TØNSBERG RENSEANLEGG IKS

Arkivsak-dok. 18/00020-10
Saksbehandler Jørgen Fidjeland

Saksgang	Møtedato
Styret	24.09.2019
Representantskapet	07.10.2019

UTDELING AV AKSJENE I GRENLAND VESTFOLD BIOGASS AS

Styrets forslag til vedtak:

Styret slutter seg til daglig leders vurderinger i saken og anbefaler representantskapet å fatte følgende vedtak:

1. Selskapet skal overføre 153 (7 650 etter aksjesplitt) av selskapets aksjer i Grenland Vestfold Biogass AS, tilsvarende 7,01 % av selskapets aksjepost, til Sandefjord kommune uten ytterligere vederlag. Overføringen skal gjennomføres straks den er godkjent av generalforsamlingen i Greve Biogass AS.

2. Styrets forslag om utdeling av 2029 aksjer (101 450 aksjer etter aksjesplitt) i Grenland Vestfold Biogass AS til deltakerne vedtas. Utdeling gjennomføres straks.

\- - -

Styret vil komme med et forslag til hvordan den bokførte aksjeverdien(selvkost) på kr 1 091 000 kan dekkes inn i forbindelse med avlegging av regnskapet for 2019.

Vedlegg:

1. Verdivurdering fra Deloitte
2. Vurdering fra Tenden advokatfirma

SAKSFRAMSTILLING

BAKGRUNN

Styret behandlet 6. september 2019 prinsippene for overføring av selskapets aksjer i Grenland Vestfold Biogass AS (org.nr. 912 716 635) ("**Greve**") til deltakerne som tingsutdeling.

I den forbindelse la styret til grunn at selskapet, med grunnlag i avtale med Sandefjord kommune, skal overføre en forholdsmessig del av selskapets aksjepost i Greve til Sandefjord kommune.

Basert på dagens aksjesammensetning i Greve eier Tønsberg Renseanlegg IKS 2182 aksjer i Greve. Etter avtalen skal selskapet overføre 153 av disse aksjene til Sandefjord kommune, og Sandefjord kommune skal ikke betale ytterligere vederlag for disse aksjene.

OVERFØRING AV AKSJER TIL SANDEFJORD KOMMUNE

Greve har i dag en aksjekapital på kr 5 000 000, bestående av 10 000 aksjer pålydende kr 5000. Styret i Greve har foreslått for generalforsamlingen en splitt av aksjene i Greve, i forholdet 1/50, fra 10 000 til 500 000 aksjer. Aksjekapitalen på kr 5 000 000 endres ikke ved splitten.

Bakgrunnen for aksjesplitten i Greve er at kommende tingsutdeling av aksjer i Tønsberg Renseanlegg IKS og VESAR skal la seg fordele mellom henholdsvis deltakerne og aksjonærene.

Etter aksjesplitten består aksjeposten på 2182 aksjer som Tønsberg Renseanlegg IKS eier i Greve, av 109 100 aksjer. Av disse overføres 7650 av aksjene til Sandefjord kommune, slik dette fremkommer i følgende tabell:

Kommuner som skal motta aksjer fra TR	Antall aksjer i Greve som overføres fra TR (før splitt)	Antall aksjer i Greve som overføres fra TR (etter splitt)	%-andel av aksjene som overføres fra TR
Færder kommune	478	23900	21,91
Re kommune	172	8600	7,88
Sandefjord kommune	153	7650	7,01
Tønsberg kommune	1379	68950	63,20
SUM	**2182**	**109100**	**100**

Fordelingen i tabellen baserer seg på note 13 i regnskapet for 2013 der det fremgår hvordan aksjekjøpet ble fordelt mellom kommunens andel av selvkostfondet.

Ovennevnte overdragelse av aksjene i Greve krever etter nåværende aksjonæravtale samtykke fra Tønsberg kommune. Administrasjonen i Greve arbeider med å innhente slikt skriftlig samtykke.

Etter Greves vedtekter tilligger det generalforsamlingen å samtykke til overdragelse av aksjer i selskapet, og slik beslutning må fattes med flertall som for vedtektsendring. Styret i Greve foreslår overfor generalforsamlingen at overdragelsen godkjennes. Ekstraordinær generalforsamling i Greve er berammet til 7. oktober 2019.

Administrasjonen i Greve vurderer det slik at overdragelsen ikke utløser forkjøpsrett, jf. punkt 11.3 i aksjonæravtalen, men legger for god ordens skyld opp til at aksjonærene i generalforsamling i Greve samtidig gir avkall på forkjøpsrett.

På denne bakgrunn anbefales det at det fattes følgende vedtak vedr. overføring av aksjene til Sandefjord kommune.

> *Selskapet skal overføre 153 (7 650 etter aksjesplitt) av selskapets aksjer i Greve Biogass AS, tilsvarende 7,01 % av selskapets aksjepost, til Sandefjord kommune uten ytterligere vederlag. Overføringen skal gjennomføres straks den er godkjent av generalforsamlingen i Greve Biogass AS.*

FORSLAG OM UTDELING AV AKSJER I GRENLAND VESTFOLD BIOGASS TIL DELTAKERNE

Etter § 29 første ledd i lov om interkommunale selskaper, kan utdeling av selskapets midler besluttes av representantskapet etter forslag fra styret.

Styret foreslår at 2029 aksjer (101 450 aksjer etter besluttet splitt) i Grenland Vestfold Biogass AS (org. nr. 912 716 635) ("**Greve**") utdeles til deltakerne.

Aksjepostens balanseførte verdi er kr 1 014 630, jf. selskapets årsregnskap for 2018. Det er innhentet en ekstern verdivurdering av selskapet Greve. I verdivurderingen anslås verdien av egenkapitalen til Greve å være mellom 47 til 73 millioner kroner. Dersom samme verdi legges til grunn for aksjeposten på 14,82 %, vil verdien ligge mellom ca 6,9 og 10,8 millioner kroner. Styret anser det naturlig at laveste verdi - 6,9 millioner kr - legges til grunn, blant annet av forsiktighetshensyn. Selskapet kan bare foreta utdeling av selskapets midler dersom midlene ikke trengs til betaling av selskapsforpliktelser eller til selskapets virksomhet. I denne vurderingen har styret hensyntatt aksjenes antatte virkelige verdi. Daglig leder vurderer det slik at selskapet har en tilstrekkelig egenkapital også etter utdelingen.

Utdeling kan heller ikke foretas til deltaker med forfalt innskuddsforpliktelse. Man er ikke kjent med at dette punkt er til hinder for en utdeling.

Utdelingen foretas til samtlige deltakere, med følgende fordeling etter justert eierandel jf. selskapsavtalen for Tønsberg Renseanlegg IKS § 3 andre ledd:

- 67,96 % til Tønsberg Kommune (1379 aksjer, 68 950 aksjer etter aksjesplitt)
- 8,48% til Re kommune (172 aksjer, 8 600 aksjer etter aksjesplitt)
- 23,56 % til Færder kommune (478 aksjer, 23 900 aksjer etter aksjesplitt)

Utdelingen belastes aksjeposten (anleggsmidler). Etter representantskapets godkjennelse skal utdelingen straks gjennomføres.

Daglig leder vurderer utdelingsforslaget som hensiktsmessig. Selskapets annen egenkapital per 31.12.2018 er kr 41 926 364 med et negativt disposisjonsfond på kr -3 233 425 (-1 271 711 og -1 961 714). Det foreligger ikke hendelser etter siste balansedag som er av vesentlig betydning for selskapet og vedtaket om tingsutdeling. Etter daglig leders vurdering vil selskapet, etter utdelingen av en aksjepost med antatt virkelig verdi på 6,9 millioner, fortsatt ha en forsvarlig egenkapital og likviditet.

