eldre data vurderes å ha begrenset fremtidig verdi, ettersom det nylig har vært en betydelig omstrukturering i konsernet.

Det er Hafslunds egenkapital som skal verdsettes og analysen skjer fra et investororientert perspektiv. Informasjonstilgang utover offentlig tilgjengelig informasjon kunne endt i et annet verdiestimat, men ettersom det her er markedsverdien på Oslo Børs som skal vurderes, anses offentlig tilgjengelig informasjon som riktig grunnlag. Dette tilsvarer datagrunnlaget til øvrige aktører i markedet, og det er markedets forventning som er avgjørende for verdien.

Det er utfordrende å sette en verdi for et bestemt tidspunkt tilbake i tid, som her 31.12.2013. Dette fordi grensen for hvilken informasjon som var tilgjengelig på det angitte tidspunkt er noe utydelig. Informasjonsgrunnlaget som er brukt for verdiestimatet i denne utredningen er ikke autentisk med tilgjengelig informasjon 31.12.2013, ettersom årsregnskapet for 2013 ikke var offentliggjort på dette tidspunkt. Det vurderes likevel som den beste tilnærming å inkludere årsregnskapet 2013 i informasjonsgrunnlaget, fordi markedsverdien per 31.12.2013 må antas å være påvirket av avkastningsforventninger i nærheten av resultatet fra 4. kvartal 2013.

1.1.3 Struktur

Utredningen starter med å presentere Hafslund konsernet og tilhørende bransje for å gi leseren en innføring i særegenheter som kan ha betydning for selskapets verdi. Videre gjøres en evaluering av regnskapsrapporteringen, som utgjør en vesentlig del av verddivurderingens informasjonsgrunnlag. Deretter starter verdsettelsesarbeidet, først med en grundig fundamental verdsettelse og videre mer kortfattede komparative analyser. I etterkant

presenteres en oppsummering av utfallene av de ulike verdsettelsesteknikkene. Deretter gjennomføres sensitivitetsanalyser for å som skal belyse hvor følsomt resultatet er ved feilanslag i variablene. Til sist oppsummeres hendelser etter verdsettelsestidspunktet som kan ha hatt betydning for verdien av selskapet.

Metodebruken er valgt å presentert løpende i teksten, etterhvert som analysene gjennomføres.

Tall presenteres i millioner norske kroner, dersom ikke annet er angitt i teksten.

1.1.4 Begrepsforklaringer

Her følger en forklaring av begrep som er spesielle for denne utredningen. Dette er begrep som brukes flere ganger i teksten. Det er her valgt å samle disse tidlig i teksten, for å forberede leseren og slik at det ved en senere anledning er enkelt å finne tilbake til.

AMS	er «smarte målere» som registrerer strømforbruket på timesbasis og automatisk sender målt forbruk til nettselskapet.
Analyseperioden	er årene mellom 2009 og 2013
Elsertifikat	er et verdipapir som har til hensikt å sikre at de som investerer i produksjon av strøm fra fornybare kilder oppnår akseptabel avkastning på investeringen.
Hjemfallsrett	er en rett det offentlige påberoper seg til vederlagsfritt å overta det konsesjonstildeelte anlegget når konsesjonstiden utløper (snl.no). Tilbakeleveringsplikten gjelder kun for private eiere og ikke for kommunale og fylkeskommunale eiere.
Inntektsramme	er et øvre tak for hvor stor inntekt nettselskapet kan tillate seg og herved tilpasse pristarifene innenfor. Norges vassdrags- og energidirektorat (NVE) regulerer årlig inntektsramme. «NVE fastsetter inntektsrammene slik at inntekten over tid skal dekke kostnadene ved drift og avskrivning av nettet, samt gi en rimelig avkastning på investert kapital gitt effektiv drift, utnyttelse og utvikling av nettet» (nve.no).
Nord Pool Spot AS	er et norsk offentlig selskap som opptrer som markeds plass for energi i de nordiske landene (wikipedia.no).

mer- og mindreinntekter er en gjeld/fordring som følge av at reell årlig inntekt har vært høyere/lavere enn tillatt inntektsramme foregående år (nve.no).

2 Presentasjon av Hafslund konsernet og bransjeområdene

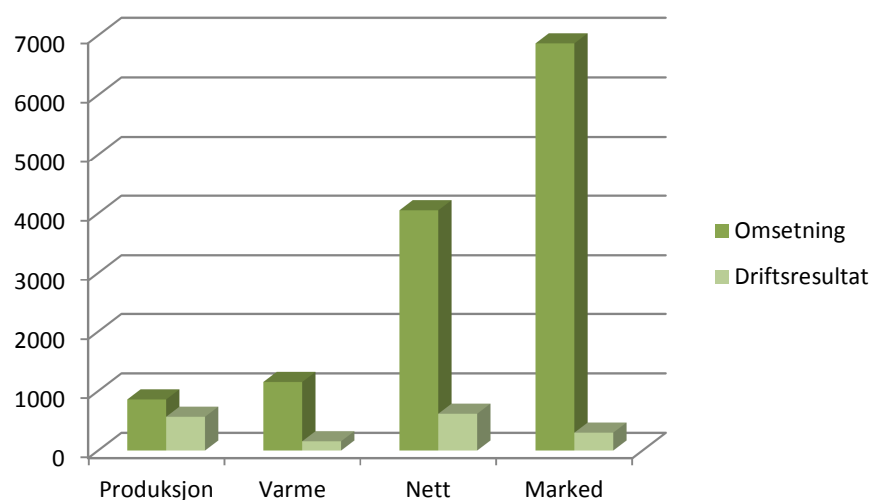
Dette kapitlet inneholder en presentasjon av Hafslund konsernet og en kort innføring i bransjeområdene konsernet opererer i.

2.1 Hafslund konsernet

Hafslund ASA er notert på Oslo Børs og er morselskap i Hafslund konsernet. Konsernets virksomhet er hovedsakelig i Norge og Sverige, med størst kundemasse i Oslo-regionen.

Hafslund har produsert energi siden 1899 og konsentrerer for tiden virksomheten i bransjeområdene kraft og energiforsyning, herunder produksjon, salg og distribusjon av elektrisitet og varme fra vannkraftverk og fjernvarmeanlegg. I følge Hafslunds årsrapport for 2013 er konsernet Norges største el- og fjernvarmenetteier, de er en betydelig aktør innen kraftproduksjon og størst i landet på salg av strøm.

Hafslund hadde i 2013 en omsetning på 12.836 millioner kroner og et driftsresultat på 1.653 millioner kroner. Dette kan henføres til konsernets virksomhetsområder som vist i Figur 1. Nettvirksomheten bidrar med størst andel av driftsresultatet, deretter kommer produksjon, marked og til sist varmekraftvirksomheten med lavest bidrag.



Figur 1: Omsetning og driftsresultat i Hafslunds virksomhetsområder (i millioner kroner).

Listen i Figur 2 viser selskapene som inngår i konsernets konsoliderte regnskap.

Selskap	Land/forretningskontor	Eie-/stemmeandel %
Hafslund ASA	Oslo	100
Hafslund Produksjon AS	Sarpsborg	100
Sarp Kraftstasjon AS	Sarpsborg	100
BioWood Norway AS	Averøya	100
Hafslund Nett AS	Oslo	100
Hafslund Driftsentral AS	Oslo	100
Hafslund Varme AS	Oslo	100
Hafslund Strøm AS	Oslo	100
NorgesEnergi AS	Kristiansand	100
Hallingkraft AS	Ål	100
Røyken Kraft AS	Røyken	51
Fredrikstad Energisalg AS	Fredrikstad	100
Mitt Hjem Norge AS	Vestby	100
Gota Energi AB	Kungälv, Sverige	100
SverigesEnergi AB	Solna, Sverige	100
Energibolaget i Sverige Holding AB	Härnösand, Sverige	100
Hafslund Fakturaservice AS	Oslo	100
Hafslund Kundesenter AS	Oslo	100
Hafslund Handel AS	Oslo	100
Embrig AS	Oslo	89
Embrig Metering Services AS	Oslo	89
Embrig AB	Göteborg, Sverige	89
Policom AB	Karlstad, Sverige	89
Hafslund Hedging AS	Oslo	100
Balder Energy AS	Oslo	100
RåEI Kraft AS	Oslo	78
Vestfjorden Kraft AS	Oslo	80
Homnes Kraft AS	Oslo	75
Oslo Energi AS	Oslo	100
Hafslund Eiendom AS	Oslo	100
Ulven 1 AS	Oslo	100
Slemdalsveien 105 AS	Oslo	100
Sinsenveien 86 AS	Oslo	100
Rosenkrantzgate 14 AS	Oslo	100
Hafslund USA Inc	USA	100
Hafslund Energy LLC	USA	100
Hafslund Energy Trading LLC	USA	100

Figur 2: Selskapene som konsolideres i Hafslunds konsernregnskap (kilde: Årsrapport 2013).

2.1.1 Visjon, forretningside, kjerneverdier og strategi

Under følger et utklipp av Hafslunds visjon, forretningside, kjerneverdier og strategi hentet fra Hafslund.no.

Visjon

Vi gjør hverdagen tryggere og bedre.

Forretningside

Vi leverer framtidens energiløsninger. Enkelt og effektivt.

Vi satser tungt på å utvikle og bygge ut fornybar energi innenfor et bredt spekter. Samtidig er Hafslund en ledende aktør innenfor utbygging og drift av infrastruktur for elektrisitet og fjernvarme – absolutte nødvendigheter i det moderne samfunnet. Vi ser det som en del av vårt samfunnsansvar å sørge for god tilgjengelighet og høy leveringsikkerhet på disse områdene.

Kjerneverdier

Vi skal kjennetegnes ved redelighet, mot og humør i våre forhold til medarbeidere, kunder, leverandører og samarbeidspartnere.

Strategi

Fortsette å videreutvikle de fire kjerneområdene produksjon, varme, nett og marked.

2.1.2 Aksjenes kursutvikling i analyseperioden



Figur 3: Kursutvikling 2009-2013 Hafslund ASA – A-aksje



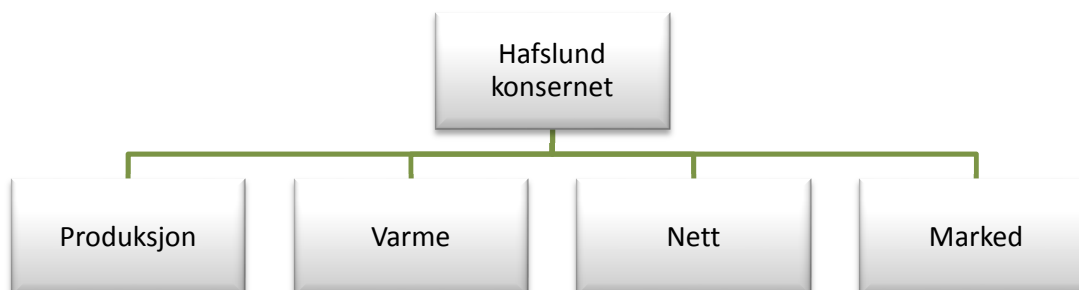
Figur 4: Kursutvikling 2009-2013 Hafslund ASA - B-aksje

Hafslund ASA har to aksjeklasser, hvor kun A-aksjene gir stemmerett på konsernets generalforsamling, men ellers gir alle aksjene lik rett i selskapet. Aksjekapitalen ved utgangen av 2013 var 195 millioner kroner, der 115 millioner kroner relaterer seg til A-aksjer og 79 millioner kroner til B-aksjer. Kursen per 31.12.2013 var 46,20 kroner per A-aksje og 46,50 kroner per B-aksje. Hafslunds børsverdi var 9.041,5 millioner kroner ved utgangen av 2013. Oslo kommune var per 31. desember 2013 største aksjonær i Hafslund ASA, med 53,7% av aksjekapitalen og Fortum Forvaltning AS nest størst med 34,1%.

Figur 3 og Figur 4 viser kursutviklingen i hafslundaksjene fra 2009 til 2014. Kurvene illustrerer tilnærmet lik utvikling for de to aksjeklassene, en dalende trend, som sammenfaller med utviklingen i kraftprisen. I 2013 flater aksjensprisutvikling ut, til tross for økende kraftpris i analyseperioden.

2.1.3 Virksomhetsområdene

Hafslund består av virksomhetsområdene produksjon, varme, nett og marked, som illustrert i Figur 5.



Figur 5: Virksomhetsområdene i Hafslund

Høsten i 2011 gjennomgikk Hafslund konsernet en større omstrukturering med mål om å bli et mer rendyrket energikonsern, der fornybar energi og infrastruktur for elektrisitet og fjernvarme skal være i fokus. I den sammenheng ble konsernets venturevirksomhet avviklet, som blant annet besto av en større eierandel i REC (Renewable Energy Corporation) og engasjementer innen telebransjen.

Videre følger en beskrivelse av de enkelte virksomhetsområdene (Hafslund.no).

2.1.3.1 Produksjon

Virksomhetsområdet produksjon består av kraftproduksjon fra elvekraftverk langs Glomma i området mellom Askim og Sarpsborg. 3,1 TWh vannkraft regnes som samlet normal årsproduksjon for Hafslund. Virksomhetsområdet har også en krafthandelsenhet som utfører handel i spotmarkedet, handel med elsertifikater, finansiell sikringshandel og krafthandel, dette er relatert til omsetningen av kraftproduksjonen.

Finansiell sikringshandel omfatter sikringskontrakter som har til hensikt å redusere kraftprisrisiko. Konsernet har i senere tid hatt økende bruk av sikring, men det økonomiske resultatet fra vannkraftproduksjonen styres i hovedsak av løpende kraftprisutvikling.

2.1.3.2 Varme

Virksomhetsområdet varme drifter fjernvarmevirksomhet i Oslo og Akershus, samt produksjon av varme og damp til industri i Østfold. Varmen hentes fra forbrenning av avfall, fra varmpumper som utnytter spillvarme fra Oslos kloakk og fra varmesentraler som benytter

fornybare energikilder som trepellets, bioolje, elektrisitet og fossil olje og gass som brennstoff. I 2012 leverte virksomhetsområdet varme 2,0 TWh fjernvarme. Markedsforholdene for virksomheten kan betraktes som naturlig monopol.

2.1.3.3 Nett

Virksomhetsområdet nett drifter infrastrukturen som forsyner forbrukerne med elektrisitet. Strømforbrukerne betaler nettleie for å ha tilgang til denne infrastrukturen. Hafslund har omlag 571.000 nettkunder fordelt på Oslo og deler av Akershus og Østfold. Markedsforholdene for virksomheten må betraktes som naturlig monopol. Nett skal ifølge Hafslund selv besitte landets mest effektive nettselskap, og høy effektivitet har positiv uttelling på den tildelt inntektsrammens størrelse.

I tillegg til nettleie har nettselskapene inntekter fra strømsalg av leveringsplikt, en plikt pålagt nettselskapene til å levere strøm til forbrukere som ikke har valgt strømleverandør.

2.1.3.4 Marked

Forretningsområdet marked omfatter strømsalg, fakturaservice og kundesenter. Marked har virksomhet i Norge, Sverige, Finland og Spania. Konsernet omsatte totalt 17,4 TWh strøm i 2013 til 1 069 000 strømkunder, det vil si et strømvolum som er omlag seks ganger større enn strømvolumet konsernet produserer.

2.1.4 Hafslunds kommuniserte framtidss forventninger

Hafslund har gjennomført de nødvendige organisatoriske endringene, som imøtekommer ledelsens strategiske beslutning om kun å fokusere på konsernets kjernevirksomheter. Årsrapporten for 2013 uttrykker videre vekstmuligheter i gjenværende forretningsområder. Her presenteres noen av konsernets nevnte fremtidss forventninger fra årsrapporten for 2013.

En økning i Oslos og Akershus befolkning vil kunne bidra til fremtidig vekst, og da særlig for virksomhetsområden nett, varme og marked.

Innen strømsalg skal utviklingen skje i form av organisk vekst. Målsetningen er fremdeles å være størst i Norge og etterhvert bli en betydelig nordisk aktør. Hafslund har kjøpt strømsalgsselskaper i Sverige som respons på myndighetenes målsetning om å etablere et felles nordisk sluttbrukermarked for strøm innen 2016.

For nettvirksomheten forventes en organisk vekst som følge av befolkningsøkningen. I tillegg vurderer selskapet muligheter som kjøp av nye nettområder, sett i sammenheng med at sammenslåingen av nettområder er et politisk aktuelt tema av effektiviseringshensyn.

Varmevirksomheten har en målsetning om fortetting i allerede utbygde nett, men styrkes rammebetingelsene er potensialet for økt fjernvarmeetterspørsel på omlag 1,3 TWh Oslo-området.

Virksomhetsområdet produksjon har mulighet til å øke produksjonen ved å erstatte flere eldre aggregat med nye.

Flere av de nevnte vekstmulighetene krever betydelige investeringer. Kraftig befolkningsvekst medfører at strømmettet må oppgraderes for å øke kapasiteten for overføring av elektrisk kraft. Dette er investeringer som konsernet over tid vil kunne hente inn igjen fra nettkundene som nettleie.

Nettvirksomheten står også ovenfor en betydelig myndighetspålagt investering i AMS frem mot 1.1.2019, i likhet med den øvrige nettvirksomhetene i landet. De nye strømmålerne åpner muligheten til å regulere strømprisen på timesbasis, og dermed tilby ny prisstrategi for produktene. Det er uvisst hvordan strømselskapene og forbrukerne vil respondere på nye mulighetene ved bruk av AMS målere.

I tillegg forventes endringer i tilgang og forbruk av energi på grunn av mer energieffektive bygg, lokal elproduksjon fra solceller og lokal produksjon av varme og kjøling. Oljefyring erstattes av fjernvarme og drivstoff erstattes av elektrisitet.

2.2 Hafslunds bransjetilknytning

Hafslunds virksomhet er konsentrert mot bransjeområdene kraft og energiforsyning.

2.2.1 Bransjehistorikk

Kraftbransjen har hatt stor betydning for den industrielle utviklingen og dertil velferdsutviklingen i Norge, men vannkraftutbyggingen har hatt en bakside knyttet til varige inngrep i fauna og natur. Vannkraft er en fornybar energikilde og har minimale forurensende utslipp, men på grunn av de nevnte negative følgene har det i senere tid vært politisk tilbakeholdenhet knyttet til nye store utbygginger. Og fokus har rettet seg mot å modernisere eksisterende anlegg, samt satse på andre energikilder (www.ntfk.no).

Flere kraftselskap har en historie tilbake til slutten av 1800-tallet, og for et par tiår tilbake gjennomgikk de alle en stor organisatorisk endring, ved ikrafttredelse av energiloven i 1991 og påfølgende deregulering av kraftmarkedet. Energiomsetningen gikk fra å være i en

offentlig monopolbasert virksomhet, til i et marked med fri konkurranse og med andre utbytteforventninger fra eierne. Det er fremdeles stor overvekt av statlig og kommunalt eierskap i kraftselskapene, men private aktører har også kommet inn på eiersiden (www.ntfk.no).

Enkelte kraftverk i Norge er underlagt hjemfallsrett. Hjemfallsretten ble innført for å forhindre at eierskap til vannfallsrettigheter i Norge skulle bli overført til utenlandske eiere. Det foreligger ikke hjemfallsrett på Hafslunds fallrettigheter.

2.2.2 Organisatorisk struktur og markeder

En mye brukt organisering av kraftkonsernene er en konsernmodell med virksomhetsområdene produksjon, omsetning, nett og eventuelt andre satsingsområder. Tilsvarende Hafslunds organisering illustrert i Figur 5.

Nord Pool Spot AS fungerer som et mellomledd i handelen mellom kraftselskapene og sluttbrukerne. Produksjonsselskapene selger kraftproduksjonen til Nordpool Spot AS, omsetningsselskapene kjøper energi fra Nord Pool Spot AS og selger videre til sluttbrukerne. Etter dereguleringen av strømmarkedet har markedsforholdene for strømsalg gått fra monopol og mot tilnærmet fri konkurranse.

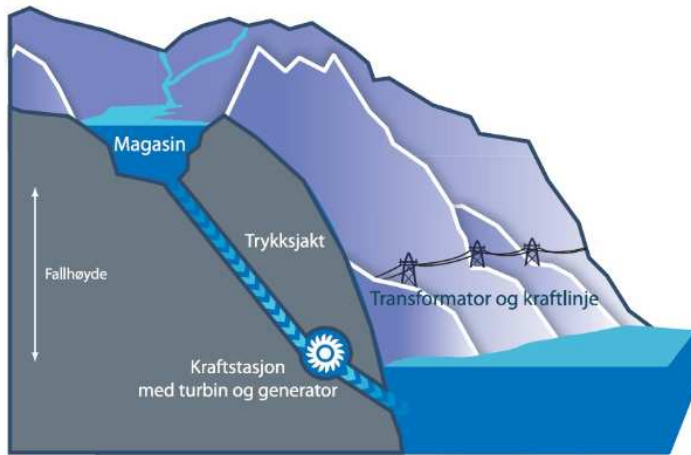
Kraftforetakene som fortsatt eier overføringsnett for distribusjon av elektrisitet besitter fremdeles noe monopolvirksomhet. Nettvirksomheten organiseres ofte adskilt fra all øvrig virksomhet, for å ivareta strenge krav til offentlig rapportering og regulering. Nettvirksomhet har ved mange anledninger lagt til rette for annen virksomhet i konsernene. Parallelt med arbeid på strømkabelnettet kan kraftkonsernene prosjektere og bygge ut infrastruktur for varme, gass og fiber i samme trasse som overføringsnettet for strøm. Slike synergier nyttiggjør Hafslund i fjernvarmevirksomheten.

2.2.3 Teknologi

Elektrisk energi

Vannkraftverk produserer elektrisitet når vann skaper trykk mot en turbin.

Bevegelsesenergien i vannet overføres via turbinens drivaksel til en generator som omdanner energien til elektrisk energi. Transformatorene omdanner elektrisk kraft til ønsket spenningsnivå og kraftlinjene transporterer elektrisiteten til forbruker (ref . Figur 6).



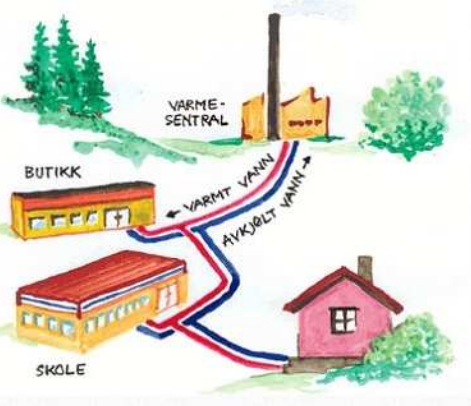
Prinsippskisse vannkraftverk. Illustrasjon: Kim Brantenberg

Figur 6 Prinsippskisse vannkraftverk

(fornybar.no)

Fjernvarmeenergi

Fjernvarmeanlegg er sentralvarmeanlegg som kan forsyne bygninger eller bydeler med varmt vann til oppvarming og varmt tappevann. Fjernvarmeenergien er et alternativ eller supplement til elektrisk oppvarming. Varmen produseres i fjernvarmeanlegget, eksempelvis med varmepumper, i avfallsforbrenningsanlegg eller en kombinasjon av flere anlegg og transporteres i rør fra produksjonsstedet frem til kunden, og distribusjonsmediet er oppvarmet vann. Vannet returneres deretter som nedkjølt veske i et returrør, for igjen å bli oppvarmet og sirkulere videre (ref Figur 7).



Figur 7: Prinsippskisse fjernvarmeinfrastruktur

(bkk.no)

Varmeproduksjon innehar en fleksibilitet i valg av innsatsfaktorer. Hafslund bruker innsatsfaktorene avfall, varmepumper, trepellets, elektrisitet, bioolje, LNG og olje.

2.2.4 Produksjonsvolum og forbruk

Tabellen under er en oversikt over produksjon, forbruk, import og eksport av energi i Norge i perioden 1995 til 2012 målt i GWh.

Produksjon og forbruk av elektrisk energi 1995 - 2012 i GWh							
	1995	2000	2005	2009	2010	2011	2012*
Vannkraftproduksjon	122 487	142 289	136 452	126 077	117 152	121 553	142 898
+ Varmekraftproduksjon	514	496	860	4 719	5 599	4 795	3 391
+ Vindkraftproduksjon	10	31	499	977	879	1 283	1 556
= Totalproduksjon	123 011	142 816	137 811	131 773	123 630	127 632	147 846
+ Import	2 300	1 474	3 653	5 650	14 673	11 255	4 190
- Eksport	8 962	20 529	15 695	14 633	7 123	14 329	22 006
= Brutto totalforbruk	116 349	123 761	125 769	122 790	131 180	124 557	130 030
Magasinbeholdning				57 000	38 200	67 700	59 300
Produksjonsevne				123 400	124 400	130 000	130 500

Figur 8: Produksjonsvolum og forbruk 1995-2012

(<http://www.nve.no/Global/Energi/Analyser/Energi%20i%20Norge%20folder/FOLDN2013.pdf>)

I 2012 produserte Hafslund 3.273 GWh vannkraft, dette utgjorde 2 % av total vannkraftproduksjon i Norge. Samtidig hadde Hafslund 1.993 GWh varmekraftproduksjon, som utgjorde 59 % av total varmekraft i Norge.

Tabellen i Figur 8 viser at det har vært svingninger i vannkraftproduksjonen. Svingningene er forårsaket av varierende tilsig til generatorene, endringer i magasinbeholdning og snømengde i fjellet ved periodeslutt. Tallene for produksjonsevne som også fremkommer av Figur 8 viser vekst i hele perioden. Produksjonsevne er et estimert mål på produksjonskapasitet i det norske vannkraftsystemet.

Den samme tabellen viser også at varmekraftproduksjonen hadde positiv mengdeutvikling frem til 2010, men deretter har mengdeutviklingen vært fallende.