Følgende tabell viser i detalj hvordan Tønsberg Renseanlegg IKS sin aksjepost i Greve fordeles før og etter aksesplitten:

Aksjonær	Antall aksjer i Greve i dag	Antall aksjer i Greve etter splitt	Overføres fra VESAR	Overføres fra TR	Sum aksjer etter utdelinger	Overføres fra Kragerø	Endelig antall aksjer i Greve	Endelig fordeling av aksjer i Greve i %
VESAR	4099	204950					0	
Tønsberg Renseanlegg	2182	109100					0	
Skien	984	49200			49200	2 688	51888	10,4
Horten	663	33150	24732		57882	3 162	61044	12,2
Porsgrunn	592	29600			29600	1 617	31217	6,2
Kragerø	518	25900			25900			
Bamble	410	20500			20500	1 120	21620	4,3
Holmestrand	339	16950	12771		29721	1 624	31345	6,3
Sandefjord	137	6850	54937	7 650	69437	3 793	73230	14,6
Siljan	76	3800			3800	208	4008	0,8
Larvik	0	0	44193		44193	2 414	46607	9,3
Tønsberg	0	0	35679	68950	104629	5 716	110345	22,1
Færder	0	0	24529	23900	48429	2 645	51074	10,2
Re	0	0	8109	8 600	16709	913	17622	3,5
SUM	**10000**	**500000**	**204950**	**109100**	**500000**	**25 900**	**500000**	**100**

Ovennevnte utdeling av aksjer til deltakerne krever etter nåværende aksjonæravtale for Greve samtykke fra Tønsberg kommune. Administrasjonen i Greve arbeider med å innhente slikt skriftlig samtykke.

Etter Greves vedtekter tilligger det generalforsamlingen å samtykke til overdragelse av aksjer i selskapet, og slik beslutning må fattes med flertall som for vedtektsendring. Styret i Greve

har foreslått overfor generalforsamlingen at overdragelsen godkjennes. Ekstraordinær generalforsamling i Greve er berammet til 7. oktober 2019.

Administrasjonen i Greve vurderer det slik at utdelingen ikke utløser forkjøpsrett, jf. punkt 11.3 i aksjonæravtalen, men legger for god ordens skyld opp til at aksjonærene i generalforsamling i Greve samtidig gir avkall på forkjøpsrett.

På denne bakgrunn anbefales det at det fattes følgende vedtak:

> *Styrets forslag om utdeling av 2029 aksjer (101 450 aksjer etter aksjesplitt) i Grenland Vestfold Biogass AS til deltakerne vedtas. Utdeling gjennomføres straks.*

ANDRE VURDERINGER

Verdivurdering
Revisjonsselskapet Deloitte har foretatt en verdivurdering av Greve. Deloitte har konkludert med at selskapet har en antatt verdi i intervallet kr 47 000 000 til kr 73 000 000. verdivurderingen følger vedlagt.

Styret i Greve har i møte den 18.9.2019 vedtatt at

> «*Verdivurdering fra Deloitte legges til grunn for den videre omorganisering av Greve basert på laveste angitt verdi.*»

Juridisk vurdering
De nærmere konsekvenser av en slik utbyttedeling er vurdert av Tenden Advokatfirma ANS.. Vi vedlegger kopi av vurderingen.

Selvkost
Kjøp av Tønsberg Renseanleggs aksjer i Greve biogass ble i sin tid belastet selvkostfond med kr 1 091 000. Disse midlene må tilbakeføres selvkostfondet. Selvkostfondet vil stå i minus med tilsvarende beløp og må tilbakeføres i løpet av de kommende 5 årene.

Det er vår vurdering at utdeling av utbytte ikke vil få vesentlige konsekvenser for selskapets likviditet eller svekke selskapets evne til å oppfylle sine forpliktelser.

Gjennomføring av denne utdelingen av utbytte har vært drøftet med vår revisor.

ALTERNATIVE LØSNINGER

Styret vurderte i sak 23/19 alternative løsninger, herunder salg av aksjene til kommunene, men endte opp med å anbefale overføring av aksjene som utbytte (tingsutbytte).
Dette er i tråd med anbefalingen fra Greves revisor.

Deloitte.

Grenland Vestfold Biogass AS

Verdivurderingsrapport

Financial Advisory

2. september 2019

Strengt fortrolig og konfidensiell

Innhold

Mandat og sammendrag	3
Virksomheten	6
Verdivurdering	13
Vedlegg	21

Tom Husebø
Partner
Mobil tel: +47 907 54 744
Email: thusebo@deloitte.no

Iver Lykke
Director
Mobil tel: +47 952 81 762
Email: ilykke@deloitte.no

Hilde Hørthe Kamperud
Seniorkonsulent
Mobil tel: +47 907 88 580
Email: hkamperud@deloitte.no

Denne rapporten er strengt fortrolig og konfidensiell for Oppdragsgiver i henhold til engasjementsavtale datert 31.mai 2019. Anvendelse av denne rapport er begrenset til bruk som spesifisert i Kontrakten og må ellers ikke bli gjengitt eller referert til i noe dokument eller kopiert eller gjort tilgjengelig for andre.

Vi aksepterer intet ansvar eller forpliktelser for innholdet I rapporten overfor andre parter. Denne rapporten er utarbeidet med basis i de begrensninger og rammer som er angitt i Omfang og grunnlag for gjennomgang på side 4. Dette dokumentet kan ha blitt gjort tilgjengelig for Dem både i fysisk og elektronisk format. Flere versjoner og kopier av dette dokumentet kan derfor eksistere i ulike medier. Kun den sist daterte versjonen skal anses som endelig

Mandat og sammendrag

Mandat og sammendrag	3
Virksomheten	6
Verdivurdering	13
Vedlegg	21

Mandat og sammendrag | Mandat

Bakgrunn og formål

- Aksjene i Grenland Vestfold Biogass AS («Oppdragsgiver», «Selskapet» eller «Greve Biogass») eies av Vestfold Avfall og Ressurs AS («Vesar»), Tønsberg Renseanlegg IKS («TR IKS») samt kommuner i Vestfold og Telemark. Det er besluttet at kommunene skal eie aksjene direkte og ikke gjennom kommunalt eide selskaper, og aksjene skal derfor overføres/selges fra Vesar og TR IKS til kommunene.
- I den forbindelse, herunder som dokumentasjon for eventuelle krav til redegjørelse iht aksjeloven, er det behov for en verdsettelse av aksjene i Greve Biogass.
- Det er planlagt at Greve Biogass skal deles i to selskaper, et industri/produksjonsselskap og et bestillerselskap. Det er opplyst at driften i bestillerselskapet skal baseres på selvkostprinsippet og at utskillelsen dermed ikke vil påvirke forventet overskudd i industriselskapet (nytt navn Greve Miljø AS).

Mandat og omfang

- Deloitte AS («Deloitte») vil på oppdrag av Grenland Vestfold Biogass AS foreta en uavhengig verdsettelse Selskapet.
- Verdsettelsen vil gjennomføres hovedsakelig med utgangspunkt i informasjon fremlagt av Oppdragsgiver. Vi vil ikke foreta noen særskilt verifikasjon av informasjonsgrunnlaget fremlagt.
- Verdsettelsen vil baseres på følgende premisser:
  - Verdsettelsesdato: 30.april 2019, hvor balansen på samme dato er benyttet. Oppdatert operasjonell informasjon etter verdsettelsesdatoen er inkludert i rapporten.
  - I vår verdsettelsesanalyse har vi vurdert generelt aksepterte verdsettelsesmetoder og valgt metoder som Deloitte mener er mest hensiktsmessig.

Konfidensialitet

- Denne rapporten og våre konklusjoner skal betraktes som konfidensiell og skal kun brukes av Oppdragsgiver til formålet slik angitt i avsnittet "Bakgrunn og formål". All annet bruk fordrer skriftlig forhåndsgodkjennelse fra Deloitte.
- Ingen andre parter har rett til å benytte rapporten til noe formål og vi aksepterer ikke ansvar eller forpliktelser overfor andre parter i forhold til innholdet i rapporten og eventuelle beslutninger som tas med utgangspunkt i dette.
- Rapporten skal ikke siteres eller nevnes i et annet dokument, kopieres eller gjøres tilgjengelig (helt eller delvis) til en annen part, uten skriftlig forhåndsgodkjennelse fra Deloitte.