For de utvalgte år som er presentert i tabellen er netto eksport av kraft positiv, med unntak av 2010, som samtidig hadde lav vannkraftproduksjon. Både import og eksport av kraft har økt i perioden. Denne veksten kan forklares med høyere overføringskapasitet til utlandet for utveksling av elektrisitet, som gjør det mulig å utnytte underskuddssituasjoner og høyere kraftpriser i utlandet.

2.2.5 Prisdannelsen i virksomhetsområdene

Prisdannelsen i bransjen er sammensatt. Deler av konsernenes virksomheter er monopolbasert og prisene reguleres av myndighetene. Andre områder er karakterisert av å operere under tilnærmet fri konkurranse. Dette delkapittel omtaler prisdannelsen i bransjen, og fokuset rettes mot Hafslunds virksomhetsområder.

2.2.5.1 Produksjon- og markedsvirksomheten

Produksjon- og markedsvirksomheten blir drevet under tilnærmet fri konkurranse med svært mange faktorer som påvirker kraftprisen på kort og lang sikt. Værforhold som forventede nedbørmengder, temperatur, vind, snømengde i fjellet er sentrale faktorer, samt fyllingsgrad i vannmagasinene, CO₂ avgift og tilgjengelig produksjonskapasitet. I tillegg vil pris på kull, gass, kjernekraft og olje ha betydning (Povh og Fleten 2009), ettersom strømmarkedet i Norge er integrert med deler av Europa via overføringskabler.

I Norge består elektrisitetsproduksjon i hovedsak av vannkraft, men når forbruket overstiger produksjonen, importeres dyrere kraft fra utenlandske kjerne-, kull- og gasskraftverk. Eventuell overskuddsproduksjon eksporteres. Prisene på kraft i Europa påvirker dermed prisene på kraft i Norge. Gass- og kullkraft har høyest produksjonskostnad og det er disse som ofte er med å stabilisere markedet, og dermed bestemme prisnivået. Gassprisen avhenger av oljeprisen ved at gasskontrakter ofte tar utgangspunkt i pris på olje. Begrenset overføringskapasitet for kraft til utlandet er grunnen til at kraftprisene i Europa ikke importeres i sin helhet til Norge. En vesentlig kapasitetsøkning ved utbygging av flere overføringskabler mot utlandet er kostbar og politisk komplisert, og kan ha vesentlig innvirkning for prisnivået på kraft i Norge (Kaldestad og Møller 2010).

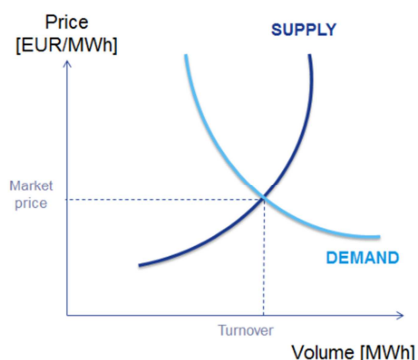
Hafslunds produksjons- og markedsvirksomhet inngår kontrakter gjennom kraftbørsen Nord Pool Spot AS, for salg av produsert energi og kjøp av kraft for videresalg til sluttbruker. Norden er samlet som et omsetningsområde og børsen har to adskilte markedsplasser, «The day ahead market – Elspot» og «Intraday market» (nordpoolspot.com)

«The day ahead market – Elspot»

«The day ahead market – Elspot» er hovedarena for inngåelse av kontrakter mellom kjøper og selger for leveranse av kraft. Påfølgende dags timesvise tilbud og behov meldes inn av medlemmene av Nord Pool Spot AS innen utløp av tidsfrist. Deretter genereres timesvise priser for kontraktene basert på algoritmer som i sin enkelthet har grunnlag i tilbud og

etterspørselskurvens krysningspunkt (ref. Figur 9). Det dannes da felles timesvis systempris for hele det nordiske markedet.

På grunn av flaskehals i kraftflyten er det noen områder som likevel ikke bruker systemprisen, men en områdepris som har til hensikt å balansere tilbud og etterspørsel innen området (nordpoolspot.com).



Figur 9: Prisdannelse i kraftmarkedet

«Intraday market - Elbas»

Kraft som handles på «Intraday market - Elbas» er oftest en følge av informasjon som ikke var kjent ved tidsfrist for handel i «The day ahead market Elspot». Det kan for eksempel skyldes produksjonsavbrudd ved et anlegg, sterk vind som gir høyere vindkraftproduksjon eller uventet temperaturendring. Arenaen «intraday market – Elbas» gir muligheten for å handle i tilnærmet nåtid, slik at balansen i kraftmarkedet kan bli gjenopprettet. Her handles kraft kontinuerlig.

Elsertifikatordningen

Med nåværende kraftpriser blir det i mange tilfeller vurderet at utbygging av produksjonsanlegg for fornybar energi er ulønnsomme. Elsertifikatordningen er en statlig initiert støtteordning for kraftutbyggere som skal bidra til lønnsomhet i noen av disse prosjektene.

I sin enkelhet er det konsumentene av elektrisiteten som finansierer ordningen, ved at strømselskapet legger elsertifikatkostnaden til som et påslag på kraftprisen. Strømselger er forpliktet til å kjøpe elsertifikater tilsvarende en viss prosentandel av den strømmen de selger til forbrukerne. Prosentandelen er fastsatt i lov for hvert år i 2012 med 3 % og opp til 18,3 % i 2020, for deretter å synke til null i 2036. Elsertifikatene kjøpes hos kraftprodusenter av ny fornybar energi, som får sertifikatene utstedt fra Statnett (energinorge.no). . Prisen på elsertifikater vil variere blant annet med kraftprisen i engrosmarkedet, mengden ny kraft som kommer inn i markedet, forbruksutviklingen og variasjoner i nedbør og vind.

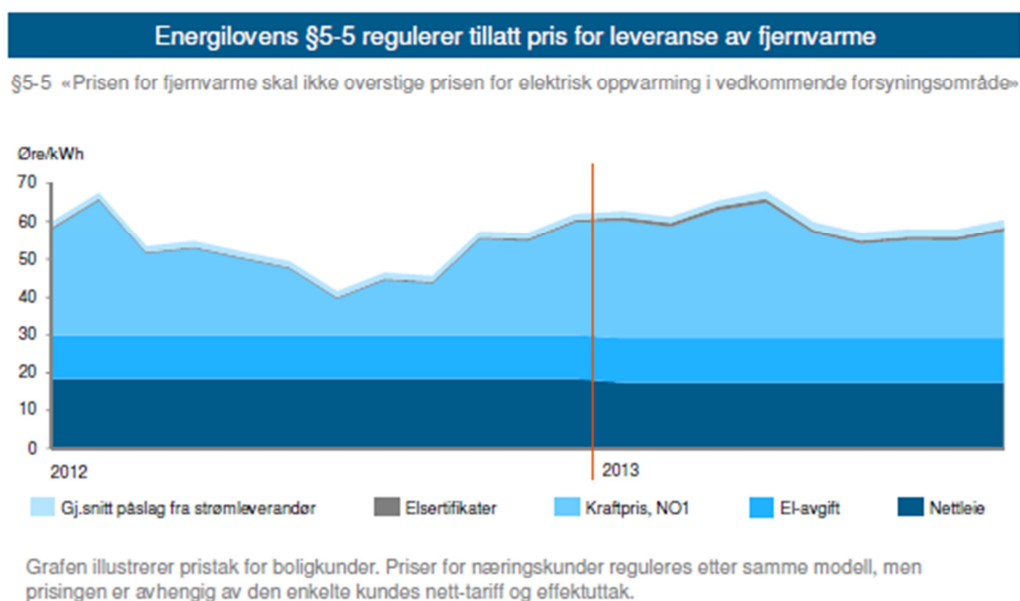
2.2.5.2 Nettvirksomheten

Markedssituasjonen for nettvirksomheten er naturlig monopol. Inntektene er i hovedsak leie fra forbrukerne for deres tilknytning til overføringsnett for elektrisk kraft. Nettleie er en relativt stabil inntekt for nettselskapene.

Inntektsrammen fastsettes spesielt for hvert enkelt nettselskap og beregnes dels på historisk kost for selskapet og dels på en norm for alle nettselskapene. Bruk av norm, skal fungere som insentiv og skal sikre at selskapene driver effektivt (<http://www.nve.no>). Selskapet kan påvirke fremtidig rammetildeling ved effektiv drift i form av lavt kostnadsnivå kombinert med stabilitet i nettet og derved stabil strømlevering til kundene.

2.2.5.3 Varmevirksomheten

Varmevirksomhetens markedforhold kan betegnes som naturlig monopol, begrunnet i at investeringsterskelen i dette markedet er høy. Fjernvarmeprisen er regulert av energiloven §5.5 og stadfester at prisen for fjernvarme ikke skal overstige prisen for elektrisk oppvarming i kundens forsyningsområde. Pris på elektrisk oppvarming er i denne sammenheng summen av strømpris, nettleie og avgifter som illustrert i Figur 10.



Figur 10 Prisfastsettelse fjernvarme

2.2.6 Prissikring

Kraftmarkedet er et volatilt marked og flere aktører benytter seg av finansielle kontrakter for risikostyring, som sikrer forutsigbarhet i kontantstrømmen. I det nordiske markedet handles slike kontrakter på NASDAQ OMX Commodities. Kontraktene har en tidshorisont på opp til

seks år. Systempris generert av Nord Pool Spot AS er referanseprisen i kontraktene. Det er ingen fysisk kraftleveranse knyttet til kontraktene, kun økonomiske oppgjør gjennom kontraktens løpetid (nordpoolspot.com).

3 Evaluere og omarbeide regnskapsrapporteringen

En gjennomgang av analyseperiodens regnskapsrapportering har til hensikt å evaluere hvordan regnskapsrapportene gjenspeiler de reelle underliggende økonomiske forhold og i hvilken grad informasjonen er egnet som datagrunnlag for kommende kvantitativ analyse.

Det er uenighet i fagmiljøet vedrørende regnskapstallenes relasjonen til foretakets markedsverdi i verdsettelsessammenheng. Herunder hvorvidt en økonomisk trend kan fremskrives og om bokførte verdier gir et godt bilde på de reelle verdiene og resultatutviklingen i selskapet (Kaldestad og Møller, 2010). Et argument for å la regnskapsrapporteringen inngå i analysen, er at børskurser har vist seg å reagere negativt på opplysninger om misvisende regnskapsrapportering (Palepu, 2010).

3.1 Rammeverk for regnskapsevalueringen

Etter at kvaliteten av datagrunnlaget er evaluert, skal regnskapstallene omarbeides til et fornuftig grunnlag for videre prognoseutarbeidelse i delkapittel 4.3. Overordnet målsetning er å verdsette egenkapitalen og videre å sammenligne verdiesimatet med markedsverdi (børskurs). Regnskapsdataene omarbeides derfor til et grunnlag med fremadskuende investororientert perspektiv.



Figur 11 Rammeverk for regnskapsanalyse

Analysen innledes med en presentasjon av regnskapsrapporteringen for de fem foregående år, der tydelige utviklingstrekk kommenteres. Videre foretas en vurdering av regnskapsrapporteringens kvalitet underlagt reliabilitets- og validitetshensyn. Resultatregnskapene blir deretter omgruppert til en investororientert oppstilling, som i etterkant normaliseres til et grunnlag for en mulig fremskriving i prognosen.

3.1.1 Analysenivå

Hafslunds virksomhet er hovedsakelig i Norge og forretningsområdene er tett integrert, dermed anses konsernregnskapet å være det mest formålstjenlige datagrunnlaget (Kaldestad og Møller, 2010). Konsernregnskapets notesett gir utdypende informasjon, deriblant segmentinformasjon med overordnede regnskapstall for virksomhetsområdene. Segmentinformasjonen forutsettes å være tilstrekkelig og regnskapsrapporteringen fra

enkelstående selskap i konsernet blir ikke vurdert. Å utelukke selskapsregnskapene fra datagrunnlaget forhindrer forstyrrelser av konserninterne resultatelementer og konsernmellomværende balanseposter i analysegrunnlaget.

3.2 Presentasjon av årsregnskapet

3.2.1 Rapportert resultatregnskapet 2009 – 2013

Resultatregnskap (millioner kroner)	2009	2010	2011	2012	2013
Salgsinntekter	10 670	15 829	13 704	11 466	12818
Kjøp varer og energi	-6 364	-10 871	-9 015	-6 830	-7867
Lønnskostnader	-772	-582	-864	-851	-901
Resultat investering i REC	-137	-1 991	-1 090		
Andre (tap)/gevinster - netto	48	1 058	17	117	75
Andre driftskostnader	-1 418	-1 564	-1 630	-1 752	-1747
Andel resultat i tilknyttete selskap	49	43	23	20	68
Driftsresultat før avskrivninger	2 076	1 922	1 145	2 170	2 446
Avskrivninger	-882	-1 270	-803	-777	-789
Nedskrivninger				-482	-5
Driftsresultat	1 194	652	343	911	1 652
Finanskostnader	-661	-471	-584	-557	-503
Resultat før skattekostnad	533	181	-241	354	1 149
Skattekostnad	-335	-573	-456	-366	-402
Årsresultat	198	-392	-698	-12	747
Tilordnet					
Aksjonærer i morselskapet	202	-393	-695	-10	747
Ikke-kontrollerende eierinteresser	-4	1	-2	-2	

Figur 12: Hafslunds resultatregnskap 2009-2013

Hafslunds årsresultatet er lavt og svinger i hele analyseperioden. Salgsinntektene viser betydelig årlig variasjon, noe som i hovedsak kan forklares med svingninger i kraftprisen og solgt volum. Øvrige resultatposter har vært relativt stabile, med unntak av den negative resultatvirkningen fra REC investeringen, samt ulike utslag i resultatlinjen Andre (tap)/gevinster - netto.

3.2.2 Rapportert balanse 2009 – 2013

Balanse (i millioner kroner)	2009	2010	2011	2012	2013
Eiendeler					
Varige driftsmidler	18 809	18 557	18 632	18 365	18 251
Immaterielle eiendeler	2 282	2 389	2 379	2 432	2 575
Investeringer i tilknyttete selskaper	439	430	426	560	204
Langsiktige fordringer	603	360	462	469	491
Langsiktige eiendeler	22 133	21 736	21 899	21 826	21 521
Varer	25	59	61	82	60
Kundefordringer og andre fordringer	2 129	5 188	1 708	2 333	2 428
Derivater	41	74	26	87	202
Finansielle eiendeler	4 258	2 327	102	1	
Betalingsmidler	311	211	870	223	1 143
Kortsiktige eiendeler	6 764	7 859	2 767	2 725	3 833
Sum eiendeler	28 897	29 595	24 666	24 551	25 354
Egenkapital og gjeld					
Innskutt egenkapital	4 275	4 275	4 275	4 275	4 275
Opptjent egenkapital	6 868	6 184	3 833	2 994	3 290
Ikke-kontrollerende eierinteresser	11	5	23	20	18
Egenkapital	11 154	10 464	8 131	7 289	7 583
Lån	9 805	10 259	9 047	8 422	9 432
Utsatt skatt	2 951	2 971	3 186	2 992	3 098
Pensjoner og liknende forpliktelser	316	57		323	235
Langsiktig gjeld	13 072	13 287	12 233	11 737	12 765
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1 711	1 917	2 133	1 994	2 002
Derivater	53	2	86	74	168
Betalbar skatt	166	525	280	338	299
Lån	2 741	3 400	1 802	3 119	2 536
Kortsiktig gjeld	4 671	5 844	4 302	5 525	5 005
Sum gjeld	17 743	19 131	16 535	17 262	17 770
Sum gjeld og egenkapital	28 897	29 595	24 666	24 551	25 353

Figur 13: Hafslunds balanse 2009-2013

Varige driftsmidler utgjør en betydelig del av konsernets eiendeler og den bokførte verdien av dem har vært stabil. Hvilket betyr at det stadig gjennomføres re- og nyinvesteringer samtidig som de eksisterende driftsmidlene av-/ nedskrives. Øvrige eiendeler er av mindre beløpsmessig betydning, men bokført verdi av disse er også stabil. Finansielle eiendeler er imidlertid vesentlig redusert i analyseperioden, dette som følge av konsernets strategiendring fra 2011, der den finansielle aktiviteten ble avvirket og flere virksomheter solgt, deriblant ble aksjene i REC solgt. Kundefordringer og andre fordringer var betydelig høyere i 2010 enn normalt, dette må ses i sammenheng med høye inntekter samme år.

Langsiktig gjeld har falt i perioden, samtidig som kortsiktig gjeld har økt noe. Endring i totalt gjeld er likevel ikke betydelig.

3.2.3 Rapport endring i utvidet resultat 2009 – 2013

Utvidet resultat	2009	2010	2011	2012	2013
Årsresultat	198	-392	-698	-12	747
Utvidet resultat:					
Omklass. av tidligere oppregulering i REC til resultat ved salg	-965	138	-194		
Skatt på verdiendring investert i REC	8	-2	2		
Verdiendring på sikringskontrakter	-5	11		-1	35
Endring estimat pensjon				651	-14
Skatt				-182	
Omregningsdifferanse				-13	14
Skatt					-10
Utvidet resultat etter skatt	-962	147	-192	455	26
Årets totalresultat	-764	-245	-890	443	773
Totalresultat tilordnes:					
Aksjonærene i morselskapet	-760	-246	-888	445	774
Ikke-kontrollerende eierinteresser	-4	1	-2	-2	-1
Årets totalresultat	-764	-245	-890	443	773

Figur 14: Hafslunds utvidet resultat 2009-2013

Transaksjonene ført direkte mot utvidet resultat som fremkommer av Figur 14 vurderes ikke å ha karakter av å gjenta seg i fremtiden eller få betydning for fremtidig resultatutvikling, og vil derfor ikke påvirke prognoseutarbeidelsen.

3.2.4 Rapport endring i egenkapital og andre resultatelementer 2009 – 2013

Endring egenkapital (i millioner kroner)	2009	2010	2011	2012	2013
IB Egenkapital	12 530	11 154	10 464	8 131	7 289
Årets resultat	198	-392	-700	-12	747
Utvidet resultat	-962	147	-192	455	26
Endring minoritetsinteresser	-154	-7	20	-1	-2
Endring egne aksjer	-1		3		
Utdelt ordinært utbytte	-438	-439	-1 461	-487	-487
Implementeringseffekt				-795	
Andre egenkapitaleffekter	-19	1	-3	-2	10
UB Egenkapital	11 154	10 464	8 131	7 289	7 583

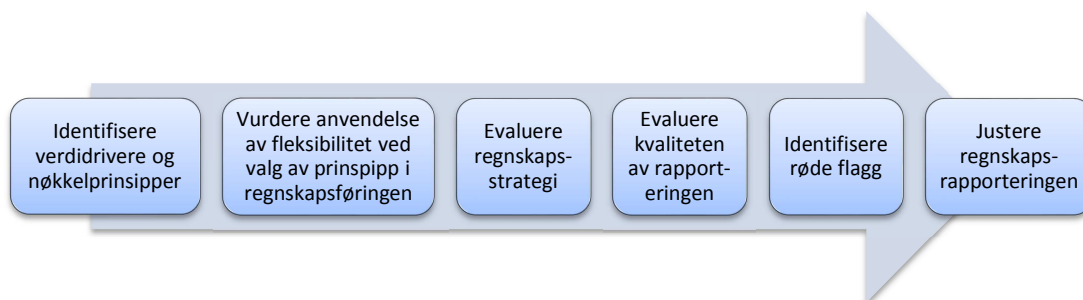
Figur 15: Endring i Hafslunds egenkapital 2009-2013

Utbytteutdeling som har oversteget resultatutviklingen i den senere periode har ført til at opptjent egenkapital har falt vesentlig. Den mest nærliggende forklaringen til at selskapet velger å nedjustere egenkapitalandelen er Oslo kommunes forventning til jevn kontantstrøm til kommunalt forbruk.

3.3 Analysegrunnlagets kvalitet og hovedkarakteristika

Dette delkapittelet omfatter en kvalitativ analyse av Hafslunds publiserte regnskapsrapporter og skal bidra til å teste reliabiliteten og validiteten i datagrunnlaget, som senere skal ligge til grunn for verdsettelsen av Hafslund ASA. Herunder vurderes regnskapstallenes opphav med hensyn til foretakets metode- og prinsippvalg for estimer og regnskapsføring. Styrets beretninger evalueres med hensyn til hvordan styret analyserer og begrunner regnskapsrapporteringen. Målsetningen er å avdekke om konsernet uheldig eller mer motivert fremlegger misvisende rapportering (Palepu 2010) og om regnskapsrapporteringen gjenspeiler reelle verdier.

Palepu 2010 vektlegger fokus på kvalitet, informasjonsverdi og konsernets motivasjon for regnskapspresentasjonen, når årsrapportene skal vurderes for verdsettelsesformål. I tillegg er faktorer som konsistens i informasjon og den fremtidige risikoen viktige. Palepu 2010 anbefales seks steg for analysen, ref. Figur 16.



Figur 16: Kvalitativ analyse av regnskapsrapporteringen

Identifisere verdidrivere og nøkkelp prinsipper

Varige driftsmidler, immaterielle eiendeler, kundefordringer og andre fordringer er vesentlige elementer i Hafslunds balanse. Balansepostene er prinsipielt et estimat på ledelsens forventning til eiendelenes fremtidige verdiskapning. Flere av resultatregnskapspostene er en konsekvens av nevnte balanseposter, og analysen skal bidra til å kontrollere grunnlaget for resultatpostene og holdbarheten for en eventuell framskrivning i den fundamentale analysen. Regnskapsrapporteringen inngår også som datagrunnlag i den komparative verdsettelsen.

Varige driftsmidler

Bokført verdi av varige driftsmidler utgjør $\frac{3}{4}$ av totale eiendeler i konsernets balanse.

Anleggsmidlene er avgjørende for fremtidig generering av inntekter fra produksjon og distribusjon av kraft og fjernvarme, som for tiden står for $\frac{1}{2}$ av foretakets omsetning.

Anleggsmidlene er bokført til anskaffelseskost med fradrag for akkumulerte avskrivninger og nedskrivninger. Avskrivningene er lineære og nedskrivning foretas dersom det er indikasjoner på at bruksverdi eller gjenvinnbart beløp er lavere enn bokført verdi. Dette er generell praksis for bokføring av anleggsmidler, det spesielle er at kraft- og nettanlegg har uvanlig lang levetid og derav lang avskrivningstid. En andel av anleggsmidlene er anskaffet for en lengre tid tilbake og bokført verdi er ikke inflasjonsjustert, ettersom konsernet har valg lineær avskrivningsplan. Regelverket tillater ingen oppskrivning av anleggsmidlenes verdi, det betyr at reell verdi av enkelte anlegg kan være høyere enn bokført verdi.

Bokført verdi av varige driftsmidler har hatt et gjennomsnittlig årlig fall på 1 % i analyseperioden. Dette kan tyde på at forholde mellom avskrivninger og reinvesteringer er tilnærmet konstant og Hafslund forutsettes her å være i en stady state situasjon. Underforstått at virkelig verdi ikke er vesentlig høyere enn bokført verdi i balansen, som omtalt over (Kaldestad og Møller, 2010).

Sammenlignet med noteinformasjonen i regnskapene til BKK konsernet og Lyse konsernet har selskapene sammenfallende avskrivningstider. Noe som tyder på at Hafslund forholder seg til en generell praksis vedrørende anleggenes verdiforringelse.

Immaterielle eiendeler

Immaterielle eiendeler i konsernets balanse er i hovedsak goodwill, og utgjør omlag 1/10 av balansesummen. Goodwill er residualposten som oppstår ved kjøp av virksomheter, etter at bokførte verdier og merverdier er trukket fra kjøpsprisen. Goodwill kan beskrives som et måltall på kjøpers forventning om meravkastning. Balanseposten immaterielle eiendeler er relativt liten sammenlignet med varige driftsmidler, men kan ha en vesentlig høyere risiko for fremtidig verdifall.

I henhold til IFRS avskrives ikke goodwill, men vurderes løpende for verdifall, og nedskrives om nødvendig. Verdien av immaterielle eiendeler kan være vanskelig å anslå. Beslutningen om goodwillens eksistens skal bygge på objektive vurderinger. Ettersom det er ledelsen som bør ha størst kjennskap til virksomheten, vil deres synspunkt være tungtveiende i slike beslutninger, og kan lett bli påvirket av subjektive forventninger.

Det fremkommer av note 1 i Hafslunds årsregnskap at nedskrevet goodwill ikke reverseres, dermed kan konsernet besitte goodwill som på grunn av feilanslag ikke lenger er balanseført. Samtidig er det en risiko for at denne regnskapsregelen gjør ledelsen tilbakeholden til å nedskrive goodwill og at det faktisk er et nedskrivingsbehov.

Vannfallsrettigheten er en mindre andel av immaterielle eiendeler. Eiendelen er bokført til anskaffelseskost og er anskaffet langt tilbake i tid, virkelig verdi kan derfor antas å være høyere enn bokført verdi.

Kundefordringer og andre fordringer

Hafslund har stor spredning i kundeporteføljen, noe som bidrar til å redusere risiko for tap. Det er gjort avsetninger for dekning av tap på kundefordringene på omlag 5 % av totale kundefordringer. Dette er konsernets eget estimat og antas å være en kvalifisert vurdering med lav risiko for feilanslag, ettersom oppgjørene forventes innen et år.