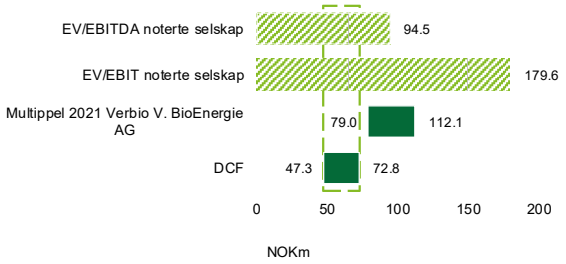
Ansvarsbegrensning

- Gjennom vårt arbeid har vi basert oss på informasjon fremlagt av Oppdragsgiver, samt offentlig tilgjengelig informasjon. Vi har, innenfor rammen av vårt mandat ikke foretatt noen form for uavhengig verifisering, revisjon eller bekreftelse av denne informasjonen.
- Vi forutsetter også at ledelsen ikke har unnlatt forhold av relevans for analysen. Slike mangler ville kunne påvirke våre konklusjoner. Vi påtar vi oss ikke noen form for økonomisk eller juridisk ansvar for fullstendigheten eller riktigheten av de opplysninger rapporten bygger på.
- Våre vurderinger avgis etter beste skjønn og på grunnlag av den informasjon som er gjort tilgjengelig for oss. Deloitte tar intet ansvar for mulige feil eller mangler i grunnlagsmaterialet eller konklusjonene, eller for at senere brukere av informasjon som vår verdsettelse bygger på eventuelt kommer til andre konklusjoner enn oss.
- Vårt arbeid er fullført 2. september 2019 og vi har ikke oppdatert rapporten etter denne dato.

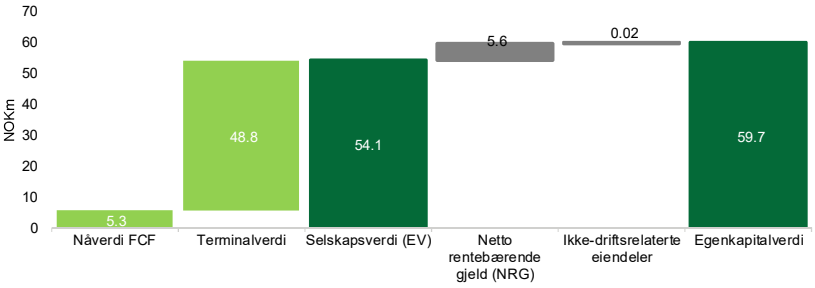
Mandat og sammendrag | Verdivurdering

Vi anslår verdien av egenkapitalen til Greve Biogass til å være i området NOKm 47 – 73 NOKm, med et beste estimat på NOKm 60. Minoritetsposter vil normalt prises relativt sett lavere på grunn av redusert kontroll/innflytelse i selskapet, beste estimat hensyntatt minoritetsrabatt (20%) er NOKm 48.

Oppsummering egenkapitalverdi



Bro EV til EK



*Multippel-metoden hensyntar ikke en tidsbegrenset levetid for selskapet.

Oppsummering

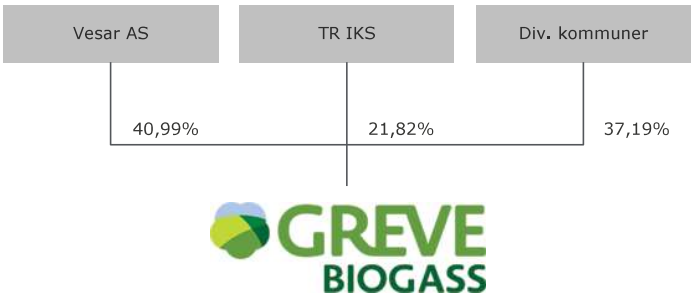
- DCF-analysen (kontantstrømbasert verdsettelse) indikerer en selskapsverdi («EV») på NOKm 54,1. Prognoseperioden er fra 30.april 2019 og frem til og med 2023. Det er beregnet en terminalverdi hvor det er antatt at Selskapet har en levetid frem til 2034 som er siste året i kontrakten med AL Skagerak. Justert for netto rentebærende gjeld («NRG») på NOKm 5,6 og ikke-driftsrelaterte eiendeler på NOKm 0,02 utgjør egenkapitalverdien NOKm 59,7 for Greve Biogass.
- I tillegg til DCF-analysen har vi sett på multipler for børsnoterte og sammenlignbare selskaper. EV/EBITDA-multipler indikerer en egenkapitalverdi i området NOKm 6,6 til NOKm 94,5. EV/EBIT indikerer en noe høyere egenkapitalverdi mellom NOKm 1,9 til NOKm [179,6]. Det finnes få sammenlignbare selskaper til Greve Biogass både nasjonalt og internasjonalt. Verbio V. BioEnergie AG («Verbio») er ansett til å være ett av de bedre sammenlignbare selskapene. Basert på et mer normalisert driftsresultat i FY21 gir EV/EBITDA og EV/EBIT multiplene til Verbio en selskapsverdi fra NOKm 79,0 til NOKm 112,1.
- Grafen øverst til venstre viser at det er spredning av egenkapitalverdien mellom de ulike verdsettelsesmetodene. Det finnes få direkte sammenlignbare selskaper og multippel-metoden har et evighetsperspektiv*. Vi velger derfor å vektlegge DCF-analysens resultater da denne er bygget på risikojusterte-prognoser med en levetid frem til 2034. Veribo sine multipler støtter denne konklusjonen ved å ligge tett på DCF-verdien.
- Ved omsetning av minoritetsposter vil disse normalt prises relativt sett lavere enn verdien av 100% av aksjene på grunn av redusert kontroll/innflytelse (minoritetsrabatt). Størrelsen på en slik rabatt vil kunne variere og avhenge blant annet av størrelsen på aksjeposten, øvrige eiersammensetning samt bestemmelser i vedtekter og aksjonæravtaler (se vedlegg V8 side 36), men ligger ofte i intervallet 15-25%.

Virksomheten

Mandat og sammendrag	3
Virksomheten	6
Verdivurdering	13
Vedlegg	21

Virksomheten | Selskapet

Greve Biogass AS skal sikre lokal gjenvinning av matavfall og slam



Beskrivelse

- Greve Biogass ble stiftet 21. januar 2013 og har som formål å ta ansvar for behandlingen av det våtorganiske avfallet (matavfall og slam) til Selskapets aksjeeiere. Avfallet inngår i produksjon av biogass, biogjødsel og andre beslektede produkter.
- Selskapet har inngått en 20 års kontrakt med Tønsberg kommune vedrørende leie av biogassanlegg hvor fase 1 i utbyggingen av anlegget er ferdigstilt. Anlegget har siden midten av 2017 vært i tilnærmet full drift.
- Høsten 2014 ble det gjennomført en offentlig anskaffelse etter prosedyren 'Konkurranse med forhandlinger etter forutgående kunngjøring'. Vinneren av konkurransen skulle ha ansvar for teknisk drift av fabrikken, herunder sørge for å bemanne og drifte fabrikken med nødvendig kompetanse og kapasitet i bygge- og testkjøringsperioden før anlegget hadde bestått prestasjonstestene og anlegget var overtatt av Greve Biogass fra Tønsberg kommune. I denne interimsperioden skulle Greve Biogass dekke kostnadene for drift av fabrikken og ha ansvaret for varestrømmene inn og ut av anlegget samt øvrige innsatsfaktorer.
- Lindum AS vant anbudsrunden om drift, leie og behandling av avfall (4 år + 1 år + 1 år). Fra 1. januar 2019 overtok Lindum AS drift og leie av anlegget i tråd med inngått kontrakt.
- Greve Biogass har i tillegg inngått avtaler om mottak og behandling av husdyrgjødsel fra lokalt landbruk og avsetning av biogjødsel tilbake til landbruket.
- Det har også blitt inngått avtale med Air Liquide Skagerak AS («AL Skagerak») om avsetning av all biogassen som blir produsert i anlegget.