Generelt om eiendeler

Eiendelenes bokførte verdi kan bevisst og ubevisst være feilanslått. Ledelsens subjektive ønsker kan påvirke vurderingen av eiendelenes fremtidige inntektsgenerering. Bevisst kan ledelsen presentere gode resultater inneværende år og undervurderer nedskrivingsbehovet. Alternativt at resultatet er høyt og ledelsen ønsker å skyve på et positivt resultat til senere perioder og overvurderer derfor nedskrivingsbehovet. Store nedskrivinger et år kan gi inntrykk av et skift i den økonomiske utviklingen i påfølgende år. Resultatet øker på grunn av reduserte avskrivninger, samtidig som balansens total kapital reduseres. Dermed har nedskrivning en positiv effekt på fremtidig rentabilitet (Palepu 2010).

Oslo kommune har en eierandel i Hafslund på over 50 % og har ikke kommunisert noen interesse for å selge seg ut av selskapet. Det antas her at ledelse og styret i konsernet har samme langsiktige perspektiv som majoriteten av eierne og at det derfor ikke bør være noe incentiv til å manipulere regnskapstallene.

Vurdere anvendelse av fleksibilitet ved valg av prinsipp i regnskapsføringen

Hafslund er notert på Oslo Børs og dermed pliktig til å rapportere regnskapet i henhold til IFRS. Både god regnskapsskikk i Norge og IFRS er basert på historisk kost, og med økende bruk av virkelig verdi. God regnskapsskikk har likevel større fokus på sammenstilling av inntekter og kostnader, mens IFRS har fokus på balansen og definisjonen av eiendeler og gjeld, dermed kan resultatpresentasjon i henhold til IFRS være mer volatil (Kaldestad og Møller, 2010). En overvekt av verdiene i Hafslunds balanse er bokført til historisk kost, det ville vært en stor fordel for verdsettelsen om balansen presenterte en tilnærming til virkelig verdi.

Fleksibilitet i regnskapsreguleringen åpner for at ledelsen kan gjøre prinsippvalg som frembringer et mer informativt regnskap. Regnskapsregler og standarder vedrørende de

nevnte verdidriverne varige driftsmidler, immaterielle eiendeler, kundefordringer og andre fordringer tillater liten fleksibilitet i bokføring. Estimatberegninger i forbindelse med nedskrivningstester eller fastsettelse av levetid har likevel rom for skjønnsmessige vurderinger. Etter å ha sammenlignet Hafslund med konsernregnskapene fra Lyse konsernet og BKK konsernet, viser dette at alle anvender lineær avskrivning og sammenfallende avskrivningstider for anleggsmidlene. Hafslund avsetter imidlertid omlag tre ganger større andel av kundefordringene som tapt ved årsslutt sammenlignet med Lyse konsernet og BKK konsernet. I nedskrivningstester bruker Hafslund ifølge årsrapporten 2013 høyere diskonteringsrente enn Lyse presenterer i sin årsrapport, hvilket betyr at Hafslund estimerer et anlegg til å ha lavere verdi sammenlignet med Lyses vurderinger. Totalt sett er vurderingen her at Hafslund ikke har gjort betydelige tilpasninger i regnskapsinformasjonen for å presentere en mer ønsket økonomisk utvikling, men har valgt standard prinsipp og estimatanvendelse.

Evaluere regnskapsstrategi

Valgmuligheter i regnskapsreguleringen skal gi aktørene mulighet til å presentere et mest mulig realistisk bilde av den økonomiske situasjonen, men kan også åpne for å forskjønne regnskapsrapporteringen. Det er ikke identifisert avvikende prinsipp- eller estimatvalg i Hafslunds regnskapspresentasjon etter sammenligning med rapportering fra Lyse og BKK konsernet (refererer her til forrige avsnitt), som kan underbygge påstander om et manipulert regnskap fra Hafslund. Det er heller ikke identifisert vesentlige prinsipp- eller estimatendringer de senere årene, som kan vært indikasjon på bevisst tilpassning. Konsernet har i hovedsak kommunale eiere som kan antas å forvente stabile langsiktige resultater. Konsernledelsen i Hafslund deltar i en bonusordning, og bestemmes av utvalgte parametre tilknyttet driften. En slik bonusordning kan være et incentiv med økt risiko for resultatmanipulering. I 2013 var bonusutbetaling hos noen av lederne opp mot 25 % av årslønnen, og vurderes derfor å kunne representere en viss risiko for manipulering av regnskapsrapporteringen.

Evaluere kvaliteten av rapporteringen

Årsrapportene fra Hafslund fremstår som knappere enn sammenlignet med rapporteringen fra Lyse og BKK konsernene. Rapporteringen oppleves tilstrekkelig informativ, men informasjon vedrørende finansielle instrumenter og skatt er noe begrenset.

Hafslunds strategivridning mot å konsentrere driften til kjernevirksomheten, har en positiv sideeffekt ved at rapporteringen blir mer tydelig og oversiktlig.

Styrets beretning oppleves å danne et velbegrunnet bilde av den økonomiske utviklingen, og har sammenheng med regnskapsrapporteringen forøvrig.

Identifisere røde flagg

Det er ikke identifisert forhold i rapporteringen som indikerer bevisst eller ubevisst manipulasjon av tall eller øvrig informasjon. Rapporteringen er sammenhengende og konsistent.

Justere regnskapsrapporteringen

Det er ikke identifisert direkte feil i Hafslunds rapportering som krever regnskapsrapporteringen justert, men i delkapittel 3.4 omgrupperes og justeres rapporteringen forøvrig til et mer formålstjenlig analysegrunnlag.

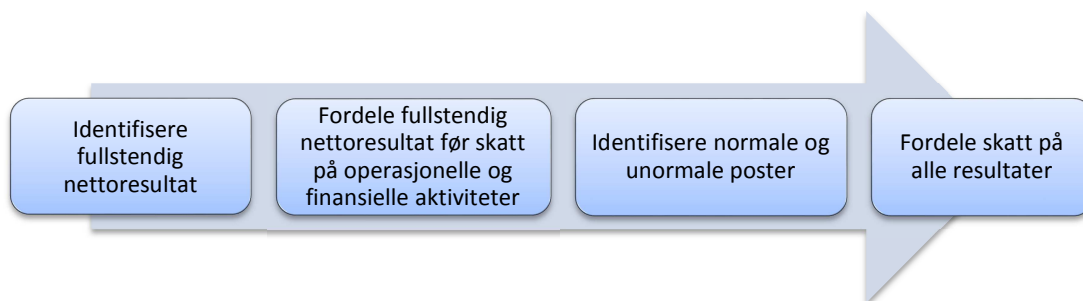
3.4 Omgrupperer resultatregnskapet til et investororientert analysegrunnlag

Regnskap utarbeidet i henhold til norsk god regnskapskikk (NGRS) eller International Financial Reporting Standards (IFRS) har en kreditororientert struktur.

Regnskapsinformasjonen omarbeides her til å bli mer investororientert.

3.4.1 Omgruppering av resultatet

Omgrupperingen av resultatregnskapet utføres i fire steg (Penman (2010)):



Identifisere fullstendig nettoresultat

I henhold til IFRS skal alle inntekter og kostnader tilhørende en periode etter hovedregelen fremkomme av resultatregnskapet. Unntak fremkommer av oppstillingene utvidet resultat (ref. Figur 14) (Penman, 2010) eller direkte i oppstillingen for endring i egenkapital (ref. Figur 15). I Hafslunds årsrapport er eierandel i REC, verdiendring sikringskontrakter, omregningsdifferanse og estimatendring pensjon blant forhold som er henført til utvidet resultat (ref. Figur 14). I oppstillingen endring egenkapital er en implementeringseffekt ført direkte mot egenkapital.

Transaksjoner ført direkte mot utvidet resultat eller egenkapital i analyseperioden vurderes som uvesentlige eller å være av en art som ikke får betydning for den fremtidige økonomiske utviklingen og innarbeides derfor ikke i analysegrunnlaget. Verdiendring sikringskontrakter kan ventes å inntreffe også i fremtidige perioder, men den historiske utviklingen gir ingen anslag for fremtidige utfall og innarbeides derfor ikke i analysegrunnlaget.

Fordele fullstendig nettoresultat før skatt på operasjonell og finansiell aktivitet

Videre skal resultatposter fra operasjonell og finansiell aktivitet deles i egne grupper, for å tydeliggjøre resultatbidraget fra kapitalbinding i eiendeler til operasjonell og til finansiell aktivitet.

Resultatlinjene relaterer seg i hovedsak til operasjonell drift. Finansrelaterte poster og elementer der kategorisering er mer uklar blir her kommentert. Resultatlinjen «Resultat investert i Renewable Energy Corporation ASA (REC)» tilhører operasjonell aktivitet, men holdes utenfor analysegrunnlaget, ettersom aksjene nå er solgt. Resultatlinjen «Andre (tap)/gevinster – netto» består av verdiendring og gevinst på finansielle eiendeler, samt verdiendringer på derivater. Derivatene er her renteswapper – lån, valutaterminkontrakter, opsjoner og terminkontrakter, som vil være nært knyttet til den operasjonelle aktivitet. Kaldestad og Møller (2010) argumenter for at det er svært høy usikkerhet knyttet til slike kontrakter, og at resultatelementene bør vurderes som engangsposter. Resultatvirkningen av derivater har i de senere år ikke vært vesentlige og det velges her å holde resultatlinjen «Andre (tap)/gevinster – netto» utenfor analysegrunnlaget. «Verdiendring på sikringskontrakter» har nær relasjon til den operasjonelle driften, men holdes også utenfor, med samme begrunnelse som for «Andre (tap)/gevinster – netto».

Resultatlinjen «Finanskostnader» knytter seg i hovedsak til lån mot kreditorer og henføres derfor til finansiell aktivitet

Resultatlinjen «Andel resultat i tilknyttet selskap» burde ideelt sett vært splittet på operasjonell og finansiell aktivitet, men de vesentligste resultatandelene relaterer seg til operasjonelle aktiviteten og den regnskapsmessige klassifiseringen tilsier at investeringene ikke har umiddelbart henblikk for videresalg og klassifiseres som operasjonell.

Identifisere normale og unormale poster

Hendelser som er avvikende fra normal driftssituasjon i foregående år vil virke forstyrrende ved utarbeidelse av framtdsprognose. Ekstraordinære hendelser skal her kartlegges og om nødvendig hensyntas med justeringer i analysegrunnlaget.

Resultatelementer kan kategoriseres som unormale poster eller engangsposter, selv om disse relaterer seg til den ordinære drift, dersom de beløpsmessig er avvikende i størrelse eller regelmessighet. Styret kommentere som oftest unormale hendelser i årsberetningen. Det har vist seg at det er samlet sett negative utfall som kommenteres og justeringer i analysegrunnlaget gir dermed forbedret resultat. Grunnen kan være at tilfeldig tap oppstår oftere enn tilfeldig gevinst, men også at motivasjonen for å forklare negative hendelser er større, fordi det kan gi forventning om forbedret resultat frem i tid (Kaldestad og Møller, 2010). I lys av dette er det her kun de mest vesentlige engangspostene som medfører justeringer i analysegrunnlaget.

Normale poster

Noen resultatposter har store svingninger men blir likevel betraktet som normale i denne analysen. «Salgsinntekter» og «Kjøp av varer og tjenester» er resultatelementer som vanligvis svinger vesentlig fra år til år på grunn av endringer i kraftprisen, men betraktes her som normale.

Svingninger i finansresultatet forklares med svingninger i forward renten og låneporteføljens kupongrente. Dette er svingninger som kan forventes å vedvare og kategoriseres som normale.

Unormale poster

Konsernsjef Finn Bjørn Ruyter uttrykte i årsrapporten for 2011 at Hafslund har avsluttet all finansiell virksomhet. Konsernet har solgt seg ut av flere selskap som den senere tid har bidratt med negative resultater i konsernregnskapet. Disse aktivitetene skal ikke påvirke videre drift og blir justert i analysegrunnlaget.

I 2013 er årsregnskapet belastet med ekstra kostnader knyttet til implementering og ferdigstillelse av nytt kunde- og faktureringssystem. I tillegg er det påløpt restrukturingskostnader knyttet til ledelsens strategiendring. Det er ingen detaljer i årsrapporten om ekstrakostnadenes størrelse, men andre driftskostnader nedjusteres med 100 millioner, for å danne en riktigere tilnærming for fremtidsprognosen.

I 2012 er driftsresultatet i Hafslund belastet med 560 millioner kroner i nedskrivninger og avsetninger, grunnet utfordrende markedsforhold og negativ resultatutvikling i to selskap innen varmevirksomheten. Pelletsanlegget på Averøya er etter dette nedskrevet i sin helhet, slik at ytterligere nedskrivninger her ikke skal forekomme i fremtiden. Det antas i tillegg ingen

risiko for ytterligere nedskrivning på øvrige objekter. Nedskrivningene annulleres dermed i analysegrunnlaget.

I 2011 solgte konsernet sin eierandel i REC med gevinst, men i perioden 2009 til 2011 har REC bidratt med negative resultater, før skatt henholdsvis 137 millioner kroner i 2009, 1991 millioner kroner i 2010 og 1090 millioner kroner i 2011. Resultatvirkningen vedrørende REC elimineres fra analysegrunnlaget. Samme år har Hafslunds nettvirksomhet hatt lavere resultat på grunn av stormen «Dagmar», analysegrunnlaget justeres for 56 millioner kroner som følge av «Dagmar» belastningen.

I 2010 hadde Hafslund en positiv resultateffekt grunnet salg av selskapet Hafslund Fibernett AS, tilsvarende 875 millioner kroner. Det blir i analysegrunnlaget justert for gevinsten av salget, men selskapets invirkning på konsernregnskapet i 2009 og 2010 kan ikke trekkes ut, på grunn av manglende informasjon. Samme år er det foretatt en nedskrivning pålydende 300 millioner kroner grunnet utfordrende markedsforhold og negativ resultatutvikling i pelletsanlegget på Averøya. Anlegget ble i sin helhet nedskrevet i 2012 og får som tidligere omtalt ikke betydning for den fremtidige driften. Nedskrivningene annulleres av den grunn fra analysegrunnlaget.

Det vises til Figur 18 for oversikt over de omtalte justeringene i resultatoppstillingen.

Fordele skatt

Skattesats for selskapsbeskatning ble i 2014 endret fra 28 % til 27 %. Hafslunds effektive skattesats avviker vesentlig fra denne som følge av grunnrenteskatt, verdiendringer på aksjer, effekt av endret skattesats og avsetninger tilknyttet en skattetvist. Hensikten videre er her å estimere hvordan skattekostnaden fordeler seg på finansiell eller operasjonell aktivitet. Informasjon vedrørende skatt i Hafslund er begrenset og estimatet må baseres på anslag.

Fremfor å fordele skattekostnaden velges det her å ta utgangspunkt i betalbar skatt. Det forventes at den betalbare skatten gir et bedre estimat på fremtidig kontantstrøm enn skattekostnaden.

Betalbar skatt korrigeres her for grunnrenteskatt og skatteeffekten av tidligere omtalte unormale poster i det operasjonelle resultatet. Skatteeffekt ved salget av Hafslund Fibernett as henføres til finansielt resultat. Etter korrigering henføres det aller meste av den betalbare skatten til den operasjonelle aktiviteten, kun skatt på finanskostnadene henføres til den finansielle aktiviteten. Figur 17 viser en oversikt over fordelingen av betalbar skatt.

Beregnet skattesats	2009	2010	2011	2012	2013
Betalbar skatt	-212	-525	-280	-430	-297
-grunnrenteskatt	165	257	200	111	145
-korr. Dagmar (skatt)			-16		
-korr. avsetn. og nedskriv. Pellet (skatt)		-84		-157	
Betalbar skatt etter korreksjoner	-47	-352	-96	-476	-152
Fullstendig finansielt resultat	-666	-460	-584	-558	-503
-skatt salg Hafslund Fibernett as		245			
-skatt finanskostnader	-185	-132	-164	-156	-141
Fullstendig finansielt resultat etter skatt	-851	-347	-748	-714	-644
Fullstendig operasjonelt resultat	1 283	1 885	1 471	1 354	1 647
Betaltbar skatt ekskl skatt finansielt re	-232	-239	-259	-632	-293
Effektiv skattsats operasjonelt resultat	18 %	13 %	18 %	47 %	18 %

Figur 17: Betalbar skatt fordelt på operasjonell og finansiell aktivitet

Figur 17 viser at effektiv skattesats er varierende, men vektet har skattesatsen på operasjonell aktivitet ligget like under 20 %.

Oppsummering omgruppert resultat

En oversikt over omtalte omgrupperinger og justeringer presenteres i Figur 18 under:

	2009	2010	2011	2012	2013
Salgsinntekter	10 670	15 829	13 704	11 466	12 818
Kjøp varer og energi	-6 364	-10 871	-9 015	-6 830	-7 867
Lønnskostnader	-772	-582	-864	-851	-901
Andre driftskostnader	-1 418	-1 564	-1 630	-1 752	-1 747
-Korr. Dagmar			56		70
Andel resultat i tilknyttete selskap	49	43	23	20	68
Avskrivninger	-882	-870	-803	-777	-789
Nedskrivninger	-	-400	-	-482	-5
-Korr. avsetn. og nedskriv. Pellet		300		560	
Fullstendig operasjonelt resultat før skatt	1 283	1 885	1 471	1 354	1 647
-Skatt operasjonelt resultat	-232	-239	-259	-632	-293
-Grunnrente skatt	-165	-257	-200	-111	-145
Fullstendig operasjonelt resultat etter skatt	886	1 389	1 012	611	1 209
Verdiendring på sikringskontrakter	-5	11	-	-1	-
Finanskostnader	-661	-471	-584	-557	-503
Fullstendig finansielt resultat før skatt	-666	-460	-584	-558	-503
-Skatt finansielt resultat	-185	113	-164	-156	-141
Fullstendig finansielt resultat etter skatt	-851	-347	-748	-714	-644
Fullstendig resultat før skatt	617	1 425	887	796	1 144
Skattekostnad	-417	-126	-423	-788	-434
Fullstendig resultat etter skatt	200	1 299	464	8	710
Resultat investering i REC	-137	-1 991	-1 090	-	-
Andre (tap)/gevinster - netto	48	1 058	17	117	75
-Korr salg Hafslund Fibernett AS		-875			
-Justering REC	137	1 991	1 090	-	-

Figur 18: Omgruppert resultat

4 Fundamental verdsettelse

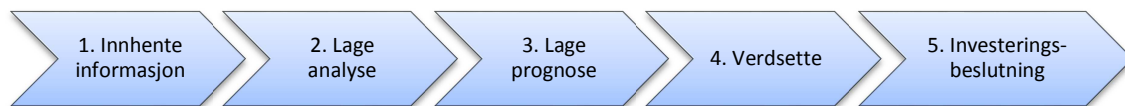
4.1 Presentasjon av metode

Fundamental verdsettelse er basert på fremtidig forventet kontantstrøm.

Kontantstrømprognosen blir ofte estimert med bakgrunn i historiske resultater, der forventning til virksomhetens kommende utvikling innarbeides. Vesentlige og sannsynlige utviklingsstrekk av økonomisk betydning kan alternativt innarbeides i kapitalkravet. Verdien fastsettes som nåverdien av kontantstrømmen.

Fundamental verdsettelse angriper informasjon om virksomheten fra et vidt perspektiv og er en ressurskrevende fremgangsmåte. Estimater kan av den grunn tenkes å besitte mindre usikkerhet enn andre metoder, men god tilgang på pålitelig informasjon er avgjørende.

Penman 2010 presenterer en fremgangsmåte for fundamental verdsettelse bestående av fem steg (ref.Figur 19):



Figur 19: Prosess for fundamental verdsettelse

1. Innhente informasjon

Hente relevant informasjon fra alle tilgjengelige kilder. Både kvantitativ informasjon som regnskapsdata eller kvalitativ informasjon om for eksempel teknologi, kundemasse og ledelsessammensetning. Informasjonsinnhentingene vedvarer gjennom hele forløpet. Endring i informasjonsbildet kan få vesentlig betydning for analysen, eksempler på dette kan være strategiske valg fra ledelse, endringer i forbruksvaner, oppkjøp og renteendringer.

2. Lage analyse

Analysere innhentet informasjon, som skaper et totalt bilde av foretakets fundament og framtidutsikter.

3. Lage prognose

Basert på analysen i steg 2 estimeres prognosen for forventet fremtidig kontantstrøm.

4. Verdsette

Kontantstrømprognosen for virksomhetens antatte levetid i steg 3 neddiskonteres med et fornuftig avkastningskrav. Avkastningskravet justeres for kapitalens tidsverdi og risiko.

5. Investeringsbeslutte

Verdien som fremkommer i steg 4 kan for eksempel bli veiledende i en kjøps- eller salgsbeslutning vedrørende aksjer i det verdsatte selskapet.

Det finnes flere matematiske modeller som kan anvendes i Penmans steg 4. Egenkapital-, dividende- og total kapitalmodellen er kjente eksempler.

4.1.1 Metodens anvendelighet for verdsettelse av Hafslund ASA

Det videre arbeidet blir basert på de fem stegene presentert over i Figur 19, samt bruk av total kapitalmodellen.

Tilgang på informasjon om Hafslund ASA er begrenset, men antas tilstrekkelig. Ettersom Hafslund er et børsnotert selskap, er selskapet underlagt bestemte rapporteringskrav som sikrer kvaliteten av rapportert informasjon. Regelverket for børsnoterte selskap hindrer også ubalanse i informasjonen aktørene i markedet innehar. Dette sikrer et mer solid fundament for å fastslå en verdi.

Analysen baseres på offentlig tilgjengelig informasjon, det vil si historisk regnskapsrapportering, selskapets kommuniserte strategiske valg samt ledelsens uttalelser vedrørende forventninger til fremtiden. I tillegg kommer verdsetters oppfatning av makro- og mikroøkonomiske utviklingstrekk. Selskapet Hafslund har lange tradisjoner, har hatt stabil drift i kjernevirksomhetene og er ikke i en oppstart- eller nedtrappingsfase, det antas derfor at historiske trekk kan fremskrives i fremtidig økonomisk utvikling.

Fundamental verdsettelse er en grundig analyse, men likevel er det flere momenter som skaper usikkerhet vedrørende påliteligheten ved anslått verdi. Metoden er sensitiv for inndata som vekst og avkastningskrav, der små justeringer kan få store utslag på antatt verdi (Kaldestad og Møller 2010). Det blir senere i utredningen gjort en sensitivitetsanalyse, som tydeliggjøre dette.

4.2 Strategisk analyse

Den fundamentale verddivurderingen av Hafslund innledes her med en kvalitativ analyse av driftsforutsetninger. Dette skal danne et bilde av konkurranseforholdene selskapet omgir seg i, og må posisjonere seg for. Det skal kartlegge mulige utviklingstrekk og hvilke risikoelementer som skaper uro i antakelsene om fremtidig vekst og fortsatt drift.

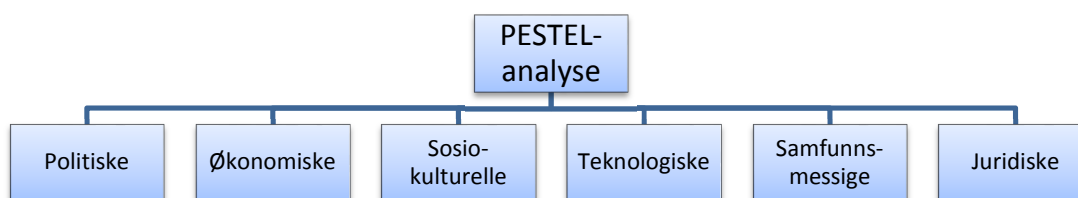
Analysen gjennomføres her i tre nivå. Først identifiseres makroforhold som kan få betydning for den fremtidige økonomiske utviklingen i Hafslund, ved anvendelse av PESTEL-rammeverket. Deretter vurderes bransjens posisjon i verdikjeden ved anvendelse av Porters femfaktor-modell. Tredje nivå er å analysere Hafslund separat med fokus på konsernets konkurransesituasjon internt i bransjen ved anvendelse av VRIO-rammeverket. Den strategiske analysen danner et fundament med forutsetninger, og gir et grunnlag for å estimere prognosen.

4.2.1 Kartlegging av makroforhold

Kraftmarkedet er komplekst og berøres av nasjonale og globale forhold som påvirker tilbud, etterspørsel og pris. Den teknologiske utvikling har gjort samfunnet mer sårbart for brudd i energitilførselen. Industrialisering av utviklingsland øker etterspørselen etter energi, samtidig som moderne teknologi blir mindre energikrevende og reduserer energietterspørselen. Energiforbruket øker globalt og forklares oftere som en bakenforliggende årsak til global oppvarming og setter fokus på energibesparende tiltak.

4.2.1.1 PESTEL – konsernets makroøkonomiske omgivelser

PESTEL-rammeverket har til hensikt å tydeliggjøre hvilke omgivelsesfaktorer som frem i tid er mest kritiske for et foretak, og med bakgrunn i dette vurdere de økonomiske konsekvensene. Modellen deler omgivelsesfaktorene inn i seks kategorier: politiske (political), økonomiske (economic), sosiokulturelle (sociocultural), teknologiske (technological), samfunnsmessige (environmental) og juridiske (legal) (Løwendahl og Wenstøp et al. 2010) (ref. Figur 20)



Figur 20: PESTEL rammeverket

Politiske forhold

Det har vært regjeringsskifte fra rødgrønn til blå regjering etter at gjeldende statsbudsjettet ble lagt frem. Sittende regjeringen har presentert noen forslag til revidert statsbudsjett, men den blå regjeringen er samtidig bundet til mange av de samme forpliktelsene som også var gjeldende for foregående regjering.

EUs fornybardirektiv er en av forpliktelsene, med en målsetning om økt fornybarproduksjon og fornybarandelen innen 2020. For Norge i størrelsesorden 9,5 prosentpoeng økt fornybarandel målt fra 2005. Fornybardirektivet ble innlemmet i EØS-avtalen i 2005 og har på den måten innvirkning på norsk energipolitikk. Fornybarforpliktelsene kan føre til økt politisk velvilje ovenfor både produksjon- og varmevirksomheten.

Statsbudsjettet 2014 har en større budsjettpost henført til tiltak for «stimulering til bruk av andre energibærere enn olje, gass og elektrisitet til oppvarming, energieffektivisering i industri og bygninger». Slike tiltak kan gi negativ effekt på strømsalget i Hafslund, dersom forbrukere og næringsliv motiveres over på andre energikilder enn elektrisitet. På den annen side kan varmevirksomheten oppnå tilsvarende positive effekter av tiltakene. De økonomiske konsekvensene er i denne sammenheng vanskelige å anslå, og for den videre analysen legges det her til grunn at positive effekter for varmevirksomheten i stor grad utligner negative effekter for strømsalget i Hafslund konsernet.

Det er politisk oppmerksomhet til sårbarheten i Norges energiforsyning. Overføringsnett for kraft er lite opprustet i senere tid og det er i Statsbudsjettet 2014 gitt økte bevilgninger samt kapitalinnskudd til Statnett for opprusting av sentralnettet. Prioriterte områder vil oppnå høyere sikkerheten i strømleveransen, som vil utjevne regionale ubalanser, og dermed kraftprisen. For Hafslund alene kan opprusting av overføringsnett ha to effekter. Tiltakene kan antas å være en nødvendighet i lys av den forventede befolkningsveksten i Osloområdet, slik at tilfredsstillende leveringssikkerhet opprettholdes. På den annen side fører flaskehalser i overføringsnett til høyere kraftpris, og en oppgradering av nettet kan bidra til lavere og mer stabile priser og dermed redusert omsetning.

Norge er i dialog med Tyskland vedrørende en ny overføringskabel for kraft mellom landene. En ny overføringskabel kan redusere Norges sårbarhet i energiforsyningen og stabilisere kraftprisene, samtidig kan europeiske kraftpriser få større påvirkning på det norske markedet.

Det kan rettes noe tvil til at sittende regjering vil vektlegge lønnsomhet i kraftnæringen, og næringens potensielle bidrag til å øke fornybarandelen. Dette med bakgrunn i revidering til statsbudsjettet 2014 hvor regjeringen bidrar til økt lønnsomhet i næringslivet generelt ved reduksjon i selskapsskattesatsen med 1 %, men samtidig øker grunnrenteskattesatsen med 1 %. Grunnrenteskatten er en særskatt for kraftselskapene.

De politiske grepene nevnt over er i all hovedsak langsiktige, og det antas for den videre analysen at effekter ikke vil være fullt ut synlige før om minimum 5-10 år. Kraftprisene kan tenkes å bli lavere og mer stabile, dersom flaskehalsen i kraftforsyningen blir færre og tilgangen til alternative energibærere i det norske energimarkedet øker.

Økonomiske forhold

Ved endring i rente eller inflasjonsnivå antas konsum av elektrisitet og oppvarming å fortsatt være stabilt i husholdningene. Næringslivet og da spesielt den kraftkrevende industrien er mer konjunkturfølsom. Aktivitetsnivået svinger med økonomiske konjunkturer, og industrien kan som en konsekvens flytte til utlandet ved ufordelaktig endring i rente eller prisnivå. Den kraftkrevende industrien spiller en nøkkelrolle i energimarkedet i Norge. Gitt at en større andel av industrien flytter, vil Norge ha et stort energioverskudd. Nåværende kraftkabler mot utlandet er ikke dimensjonert til å eksportere slike mengder overskuddskraft, og norske kraftpriser ville falt vesentlig (Kaldestad og Møller 2010).

Lønnsnivået truer industrien i Norge. I følge pengepolitisk rapport 4/13 var produktivitetens kapasitetsutnyttelse på et normalnivå i Norge, hvilket kan underbygge at presset på lønn dempes. Sentralbankens strategi er å la styringsrenten være stabil frem til sommeren 2015 og deretter la renten stige gradvis, og på den måten forsøke å oppnå en stabil inflasjon på omlag 2,5 %. Av den grunn antas det for den videre analysen at driftsforutsetningene for industrien er stabile og risiko for utflagging dermed er lav.

Renteendring vil påvirke kostnadssiden i Hafslund i form av økte renter på lån, men også inntektssiden. 5-årig swaprente er en av parameterne som avgjør nettselskapenes tillatte inntektsramme.

Kraftprisen påvirkes som nevnt av gassprisen. Hans Nårvik, senioranalytiker i analyseselskapet Nena, uttalte 28. oktober 2013 at «den amerikanske skifergassen gjør at det er meget stor risiko for at kraftprisen kommer til å gå dramatisk ned i løpet av noen få år. Gassprisene i Europa vil måtte falle, og det skjer samtidig som vi får på plass det største kjernekraftverket i Finland, og tidenes vekst i fornybar fram til 2020. Slik vi ser det kan det ikke føre til noe annet enn at kraftprisene vil gå dramatisk ned» (ge.no). Denne uttalelsen er farget av subjektive vurderinger, men det er likevel «alminnelig oppfatning at så vel det norske som det nordiske kraftmarkedet er på vei fra en mangeårig situasjon med fare for underdekning på kraft, til en situasjon med mulighet for betydelig kraftoverskudd.» (Adapt Consulting AS, 2013). Statnett vurderer også kraftoverskudd som en reell problemstilling, og

legger til argumenter som at Norge og Sverige har lite fossil kraftproduksjon som må pensjoneres på grunn av de nye direktivene fra EU. I tillegg vektlegges usikkerheten rundt deler av industriforbruket (Jan Bråten 2013). Effektene av et eventuelt kraftoverskudd er vanskelige å tallfeste, og det blir ikke gjort ytterligere vurderinger av forholdet her, utover å bekrefte at nye energikilder kan medføre kraftprisfall og hemme inntektsveksten i virksomhetsområdene marked og produksjon.

Strengere avgiftsregulering av fossile brennstoff kan vri forbruk over på elektrisitet både til oppvarming og transport. Eksempel på dette er avgiftsøkningen i statsbudsjettet 2014 på fyringsolje og diesel. I lys av den sittende regjeringens politikk antas strengere avgiftsregulering ikke å være overveiende sannsynlig, til tross for avgiftsøkningene på fossile brennstoff som var per 31.12.13.

Sosiokulturelle forhold

Statistisk sentralbyrå (SSB) forventer en befolkningsvekst frem mot 2040, og da en gjennomsnittlig årlig vekst på 1,1 % (ssb.no¹) i Oslo kommune og 0,9% på landsbasis (ssb.no²), gitt et scenario med middels vekst. For Hafslund innebærer befolkningsveksten mulighet for økt salg i virksomhetsområdene marked og varme.

Hafslunds strategi for varmevirksomheten er fortetting i eksisterende infrastruktur og ikke ytterligere utbygging. Det kan likevel tenkes at konsernet ser muligheter for utbygging som følge av statsbudsjettet for 2014 med bevilgninger til tiltak som kan dreie energiforbruket over på alternative energikilder, som nevnt i avsnittene over om politiske forhold.

Forventet befolkningsveksten har også følger for Hafslunds nettvirksomhet. Nettselskapet er forpliktet til å knytte alle nye boliger, næringsbygg, skoler og infrastruktur til strømmettet og dimensjonere overføringsnettet for robust forsyning av strøm. Infrastrukturen er kostbar og krever store investeringer for Hafslund, men konsernet vil i et lengre perspektiv delvis kunne hente de økonomiske belastningene inn igjen som nettleie fra kundene.

Teknologiske forhold

Teknologi innen kraft-, nett- og varmevirksomhet kjennetegnes av å være kapitalkrevende og varig. Den teknologiske utviklingen har ikke tradisjon for revolusjonerende endringer som fremtvinger umiddelbare nyinvesteringer. Utvikling skjer gradvis, som for eksempel at kabler og rør oppnår større evne til overføring av strøm og varme eller ved høyere konstruksjonsteknisk nøyaktighet ved utforming av turbiner. I årsrapporten for 2013 blir det nevnt at utskifting av aggregat er gjennomført og ny utskifting er planlagt i 2014. Slike

reinvestering kan øke anleggenes kapasitet. Det nevnes også at utvidet vedlikehold er gjennomført på alle de største og viktigste aggregatene, hvilket har bidratt til å forlenge anleggenes forventede levetid 10-15 år. Reinvesteringene og vedlikeholdet bidrar med forventninger om mindre feil og mer stabil produksjon.

Alle nettselskap er fra myndighetene pålagt å installere AMS, og for Hafslund blir dette en betydelig investering. AMS kan gi muligheter for virksomhetsområdet marked.

Strømselgende selskap kan oppnå bedre oversikt over konsumentenes forbruksvaner, danne nye prissystemer, likviditeten kan bedres og tap kan reduseres ved mer presis måleravlesninger. Totalt sett kan ny informasjon fra AMS teknologien tenkes å gjøre en vridning for konkurransesituasjonen i bransjen, men de økonomiske effektene er vanskelige å anslå.

Samfunnsmessige forhold

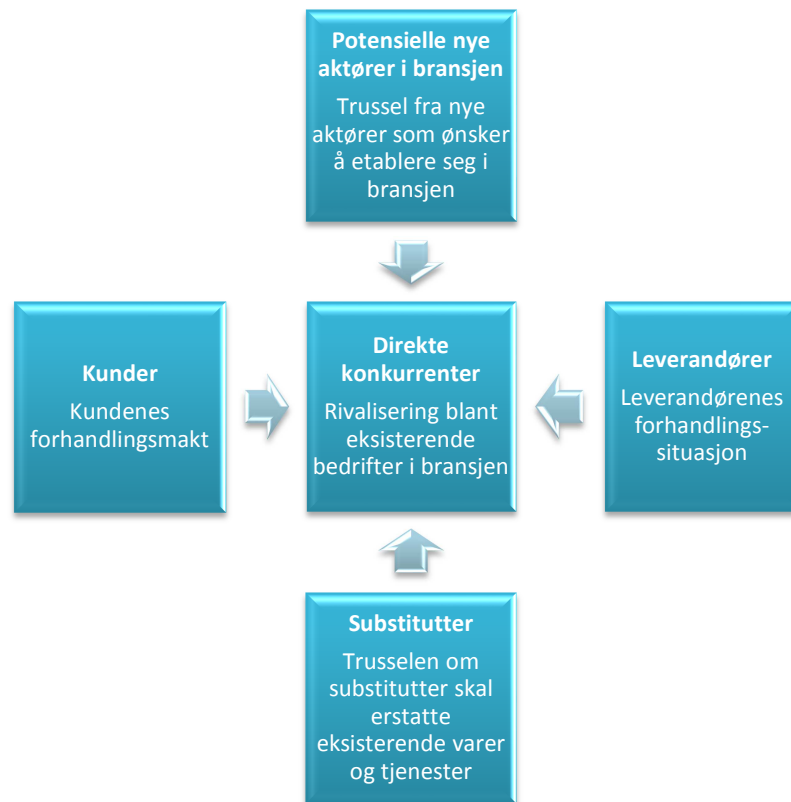
Elsertifikatorordningen er et bidrag fra Norges side i retning av å oppfylle kravene i Fornybardirektivet. Elsertifikatorordningen startet 1.1.2012 og datagrunnlaget her er dermed begrenset, og usikkerhetsfaktorene mange (ref. 2.2.5.1). Konsekvenser av ordningen kommer ikke til å bli innarbeidet i prognosen, det forutsettes at konsernet lykkes i å hente inn fra strømkunden utleggene forbundet med ordningen. Videre vil en eventuell tildeling av elsertifikater til varme- eller produksjonsvirksomheten bidra med en oppside. Det poengteres likevel at det er prisrisiko for Hafslund forbundet med ordningen.

Juridiske forhold

Produksjon-, varme- og nettvirksomheten i Hafslund er helt eller delvis underlagt offentlig regulering og de økonomiske rammebetingelsene er vanskelige å påvirke fra konsernets side. Samtidig er denne virksomheten samfunnsøkonomisk viktig å opprettholde, og risiko for vesentlig forringede vilkår vurderes som lav i den videre analysen. Hafslund skriver i sin årsrapport for 2012 at «Det nåværende nettregeringsregimet ble gjort gjeldende fra 2013, og antas å kunne gi noe mer stabilitet og bedre investeringsinsentiv enn tidligere.». Dette gir grunn til å anta stabile inntekter til nettvirksomheten for fremtiden. Ellers er det ingen forventning til endrede rammevilkår for konsernet, som bør ha betydning for den videre analysen.

4.2.2 Bransjeorientert trusselanalyse

Det skal her utarbeides en trusselanalyse av Hafslunds virksomhetsområder sett i et bransjeperspektiv. Analysen bidrar til å konkretisere konsernets posisjon i verdikjeden og muligheter til å tiltrekke seg andeler av verdiskapningen. Et egnet verktøy til å vurdere disse mekanismene er i følge Palepu 2010, Porters femfaktor-modell (ref. Figur 21).



Figur 21 Porters fem-faktor modell

Potensielle nye aktører i bransjen
Risiko for å miste markedsandeler til nyetablerte aktører avhenger av den eksisterende inngangsterskelen til bransjen. For Hafslunds monopolvirksomheter nett og varme vurderes risikoen som ikke eksisterende. I virksomhetsområdene marked og produksjon er risiko for inntrengere mer reell, men på kort sikt likevel begrenset.

Investering i kraft- og varmeproduksjon er kapitalkrevende og anleggsperiodene er lange. Utbygging av kraftanlegg er strengt regulert og større anlegg skal behandles av Olje og energidirektoratet og regjeringen. Hjemfallsretten er også en begrensende faktor. I et lengre tidsperspektiv er trusselen for inntrengere mer tilstede, spesiell sett i lys av Norges forpliktelser vedrørende Fornybardirektivet. Flere mindre kraftverk som totalt utgjør en større

kapasitetsøkning har fått konsesjon fra NVE, men er foreløpig ikke igangsatt ettersom prosjektene vurderes som ulønnsomme. Dersom prisbanen for kraft svinger opp kan utbygginger og mulige kapasitetsforbedringer være mer aktuelle (Kaldestad og Møller, 2010).

For virksomhetsområdet marked er risiko for inntrengere høy. Det er et stort antall tilbydere innen strømsalg og nyetableringer skjer løpende. Hafslund kan tenkes å ha opparbeidet det Porter (2008) kaller «Demand-side benefit of scale». Det vil si at kundene velger Hafslund som strømleverandør, fremfor de mindre og nyetablerte aktørene, med begrunnelsen at selskapet er stort, veletablert og at det dermed oppleves trygt og forutsigbart. Begrunnet i Hafslunds lange og tradisjonsrike drift kan dette være en realitet, på tross av at Hafslund i den senere tid har scoret lavt på kundetilfredshetsundersøkelser.

Kundene pålegges ikke etableringsgebyr og det er enkelt og oversiktlig å sammenligne strømprisene mellom aktørene. Dermed blir terskelen for å endre strømleverandør lav. Hafslund presiserer selv å ha flere stordriftsfordeler sammenlignet med de mindre og nyetablerte aktørene. Stordriftsfordelene gir mulighet for høyere marginer i engrosalget av strøm.

En ny markedsmodell er på trappene i Norden, der strømselskapet blir kundens eneste kontaktpunkt. Dersom kundene ikke lenger skal forholde seg til nettleverandøren i området, betyr det at Hafslund kan miste markedsføringseffekten av å være nettleverandør, som i dag er til fordel for strømsalget.

På bakgrunn av vurderingene gjort over anses risiko for inntrengere i virksomhetsområdene nett og varme som lav. Risiko i produksjonsvirksomheten vurderes som lav, ettersom den makroøkonomiske analysen i delkapittel 4.1.1 går i retning av en fallende prisbane for kraft, og flere utbygginger vil fortsatt vurderes ulønnsomme. Risiko i markedsvirksomheten vurderes som moderat begrunnet med den ventede nye markesmodellen og Hafslunds kanskje ubegrunnede selvtillit vedrørende deres stordriftsfordeler.

Leverandører

Trussel fra leverandører vurderes med bakgrunn i avhengighetsforholdet aktøren har til leverandøren og leverandørens handlingsrom til å styre prissettingen.

Nett, varme og produksjon har en stor andel av sine kostnader og investeringer rettet mot utbygging, drift og vedlikehold av anlegg, der leverandørene i det vesentligste er representert av anleggsbransjen, en stor næring med mange tilbydere. Hafslund bør av leverandørene

oppfattes som en stor og langsiktig kunde, der konkurransedyktige priser er en betingelse for å opprettholde relasjoner over tid. Det kan tenkes at store organisasjoner som Hafslund innehar nødvendig spesialkompetanse internt og at tjenester av mer generell art hentes eksternt, slik at Hafslund ikke har sterke avhengighetsforhold til enkeltleverandører knyttet til anleggsarbeidet.

Varmevirksomheten er i tillegg avhengig av innsatsfaktorleverandører. I 2012 hadde Hafslund problemer med leveransen av søppel til forbrenningsanleggene, fordi forbrenningsanleggene i Sverige opererte under gunstigere betingelser og norsk søppel ble solgt til Sverige. På nåværende tidspunkt er kapasiteten i varmeproduksjonsanleggene god og Hafslund kan veksle varmeproduksjonen mellom flere alternative innsatsfaktorer, noe som svekker avhengighetsforholdet til søppelleverandørene. Skulle Hafslund få flere kunder vil ledig kapasitet bli lavere og trusselen fra leverandørene øker.

Virksomhetsområdet marked kjøper strøm fra Nordpool for videresalg. Nordpool har konsesjon som børser og overvåkes av Kredittilsynet. Børsen har flere tilbydere og etterspørere av elektrisk kraft.

Med bakgrunn i vurderingene gjort over anses risiko i virksomhetsområdene nett, produksjon og marked som lav, mens virksomhetsområdet varme innehar moderat risiko for at leverandørene kan fungere som prissettere. Ettersom varmekraftvirksomheten er liten vurderes den totale trusselen fra leverandørene fortsatt som lav.

Kjøpere

Trusselen fra kjøperne vurderes i lys av deres påvirkningskraft på prisfastsettelsen.

For virksomhetsområdet produksjon skjer kontakten med kjøper via kraftbørsen Nordpool. Her er det mange tilbydere og etterspørere og prisfastsettelsen er markedsstyrt. Vedrørende strømsalget i markedsvirksomheten er kundemassen stor og det forekommer derfor ikke et avhengighetsforhold til enkeltkunder. I virksomhetsområdene nett og varme har kundene ingen påvirkningskraft på prisen. Pristaket er regulert av offentlige myndigheter.

Inntil det skulle oppstå overskudd av kraft i Norge anses risiko for at kjøper oppnår markedsrett som lav i virksomhetsområdene produksjon og marked. Kundene har ingen direkte påvirkningskraft på prisene i varme- og nettvirksomheten, men likevel indirekte rett via offentlig regulering dermed vurderes risikoen som høy.

Substitutter

Trussel fra substitutter innebærer at kunden finner alternative måter å dekke sine behov og dette kan svekke markedsmakten for et eksisterende produkt.

Nettvirksomheten som monopolvirksomhet har ingen direkte substitutter.

Vannkraftproduksjonen har vann som innsatsfaktor, denne er svært prisgunstig og kan vanskelig la seg utkonkurrere av substitutter som gass, kull og atomkraft. Tilsammen utgjør disse energikildene likevel en trussel dersom den totale kraftproduksjonen skulle medføre et kraftoverskudd og påfølgende fall i kraftprisene. Kraftprisfall er et anslått scenario mot år 2020 som omtalt i delkapittel 4.2.1.1 i avsnittet om økonomiske forhold. En annen trussel er at teknologien utvikles til å kreve stadig mindre energi (Palepu, 2010).

Trussel fra substitutter vurderes her som moderat, og avhenger av det nasjonale og globale energibehovet, energiproduksjonen og utslippsbegrensningene. I tillegg eksistere en latent risiko for nye innovative løsninger som kan utkonkurrere eksisterende, eksempler kan være sol-, bølge- eller vindenergi.

Direkte konkurrenter

Selskapets konkurransesituasjon vil avhenge av foretakets størrelse målt mot øvrige selskap i bransjen og varenes homogenitet. I tillegg vil vekstsituasjonen og eventuelle utgangsbARRIERER i bransjen ha betydning for rivaliseringen mellom konkurrerende aktører.

Nett og fjernvarme er som tidligere nevnt monopolvirksomheter og har ingen direkte konkurrenter.

Virksomhetsområdene produksjon og marked produserer og selger kilowattimer. Varen er homogen og umulig å differensiere, dermed er pris en dominerende faktor i konkurransen. Kundetilfredshet og kundelojalitet er også aktuelle, men her underordnede faktorer i vurderingen av aktørenes markedsmakt. Hafslund har likevel i denne sammenheng et konkurransefortrinn i sitt geografiske område, ved at Hafslund er nettleverandør og kundene blir kjent med selskapets strømsalgvirksomhet gjennom denne arenaen. Dette er et fortrinn som faller bort ved den ventede ny markedsmodell i Norden som tidligere er nevnt, der strømselskapet blir kundens eneste kontaktpunkt.

Antatt befolkningsvekst, omtalt i delkapittel 4.2.1.1 under avsnittene sosiokulturelle forhold, kan begrense rivaliseringen i bransjen. Eventuell omsetningsvekst er dermed ikke ensbetydende med å hente markedsandeler fra konkurrentene.

Hafslunds produksjonsvirksomhet har mindre markedsrett enn flere andre kraftselskap. Hafslund har ikke regulerbare magasiner tilknyttet kraftverkene og dermed mindre mulighet til å tilpasse produksjonen til prisgunstige perioder.

På bakgrunn av vurderingene gjort over anses risiko for påvirkning fra direkte konkurrenter i virksomhetsområdet produksjon som høy. Hafslund har ingen påvirkningsmulighet på prissettingen. I varme- og nettvirksomheten vurderes risikoen som lav, da det ikke eksisterer konkurrenter innenfor selskapets geografiske område. Virksomhetsområdet marked vurderes å ha moderat risiko ovenfor direkte konkurrenter, på tross av å være en betydelig aktør.

4.2.3 Internanalyse

Internanalysen som følger i dette delkapittelet har til formål å identifisere ressurser og muligheter som bidrar til konsernets verdi. I tillegg kartlegges strategiske fordeler, som kan lede til konkurransefortrinn. Ressurser i denne sammenheng er ikke ensbetydende med eiendelene i konsernets rapporterte balanse. Noen eiendeler kan derfor være vanskelige å identifisere når konsernet analyseres fra et eksternt perspektiv.

Virksomhetsområdet nett faller litt utenfor i denne analysen, som monopoldrevet virksomhet har selskapet klare varige konkurransefortrinn, men som nevnt er driften svært avhengig av myndighetenes beslutninger.

Det er vanlig å skille mellom synlige ressurser (fysiske og finansielle) og usynlige ressurser (relasjonsbaserte og kompetansebaserte) (Løwendahl og Wenstøp, 2010). VRIO-rammeverket danner strukturen for påfølgende analyse.

4.2.3.1 VRIO-rammeverket

VRIO-rammeverket legger til grunn fire kriterier for å vurdere hvorvidt en ressurs bidrar til konkurransefortrinn. Betingelsene er at ressursene er verdifulle (Valuable), sjeldne (Rare), ikke-imiterbare (Imperfectly Imitable) og appropriert (Organized) (Barney 1991).

Barney (1991) definerer ressurser som verdifulle, dersom ressursen kan utnytte en mulighet eller begrense en trussel. I verdsettelsessammenheng innebærer dette at ressursen bidrar positivt i konsernets kontantstrøm. Er ressursen vanskelig for konkurrentene å tilegne seg eller etterligne (sjelden og ikke-imiterbar), kan konsernet ha et vedvarende konkurransefortrinn. Et siste kriterium er at ressursen er appropriert, det vil si at konsernet er organisert på en passende måte, slik at ressursen genererer verdi. Dersom alle de fire kriteriene er oppfylt innehar organisasjonen en ressurs som kan bidra til et varig konkurransefortrinn.

4.2.3.2 VRIO-analyse

Synlige ressurser

Fysiske eiendeler forringes i all hovedsak over tid, og det er ikke identifisert noen evigvarende, særegne og patenterte fysiske eiendeler i Hafslund. Finansielle eiendeler kjennetegnes av å være lett imiterbare og har ofte kort levetid. Det er ikke identifisert konkurransefortrinn som bygger på konsernets synlige ressurser (Løwendahl og Wenstøp, 2010).

Usynlige ressurser

Usynlige ressurser kjennetegnes av, i motsetning til synlige ressurser, å ikke forringes over tid, men heller forringes dersom de ikke brukes. Ressursen trenger ikke engang være eiet av organisasjonen, men tilfører likevel verdi til konsernet (Løwendahl og Wenstøp, 2010), et eksempel kan være kunnskap.

Konsesjon for produksjon av kraft og konsesjon for drift av nettvirksomhet kan være forekomst av varig konkurransefortrinn. Konsesjon bidrar til å skape verdi, og ettersom de mest lønnsomme vannkraftprosjektene allerede er utbygd og områdene for overføringsnett er fordelt, er ressursen også sjelden. Konsesjonene lar seg ikke imitere, ettersom kun myndighetene har tildelingsrett til disse. De er approprierbare i den forstand at Hafslund har driftet virksomheten over lang tid og bør ha innarbeidet en effektiv utnyttelse av kraftverk og nett.

Et stort og tradisjonsrikt konsern som Hafslund kan tenkes å ha tilegnet seg viktig intern kunnskap i organisasjonen, som nyttiggjøres i eksisterende drift og eventuelt ved etablering innen nye forretningsområder i energimarkedet. For Hafslund kan kunnskap betegnes som en ressurs som skaper konkurransefortrinn, men ikke av varig art. Konkurrenter vil, om ikke umiddelbart, være istand til å opparbeide seg tilsvarende kompetanse i organisasjonen. Denne kunnskapen kan ikke karakteriseres som sjelden, det er flere aktører i markedet med tilsvarende kjennskap til energimarkedet og kunnskapen er imiterbar i den forstand at de ansatte kan endre arbeidsgiver. Kunnskapen er nok til en viss grad approprierbar gjennom utarbeidede og formaliserte rutiner og prosedyrer i konsernet.