Virksomheten | Aksjonærer

Tønsberg kommune er hovedeier i Greve Biogass gjennom Vesar AS og TR IKS og har kontroll over flere vesentlige beslutninger i forhold til selskap og eierskap

Omorganisering

- Selskapet er i gang med en omorganisering der det er besluttet at kommunene skal eie aksjene direkte og ikke gjennom kommunalt eide selskaper, og aksjene skal derfor overføres/selges fra Vesar og TR IKS til kommunene.
- I gjeldende aksjonæravtale har Tønsberg kommune gjennom Vesar og TR IKS kontroll over flere vesentlig beslutninger i fht selskap og eierskap:
    - Pkt. 5.1 Enkelte beslutninger i generalforsamling, herunder fisjon/fusjon, endringer i vedtekter, salg eller nedleggelse av virksomhetsområde eller selskap, krever samtykke fra alle vesentlige aksjonærer (VESAR, TR IKS, Grenlandskommunene).
    - Pkt. 6.1 Selskapet baserer seg på et selvkostprinsipp og skal ikke betale utbytte. Styret skal sørge for at det til enhver tid skal holdes tilbake midler så langt det er nødvendig for løpende drift, herunder en rimelig likviditetsreserve for uforutsette forhold.
    - Pkt. 8.2 Under den langsiktige leieavtalen på 20 år med Tønsberg kommune så kan ikke Selskapet avvikles eller overdras uten samtykke fra kommunen.
    - Pkt. 11.6 Ethvert salg av aksjer i Selskapet, eller kapitalutvidelse med nytegning av aksjer i Selskapet, vil kreve samtykke fra Tønsberg kommune.
- I hht. punktene nevnt ovenfor så har Tønsberg kommune betydelig kontroll i styringen av Selskapet. Greve Biogass er avhengig av kommunen sitt samtykke til planlagt endring av eiersammensetning.
- Det kan diskuteres hvorvidt Selskapets selvkostprinsipp og utbytteforbud har betydning for verdsettelse av aksjene, dette både i forhold til forutsatt nivå på fremtidig inntjening og innlåsning av evt. opptjent kapital. Forutsatt at selvkostprinsippet kun er basert på avtale mellom aksjonærene og ikke regulert av andre avtaler eller offentlige krav kan selvkostprinsippet fravikes dersom aksjonærer er enige om dette slik at Selskapet over tid kan vise overskudd. Tilsvarende kan utbytteforbudet endres dersom samtlige aksjonærer er enige i dette. Utbytteforbudet vil innebære en innlåsningseffekt, men hindrer ikke at Selskapet kan akkumulere verdier gjennom eventuelle overskudd. Vi har derfor valgt å ikke gjøre noen verdikorreksjon som følge av disse forholdene.
- Derimot vil Tønsberg Kommune sin kontroll med Selskapet kunne ha en verdireduserende effekt for minoritetsaksjonærer, dette gjelder for øvrig generelt normalt for minoritetsaksjonærer i aksjeselskaper. Vår har i utgangspunktet verdsatt 100% av aksjene (hvor minoritetsrabatt ikke er relevant, ref over), men for enkeltaksjonærer med minoritetsposisjon kan en slik rabatt være relevant. Det henvises til vedlegg V8 for beskrivelse av slike rabatter og hva de normalt kan utgjøre.

Virksomheten | Forretningsmodell

En bærekraftig verdikjede skal sikre biogass og biogjødsel til bruk i transport og matproduksjon

Virksomheten | Risikoforhold

Markedsutsiktene for biogass er preget av usikkerhet rundt politisk vilje og etterspørsel hos sluttbrukere

Markedet

- Utvikling av bioenergi og sirkulær økonomi er ansett som å være en del av «fremtidens marked» i tråd med det grønne skiftet. Biogass kan brukes til mange ulike formål, primært varme- og elproduksjon og transportdrivstoff. I nær fremtid er veksten antatt å skje i transportsektoren i buss-, renovasjon- og lastebilsegmentet. Greve Biogass er ett av ca. 40 biogassanlegg i Norge, hvor ti av dem lager biogass til transport.
- Transportsektoren er et marked med økende fokus på bærekraftige transportalternativer. I den nasjonale transportplanen 2018-2029 legger regjeringen til grunn at alle nye personbiler og lette varebiler skal være nullutslippskjøretøy i 2025. Nye bybusser skal være nullutslippskjøretøy, eller bruke biogass, i 2025.
- I Norge er det over 700 gassdrevne busser i dag, men det er forventet at disse vil møte konkurranse mot elektriske busser. Ruter AS har gjennom prosjektet Fossilfri 2020 en plan på hvordan de skal få sin kollektivtransport til kun å kjøre på fornybar energi i 2020, og elektrisk øytransport i 2024. Med et ambisjonsnivå om å være utslippsfri i 2028 skriver Ruter AS at de jobber mot en elektrisk løsning for sine busser med hydrogen som fornybar kilde. Det ligger en forventing i markedet at elbusser vil dominere kollektivtrafikken i fremtiden, derfor vil lastebiler og tungtransport være et mer sannsynlig marked for biogass.
- Tines klimaprogram «Kukraft» har som mål å få sin transport over på biogass, hvor Greve Biogass allerede er en leverandør. Posten Norge og ASKO har satset på biogass i overgangen til total elektrifisering med flere biogasskjøretøy i sine flåter. Litra AS har som mål å investere i minst 100 kjøretøy innen 2022 som kjører på biogass som leveres av Skagerak Energi AS. Innen 2021 skal seks av Hurtigrutens skip bygges om for å kunne driftes på en kombinasjon av store batteripakker, flytende naturgass og biogass. En modning i markedet for lastebiler og skip kan potensielt gi gode framtidsutsikter for biogass.

Utfordringer

- Markedet for biogass er under oppbygging og produsenter er usikre på fremtidig etterspørsel og avventer investeringer. Samtidig er brukerne usikre på fremtidig tilgjengelighet og pris, og det kan føre til at flere avventer å gå over til biogass.
- Noe av usikkerheten er knyttet til politikk, rammebetingelser og utslippsreguleringer. Det har kommet flere Stortingsmeldinger og offentlige planer om satsing på grønn energi og reduksjon av utslipp fra transportsektoren. Fokuset på nullutslipp stiller biogass i rekken bak elektrisitet og hydrogen og kan slå negativt inn for biogassbruk.
- Det er etterspurt at dagens elbil-fordeler også skal gjøres tilgjengelig for biogasskjøretøy for å øke etterspørsel. Dagens mangel på konkurransedyktig ytelse og pris gjør markedet avhengig av politisk engasjement med subsidier/incentiver.
- Merkostnaden ved biogass i fht andre løsninger (investering, drivstoff og vedlikehold) svekker konkurransedyktigheten, gasskjøretøy ligger 15-20% høyere i pris for lastebiler. Forsyningssituasjonen for biogass og mangel på infrastruktur til fyllestasjoner kan lede til rekkevidde-angst hvor brukere heller velger biodiesel som 'godt-nok' grønt drivstoffalternativ. Biodiesel kan utnytte eksisterende infrastruktur og dermed tilby en bedre tilgjengelighet og forsyningssikkerhet i dagens marked.
- For at biogass skal bli valgt over andre alternativer vil, i tillegg til kostnader og teknologiutvikling, en være avhengig av prioriteringer og målsetninger på brukersiden. Biogass blir ofte sett på som en «mellomløsning» før bruk av elektrisitet i transportbransjen. Aktører som velger biogass indikerer at det er andre drivere enn kostnadseffektivitet som er avgjørende for deres valg. Reduksjon av utslipp og markedsposisjonering nevnes som noen av de viktigste driverne i en rapport laget av Sund Energy AS på oppdrag fra Enova.