Hafslund har kontroll over store deler av el- og varmetilførselen til Osloområdet, det vil si kontroll over store deler av en verdikjede, som kan være et konkurransefortrinn. Hafslund kan for eksempel velge å omprioritere energikildene i varmeproduksjonen, bort fra elektrisitet og over til andre energikilder dersom det oppstår flaskehals i elforsyningen inn til

Osloområdet. Ressursen kontroll i verdikjeden må anses å være verdiskapende, sjelden og ikke imiterbar i den forstand at Hafslund er alene om varmeproduksjon i området. Ressursen er approprierbar gjennom at Hafslund er bevisst synergiene av å gjøre riktige prioriteringer for de aktuelle virksomhetsområdene (Hafslunds presentasjon 3.kvartal 2013).

Hafslunds merkenavn og renomme kan ikke med sikkerhet anses å være et konkurransefortrinn. Hafslund har til tross for økt kundetilfredshet, kommet dårligere ut enn de øvrige el-leverandørene i undersøkelser gjennomført av EPSI Norway AS (prm.no).

4.2.4 Oppsummering av den strategiske analysen

Gitt at beslutningene som ligger til grunn for Statsbudsjettet 2014 videreføres for en lengre periode, kan utfallet for Hafslund totalt sett bli negativt. Dette spesielt i lys av at regjeringen velger å øke grunnrenteskatten. I tillegg gjøres grep for å ruste opp overføringsnettet for kraft, noe som isolert sett stabiliserer og muligens senker kraftprisene. Varmevirksomheten kan imidlertid oppnå drahjelp fra politiske beslutninger som har til hensikt å imøtekomme Fornybardirektivet.

I den kraftintensive industrien, som anslagsvis bruker 25 % av all norsk kraftproduksjon, er aktivitetsnivået svært konjunkturfølsomt. Et høyt lønnsnivå i Norge gjør utflagging av kraftintensiv industri tidvis til et aktuelt tema. Sentralbanken anslår lavere press i økonomien, stabil inflasjon og lav styringsrente. Det forutsettes at dette gir industrien stabile driftsbetingelser og lav risiko for utflagging.

Flere analytikere og offentlige instanser vurderer et eventuelt kraftoverskudd inn mot år 2020 som et mulig scenario. Dette kan innebære fall i kraftprisene. Det diskuteres også en ny overføringskabel for kraft mellom Norge og Tyskland, som delvis kan importere det europeiske prisnivået på kraft.

På bakgrunn av Statistisk Sentralbyrås anslag for befolkningsvekst mot år 2040 kan det legges til grunn en vekst i Hafslunds strøm- og varmesalg, under forutsetning av at Hafslund opprettholder sin markedsposisjon.

Befolkningsvekst påfører også kapitalkrevende investeringer ved pålagt utbygging av distribusjonsnett. I tillegg ventes investeringer i kraftanleggene og en utrulling av AMS. Dette er kapitalkrevende investeringer som ifølge årsrapport for 2013 blir finansiert med låneopptak.

Den bransjeorienterte trusselanalysen tegner hovedsaklig et trusselbilde med lav risiko for negativ påvirkning fra andre aktører i bransjen, det vil si fra potensielle nye aktører, leverandører, kunder, substitutter eller direkte konkurrenter. Det er likevel enkelte forhold som hever trusselnivået. Det er den nye planlagte markedsmodellen for selskaper som selger elektrisitet, et mulig fremtidig kraftoverskudd, offentlig regulering, samt at Hafslund ikke har magasiner som gjør det mulig å regulere produksjonen. Øyeblikksbildet tilsier likevel at historiske regnskapstall er et tilfredsstillende for å inngå i grunnlaget for estimering av prognosen.

Deler av Hafslunds inngående kontantstrøm avhenger av offentlige myndigheters beslutninger. For denne utredningen forutsettes det at myndighetene ikke forringer driftsvilkårene betydelig begrunnet i næringens samfunnsøkonomiske betydning.

Hafslund har en stabil driftsposisjon, særlig ettersom deler av næringen er konsesjonsbelagt. Konsernet som en etablert organisasjon forventes å ha opparbeidet viktig kompetanse, hvilket kan nyttiggjøres i den eksisterende driften og ved eventuelle nyetableringer. Konsernet har kontroll over en større sammenhengende verdikjede og kan dermed planlegge, tilrettelegge og ta ut synergier ved å drifte virksomhetsområdene mot et felles mål. Hafslunds posisjon er ikke på noen måte skånet for konkurranse. I senere kundeundersøkelser har kundescoren vært lav for konsernet.

4.3 Prognose

Her følger en gjennomgang av forutsetningene lagt til grunn ved utarbeidelse av kontantstrømprognosen, og som verdierestimater i den fundamentale analysen bygger på. Prognosen er også et resultat av forutsetninger omtalt i delkapittel 4.2 Strategisk analyse.

4.3.1 Overordnede kvantitative forutsetninger for prognosen

4.3.1.1 Tidshorisont

Hafslund betraktes i denne utredningen som et modent konsern tilnærmet en steady state tilstand, spesielt begrunnet i konsernets strategiske vridning i retning av å rendyrke sine fire tradisjonelle virksomhetsområder. Enkelte kjente fremtidige forhold gjør det likevel nødvendig å velge lang prognosehorisont for å oppnå tilfredsstillende terminalverdiestimat, uten innslag av midlertidige hendelser, der konstant vekst kan legges til grunn. Det betyr at det her gjøres årlige anslag frem til 2022, for blant annet å innarbeide investeringene i AMS og et anslått kraftoverskudd i Norden frem mot 2020.

4.3.1.2 Inflasjonsanslag

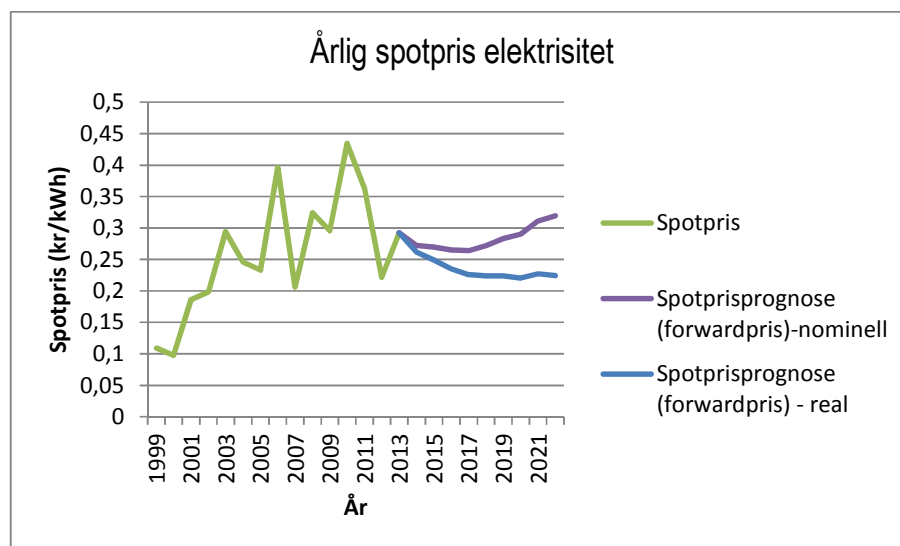
Norges Bank har målsetning om stabil inflasjon, som over tid skal være nær 2,5 %. Basert på deres anslag for prisvekst (Norges Bank, Pengepolitisk rapport 4/13) vil det for prognosen bli lagt til grunn inflasjon som vist i Figur 22.

År	Inflasjon
2014-2021	2,25 %
2022->	2,50 %

Figur 22: Inflasjonsforutsetninger

4.3.1.3 Priser

Spotpris på elektrisk kraft har falt betydelig i perioden 2010 til 2012 på grunn av fall i gassprisen. Det er lav økonomisk vekst og lave priser på kull som har bidratt til å trekke gassprisen i Europa ned (nasjonalbudsjettet 2014). Spotpris på elektrisitet har imidlertid steget noe i 2013. Det antas for prognosen at spotpris nominelt vil ligge på 2013 nivå, dette gjenspeiles også i forwardprisene for kraft (ref. Figur 23). Realprisene for elektrisk kraft forventes dermed å få et fall. Hvilket er i tråd med ventet prisstabiliserende effekt av utbedringer i overføringsnettet og i tillegg analytikerens anslag om fallende kraftpris frem i tid (ref. delkapittel 4.2.1.1– økonomiske forhold).

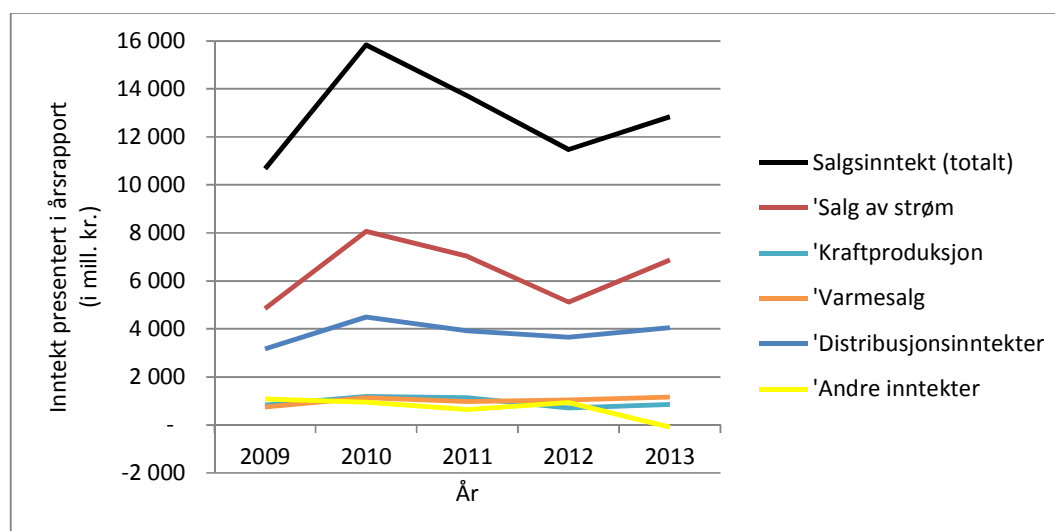


Figur 23: Prognose spotpris elektrisitet

4.3.2 Inngående kontantstrøm

Omsetningen i Hafslund genereres fra flere aktiviteter, hvor kontantstrømmen i de enkelte virksomhetsområdene har ulik profil. For å gjøre et estimat for konsernets fremtidige inngående kontantstrøm, blir det nødvendig å se på inntektsstrømmene separat for

virksomhetsområdene. Salgsinntekt per virksomhetsområde fremkommer av noten Segmentinformasjon i Hafslunds årsrapport. Figur 24 viser hvordan Hafslunds salgsinntekt svinger i analyseperioden, samt hvordan den fordeler seg på virksomhetsområdene. Inntekter fra salg av strøm utgjør størst andel av salgsinntekten og svinger mest. Distribusjonsinntekten er nest størst og har en viss samvariasjon med inntekter fra salg av strøm. Inngående kontantstrøm fra øvrige virksomheter er av tilnærmet lik beløpsmessig størrelse.



Figur 24 Omsetning totalt og per virksomhetsområde i perioden 2009-2013

Inngående kontantstrøm i kraftselskapene kan svinge betydelig og da spesielt på grunn av de meteorologiske fenomener, som har betydning for produksjonsmulighet, konsumentenes forbruk og kraftprisvolatiliteten. Den nordiske kraftbørsen skiller seg i følge Kjærland (2009) spesielt fra andre børser med hensyn til prisvolatilitet.

Videre følger en vurdering av fremtidige inntektsstrømmer fra hvert enkelt virksomhetsområde.

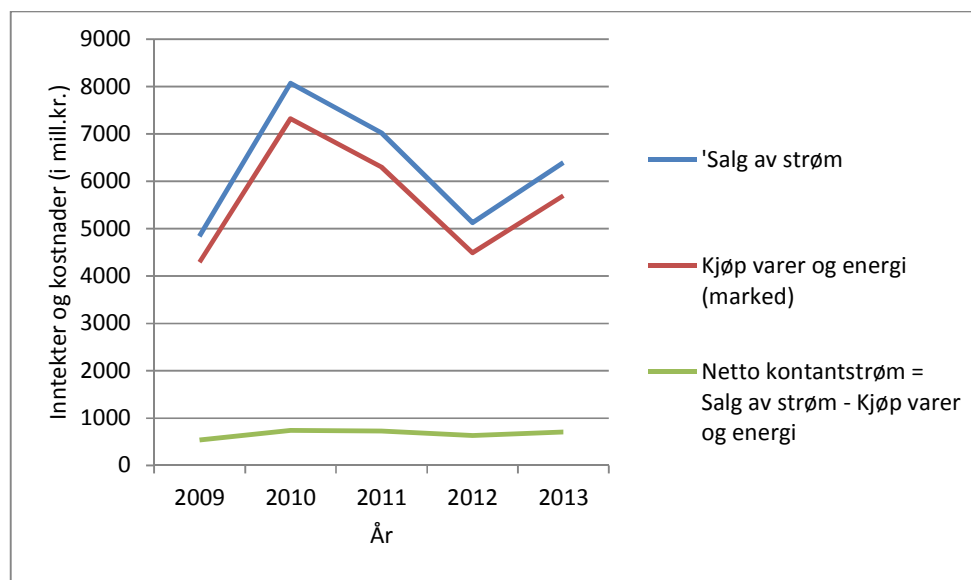
4.3.2.1 Salg av strøm

Inntektsprognosen for salg av strøm er et produkt av kundenes forbruk og pris per kWh. Begge faktorene er svært volatile og det er derfor komplisert å gjøre estimater for fremtidig inntekt. Spesielt berører værforholdene både pris og mengde, samtidig som også et knippe andre faktorer (ref. delkapittel 2.2.5.1) påvirker kraftprisen.

Salg av strøm er engrossalg og konkurranseforholdene kan beskrives med tilnærmet fri konkurranse. Prispåslaget Hafslund kan oppnå på engrosprisen er dermed begrenset grunnet

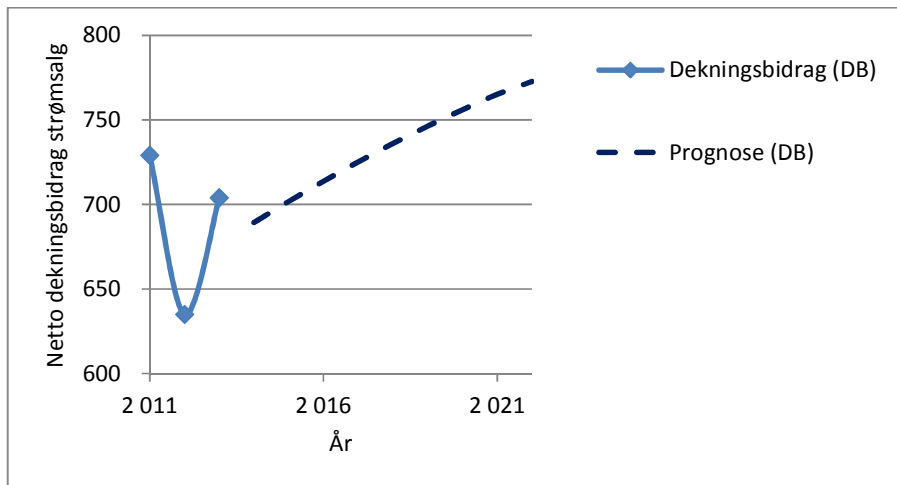
markedsforholdene. Før hensynet til eventuelle vekstanslag, er det derfor nærliggende å anta at stømsalget i Hafslund bidrar med en relativt stabil netto kontantstrøm.

Salgsmengden vil svinge fra år til år, men det forutsettes her at forbruket likevel beveger seg nær en trend, og at avvikene fra trend i stor grad eliminerer hverandre i et langsiktig perspektiv.



Figur 25 Samvariasjon i virksomhetsområdet marked ved inntekter og kostnader fra salg og kjøp av strøm

Figur 25 viser grafisk fremstilling av kostnadene «Kjøp varer og energi» og inntektene «salg av strøm» fra markedsvirksomheten. I tillegg vises en tredje kurve, som er differansen mellom kjøp og salg, det vil si netto kontantstrøm. Det er netto kontantstrøm som skal danne grunnlaget for prognosen. Kurven er relativt horisontal og illustrerer samvariasjon mellom inntekten «Salg av strøm» og kostnaden «Kjøp varer og energi». Grafens horisontaliteten underbygger antakelsen om en relativt stabil netto kontantstrøm fra markedsvirksomheten, til tross for en volatil kraftpris. Bruk av netto kontantstrøm som prognosegrunnlag er en forenklet tilnærming, men det antas at tilnærmingen begrenser feilanslag knyttet til prisvolatilitet.



Figur 26 Trend netto kontantstrøm marked

Figur 26 viser årlige nettoinntekter begrenset til perioden 2011-2013. Medio 2010 kjøpte Hafslund to svenske virksomheter, dermed vil resultatutviklingen fra og med 2011 være det beste sammenligningsgrunnlaget for å estimere fremtidig kontantstrøm i markedsvirksomheten. Det legges til grunn et gjennomsnitt av inntektene i perioden 2011-2013 for framskriving av netto kontantstrøm.

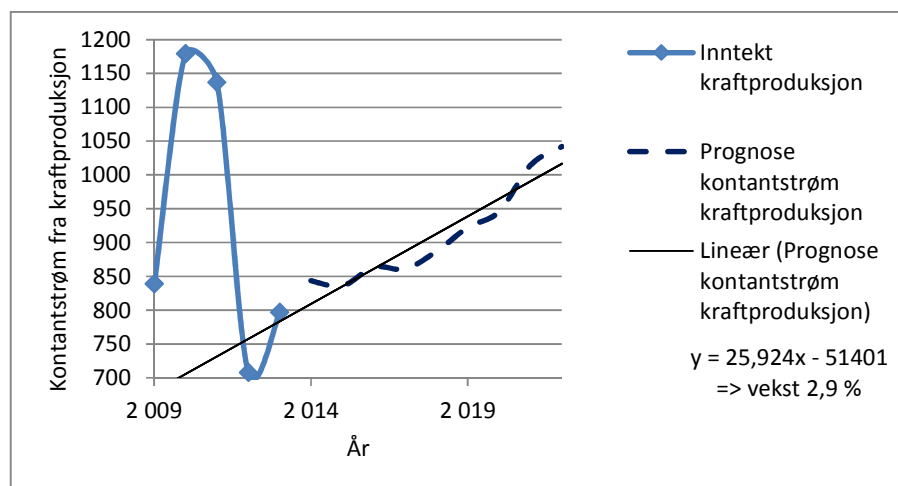
SSBs anslag på fremtidig befolkningsvekst er årlig omlag 1 %, (ref. delkapittel 4.2.1.1 – sosiokulturelle forhold). Videre tas det hensyn til at omlag 25 % av vannkraftproduksjonen konsumeres av kraftintensive industri (nve.no²) hvor det ikke er forventet nevneverdig vekst. Dermed kan en forventet vekst i markedsvirksomheten tilsvarende 0,75 % begrunnet i befolkningsvekst.

Den tidligere omtalte kraftoverskuddssituasjonen inn mot 2020 (ref. delkapittel 4.2.1.1 – økonomiske forhold), kan skjerpe konkurransesituasjonen og begrense vekstmulighetene i markedsvirksomheten. Samtidig som utrulling av AMS (ref. delkapittel 2.1.4) kan medføre en vridning i konkurransesituasjonen (ref. delkapittel 2.1.4 – Teknologiske forhold). Selv om konsernet har hatt organisk vekst i antall kunder de senere årene på 3-5 % årlig, er ikke dette gjenspeilt i resultatutviklingen. Hafslund kommuniserer en klar strategi om videre organisk vekst i markedsvirksomheten.

Basert på omtalt befolkningsvekst, konsernets vekststrategi, utrulling av AMS og en mulig kraftoverskuddssituasjon, antas det for prognosen en vekstfaktor på 1,9 %, som gradvis justeres ned til 1,0 % i terminalleddet.

4.3.2.2 Kraftproduksjon

Inntektene fra kraftproduksjonen er volatile på grunn av varierende spotpris og produksjonsmengde. Ettersom Hafslund ikke har regulerbare magasiner knyttet til kraftverkene er prisrisikoen større for Hafslund enn for andre kraftselskap. Store vannmengder slår mer uheldig ut enn om nedbør og tilsig fordeler seg utover en lengre periode, fordi kraftverkene kun kan ta ut effekt av vannføringen opptil et bestemt nivå. I tillegg til at tilbud av kraft er høyere i fuktige perioder og kraftprisen samtidig lavere.



Figur 27: Kontantstrøm kraftproduksjon

På grunn av store svingninger i inntektene fra kraftproduksjonen (ref. Figur 27), er det for prognosen vanskelig å fremskrive en trend fra tidligere år. Av den grunn dannes prognosen som et produktet av estimert fremtidig produksjon og pris. Hafslunds normalproduksjon er fastsatt til 3100 GWh og vil her bli brukt som anslag på fremtidig produksjon. Måltallet er definert av NVE og utgjør gjennomsnittlig produksjon for en historisk 30 årsperiode. For prisestimatet brukes pris på forwardkontrakter på elektrisk kraft ENOYR-xx hentet fra de to første handleukene i 2014 (nasdaqomx.com).

I aksjonærrapport for 4.kvartal 2013 nevnes det at Hafslund har sendt melding til NVE for konsesjonsvurdering av et nytt aggregat i Vamma. Et aggregat med produksjon på cirka 160 GWh/år. Det antas videre at Hafslund får konsesjon og investeringen og tilhørende inntektseffekt inkluderes dermed i prognosen fra og med år 2016.

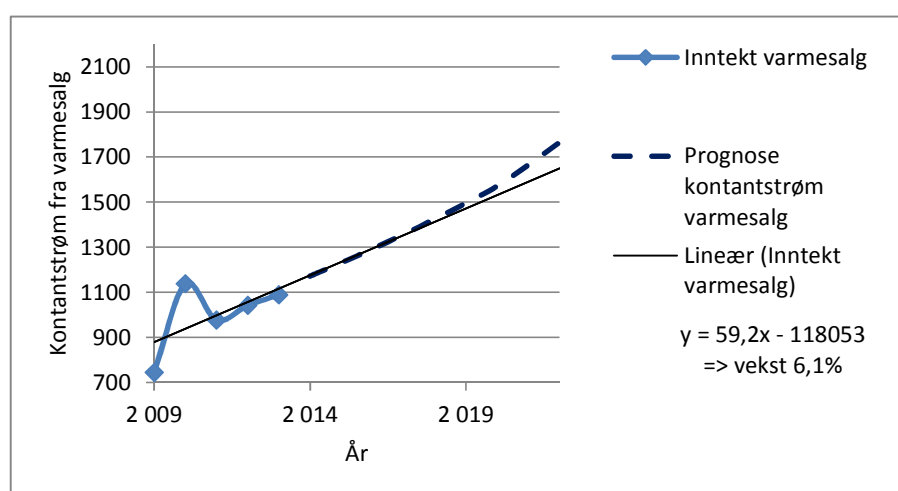
Utbedringer i overføringsnettet kan ha en stabiliserende og mulig reduserende effekt på kraftprisen (ref.delkapittel 4.2.1.1- politiske forhold). En mulig kraftoverskuddssituasjonen inn mot 2020 (ref. delkapittel 4.2.1.1 – økonomiske forhold) kan svekke kraftprisene. En ny

utenlandskabel mellom Norge og Tyskland, kan også ha en stabiliserende og mulig økende effekt på kraftprisen. Dette er forhold som det her antas er hensyntatt i prisingen av forwardkontraktene på kraft.

Basert på de omtalte forutsetningene over legges det i prognosen til grunn en gjennomsnittlig årlig vekst på 2,9 % i inngående kontantstrøm fra produksjonsvirksomheten (ref.Figur 27).

4.3.2.3 Varme

Salgsinntektene fra varmeproduksjonen svinger hovedsakelig på grunn av endring i temperatur og strømpris. Det antas likevel her at positive og negative økonomiske utslag av svingningene delvis eliminerer hverandre i et langsiktig perspektiv.



Figur 28: Kontantstrøm fra varmesalg

Tall fra analyseperioden viser at årlig gjennomsnittlig vekst i varmesalgsinntektene var 6,1 %, til tross for innslag av fall i kraftprisen (ref. Figur 28). Hafslunds strategi er fortetting i fjernvarmenettet og ikke videre utbygging. Ettersom varmevirksomheten i regnskapsåret 2013 foretok nedskrivninger pålydende 21 millioner kroner, fordi utbyggingsområder ble vurdert ulønnsomme, tyder dette på at eksisterende vekst ikke kan fremskrives, men bør nedjusteres. Samtidig gir bevilgninger i statsbudsjettet, der målsetning er å vri forbrukerne over på alternative energikilder (ref. delkapittel 4.2.1.1 – politiske forhold) grunnlag for vekst.

Priser på forwardkontraktene for elektrisk kraft per 31.12.13 ligger på et relativt stabilt nivå. Forwardprisene er ikke direkte overførbare til pris på varmesalg, men det antas her at prisene på varmesalg vil ligge på 2013 nivå.

Basert på omtalt trend og konsernets strategi legges det her til grunn 5 % vekst, som i slutten av prognoseperioden trappes opp til 6 % ettersom det da kan forventes en effekt av regjeringens tiltak for å vri konsumentene over på andre energikilder.

4.3.2.4 Distribusjonsinntekter

Inntektsrammen knyttet til drift av distribusjonsnettet er lovregulert, og gitt ingen større endringer i reguleringen er kontantstrøm fra denne virksomheten forutsigbar. Det er likevel enkelte faktorer som kan gi større utslag i virksomhetens tildelte inntektsramme, som renteendringer, lengre perioder med avbrudd i nettet eller store investeringer.

Det fremtidige renteforløp ser ut til å bli stabilt, eventuelt gi kontantstrømmen en oppside. Hafslund har i årsrapporten for 2013 estimert at en renteøkning på 1 %, øker inntektsrammen med 70 millioner kroner. Større avbrudd i nettet skjer gjerne ved ekstremvær og er vanskelig å ta høyde for i prognosen. Hafslund påpeker imidlertid å ha effektiv drift av nettet, noe som tilsier gode rutiner og få avbrudd. Fremtidige investeringer kommer til å gi direkte effekt på fremtidig inntektsrammen, spesielt med hensyn til AMS utrulling som skal skje innen 2019.

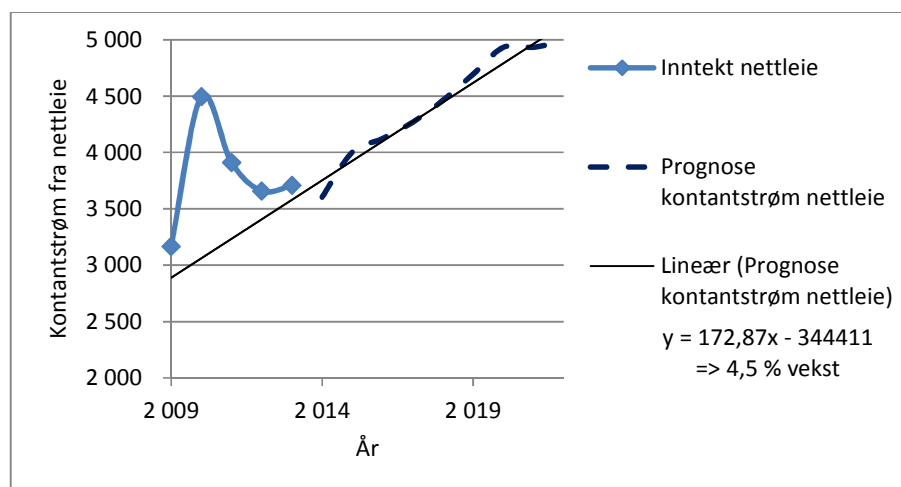
NVE har innført en ny modell for fastsettelse av NVE-renten, med virkning fra 2013. Dette vil gi vesentlig endring i inntektsrammen sammenlignet med tidligere år. Dermed kan kun tallene fra 2013 danne grunnlag for den videre prognosen. Samtidig påpeker Hafslund i årsrapporten for 2013 at denne virksomhetens inntekter for 2014 vil ligge på 2013 nivå. NVE inflasjonsjusterer inntektsrammen i henhold til konsumprisindeksen og dette gjøres også her for prognosen. Fremtidsprognosen justeres også for mer- og mindreinntekter per 2013.

Endring i bokførte verdier av varige driftsmidler har som nevnt direkte effekt på inntektsrammen. Investeringer i overføringsnettet gir nettselskapet en rentekompensasjon som tillegges inntektsrammen, samtidig som avskrivningene også inngår i beregningsgrunnlaget. Hafslunds investeringer i nettvirksomheten har opprettholdt stabil balanseført verdi, og følgende stabil effekt på inntektsrammen. Investeringsnivået i nettvirksomheten har likevel økt i 2012 og 2013, og dermed antas det investeringsnivået allerede viser konsekvens av tidligere omtalt befolkningsvekst (ref. delkapittel 4.2.1.1 – sosiokulturelle forhold) og investeringer fra 2012 dermed kan fremskrives til kommende år.

Investering i AMS kommer i tillegg til investeringene omtalt over. Hafslund estimerer i årsrapporten for 2013 at AMS investeringene vil komme på 2 milliarder kroner frem til 2019.

Investeringene vil fortsette etter 2013, ettersom målernes levetid kun er fire år, årlig investeringsbeløp bli da lavere.

Kontantstrømprøgnosen for nettvirksomheten består av fremskrevet inntekter fra 2013 med inflasjonsjustering, mer-mindreinntektsjustering og kompensasjon for kommende AMS-investeringer. Dette gir en årlig gjennomsnittlig vekst i prognosen på 4,5 % (ref Figur 29).



Figur 29: Kontantstrøm fra nett

4.3.2.5 Andre inntekter

Hafslund har i tillegg hatt inntekter betegnet som andre inntekter. Det er ikke ytterligere informasjon om denne inntekten. Inntektsposten har vært stabil og det antas at denne kan fremskrives til kommende år, men det gjøres her ingen vekstanslag.

4.3.2.6 Oppsummering vekst i inngående kontantstrøm

Figur 30 under viser Hafslunds virksomhetsområder som genererer inngående kontantstrøm, metodene som er valgt til å estimere fremtidig inngående kontantstrøm samt estimert vekstfaktor.

Kontantstrøm-genererende enhet	Metode	Vekstfaktor
Salg av strøm	Netto kontantstrøm, fallende vekst	1,9 % -> 1 %
Kraftproduksjon	Produkt av normalproduksjon og forwardpris	gj.sn. 2,9 %
Varmesalg	Fremskriver tidligere års trend, stigende vekstfaktor	1,5 -> 1,6 %
Nettleie	Fremskriver nettleie 2013 justerer for inflasjon, mer-/mindreinntekt og investeringer	Gj.sn. 4,5 %
Øvrige inntekter	Ikke aktuelle for videre prognose	0

Figur 30: Oppsummering vekstanslag

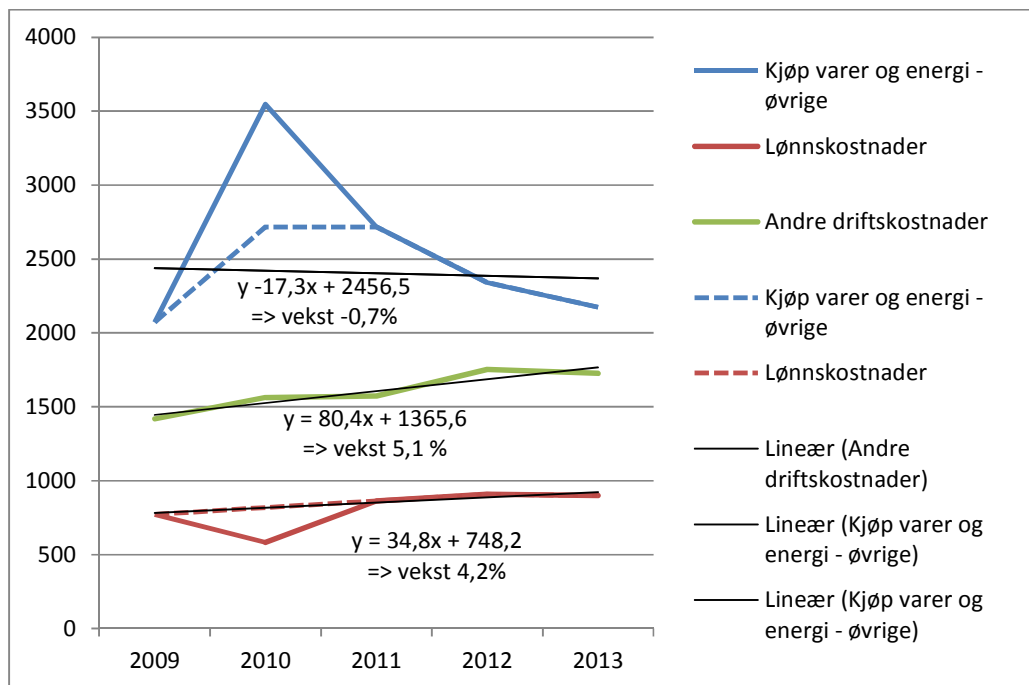
4.3.3 Utgående kontantstrøm - kostnadsrelatert

Estimat på fremtidig utgående kontantstrøm baseres på det historiske kostnadsforløpet.

Ulikhetene mellom virksomhetsområdene er ikke tilsvarende for kostnadene som for inntektene, vedrørende struktur og volatilitet. Særegenheter for virksomhetsområdene blir gjennom analysen løpende vurdert, men konklusjonene presenteres på konsernnivå.

Regnskapsrapportene gir lite informasjon om konserninterne transaksjoner for virksomhetsområdene knyttet til kostnader, og bruk av segmentinformasjon for utgående kontantstrøm blir dermed ikke presis.

Resultatandeler fra tilknyttede selskaper inkluderes ikke i prognosen. Det er i senere tid solgt flere eierposter i tilknyttede selskaper, og det antas at kontantstrøm fra slike eierinteresser vil være begrenset i tiden fremover.



Figur 31 Kostnader 2009-2013

Grafene i Figur 31 over viser driftsrelaterte kostnader i Hafslund i perioden 2009 til 2013. De stiplede linjene illustrerer utglattung av større utslag i kostnadsforløpet og det er de stiplede kurvene som danner grunnlaget for trendlinjene med tilhørende formler i diagrammet.

4.3.3.1 Kjøp varer og energi – øvrige

Kjøp varer og energi – øvrige, er eksklusiv kostnadene fra markedsvirksomheten, hvilket er er hensyntatt i tidligere analyse (ref. delkapittel 4.3.2.1). Det er lite informasjon om kostnadsposten «Kjøp varer og energi» i årsrapportene. Kurven for kostnadsforløpet i Figur 31 viser et veldig utslag i 2010 der kostnaden var spesielt høy, men etterfølget av et kraftig fall. Utslagene relaterer seg til nettvirksomheten og kan ha forklaring i leveringspliktig salg av strøm (salg av strøm til kunder som ikke har valgt strømleverandør). Dette sett i sammenheng med at markedsvirksomheten hadde en tilsvarende utvikling for kostnadene.

Trendlinjen i Figur 31 viser en fallende utvikling i kostnadene fra kjøp varer og energi - øvrige, som årlig tilsvarte 0,7 %. Den fallende utviklingen kan ha en forklaring i dreining av fokus i retning kjernevirksomhetene der kostnader fra annen virksomhet gradvis har falt bort ettersom virksomheter er solgt og avvirket. Det betyr da at det i fremtidsprognosen ikke kan legges til grunn historisk trendutvikling.

Overvekt av kostnaden kjøp varer og energi - øvrige relaterer seg til nettvirksomheten og det antas å relatere seg til kjøp av strøm til leveringspliktig strømsalg. Dermed kan det være fornuftig å legge til grunn en vekst tilvarende inntektene fra produksjonsvirksomheten, og da 2,9 %.

Omlag en fjerdedel av kostnadselementet kjøp varer og energi - øvrige kan henføres til varmevirksomheten. Ettersom varmevirksomheten er inne i en vekstfase, der 7,4 % vekst er lagt til grunn for inntektsiden, bør kostnadsnivået oppjusteres tilsvarende på grunn av at forbruket av innsatsfaktorer samtidig vil øke.

Basert på forutsetningene lagt til grunn over, ender prognosen for kjøp varer og energi – øvrige på en gjennomsnittlig årlig vekst på 5 %.

4.3.3.2 Lønn

Figur 31 over viser en jevn vekst i lønnskostnadene i analyseperioden og trendestimatet tilser 4,2 % vekst. Dette er noe høyere enn sentralbankens anslag for fremtidig lønnsutvikling og det velges her å legge sentralbankens anslag til grunn i prognosen, det vil si 3,5 % vekst i 2014, 3,75 % i 2015, 4,00 % i 2016 og videre velges det å videreføre 4 % for etterfølgende år.

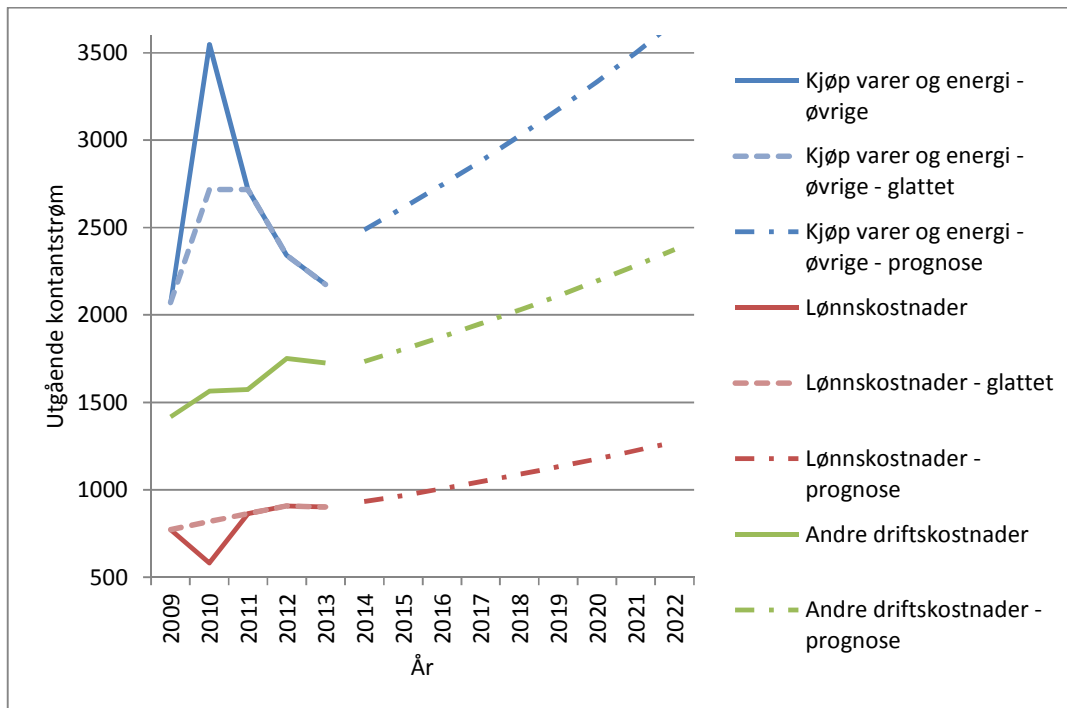
4.3.3.3 Andre driftskostnader

Kurven i Figur 31 over viser at andre driftskostnader har vært jevnt stigende, men kan for 2013 se ut til å flate noe ut. En utflating kan være effekt av Hafslunds strategiendring med rendyrking av forretningsområdene. Det vil si at kostnadselementer til øvrig virksomhet faller bort.

Trendestimatet fra analyseperioden viser en gjennomsnittlig årlig vekst på 5 %. Ettersom det er tegn til en vekstutflating i andre driftskostnader, justeres fremtidig vekstanslag ned til 4 % i prognosen.

4.3.3.4 Oppsummering kostnadenes vekstforløp

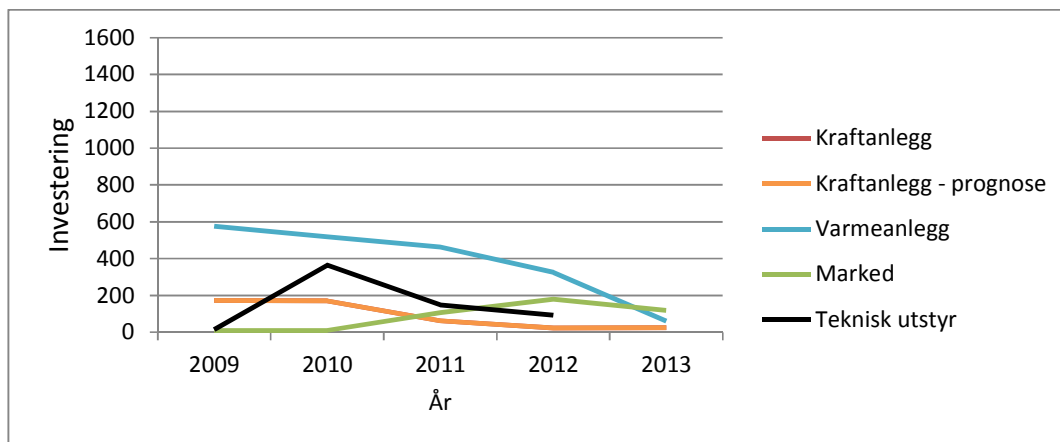
Figur 32 under viser estimert forløp for kostnadsrelatert fremtidig utgående kontantstrøm.



Figur 32 Prognose utgående kontantstrøm - kostnader

4.3.4 Investeringer

Totale investeringer i Hafslund har i analyseperioden vært fallende. Den fallende trenden kan også her ha sammenheng med konsernets fokusskifte med innsnevring til kjernevirksomheten og avvikling av venturevirksomhet. Det illustreres i Figur 33 at investeringsprofilen per virksomhetsområde har vært varierende.



Figur 33 Investeringer totalt og per virksomhetsområde

I følge aksjonærrapporten for 4.kvartal 2013 skal investeringene framover i hovedsak knyttes til løpende reinvesteringer i nettvirksomheten, gradvis innføring av AMS, samt videre utvikling av varmekraftvirksomheten i Oslo.

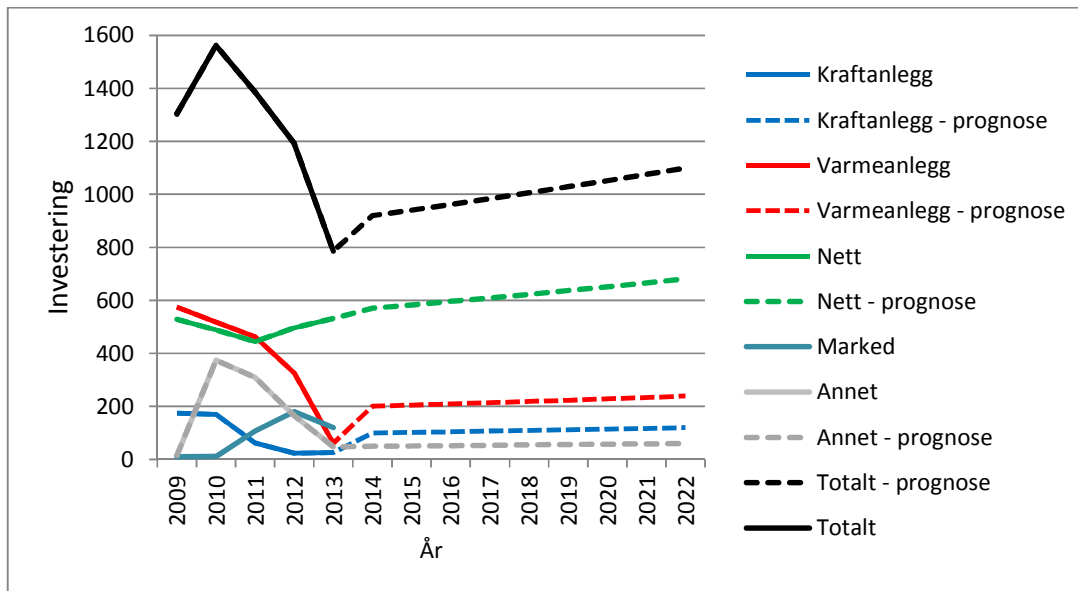
I resultatpresentasjonene for 3. kvartal 2013 ble det opplyst at det var mye ledig kapasitet i produksjonsanleggene for varme. Derfor antas det her at kommende investeringer ikke vil ligge på samme nivå som investeringsnivået i oppbyggingsfasen. Investeringsnivået i varmevirksomheten for 2013 var relativt lavt, derfor legges kommende investeringsprofil noe høyere, det vil si 200 millioner årlig fra 2014. Investeringen inflasjonsjusteres i perioden.

Nettvirksomheten har hatt stabile og høye investeringer. Overføringsnettene i Norge blir generelt sett beskrevet med manglende oppgradering. I perioden 2014-2016 planlegger Hafslund en svakt økende investeringstakt (ekskl. AMS), blant annet som følge av befolkningsveksten. Det velges her å videreføre det historiske investeringsnivået, og da et inflasjonsjustert gjennomsnitt fra analyseperioden. Det vil si 550 millioner i årlige investeringer fra 2014, men dette løftes med Investeringene i nett oppjusteres med 50 millioner på grunn av forholdene nevnt over. Utover dette legges AMS investeringene til.

For produksjonsvirksomheten svinger investeringene i analyseperioden, og det velges her å legge til grunn et inflasjonsjustert gjennomsnitt fra analyseperioden for de fremtidige investeringene, pålydende 100 millioner årlig fra 2014. Hafslund nevner i årsrapporten for 2013 å ha gjort omfattende vedlikeholdsarbeid som utvider anleggenes levetid, men effekten av arbeidet antas å ha midlertidig effekt, og historisk investeringsnivå videreføres. Utover normalinvesteringer tillegges investeringer knyttet til en tidligere nevnt konsesjonssøknaden for nytt aggregat. Det er ingen informasjon om investeringens størrelse, men etter sammenligning med tilsvarende prosjekter, som utbygginger i Svartisen kraftverk pålydende 400 millioner kroner. (boschrexroth.com) og Braskereidfoss kraftverk pålydende 330 millioner kroner (eidsivaenergi.no) legges anslaget til 350 millioner kroner.

I de senere år har det vært store investeringer i markedsvirksomheten, men dette prosjektet er sluttført og det tas ikke høyde for ytterligere investeringer for dette virksomhetsområdet.

Årsregnskapene opplyser om historiske investeringer i annen eiendom, teknisk utstyr og annet. Det legges i denne sammenheng til grunn at investeringene i disse kategoriene til sammen kan nedjusteres vesentlig som følge av fokusskiftet er snevret inn mot kjernevirksomhetene. Det legges til grunn et inflasjonsjustert gjennomsnitt av historiske investeringer for fremtidige investeringsanslag, og da anslås 150 millioner kroner årlig fra 2014.



Figur 34 Investeringsprognose totalt og per virksomhetsområde

De fremtidige investeringer Hafslund står ovenfor, er i følge 4. kvartalsrapport 2013 planlagt finansiert med gjeld.

4.3.5 Arbeidskapitalendring

Antatt endring i arbeidskapital innarbeides i kontantstrømprognosen. Arbeidskapitalen vil i stor grad avhenge endringer i inntekter og kostnader, derav endringer i blant annet kundefordringer og leverandørgjeld. Estimert endring i arbeidskapital baseres derfor på arbeidskapitalens nivå ved utløpet av 2013, hvilket er opplyst i noter til årsregnskapet. Årlig virkning på kontantstrømmen beregnes dermed som en prosentvis endring tilsvarende endring i driftsresultat før avskrivninger. Endring i arbeidskapital i perioden blir svært liten fordi fremtidig kontantstrøm er estimert under antakelse om stabil drift.

4.3.6 Skatt

Det refereres her til avsnitt 3.4.1 Omgruppering av resultatet – fordele skatt, hvor det ble gjort en overordnet gjennomgang av den historiske skatten. Det ble her konkludert med at den betalbare skatten har ligget like under 20 % på det operasjonelle resultatet de senere år. Det velges her å videreføre denne skattesatsen for kommende år. Etersom Hafslund har en utsatt skatteforpliktelse på 3 millioner kroner i balansen, som på et tidspunkt må tilbakebetales til staten, oppjusteres skattesatsen til 28 % i terminalleddet, hvilket da er noe over skattesats for ordinær selskapsskatt.

Grunnrenteskatt er en delvis overskuddsavhengig skatt som i sin helhet tilfaller den norske stat. Grunnrenteskattesatsen var 30 %, men endres i 2014 til 31 %. Skatteberegningen for grunnrenteskatten er sammensatt og det blir i denne sammenheng estimert med en gjennomsnittsberegning av tidligere års grunnrenteskatt. Et gjennomsnitt viser at årlig grunnrenteskatt har vært 178 millioner kroner. Dette estimatet oppjusteres på grunn av økt skattesats og fremskrives for kommende år med en inflasjonsjustering.

4.3.7 Forutsetninger og begrensninger

Kontantstrøm vedrørende finansiell sikringshandel innarbeides ikke i prognosen. Sikret volum per 31.12.2013 for kommende seks måneder utgjorde 37% av normalproduksjonen.

Sikringshandelen er et element det er svært vanskelig å si noe om forløpet av, men forholdet dekkes delvis i prognosen for inngående kontantstrøm fra salg av kraftproduksjon, ettersom denne bygger på fremtidige forwardpriser. Høy andel sikring bør likevel være til fordel ved en verdivurdering, ettersom dette bør begrense volatiliteten i forventet kontantstrøm og øke treffsikkerheten av verdivurderingen.

Kontantstrøm vedrørende elsertifikater innarbeides ikke i prognosen. Her er det beste estimat at Hafslund klarer å hente inn utlegg til elsertifikat hos forbrukeren, hvilket er formålet. Det eneste som her må påpekes er at elsertifikater innehar en risiko for tap, men er samtidig en ordning Hafslund er forpliktet til.

Hafslund er ikke underlagt hjemfallsrett og det forutsettes at konsernet ikke vil komme i en slik situasjon, og dermed kan uendelig kontantstrøm kan legges til grunn.

Kontantstrøm for basert finansielt resultat blir ikke utarbeidet her, ettersom konsernet kun har fokus på kjernevirksomheten og fremtidig investeringer er planlagt finansiert med gjeld. Det betyr at konsernet ikke har likviditet til videre finansiell aktivitet.