Kilder: «Muligheter og barrierer for økt bruk av biogass til transport i Norge» av Sund Energy AS (aug 2017), «Utslippsfri kollektivtransport i Oslo og Akershus» av Ruter AS (jan 2018). NRK-artikler og selskapers hjemmesider.

Virksomheten | Risikoforhold

Greve Biogass er i en viktig utviklingsfase hvor det er mange usikkerhetsmomenter knyttet til inntjening og markedsutvikling

Utfordringer

- Basert på informasjon fra Selskapet så kan det foregå kryssubsidiering i de tilfeller hvor kommuner er direkte eiere av biogassanlegg. Kommunene kan tilby en pris som er under markedspris og kompensere med inntekt fra andre inntjeningsområder. Kryssubsidiering kan gi stat og kommune en konkurransefordel sammenlignet med private tilbydere som må dekke alle sine kostnader gjennom inntekter fra markedet.
- Lindum har driftsansvaret for fabrikken og har ansvar for å anskaffe avtaler med råvareleverandører. Klarer ikke Lindum å oppfylle disse kravene så vil Greve Biogass bli direkte påvirket av mindre/manglende gassproduksjon.

FoU arbeid:

- For å sikre stabil gassproduksjon er man avhengig av å kunne håndtere flere typer råvarer. Utvikling av teknologien som håndterer andre typer biologiske avfall som hageavfall, slam og restprodukter fra senstralsorteringsanlegg er avgjørende for å nå de ønskede gassvolumene i fremtiden.
- Biogass dannes når organisk materiale brytes ned av mikroorganismer uten tilgang på oksygen. Utvikling av prosesser for optimalisering av bakteriekulturen i ulike steg av gassproduksjonsprosessen gjøres i samarbeid med Tekniska Verken og Lindum. En god bakteriekultur vil kunne gi en større og raskere biogassproduksjon.
- Utvikling av biogjødsel i samarbeid med Grønt Skifte, Lindum og Veksthusgruppen. Biogjødsel videreselges til bruk i økologisk produksjon.

Investeringer

- Det er forventet et behov om fremtidige investeringer tilknyttet produksjonslinjer for å håndtere nye typer råvarer til biogass/gjødsel produksjon.
- Eierne må kunne forvente å skyte inn ytterligere kapital i fremtiden grunnet usikre framtidsutsikter.

Virksomheten | Risikoforhold

Greve Biogass er i en viktig utviklingsfase hvor det er mange usikkerhetsmomenter knyttet til inntjening og markedsutvikling

Produksjon

Råvaretilgang:

- Greve Biogass har en strategi om å ta inn nye avfallsprodukter som slakte- og fiskeavfall som vil gi økt volum i fabrikken. De forventer at en volumøkning med økt produksjon med etablering i nye avfallsråvaremarkeder på kortsikt vil medføre høyere kostnader for flere avfallsråvarer.
- Det er ikke knyttet stor usikkerhet om at en vil ha tilgang til nok råvare for å produsere ønsker gassvolum, men risikoen ligger i råvareprisen. Økt konkurranse rundt råvarene vil bidra til høyere kostnader.
- Fremtidig utbredelse av offentlig-offentlig samarbeid med lukkede markeder for avfallsråvarer og utbredt kryssubsidiering er en risiko for Greve Biogass som operer i det åpne marked med markedspriser.
- Per i dag får Selskapet landbruksstøtte for bruk husdyrgjødsel. Dette er ikke en lønnsom aktivitet for Selskapet og de vil være avhengig at denne støtten videreføres fremover.

Plast/avfall i biogjødsel:

- Det har blitt oppdaget at det forekommer uønsket plast/avfall i biogjødselen som fabrikken leverer tilbake til landbruket. Dette er en teknisk utfordring som må løses og vil gi økte kostnader på sikt, men kan gi muligheter for økte inntekter/reduserte kostnader på lang sikt. Dess bedre en klarer å behandle avfallet jo mer biogjødsel vil bli produsert og solgt på markedet.

Avsetning av biogassen:

- Air Liquide Skagerak har kapasitet til å avsette hele Greve Biogass sin produksjon i markedet. I en periode med gradvis vekst i markedet for tunge kjøretøyer på LBG vil det kunne oppstå situasjoner hvor deler av produksjonen levers som en mix til industrikunder av Air Liquide Skagerak i regionen. Dette vil kunne ha betydning for prisen Greve Biogass oppnår på biogassen.

Avsetning av biogjødsel:

- Etterspørselen etter biogjødsel, særlig blant husdyrbønder er stor, og nytt marked utvikles innenfor grønnsaksproduksjon. Det har vært en del tilfeller med plast i levert biogjødsel, og om dette ikke løses kan etterspørselen synke.
- Det arbeides med løsninger for produksjon av nitrogen og fosfor i fast form fra biogjødsel slik at transport- og lagerkostnader for Greve Biogass reduseres. Kostnads- og inntektsmessige konsekvenser av dette er fortsatt usikre.
- En eventuell fremtidig transportstøtte til landbruket som benytter klimavennlig biogjødsel vil kunne bidra positivt, men det er knyttet stor usikkerhet om dette vil bli vedtatt.

Verdivurdering

Mandat og sammendrag	3
Virksomheten	6
Verdivurdering	13
Vedlegg	21

Verdivurdering | Balanse

Verdsettelsen er basert på balansen per 30.04.2019

Greve Biogass AS - Balanse og balansemapping

NOKt	Note	31.12.2018	30.04.2019	30.04.2019 NAK	NRG	Ikke-driftsrelatert	Annet
Utsatt skattefordel		116,4	116,4				116,4
Immaterielle eiendeler		**116,4**	**116,4**				
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	1	146 881,2	146 881,2				146 881,2
Driftsløsøre, inventar, verktøy ol		4 357,5	3 665,9				3 665,9
Anleggsmidler		**151 238,6**	**150 547,1**				
Investeringer i aksjer og andeler	2	22,4	22,4			22,4	
Finansielle anleggsmidler		**22,4**	**22,4**				
Varer		9 276,0	9 276,0	9 276,0			
Kundefordringer		28 604,9	27 921,0	27 921,0			
Andre fordringer		3 186,3	925,0	925,0			
Bankinnskudd	3	5 598,3	5 598,3		5 598,3		
Omløpsmidler		**46 665,5**	**43 720,2**				
Eiendeler		**198 043,0**	**194 406,1**				
Aksjekapital		5 000,0	5 000,0				5 000,0
Annen innskutt egenkapital		(29,7)	(29,7)				(29,7)
Annen egenkapital		13 603,4	11 576,8				11 576,8
Egenkapital		**18 573,8**	**16 547,2**				
Øvrig langsiktig gjeld	1	147 589,5	147 589,5				147 589,5
Langsiktig gjeld		**147 589,5**	**147 589,5**				
Leverandørgjeld		26 966,7	25 356,4	25 356,4			
Betalbar skatt		996,9	996,9	996,9			
Skyldige offentlige avgifter		-	-	-			
Annen kortsiktig gjeld	4	3 916,1	3 916,1	3 916,1			
Kortsiktig gjeld		**31 879,7**	**30 269,5**				
Egenkapital og gjeld		**198 043,0**	**194 406,1**				
Netto		**0,0**	**(0,0)**	**7 852,5**	**5 598,3**	**22,4**	**(13 473,2)**

Beskrivelse

1. Leieavtalen med Tønsberg kommune behandles som en finansiell leieavtale som balanseføres. Total byggekostnad var i november 2017 på NOKt 155 980 som avskrives lineært over 20 år. Motposten er langsiktig gjeld. Siden dette er en finansiell leieavtale så har den blitt lagt i kategorien 'Annet' da den anses som en del av de operative eiendelene. Videre gjøres det ikke fratrekk for tilhørende leasing-gjeld da prognosene som er lagt til grunn inkluderer leasing og således betjeningen av gjelden.
2. NOKt 22,4 er aksjer i tilknyttet selskap Grønt Skifte AS hvor Greve Biogass har en eierandel på 25%. Denne aksjeposten er verdsatt til bokført verdi.
3. Selskapet har ingen bundne midler per 30.04.2019 og posten blir derfor i sin helhet klassifisert under netto rentebærende gjeld.
4. Annen kortsiktig gjeld består hovedsakelig av avsetning til kostnader på NOKt 2 220.

- Merk at det er antatt at den finansielle avtalen har lik balanseverdi per 30.04.2019 som 31.12.2018.

Verdivurdering | Prognoser

Salgsinntekt består hovedsakelig av salg av biogass til Air Liquide Skagerak AS

Greve Biogass AS - P&L

NOKt	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	TV (24)
Salgsinntekt	78 265.7	112 312.3	108 370.6	126 180.3	173 688.5	197 827.1	215 057.3	219 358.4
Sum inntekt	**78 265.7**	**112 312.3**	**108 370.6**	**126 180.3**	**173 688.5**	**197 827.1**	**215 057.3**	**219 358.4**
Varekostnad	(41 179.0)	(57 547.6)	(84 898.6)	(97 190.7)	(122 948.5)	(141 752.3)	(158 820.1)	(161 996.5)
Lønnskostnad	(257.4)	(295.4)	(2 400.0)	(2 800.0)	(6 000.0)	(6 600.0)	(6 732.0)	(6 866.6)
Annen driftskostnad	(28 027.5)	(44 352.6)	(21 941.7)	(26 033.3)	(27 752.5)	(34 393.2)	(34 529.1)	(35 219.7)
Sum driftskostnader	**(69 464.0)**	**(102 195.6)**	**(109 240.3)**	**(126 023.9)**	**(156 701.0)**	**(182 745.5)**	**(200 081.2)**	**(204 082.8)**
EBITDA	**8 801.7**	**10 116.7**	**(869.7)**	**156.4**	**16 987.5**	**15 081.5**	**14 976.1**	**15 275.6**
Avskrivninger	(240.5)	(451.5)	(460.5)	(469.7)	(479.1)	(488.7)	(498.5)	(508.5)
EBIT	**8 561.2**	**9 665.2**	**(1 330.2)**	**(313.4)**	**16 508.3**	**14 592.8**	**14 477.6**	**14 767.2**

Omsetningsvekst %	*n/a*	*43.5%*	*(3.5%)*	*16.4%*	*37.7%*	*13.9%*	*8.7%*	*2.0%*
Lønnskostnad som % of Sum inntekt	*(0.3%)*	*(0.3%)*	*(2.2%)*	*(2.2%)*	*(3.5%)*	*(3.3%)*	*(3.1%)*	*(3.1%)*
Annen driftskostnad som % of Sum inntekt	*(35.8%)*	*(39.5%)*	*(20.2%)*	*(20.6%)*	*(16.0%)*	*(17.4%)*	*(16.1%)*	*(16.1%)*
EBITDA-margin	*11.2%*	*9.0%*	*(0.8%)*	*0.1%*	*9.8%*	*7.6%*	*7.0%*	*7.0%*
EBIT-margin	*10.9%*	*8.6%*	*(1.2%)*	*(0.2%)*	*9.5%*	*7.4%*	*6.7%*	*6.7%*

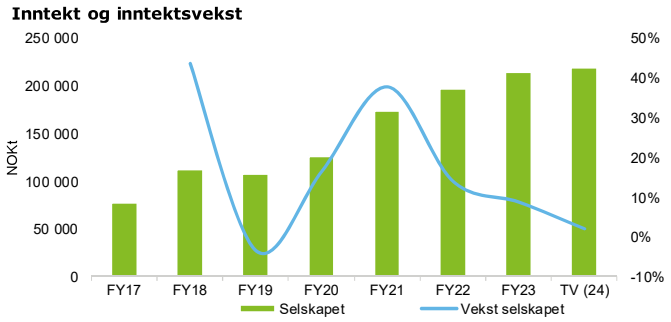
Beskrivelse

- Prognosen som blir presentert her er basert på en modell utviklet av Selskapet hvor deres estimater for fremtidige pris og volum ligger til grunn. Prognosen er justert til å inkludere fremtidig marked- og prisrisiko. Merk at driftskostnader og avskrivninger har blitt justert for den finansielle leieavtalen ved at tilhørende avskrivninger til avtalen har blitt flyttet fra avskrivninger til driftskostnader. Dette er gjort for å representere den faktiske kontantstrømmen til Selskapet.
- Nesten 45% av salgsinntekten består av biogass-salg til AL Skagerak i prognoseperioden. En volumøkning på 35% fra 2020 til 2021 er hovedårsaken til inntektsveksten på 38%. Andre inntektskilder er husleie som blir fakturert til Lindum, biogjødsel som leveres ut fra fabrikken til landbruket og mottak av annen gjødsel, se vedlegg V5 for detaljer.
- I 2019 er en utbygging av anlegget (Fase 2) nesten ferdig. Denne fasen inkluderer en stor råtnetank, en buffertank og en del tiltak i selve fabrikken. I 2021 er det planlagt en Fase 3 som inkluderer flere råtnetanker og en ny mottakslomme som vil bidra til å kunne ha flere parallelle råtneprosesser. I tillegg vil det komme en ny behandlingslinje til å håndtere mer flytende gjødsel. Disse investeringene vil bidra til økt kapasitet som gir høyere gassproduksjon, samt at fabrikken vil kunne produsere biogass og biogjødsel på et bredere spekter av råvarer. Investeringskostnaden bæres av Tønsberg kommune og blir fakturert til Greve Biogass gjennom husleien som de betaler. Se vedlegg V7 for detaljer.

Merk at prognosen ikke inkluderer inntekter og kostnader tilknyttet gate-fee for eierkommunenes matavfall. Det er opplyst av denne inntekt- og kostnadsposten går netto i null og vil derfor ikke ha en effekt på kontantstrømmen.

Verdivurdering | Prognoser

Nye oppgradering forventer å bidra til inntekstvekst fra 2021

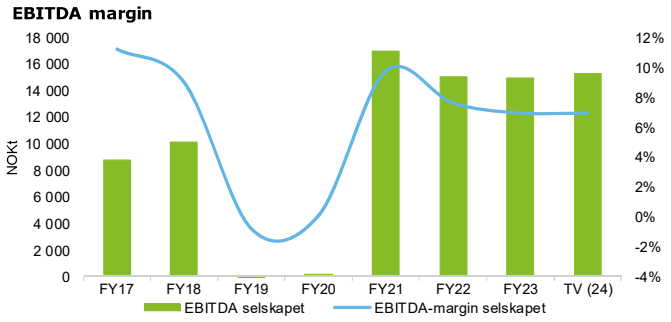


Beskrivelse

- Det er forventet at etter Fase 3 så vil fabrikken kunne motta avfallsfraksjoner som halmballer som ikke blir brukt til fôr, grønnsaker og andre typer avfall fra matindustrien. Fastgjødsel fra okser og hester vil også kunne behandles, hvor Jarlsberg travbane vil være en av leverandørene.
- Ca. 20% av matavfall som blir mottatt går til rejekt, dvs at det ikke kan bli benyttet til produksjon av biogass eller biogjødsel. Investeringstiltakene i fabrikken har også som mål å redusere volumet som blir sendt til rejekt ved at man kan behandle flere typer avfall. Det skal bli satt i gang et pilotprosjekt som vil teste tørking av avfall for å oppnå bedre utnyttelse og dermed øke biogass- og biogjødselproduksjonen. Dette blir reflektert i prognoseperioden ved at andel rejektvolum går fra 20% til 15% fra 2019 til 2021, se vedlegg V5 for detaljer.
- Det er knyttet usikkerhet til både prisnivået og volumet fremover derfor er det nedgang i inntektsvekst fra 2022 og i terminalåret er det brukt en langsiktig vekst rate på 2% i hht. det norske inflasjonsmålet.
- Varekostnader består primært av gassinntekter som blir fakturert fra Lindum, slamkostander og lagerleie for biogjødsel til bønder. Greve Biogass har avtaler om lagerleie og -kapasitet til mottak av biogjødsel lokalt ute hos bøndene. På den måten får en raskt fraktet biogjødsel ut til forbrukerne samt at en reduserer lagerbehovet ved fabrikken og kan utnytte arealet til andre formål.
- Det er forventet størst vekst i transportkostnader av husdyr- og biogjødsel samt lagerleie grunnet volumøkning som følge av Fase 2 og Fase 3.