4.3.8 Oppsummering prognose

I Figur 35 presenteres kontantstrømprognosen utarbeidet på forutsetningene lagt til grunn i dette kapitlet.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Inntekter									
-Kraftproduksjon	844	836	864	861	887	923	946	1 015	1 042
-Varmesalg	1 172	1 231	1 293	1 357	1 425	1 496	1 571	1 665	1 765
-Distribusjonsinntekter	3 603	4 003	4 123	4 268	4 463	4 694	4 932	4 933	4 988
-Netto fortjeneste marked	689	702	714	725	736	746	756	765	773
Andre inntekter	825	825	825	825	825	825	825	825	825
Kostnader									
Kjøp varer og energi (ekskl. markedsvirksomheten)	-2 489	-2 613	-2 744	-2 881	-3 025	-3 176	-3 335	-3 502	-3 677
Lønn	-933	-968	-1 006	-1 046	-1 088	-1 132	-1 177	-1 224	-1 273
Annen drift	-1 766	-1 836	-1 910	-1 986	-2 065	-2 148	-2 234	-2 323	-2 416
Avskrivninger	-811	-831	-857	-886	-922	-945	-953	-964	-978
Driftsresultat/EBIT	1 136	1 350	1 302	1 238	1 235	1 284	1 331	1 190	1 049
Skatt	-227	-270	-260	-248	-247	-257	-266	-238	-294
Grunnrenteskatt	-180	-184	-188	-192	-197	-201	-206	-210	-216
Driftsresultat etter skatt/NOPAT	729	896	854	798	791	826	859	742	540
Avskrivninger	811	831	857	886	922	945	953	964	978
Investeringer	-1 022	-1 500	-1 389	-1 639	-1 816	-1 085	-1 168	-1 254	-1 324
Arbeidskapital	22	19	-2	-3	3	6	4	-10	-10
Kontantstrøm	539	245	319	41	-100	691	648	441	184

Figur 35: Prognose kontantstrøm

Balanseoppstilling basert på den presenterte kontantstrømmen er vist i Figur 36.

Balanse konsert (i millioner kroner)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Eiendeler									
Varige driftsmidler	18 462	19 131	19 664	20 418	21 312	21 452	21 668	21 958	22 304
Immaterielle eiendeler	2 575	2 575	2 575	2 575	2 575	2 575	2 575	2 575	2 575
Investeringer i tilknyttete selskaper	204	204	204	204	204	204	204	204	204
Langsiktige fordringer	491	491	491	491	491	491	491	491	491
Langsiktige eiendeler	21 732	22 401	22 934	23 688	24 582	24 722	24 938	25 228	25 574
Varer	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Kundefordringer og andre fordringe	2 406	2 388	2 389	2 392	2 390	2 384	2 379	2 390	2 400
Derivater	202	202	202	202	202	202	202	202	202
Finansielle eiendeler									
Betalingsmidler	2 325	3 629	4 844	6 028	7 260	8 563	9 905	11 089	12 170
Kortsiktige eiendeler	4 993	6 278	7 495	8 682	9 912	11 208	12 547	13 741	14 832
Sum eiendeler	26 725	28 680	30 429	32 370	34 493	35 931	37 485	38 969	40 406
Balanse konsert (i millioner kroner)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapital og gjeld									
Innskutt egenkapital	4 275	4 275	4 275	4 275	4 275	4 275	4 275	4 275	4 275
Opptjent egenkapital	3 531	3 939	4 304	4 614	4 918	5 256	5 627	5 881	5 933
Ikke-kontrollerende eierinteresser	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Egenkapital	7 824	8 232	8 597	8 907	9 211	9 549	9 920	10 174	10 226
Lån	10 454	11 954	13 344	14 983	16 799	17 884	19 052	20 307	21 631
Utsatt skatt	3098	3098	3098	3098	3098	3098	3098	3098	3098
Pensjoner og liknende forpliktelser	235	235	235	235	235	235	235	235	235
Langsiktig gjeld	13 787	15 287	16 677	18 316	20 132	21 217	22 385	23 640	24 964
Leverandørgjeld og annen kortsiktig	2002	2 002	2 002	2 002	2 002	2 002	2 002	2 002	2 002
Derivater	168	168	168	168	168	168	168	168	168
Betalbar skatt	407	454	449	440	444	458	472	448	509
Lån	2536	2 536	2 536	2 536	2 536	2 536	2 536	2 536	2 536
Kortsiktig gjeld	5 113	5 160	5 155	5 146	5 150	5 164	5 178	5 154	5 215
Sum gjeld	18 900	20 447	21 831	23 462	25 282	26 381	27 563	28 794	30 179
Sum gjeld og egenkapital	26 724	28 679	30 428	32 369	34 492	35 930	37 484	38 968	40 405

Figur 36: Prognose - balanse

4.4 Beregne verdi

På bakgrunn av den presenterte prognosen over skal det som ledd i den fundamentale verdivurderingen her beregnes en verdi av Hafslund ASA, ved anvendelse av totalkapitalmodellen.

4.4.1 Terminalverdi

Det er ingen indikasjoner på at Hafslund virksomhet på noe tidspunkt skal avvikles, og det forutsettes at strukturelle endringer blir av mindre art. Dette baseres på kommunale aksjonærers langsiktige perspektiv for eierskapet, konsernets konsesjoner og en dreining i samfunnet i retning av økt bruk av fornybare energikilder.

Presisjonen ved utarbeidelse av årlig kontantstrøm langt frem i tid kan være lav. Dermed kan kontantstrømestimatet like gjerne baseres på en terminalverdi i siste del av prognoseperioden. Terminalverdien kan beregnes ved bruk av Gordons-vekstformel (Titman et al., 2011).

$$\text{Terminalverdi} = \text{Kontantstrøm}_{2022} \times \frac{(1+g)}{(WACC-g)}$$

Hvor g er vekst.

Det antas at Hafslund i 2022 har en driftssituasjon med stabil vekst, og kontantstrøm på dette tidspunktet legges til grunn for terminalverdiberegningen.

Geografiske begrensninger reduserer vekstmulighetene i et lengre tidsperspektiv. Det samme er konsekvensene dersom det ventede fremtidige kraftoverskuddet vedvarer.

Vekstforutsetningen for terminalverdien fastsettes dermed til 2 %, som er nær Norges Banks målsetning for prisvekst.

4.4.2 Avkastningskrav

I dette delkapittelet fastsettes et avkastningskrav, som videre skal brukes til å neddiskontere prognosen av fremtidig kontantstrøm. Dette leder til nåverdi av kontantstrømmen og en estimert verdi av Hafslund.

Weighted Average Cost of Capital (WACC) er modellen som her kommer til å bli anvendt for å estimere avkastningskravet. I følge Titman et al., 2011 anses WACC som en velegnet modell for verdsettelse av et helt selskap/konsern. WACC er et avkastningskrav som tar høyde for en sammensatt finansieringsstruktur i verdsettelsesobjektet, det vil si flere finansieringsaktører med ulike krav til avkastning. Avkastningskravet er bygd opp som et vektet gjennomsnitt av alternativkostnad etter skatt til de ulike finansieringsaktørene, for Hafslund er dette avkastningskravet fra aksjonærene og kreditorene. Størrelsen WACC representerer alternativkostnaden, det vil si alternativ avkastning ved investering i kapitalmarkedsobjekter med tilsvarende risiko (Titman et al., 2011).

$$WACC = \frac{EK}{EK + G} * K_{EK} + \frac{G}{EK + G} * K_G * (1 - S)$$

hvor, EK = Egenkapital

G = Gjeld

K_{EK} = Avkastningskrav for egenkapital (aksjonærenes avkastningskrav)

K_G = Avkastningskrav for gjeld (kreditorenes avkastningskrav)

S = Skattesats

Inndata i WACC beregningen bør ideelt sett være fremtidige markedsbaserte størrelser og selskapets fremtidig finansieringsstruktur. Dette er ikke mulig å fastsette eksakt og må baseres på estimater (Titman et al., 2011). For egenkapitalen er markedsverdi tilgjengelig, som børsverdi per 31.12.2013. For selskapets gjeld benyttes bokført verdi, markedsverdi av gjeld er vanskelig å fremskaffe ettersom gjelden ikke omsettes i et marked. Avkastningskravet for gjelden justeres for skatt, på grunn av fradragrett for selskapets betalte renter.

4.4.2.1 Kapitalstruktur

I følge Hafslunds årsrapporten var egenkapitalandelen 30 % i 2013. Egenkapitalandel beregnet kun på bakgrunn av egenkapitalens markedsverdi og rentebærende gjeld, som foreslås av Titman et al., 2011, gir en egenkapitalandel tilsvarende 44 %. Hafslund opplyser i årsrapporten for 2013 at kommende investeringer blir finansiert av låneopptak. Basert på prognosen i delkapittel 4.3 kan egenkapitalandelen dermed blir redusert ned mot 39 % i 2022. Samtidig påpekes det også i årsrapporten at konsernet ønsker å beholde kredittratingen BBB+ og av den grunn antas det liten risiko for at egenkapitalandelen reduseres vesentlig mer enn anslått her anslått.

4.4.2.2 Avkastningskravet til egenkapitalen

Kapitalverdimodellen (CAPM - capital asset pricing model) er en mye brukt modell for å estimere avkastningskravet til egenkapital, og kommer til å bli anvendt her.

CAPM beregnes med risikofri rente (r_f), beta (β_i), og markedets forventede risikopremie (R_m). Kapitalverdimodellen forutsetter at investor er veldiversifisert og at den usystematiske risikoen dermed er begrenset (Titman et al., 2011).

$$K_{EK} = r_f + \beta_i * R_m$$

Risikofri rente

Risikofrirente er den oppnåelige avkastning på en investering uten risiko, det vil si ingen usikkerhet vedrørende avkastningens størrelse. Anslått risikofri rente bør ha like lang løpetid som investeringens levetid i følge Titman et al. 2011. På nåværende tidspunkt må Hafslunds levetid vurderes å være tilnærmet uendelig og en slik rente er ikke mulig å fremskaffe. Det beste anslaget vurderes her å være norske statsobligasjoner med fem års løpetid. Ifølge Norges Banks hjemmeside er månedsgjennomsnittet i desember 2013 for denne renten 2,16 %.

Beta

Beta er en størrelse som skal angi selskapets systematiske risiko, risikoen som ikke lar seg diversifisere bort og er forårsaket av svingninger i markedet. Beta fremkommer som samvariasjonen mellom selskap og marked ($Cov(r_i, r_m)$), som divideres med markedsvariansen (σ_M^2) (Titman et al. 2011):

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma_M^2}$$

På bakgrunn av data fra Oslobors.no for de fem foregående år er β beregnet til 0,36. Denne β verdien må likevel sies å ha stor grad av usikkerhet. Dersom verdien beregnes kun for de to foregående årene, er β tilnærmet null. Dersom en i motsatt fall ser på de tre første årene i datagrunnlaget er β tilnærmet 0,4. Betaverdiene tyder på at aksjekursen i Hafslund har samvariert lite med øvrige akjer notert på Oslo Børs, og er lite påvirket av generelle svingninger i markedet.

Til sammenligning har Arendals Fossekompani ASA en betaverdi beregnet til 0,1. Arendals Fossekompani ASA driver kraftproduksjon og har i tillegg en del finansielle investeringer. Hafslund og Arendals Fossekompani ASA har fellestrekk ved at begge er kraftprodusenter, men skiller seg fra hverandre ved at Hafslund har avskaffet investeringer som ikke relaterer seg til kjernevirksomheten og satser tyngre innen energibransjen. β -verdien i Arendals Fossekompani ASA er noe overraskende, ettersom selskapet har mer finansielle plasseringer, også børsnotere, og kanskje burde ha større samvarians med markedet.

Ole Gjølberg og Thore Johnsen har utarbeidet rapporten «Investeringer i produksjon av fornybar energi: Hvilket avkastningskrav bør Enova SF legge til grunn?» på veggen av Enova SF, som har til formål å analysere og tallfeste avkastningskrav for investeringer til energieffektivisering, fornybar varmeproduksjon og varmedistribusjon samt fornybar kraftproduksjon. Avkastningkravet skal da brukes til å vurdere nivået på investeringsstøtte. Det foreslås en forretningsbeta for vannkraft på 0,7 og for fjernvarme 0,6, dette tilsvarer en egenkapitalbeta på 1,47 og 1,26. I tillegg poengteres det at NVE legger til grunn en forretningsbeta på 0,35 for nettinvesteringer, som tilsvarer en egenkapitalbeta på 0,73. På grunn av høy gjeldsgrad blir egenkapitalbeta for Hafslund høy sammenlignet med forretningsbeta. Det gjøres en forutsetning i denne utredningen at beta for markedsvirksomheten tilsvarer betaverdi i fjernvarmevirksomheten, det vil si 0,6.

Dersom betaverdiene for de enkelte virksomhetsområden vektet i forhold til driftsresultatandel ender egenkapitalbetaen for Hafslund på 1.13, basert på rapporten fra Gjølberg og Johnsen (2007), og er langt høyere enn Hafslunds betaverdi målt mot Oslo Børs på 0,36.

Betaverdiene Enova SF bruker er internasjonale betaverdier, det vil si tilpasset en internasjonalt diversifisert investor. Internasjonale betaverdier er ofte høyere enn nasjonale, men dette blir ikke videre kommentert her. For denne utredningen velges det å basere verdsettelsen på nasjonal børsrisiko. Samtidig er Hafslund et større konsern i norsk målestokk og kan antas å inneha høyere diversifisering enn øvrige prosjekter som er under Enova SF sin vurdering. Det velges for denne utredningen en betaverdi på 0,36.

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen som en investor kan oppnå dersom han investerer i markedsporteføljen fremfor et risikofritt alternativ (Regjeringen.no, NOU 2000: 18). Markeds risikopremie kan beregnes historisk, men i verdsettelsesammenheng er det en fremtidig risikopremie som er nødvendig å fremskaffe. PwC Deals har i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) siden 2011 gjennomført en undersøkelse av risikopremie i det norske markedet (PWC,2014). Undersøkelsen rettes mot personer som arbeider nært på finansmarkedet og har til hensikt å avdekke deres vurderinger av markedsutsiktene. Undersøkelsen presenterer en historisk markeds risikopremie på Oslo Børs tilsvarende 5,6 %. Median-verdien for forventning til markedets risikopremie frem i tid er 5 %. 57 % av de spurte mener at statlig eierskap ikke har betydning for fastsettelsen av avkastningskravet. PwC Deals analyse vurderes som en kvalifisert kilde, og markedsrisikopremien settes i denne utredningen til 5 %.

Beregnet avkastningskrav på egenkapitalen

Basert på vurderingene gjort over settes avkastningskravet på egenkapitalen til 3,2 %

Markedets risikopremie	5,0 %
Risikofri rente	2,2 %
Beta	0,2
Avkastningskrav EK	3,2 %

4.4.2.3 Avkastningskrav på gjeld

Avkastningskravet på gjeld er i sin enkelhet avkastningen kreditor innhenter fra selskapet på utlånt kapital. Den mest nærliggende metoden å beregne avkastningskravet for gjeld er å

bruke informasjon om rentekostnader og rentebærende gjeld fra notene til Hafslunds 2013 årsregnskap.

Rentekostnad lån	464
Rentebærende gjeld	11483
Avkastningskrav gjeld	4,1 %

Styringsrenten er anslått å stige om lag en prosent de neste årene (ppr 4/13) og dermed antas markedsrentene å følge etter. Avkastningskravet på gjeld settes dermed til 5 %.

4.4.2.4 Beregnet WACC

Ved anvendelse av tidligere beskrevet modell for fastsettelse av WACC blir avkastningskravet på total kapital 3,8 %. Oppsummering av inndata til beregningen vises i Figur 37 under.

Markedets risikopremie	5,0 %
Risikofri rente	2,2 %
Beta	0,36
Avkastningskrav EK	4,0 %
Avkastningskrav gjeld	5,0 %
Egenkapitalandel	44,1 %
Gjeldsandel	55,9 %
Skattesats	27,0 %
WACC	3,8 %

Figur 37: Avkastningskrav

Med bakgrunn i kommende investeringer er det antatt at egenkapitalandelen blir redusert. Beregninger viser likevel at dette ikke gir økt fremtidig gjeldsgrad av vesentlig betydning for WACC, ettersom spredning mellom avkastningskrav for egenkapital og avkastningskrav for gjeld er lavt.

4.4.3 Verdi

Verdi basert på den fundamentale metoden beregnet med utledet avkastningskrav og vekstanslag, fremkommer av Figur 38.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Terminal
Kontantstrøm	539	245	319	41	-100	691	648	441	184	10 413
Avkastingskrav		0,038								
Vekst		0,020		-						
Verdi egenkapitalen i selskapet		9 668								
Verdi per aksje	49,53									

Figur 38: Verdi basert på fundamental metode og total kapitalmodellen

5 Suplerende metoder

Det skal her supleres med verddivurderinger som har til hensikt å underbygge og rimelighetsvurdere resultatene av den fundamentale analysen. Det blir her anvendt to vanlige former for komparativ verdsettelse, basert på multiplikatorer og substansverdier. Opsjonsbasert verdsettelse blir også kommentert, men det gjøres her ingen verdiberegninger.

5.1 Komparativ verdsettelse

Metoden komparativ verdsettelse innebærer å identifisere objekter tilnærmet lik objektet som skal verdsettes. Verdien settes basert på markedsverdi av sammenligningsobjektene og estimatet blir dermed nærmere definisjonen av salgsverdi enn verdi fastsatt ved fundamental verdsettelse (Kaldestad og Møller 2010).

Komparativ verdsettelse er av de mindre tidkrevende verdsettelsesmetodene, informasjonsgrunnlaget er mer begrenset, og metoden bærer følgende med seg usikkerhetslementer (Penman 2010) som at vesentlig informasjon kan bli utelatt fra analysen. Andre utfordringer ved metoden er å finne sammenlignbare objekter. Selskaper er sjeldent helt like, spesielt sett i lys av målsetningen om monopolprofitt (Kaldestad og Møller 2010). I mangel av sammenligningsobjekter, kan det også brukes objekter registrert i andre land, men dette innehar utfordringer av hensyn til forskjeller i geografi, marked, skatt og valuta- og rentesvingninger.

5.1.1 Multiplikatorer

5.1.1.1 Metodebeskrivelse

En multiplikator er i denne sammenheng et forholdstall. Forholdstallene beregnes basert på innhentede data fra sammenligningsobjektene. Videre brukes forholdstallet for å finne verdsettelsesobjektets verdi (Penman 2010). Nøkkeltall fra årsrapporter og børsverdier er data som forventes å ha høy grad av sammenlignbarhet og anvendes ofte i multiplikatorene.

Vanlige multiplikatorer er

- **P/E (price to earnings)** – Sammenligningsobjektets børsverdi divideres med årsresultat og utgjør multiplikatoren. Dersom multiplikatoren videre multipliseres med verdsettelsesobjektets inntekt oppnås en veiledende verdi for verdsettelsesobjektet. Verdien kan videre justeres for eventuelle kjente forskjeller som kan skille de to objektenes økonomiske forutsetninger.

- **P/B (price to book)** – Denne multiplikatoren anvendes på tilsvarende måte som P/E multiplikatoren, men her blir børsverdi dividert med bokført egenkapital og videre multiplisert med verdsettelsesobjektets bokførte egenkapital.

En første forutsetning er at data er sammenlignbare. Selskapets valgte regnskapsspråk og prinsippvalg kan få ulike utslag på rapporteringen. IFRS (International Financial Reporting Standard) kan avvike fra NGAAP, som er i henhold til Regnskapsloven av 1998 og God Regnskapsskikk i Norge. IFRS er et et balanseorientert regnskapsspråk der balansen i størst mulig grad skal presentere virkelige verdier, mens NGAAP er et resultatorientert regnskapsspråk, der resultatet tillegges mest vekt.

En multiplikatorbasert verdsettelse analyse bør bygges på flere multiplikatorer og nøkkeltall, men dersom nøkkeltallene for selskapene ikke utvikler seg synkront og det er stor varians i tallene, kan det være vanskelig å konkludere vedrørende en verdi av selskapet.

Selskapenes valg av regnskapsspråk og –prinsipper har effekt på nøkkeltallene, og ulikheter kan gi vesenlige utslag for måling av resultater og verdier i selskapene.

Metoden overser forhold som effekt av selskapenes immaterielle verdier (Kaldestad og Møller 2010). En fordel ved metoden er at den tar utgangspunkt i markesverdier.

5.1.1.2 Metodens anvendelighet

Under forutsetning av stabil drift og normal driftsituasjon i Hafslund, bør komparativ verdsettelse kunne anvendes for å vurdere holdbarheten av den fundamentale verdsettelsen av Hafslund.

Ideelt sett burde sammenligningsobjektene for analysen være norske selskap underlagt lik offentlige regulering. Det er liten omsetning av aksjer i norske kraftkonsern, spesielt på grunn av et betydelig offentlig eierskap, og følgende finnes lite markedsdata for bruk til verdsettelsesformål. Det blir derfor brukt utenlandske energiselskap som sammenligningsobjekter, og utvalget for markedsdata er selskapene E.ON, Scottish & Southern og MVV Energie AG. De samme selskapene er brukt av Ole Gjølberg og Thore Johnsen (2007) . I tillegg inkluderes Fortum Oy i utvalget. Forretningsfokus og aktivitet i de utvalgte selskapene varierer og sammenligningen blir ikke presis. Selskapene skiller seg fra Hafslund i den forstand at produksjon og omsetning har opphav fra andre energikilder. Fellestrekk er at selskapene er etablerte og satser på flere energikilder, og er dermed delvis

diversifisert. Denne komparative verdsettelsen her, basert på multipler, skal kun kontrollere validiteten av den fundamentale verdivurderingen og sammenligningsobjektene og datagrunnlaget anses derfor som tilfredsstillende.

5.1.1.3 Beregne verdi

Multiplene som her vil bli brukt er P/E «price to earnings» og P/B «price to book».

Informasjon om selskapenes multipler er hentet fra reuters.com 29.04.2013, der TTM (Trailing twelve months) tall er brukt. Konsekvensen av at multiplikatorene ikke innhentes per 31.12.2013, er at markedet har mer informasjon, enn referansedatoen for aksjekursen som her blir brukt for Hafslund. Det er utfordrende å avgrense hvilken informasjon som var tilgjengelig på et bestemt tidspunkt, når en verdsettelse gjennomføres for et tidspunkt tilbake i tid, som her. Denne analysen har kun til formål å rimelighetsvurdere den fundamentale verdivurderingen, og tilnærmingen antas av den grunn tilfredsstillende.

Selskap	Nasjonalitet	P/E	P/B
Fortum Oy	Finland	12,00	1,44
E.ON	Tyskland	12,26	0,78
MVV Energie AG	Tyskland	15,51	1,29
SSE PLC	U.K.	19,05	2,73
Gjennomsnitt		15,52	1,82
Median		13,89	1,37
Hafslund		12,45	1,23

Figur 39: Komparativ verdsettelse - forholdstall

Figur 39 viser at Hafslunds P/E og P/B ligger helt i nedre del av utfallsrommet for sammenligningsobjektene, og avviker betydelig fra gjennomsittsmåttallene for P/E og P/B. Sett mot utvalget er Hafslunds aksjepris lav i forhold til fortjenesten de tolv foregående månedene, samt sammenlignet med bokført egenkapital. Hvilket tyder på at markedet ikke har tilsvarende forventning til fortjeneste i Hafslund som til selskapene ellers i utvalget. Markedets verdivurdering av Hafslund er svært nær bokført verdi med P/B lik 1,23. Begrunnet i Hafslunds høye gjeldsgrad kan lav P/B tyde på at markedet forventer en avkastning på investert kapital like over avkastningskravet på gjeld. Lav P/B tilsier også at det ikke forventes å være vesentlige merverdier knyttet til eiendelene eller forekomster av ikke bokførte ressurser. Hvilket er en forutsetning som også er lagt til grunn i den påfølgende substansbaserte metoden i delkapittel 5.1.2.

Hafslund		
Bokført egenkapital 31.12.2013	7 583	
Årsresultat 2013	747	
A-aksjer	46,20	
B-aksjer	46,50	
Multiplikatorer		
	P/E	P/B
Bransjesnitt	15,52	1,82
Fortum Oy	12,00	1,44
Verdi		
<u>Hafslund basert på multiplikatorer</u>		
Bransjesnitt	11 593	13 801
Fortum Oy	8 964	10 920
<u>Aksjer i Hafslund basert på multiplikatorer</u>		
Bransjesnitt	59,40	70,71
Fortum Oy	45,93	55,94

Figur 40: Komparativ verdsettelse - verdi

Figur 40 viser at bransjesnittet for P/E og P/B multiplene leder til en betydelig høyere verdi per aksje, sammenlignet med børskurs for Hafslund per 31.12.2013. Selskapene i utvalget er som nevnt ikke direkte sammenlignbare med Hafslund, og det kommer ikke til å bli gjort videre analyser for å avdekke årsaken til at Hafslund er priset langt lavere enn utvalget.

Etter enkelvis sammenligning mot selskapene i utvalget, viser dette at Hafslund har størst likhet med Fortum Oy. Fortum Oy er det eneste selskapet i utvalget som tilknyttet det nordiske energimarkedet og bør være underlagt mange av de samme driftsforutsetningene som Hafslund. Basert på Fortum Oys P/E tall er verdien av Hafslund 8.964 millioner kroner, det vil si en aksjekurs på 45,93 kroner. Tilsvarende for P/B tallet er verdien av Hafslund 10.919 millioner kroner, det vil si en aksjekurs på 55,94 kroner. Hafslunds børsverdi per 31.12.2013 var 9.041 millioner kroner og aksjekursen var 46,20 kroner for A-aksjene og 46,5 kroner for B-aksjene.

5.1.2 Substansbasert metode

Ved bruk av substansverdi skjer verdsettelsen på bakgrunn av hva selskapets eiendeler umiddelbart kan selges for i markedet og markedsverdi av gjeld trekkes fra. Residualen blir foretakets verdi.

Hovedprinsippet er enkelt, men det er flere elementer som kompliserer en slik verdsettelse. Reelle virkelige verdier krever et aktivt andrehåndsmarked, der tilsvarende eiendeler

omsettes. Det er ikke uvanlig at eiendeler selskapet har kontroll over, ikke er representert som eiendeler i årsrapportens balanseoppstilling. Eksempler på slike eiendeler er merkevarer, humankapital og patenter (Penman 2010). Slike ressurser er samtidig vanskelige å måle.