Verdivurdering | Prognoser

Det er forventet økende margin (EBITDA/Omsetning) som stabiliserer seg på 7%



Beskrivelse

- Per dags dato så har selskapet ingen ansatte. I prognosen er det antatt at større aktivitet i fabrikken og omorganisering vil kreve mer ressurser og det er derfor antatt en vekst i lønnskostnaden fremover.
- Andre kostnader består primært av husleie som betales til Tønsberg kommune, levering av gass på nett og service og vedlikehold.

Verdivurdering | DCF

Kontantstrømanalysen viser en selskapsverdi på NOKm 54,1 og en egenkapitalverdi på NOKm 59,7.

Greve Biogass AS - DCF

NOKt	FY17	FY18	YTG19	FY20	FY21	FY22	FY23	TV (34)
EBIT	8 561,2	9 665,2	(2 378,6)	(313,4)	16 508,3	14 592,8	14 477,6	14 767,2
Skatt	(1 883,5)	(2 126,4)	-	-	(3 270,2)	(3 210,4)	(3 185,1)	(3 248,8)
NOPLAT	**6 677,7**	**7 538,9**	**(2 378,6)**	**(313,4)**	**13 238,1**	**11 382,4**	**11 292,5**	**11 518,4**
Avskrivninger	240,5	451,5	307,0	469,7	479,1	488,7	498,5	508,5
Investeringer	-	-	-	-	-	-	-	(508,5)
Δ NAK	(4 536,0)	1 927,4	(8 403,1)	(2 671,5)	(7 126,2)	(3 620,8)	(2 584,5)	(645,2)
Fri kontantstrøm (FCF)	**2 382,3**	**9 917,8**	**(10 474,6)**	**(2 515,1)**	**6 591,0**	**8 250,3**	**9 206,5**	**10 873,2**
Andel av kontantstrøm som inkluderes i DCF			100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	
Periode			0,3	1,2	2,2	3,2	4,2	
Diskonteringsfaktor			1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	
Nåverdi FCF			**(10 150,2)**	**(2 252,8)**	**5 371,8**	**6 118,5**	**6 212,6**	

Sum CF		**Andel CF**
Nåverdi FCF	5 299,9	*9,8%*
Terminalverdi	48 828,2	*90,2%*
Selskapsverdi (EV)	**54 128,1**	
Balansejusteringer / andre verdijusteringer		
Netto rentebærende gjeld (NRG)	5 598,3	
Ikke-driftsrelaterte eiendeler	22,4	
Egenkapitalverdi	**59 748,8**	
Antall aksjer	10 000,0	
Pris per aksje før minoritetsrabatt	**5 974,9**	
Minoritetsrabatt	*20%*	
Pris per aksje etter minoritetsrabatt	**4 779,9**	

EBIT-margin	*10,9%*	*8,6%*	*(3,3%)*	*(0,2%)*	*9,5%*	*7,4%*	*6,7%*	*6,7%*
Implisitt EV/EBITDA-multippel	6,1x	5,4x	(26,1x)	346,2x	3,2x	3,6x	3,6x	
Implisitt EV/EBIT-multippel	6,3x	5,6x	(22,8x)	(172,7x)	3,3x	3,7x	3,7x	

Beskrivelse

- Kontantstrømanalysen er basert på prognosen og de forutsetningene beskrevet på de forrige sidene.
- Vi bruker en skattesats på 22% og en diskonteringsrate på 9,9%. Se appendiks for flere detaljer.
- Vi har antatt en langsiktig vekst på 2% fra 2024 til 2034 frem til Greve Biogass sin avtale med AL Skagerak utløper i 2034.
- Vi har valgt å ikke legge til grunn et evighetsperspektiv da eventuell forlengelse av avtale ved utløp vil være gjenstand for forhandlinger og potensielt anbudsrunder, og følgelig risiko.
- Det blir benyttet en normalisert arbeidskapitalnivå på 15% av omsetning etter diskusjon med Selskapet.
- Basert på disse forutsetningene har vi estimert selskapsverdi til NOKm 54,1. Justert for netto rentebærende gjeld og ikke-driftsrelaterte eiendeler blir estimert egenkapitalverdi NOKm 59,7.
- Minoritetsposter blir normalt priset relativt sett lavere enn 100% av aksjene på grunn av redusert kontroll/Innflytelse. Ved å benytte en rabatt for minoritets-poster på 20% blir pris per aksje NOK 4.780. Størrelsen på rabatten vil kunne variere ut fra aksjepostens størrelse, øvrig eiersammensetning, regulering av eierrettigheter i aksjonæravtale og vedtekter m.v.

Verdivurdering | Sensitivitet

Egenkapitalverdien er sensitiv for endring i WACC og EBITDA-margin

EK sensitivitet

		% Δ EBITDA-margin				
		(4.0%)	*(2.0%)*	-	*2.0%*	*4.0%*
	(2.0%)	34 926.3	47 821.3	60 716.2	73 611.2	86 506.1
	(1.0%)	35 022.1	47 622.0	60 222.0	72 821.9	85 421.9
Δ WACC	-	35 116.8	47 432.8	59 748.8	72 064.8	84 380.8
	1.0%	35 210.4	47 253.0	59 295.6	71 338.1	83 380.7
	2.0%	35 303.0	47 082.2	58 861.3	70 640.4	82 419.6

Pris per aksje

		% Δ EBITDA-margin				
		(4.0%)	*(2.0%)*	-	*2.0%*	*4.0%*
	(2.0%)	3 492.6	4 782.1	6 071.6	7 361.1	8 650.6
	(1.0%)	3 502.2	4 762.2	6 022.2	7 282.2	8 542.2
Δ WACC	-	3 511.7	4 743.3	5 974.9	7 206.5	8 438.1
	1.0%	3 521.0	4 725.3	5 929.6	7 133.8	8 338.1
	2.0%	3 530.3	4 708.2	5 886.1	7 064.0	8 242.0

Pris per aksje med minoritetsrabatt

		% Δ EBITDA-margin				
		(4,0%)	*(2,0%)*	-	*2,0%*	*4,0%*
	(2,0%)	2 794,1	3 825,7	4 857,3	5 888,9	6 920,5
	(1,0%)	2 801,8	3 809,8	4 817,8	5 825,8	6 833,8
Δ WACC	-	2 809,3	3 794,6	4 779,9	5 765,2	6 750,5
	1,0%	2 816,8	3 780,2	4 743,6	5 707,0	6 670,5
	2,0%	2 824,2	3 766,6	4 708,9	5 651,2	6 593,6

Beskrivelse

- Den øverste tabellen viser endring i egenkapitalverdi basert på endring i WACC og EBITDA-margin.
- Analysen er moderat sensitiv til endring i avkastningskrav, men sterkt sensitiv til endring i margin.
- Vi tar hensyn til sensitivitet ved å konkludere med et intervall +/-1% og +/-2% for henholdsvis WACC og EBITDA.
- De nederste tabellene viser tilhørende pris per aksje med og uten minoritetsrabatt.