Hafslunds regnskap er i henhold til IFRS. IFRS er balanseorientert, det betyr fokus på at balansen gjenspeiler virkelige verdier. En stor andel av eiendelene er fremdeles bokført til anskaffelseskost. Dette er tilfelle for Hafslunds varige driftsmidler. Overvekten av Hafslunds eiendeler er varige driftsmidler og markedet for omsetning av slike eiendeler er svært begrenset. Substansbasert metode antas likevel å kunne bidra til å sette en nedre grense for verdien av Hafslund, ved bruk av tall fra Hafslunds balanse. Relabiliteten av Hafslunds regnskap ble omtalt i delkapittel 3.3.

Overordnet skal eiendelens verdi nedskrives dersom virkelig verdi/gjenvinnbart beløp er lavere enn balanseført verdi. Noen eiendeler, som for eksempel finansielle instrumenter, bokføres til virkelig verdi. Dette betyr at eiendelens virkelige verdi kan være høyere enn bokført verdi, men ikke lavere. Dermed kan bokførte verdier representere en antatt nedre grense for selskapets verdi.

Det er foretaket selv som foretar nedskrivningstestene og det er usikkerhet knyttet til en slik verdivurderings objektivitet. Samtidig bør foretaket være mest kvalifisert til å gjøre vurderinger av egne eiendeler fremtidige inntektsgenerering.

Hafslunds gjeld er dels vurdert til anskaffelseskost og dels vurdert til virkelig verdi i balansen. Verdivurdering på bakgrunn av substansbasert metode tilsvarer i denne sammenheng bokført egenkapital. Bokført egenkapital 31.12.2013 var 7.583 millioner kroner, og representerer nedre grense for verdivurderingen.

5.2 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse kan ikke benyttes til verdsettelse av en hel virksomhet, men kan brukes som et supplement til andre verdsettelsesmetoder. Fremgangsmåten innebærer å verdsette eventuelle realopsjoner. En realopsjon betyr at selskapet har en rettighet, men ingen plikt til en eiendel eller aktivitet, men som under spesifikke forutsetninger kan tilføre økonomisk verdi. Det vil si at det settes en verdi på fleksibiliteten selskapet har, det kan være fleksibilitet ved å kunne utsette, utvide eller skrinlegge et prosjekt (Kaldestad og Møller 2010).

Opsjonsbasert metode blir omtalt, men det blir ikke gjort videre beregninger og verdiestimat av eventuelle opsjoner, på grunn av usikkerhet og manglete informasjonsgrunnlag, spesielt knyttet til prisene i energimarkedet.

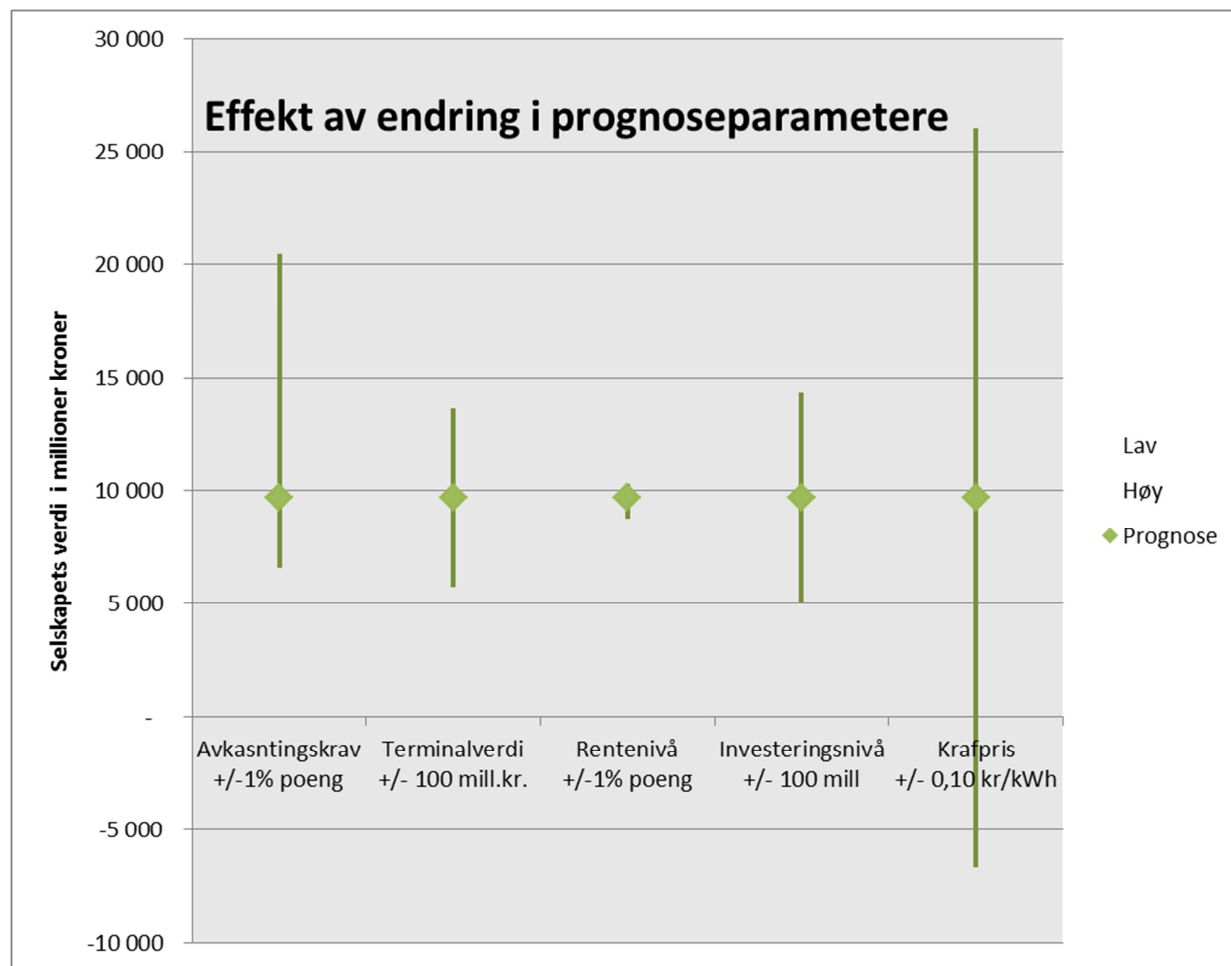
Hafslund innehar en fleksibilitet i driften knyttet til valg av sikringsgrad vedrørende kjøp og salg av kraft, samt i valget av innsatsfaktorer knyttet til produksjon av fjernvarme.

6 Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet basert på den fundamentale verdivurderingen avhenger av en rekke forutsetninger, og små justeringer i enkeltparametere kan gi store utslag på beregnet verdi. En sensitivitetsanalyse skal her bidra til å kartlegge usikkerheten i beregningsmodellen.

6.1 Dersom faktiske forhold avviker fra modellens forutsetninger

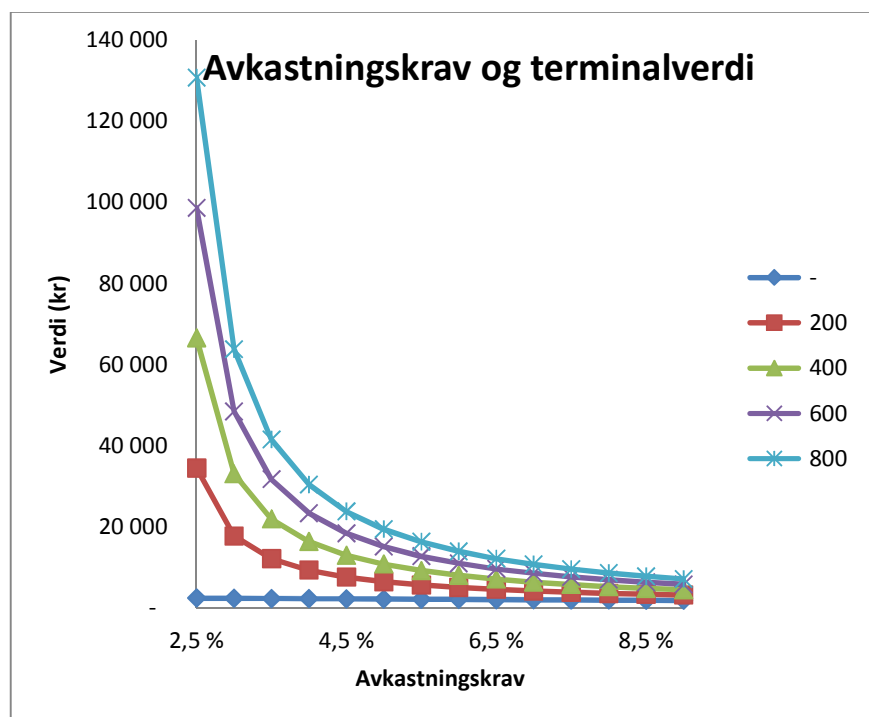
Figur 41 viser hvordan verdien av Hafslund kan variere ved justeringer i et utvalg av modellens enkeltparametre. Et skift i kraftprisen med 10 øre/kWh er svært utslagsgivende på verdien av selskapet. Endring i markedsrenten på et prosentpoeng har liten effekt. En reduksjon i avkastningskravet er mer utslagsgivende for verdien enn en tilsvarende økning. Beløpsmessig lik endring i terminalverdi eller investeringsnivå har naturlig nok relativt like utslag på verdiestimatet av Hafslund.



Figur 41: Effekt av endring i prognoseparametere

Avkastningskrav og terminalverdi

Verdiberegninger basert på neddiskontering av fremtidig kontantstrøm, kan være følsomme for justeringer i avkastningskrav og terminalverdi. Figur 42 illustrerer at redusert avkastningskrav med ett prosentpoeng dobler verdianslaget, mens en økning i avkastningskravet medfører at verdien reduseres til omlag to tredeler av opprinnelig verdi.



Figur 42: Varierende avkastningskrav og terminalverdi og foretakets verdiestimat

Figur 42 illustrerer hvordan verdiestimatet av Hafslund varierer ved endring i avkastningskrav og terminalverdi. Kurvene representerer ulike terminalverdi og den horisontale akse måler avkastningskravet. Lavt avkastningskrav og høy terminalverdi gir spesielt store positive utslag på verdien. Det er i denne utredningen argumentert for et relativt lavt avkastningskrav på 3,8% og lav terminalverdi tilsvarende 184 millioner kroner. Det vil si moderate utslag i verdiestimatet dersom avkastningskrav og terminalverdi viser seg å avvike noe fra anslagene. Høyere terminalverdi og lavere avkastningskrav har positiv effekt på verdien. En motsatt situasjon med lavere terminalverdi og høyere avkastningskrav har negativ effekt på verdien, men elastisiteten er lavere i dette tilfellet illustrert med den konvekse kurvene i Figur 42.

Renteendring

Hafslund er eksponert for renterisiko gjennom renteendringer på rentebærende gjeld, femårig swap-rente er i tillegg en av variablene som bestemmer inntektsrammen. Ved renteendringer har rentebærende gjeld og inntektsrammen invers effekt på resultatet. I Hafslunds

årsrapporten for 2013 benevnes dette som en naturlig sikring. Utfallet er illustrert i Figur 41, med ubetydelige utslag i verdien av Hafslund dersom rentenivået endres et prosentpoeng. Verdiendringen som følger av endret rentenivå er tilnærmet eliminert.

Investeringsnivå

Hafslund drifter investeringstunge aktiviteter. Figur 41 illustrerer hvordan verdianslaget påvirkes dersom investeringsnivå skulle endres med 100 millioner, det vil si omlag 10% høyere eller lavere enn det som er antatt i prognosen. Dette gir et utslag på omlag 5 milliarder i økt eller redusert verdi for konsernet. Det vil som oftest være en inntektsside knyttet til slike investeringer, men det er ikke hensyntatt her.

Kraftprisen

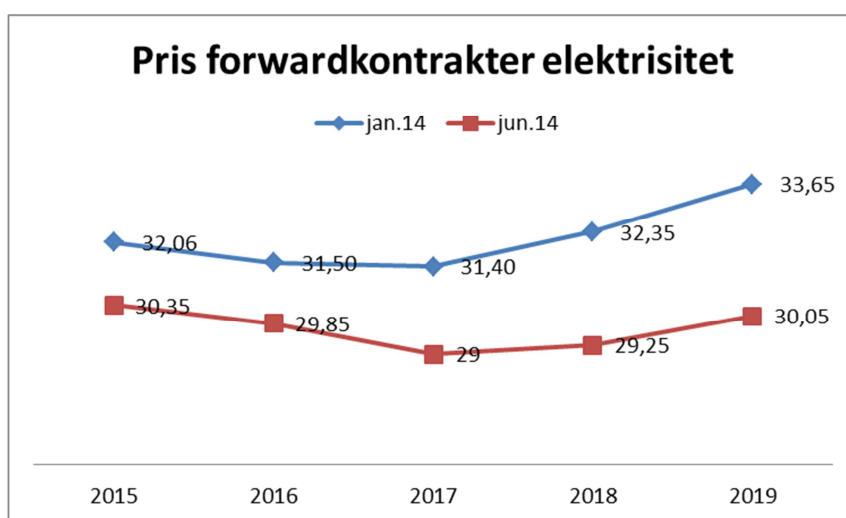
En endret kraftpris har betydning for kontrantstrømmen fra både produksjon- og varmevirksomheten. Figur 41 viser at et vedvarende skifte i kraftprisen på 10 øre/kWh har betydelig effekt på verdierestimatet av Hafslund. Ved en økning kan verdien av Hafslund øke med 150 %, mens et fall kan redusere verdien tilsvarende. Det er da tatt høyde for at 37% av kraftproduksjonen er prissikret, slik det er opplyst i årsrapporten for 2013. I tillegg antas det at varmevirksomhetens prissikring har samme sikringsandelen som produksjonsvirksomheten.

Den årlige spotprisen har historisk hatt svinginger tilsvarende 10 øre/kWh (ref Figur 23), men spotpris for kraft kan beskrives med en mean reversion utvikling i prisbanen og slike skift i kraftprisen har ikke vedvart. Forhold som likevel kan påføre slike vedvarende skift i kraftprisen, er at det antatt kraftoverskudd i 2020 ikke normaliseres, den kraftintensive industrien avvikles i Norge eller at oppgradering av overføringsnettet bidrar til å stabilisere kraftmarkedet og dermed reduserer prisene.

7 Hendelser etter verdsettelsestidspunkt

Her følger en omtale av forhold oppstått etter verdsettelsestidspunktet 31.12.2013, som kan ha betydning for verdianslaget.

Hafslund har utvidet sitt geografiske nettområde ved oppkjøp av Fortums nettvirksomhet 29.05.2014. Etter oppkjøpet utgjør de nye nettområdene 5% av engasjert kapital i konsernet. Hafslund har til hensikt å utnytte driftsmessige synergier som følge av oppkjøpet. Hafslund har forventning om stabil avkastning, styrket utbyttekapasitet og økt tilgang på kompetanse som effekt av oppkjøpet. Dette er faktorer som normalt har positiv effekt på verdien av et foretak og det forventes her at transaksjonen er motivert av forventning om økt inntjening.



Figur 43: Pris på forwardkontrakter der data er hentet i januar og juni 2014

Figur 43 viser pris på forwardkontrakter for elektrisitet på to ulike tidspunkt, det vil si tidlig i januar og tidlig i juni. Det fremkommer her at forventet pris på kraft frem i tid nå er lavere enn rundt verdsettelsestidspunktet. Det forventes at dette har negativ effekt på verdien av Hafslund.

Resultatet for 1. kvartal 2014 ble framlagt 7.5.2014 og viste et historisk godt resultat, forklart med høyt tilslag, frafall av et skattekrav fra myndighetene, høyere marginer og innkonsolidering av et svensk selskap. Driftsresultatet ble 18 % høyere enn fjoråret, mens det i den fundamentale verdivurderingen var forventet at resultatet for 2014 ville ligge på 2013-nivå. Frafall av skattekrav er likevel ikke kontantgenererende og sammen med høyt tilslag er det heller ikke forventning om at forholdene vil gjenta seg i fremtiden. Det betyr at en andel av det historisk gode resultatet har liten betydning for verdiesestimater.

08.05.2014 ble aksjeutbytte på kr 2,50 per aksje utbetalt.

Fall i forventet fremtidig kraftpris og utbytteutbetaling skulle isolert sett bidratt til et fall i Hafslunds aksjeverdi. Historisk gode resultater i 1. kvartal 2014 og kjøp av nettvirksomhet med forventning om positive synergieffekter bør derimot ha positiv effekt på selskapsverdien.

Det blir ikke her gjort verdiberegninger knyttet til forholdene oppstått etter verdsettelsestidspunktet.



Figur 44: Kurs på A-aksjene i Hafslund (Kilde: Oslo Børs)

Figur 44 viser utviklingen i Hafslunds aksjekurs hittil i år og bør oppsummert være effektene av hendelser etter verdsettelsestidspunktet. Markedet viste liten reaksjon da kjøpet av nettvirksomhet ble annonsert. Aksjekursen steg i dagene rundt fremleggelse av tall fra 1.kvartal 2014, samtidig falt i aksjekursen etter utbetaling av utbytte til aksjonærene. Hendelser med positiv effekt oppveier for effekt av prisfall på forwardkontrakter, basert på at kurs per aksje totalt sett har steget i hittil i år. Kurs per Hafslundaksje steg vesentlig i de første dagene i juni, det vil si fra punkt 6/14 i Figur 44. Kursstigningen kan være et følge av at nettvirksomhetkjøpet fra Fortum AS endelig ble gjennomført 29.05.2014. Eventuelt er kursstigningen en reaksjon på at stortingets energi- og miljøkomitè 4.juni 2014 kommuniserte enighet om at hele Utsirahøyden skal dekkes av kraft fra land senest innen 2022. Og kan bety at et forventet fremtidig kraftoverskudd i Norge ikke lenger er like reelt.

8 Konklusjon

Markedspris på aksjene i Hafslund reflektert på Oslo Børs per 31.12.2013 var 46,20 kroner per A-aksje og 46,50 kroner per B-aksje. Verdiestimatet som fremkommer av den fundamentale verdivurderingen her er 49,53 kroner per aksje, 7% høyere enn børskurs.

	Selskaps- verdi	Verdi per aksje		
Børsverdi				
A-aksjer	5 333	46,2		
B-aksjer	3 709	46,5		
Totalt	9 042			
Verdivurderingsmetode			Målt mot børskurs	Målt mot verdiestimat fra fundamental- metode
Fundamental	9 668	49,53	107 %	
Komparativ				
-P/E (utvalg)	11 593	59,40		120 %
-P/B (utvalg)	13 801	70,71		143 %
-P/E (Fortum Oy)	8 964	45,93		93 %
-P/B (Fortum Oy)	10 920	55,94		113 %
-Substans	7 583	38,85		78 %

Figur 45: Oppsummerende oversikt over verdianslagene

Den multiplikatorbaserte metoden legger til grunn et verdiestimat i intervallet 7% lavere og 43% høyere enn verdianslagene i den fundamentale analysen. Multiplikatorene fra Fortum Oy har imidlertid lavere spredning i intervallet, det vil si 7% lavere og 13% høyere enn den fundamentale analysen. Fortum Oy opererer i det nordiske markedet og antas å være underlagt noen av de samme driftsforutsetningene som Hafslund. Den substansbaserte tilnærmingen hadde kun til hensikt å sette en nedre grense for verdianslaget, og verdien fra den fundamentale analysen overstiger dette kriteriet. De komparative metodene vurderes her å gi en indikasjon på at verdianslaget fra den fundamentale verdivurderingen er en realistisk tilnærming til verdien av Hafslund.

Den fundamentale verdivurderingen er basert på flere forutsetninger og deriblant et avkastingskrav på 3,8%, en vekstfaktor i terminalleddet på 2%, inflasjon og lønnsvekst forventninger basert på anslagene til Norges Bank og i tillegg en rekke forutsetninger om fremtidsutsikter.

Sensitivitetsanalysen tydeliggjør at verdiestimatet er svært sensitivt for feilanslag i enkelt parametre i analysen. Dette gjelder spesielt kraftprisen. Overvurdert avkastningskrav vil i

tillegg underestimerer selskapsverdien betydelig. Terminalleddet og investeringsnivået har også betydelig effekt på verdiestimatet.

Tidlig i juni 2014 er børskurs på aksjene i Hafslund økt til 53 kroner per aksje, til tross for utbytteutbetaling til eierne i perioden. Årsaken til verdiøkningen kan ses i sammenheng med Hafslunds kjøp av nettvirksomhet, historisk gode resultater i 1.kvartal 2014. I tillegg kan forventninger til økt behov for elektrisitet, dersom Utsirahøyden skal dekkes av kraft fra land, ha en innvirkning.

Det konkluderes her med at verdiestimatet fra denne analysen overstiger børskurs per 31.12.2013, men ikke betydelig. Verdivurderingene kunne støttet opp om en kjøpsanbefaling av Hafslundaksjen per 31.12.2013. Ved inngangen til juni viser aksjekursutviklingen på Oslo Børs fremdeles at dette ville vært en riktig anbefaling. Det bli ikke her gjort vurdering vedrørende kjøps- eller salgsanbefalingen etter 31.12.2013.

Litteraturliste

Bøker

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011) Verdivurdering – Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. 1. utg. Oslo, DnR Kompetanse

Løwendahl, B.R. og Wenstøp, F.E.(2012) Grunnbok i strategi 3. utg. Cappelen DAMM AS

Palepu, K.G., Healy, P.M., & Peek, E. (2010) Business Analysis and Valuation IFRS edition. 2. utg. Hampshire, Cengage Learning EMEA

Penman, S.H. (2010) Financial Statement Analysis and Security Valuation. 4. utg. McGraw-Hill/Irwin

Titman, S. & Martin J.D. (2011) Valuation 2.utg. Pearson

Nettsteder

<http://www.bkk.no>

bkk.no/privat/produkter/fjernvarme/hva-er-fjernvarme/

<http://boschrexroth.com>

boschrexroth.com/country_units/europe/norway/no/trends_topics/Energi_og_milj/Svar
tisen/index.jsp

<https://www.eidsivaenergi.no>

eidsivaenergi.no/Documents/Vannkraft/Informasjonsbrosjyrer/Informasjonsbrosjyre%
20Braskereidfoss%20kraftverk_sept2013.pdf

<http://www.energinorge.no/elsertifikater/bakgrunnogformaal/>

<http://fornybar.no>

fornybar.no/vannkraft/teknologi

<https://www.ge.no/2013/10/28/kraftprisen-vil-falle-dramatisk/>

<http://www.hafslund.no>

<http://www.kraftinor.no/Privat/Ofte-stilte-sporsmal/Strompris/>

<http://nasdaqomx.com>

<http://www.nordpoolspot.com/How-does-it-work/>

<http://www.ntfk.no>

ntfk.no/bibliotek/saker/2007/FT/Vedlegg/FT07009_1.pdf

<http://www.nve.no>

nve.no/no/Kraftmarked/Regulering-av-nettselskapene/
nve.no² -

nve.no/Global/Energi/Analyser/Energi%20i%20Norge%20folder/FOLDN2013.pdf

[http://prm.no/se_pressemedling/928/bedre_kundetilfredshet_hos_str%C3%B8mleverand%C3%
%B8rene](http://prm.no/se_pressemedling/928/bedre_kundetilfredshet_hos_str%C3%B8mleverand%C3%
%B8rene)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2000/nou-2000-18/16.html?id=359951>

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/asd/dok/nouer/2000/nou-2000-25/13/3/2.html?id=361399>

<http://snl.no>

snl.no/hjemfallsrett

<http://www.ssb.no/folkfram/>

ssb.no¹:8 Framskrevet folkemengde Oslo, etter region, tid og statistikkvariabel
ssb.no²:1 Folkemengden 1. januar. Registrert 2012. Framskrevet 2013-2100
<http://www.statsbudsjettet.no>
statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2014/Dokumenter1/Fagdepartementenes-
proposisjoner/Olje-og-energidepartementet-OED/Prop-1-S/Del-1-Innledende-del/2-
Regjeringens-energi-politikk/
statsbudsjettet.no/Tilleggsproposisjon-2014/
<http://no.wikipedia.org/wiki/Hjemfall>

Artikler og rapporter

Adapt Consulting AS, Norsk energi. Et diskusjonsnotat om handlingsrommet for verdiskaping i skjæringspunktet mellom marked, klima og politiske mål, 2013

Barney, J.B. "Firm Resources and sustained competitive advantage". Journal of Management, VOL 17, 1991, side 99-120

Bråten, Jan Presentasjon Energidagene 2013 Kraftoverskudd i 2020. Problem eller mulighet?

Gjøølberg O. og Johnsen T (2007) «Investeringer i produksjon av fornybar energi: Hvilket avkastningskrav bør Enova SF legge til grunn?» Enova.no

Hafslund ASA. Årsrapport 2009

Hafslund ASA. Årsrapport 2010

Hafslund ASA. Årsrapport 2011

Hafslund ASA. Årsrapport 2012

Hafslund ASA. Kvartalsrapport 3. Kvartal 2013

Hafslund ASA. Kvartalsrapport 4. Kvartal 2013

Kjærland, F. Norsk vannkraft - "arvesølv solgt på billigsalg"? VOL 7, 2009

Modeling long-term electricity forward prices, Martin Povh and Stein-Erik Fleten 2009

Nasjonalbudsjettet 2014, Meld. St. 1 (2013–2014)

Norges Bank, Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 4/13

NOU 2012: 9 Energiutredningen – verdiskaping, forsyningssikkerhet og miljø

Risikopremien i det norske markedet, PWC, 2014

The Five Competitive Forces That Shape Strategyn, Michael E. Porter, 2008