Verdivurdering | Multipler

En multippel-vurdering indikerer en egenkapitalverdi mellom NOKm 1,9 til NOKm 179,6

Greve Biogass AS - Multippelverdsettelse

NOKt	Median FY18	Median FY19	Median FY20	Median FY21	VERBIO V. BioEnergie AG
Trading multippel: Sammenliknbare selskaper					
EBITDA	10 116.7	(869.7)	156.4	16 987.5	16 987.5
Benyttet EV/EBITDA	8.2x	7.1x	6.1x	5.2x	4.3x
Estimert EV	**83 408.7**	**(6 208.0)**	**959.5**	**88 851.2**	**73 389.6**
Netto rentebærende gjeld (NIBD)	5 598.3	5 598.3	5 598.3	5 598.3	5 598.3
Ikke-driftsrelaterte eiendeler	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
Egenkapitalverdi	**89 029.4**	**-**	**6 580.2**	**94 471.9**	**79 010.3**
Trading multippel: Sammenliknbare selskaper					
EBIT	9 665.2	(1 330.2)	(313.4)	16 508.3	16 508.3
Benyttet EV/EBIT	14.4x	13.6x	11.9x	10.5x	6.5x
Estimert EV	**139 138.0**	**(18 096.2)**	**(3 717.0)**	**174 014.9**	**106 514.8**
Netto rentebærende gjeld (NIBD)	5 598.3	5 598.3	5 598.3	5 598.3	5 598.3
Ikke-driftsrelaterte eiendeler	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
Egenkapitalverdi	**144 758.7**	**-**	**1 903.7**	**179 635.6**	**112 135.4**

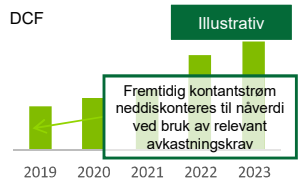
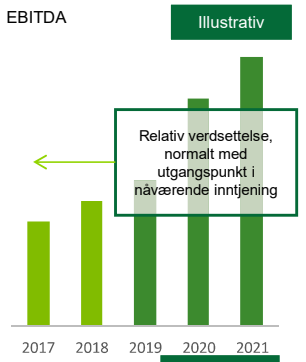
Beskrivelse

- For å supplere kontantstrømanalysen har vi også beregnet en egenkapitalverdi basert på multipler fra sammenlignbare selskaper.
- Vi har funnet multipler fra 11 sammenlignbare selskaper som bygger opp denne analysen, se vedlegg V2 for detaljer.
- EV/EBITDA går fra 8,2x i FY18 til 5,2x i FY21 mens EV/EBIT går fra 14,4x til 10,5x i samme tidsrom for de sammenlignbare selskapene.
- Vi bruker FY18 til FY21 i denne vurderingen for å få med et historisk år samt et prognoseår som har et driftsresultat som er mer representativ for nivået som ligger utover i prognoseperioden. På forrige side så kan man se at det er en stor økning i EBIT-nivå fra 2021 og utover. Vi har derfor valgt å vektlegge multippelverdiene fra FY21 i vår vurdering, som et mer representativt anslag på normalisert drift på sikt.
- Vi har også trukket frem multiplene fra Verbio som er det mest sammenlignbare børsnoterte selskapet. I følge analytikere vil Verbio ha et fremtidig marginnivå som Greve Biogass på rundt 7%, noe som gjør at Verbio sine multipler gir et godt siktepunkt på forventet selskapsverdi.
- I denne verdivurderingen ligger avskrivningene tilknyttet den finansielle leieavtalen i driftskostnadene. Derfor synes vi at EV/EBIT er mer representativ enn EV/EBITDA ved vurdering opp mot sammenlignbare selskaper.
- Merk at EBITDA og EBIT for FY19 er basert på helårs data. Siden FY19 har et negativ resultat blir egenkapitalverdien negativ og er derfor satt til null i multippel-vurderingen.

Vedlegg

Mandat og sammendrag	3
Virksomheten	6
Verdivurdering	13
Vedlegg	21

Vedlegg | V1: Metode

	Beskrivelse	Fordeler	Ulemper	Verdsettelsesprinsipper
Neddiskontert kontantstrøm / cash flow (DCF)	• Indikativ verdsettelse basert på prognoser • Nåverdi av estimert fremtidig kontantstrøm generert av de eiendeler som verdsettes, kontantstrøm justert for tidseffekt og risiko.	• Vurdering av vesentlige verdidrivende faktorer, som vekst, marginer og investeringsbehov. • Beregning basert på kontantstrømmer fra drift muliggjør bruk av scenarioanalyser.	• Behov for detaljert og dokumentert input/prognoser. • Følsom for små endringer i forutsetninger. • Ofte betydelig del av verdi knyttet til terminalperiode og forutsatt langsiktig inntjening.	
Multipler – sammenlignbare noterte selskap (Peer-group)	• Indikativ verdsettelse basert på børsmultipler (som EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales) fra sammenlignbare selskaper. • Normalt utgangspunkt i inntjening inneværende og påfølgende år.	• Ekstern referanse - hva er investorer i børsmarkedet villige til å betale for aksjer i tilsvarende selskap i samme bransje. • Enkelt utgangspunkt for diskusjon ifm. transaksjoner. • Kan være egnet som subsidiær (benchmark) metode	• Følsom for individuelle forskjeller, ulikheter i regnskapsprinsipper m.v • Avhengig av å finne representativ markedsprising • Ingen fundamentalanalyse.	
Multipler – sammenlignbare transaksjoner	• Indikativ verdsettelse basert på multipler (som EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales) fra sammenlignbare transaksjoner/ oppkjøp. • Normalt utgangspunkt i inntjening inneværende og påfølgende år.	• Ekstern referanse – hva har eksterne kjøpere/investorer vært villige til å betale for tilsvarende selskap/virksomheter i samme bransje. • Inkluderer normalt kontrollpremie, verdien av å få tilgang til majoriteten eller samtlige aksjer.	• Normalt basert på historiske regnskapstall mens transaksjoner ofte baseres på forventet fremtidig inntjening. • Avhengig av å finne sammenlignbare selskap/ representative transaksjoner. • Ingen fundamentalanalyse.	
Verdijustert egenkapital / substansverdi	• Bokført verdi av eiendeler og gjeld på verdsettelsesdato justeres til estimerte markedsverdier. • Verdijustert egenkapital beregnes hensyntatt evt. latent skatt på mer-/mindreverdier.	• Metoden kan være egnet for virksomheter som har eiendeler der det finnes et etablert marked og observerbare markedspriser, som f.eks eiendom eller rederi/shipping.	• Reflekterer i utgangspunktet ikke immaterielle verdier som ansatte, know-how, markedsposisjon, merkenavn, kunderelasjoner m.v.	

Illustrativ

	BV	Adj.	FV
Fixed assets	100	10	110
Current assets	50	(5)	45
Total assets	**150**	**5**	**155**
Equity	75	4	79
LT liabilities	60		60
ST liabilities	15	1	16
Total equity & liab.	**150**	**5**	**155**

Vedlegg | V2: Multipler

EV/EBITDA og EV/EBIT multipler

Trading multippel: Sammenliknbare selskap EV/EBITDA

	FY18	FY19	FY20	FY21
ABO Invest AG	9.7x	9.4x	8.3x	7.9x
Albioma	9.3x	8.4x	7.6x	7.2x
Falck Renewables S.p.A.	8.2x	7.5x	7.0x	6.5x
Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technical Company	8.2x	7.1x	5.8x	5.2x
Greenalia, S.A.	76.7x	45.6x	6.1x	5.8x
Séché Environnement SA	6.2x	4.3x	4.1x	3.9x
Renewi plc	4.8x	4.9x	5.2x	4.5x
Republic Services, Inc.	12.8x	11.6x	10.9x	10.4x
Veolia Environnement S.A.	7.3x	5.5x	5.5x	5.2x
CropEnergies AG	4.6x	6.9x	4.5x	4.3x
VERBIO Vereinigte BioEnergie AG	10.8x	4.1x	6.4x	4.3x
Gjennomsnitt	**14.4x**	**10.5x**	**6.5x**	**5.9x**
Median	**8.2x**	**7.1x**	**6.1x**	**5.2x**
Min	**4.6x**	**4.1x**	**4.1x**	**3.9x**
Max	**76.7x**	**45.6x**	**10.9x**	**10.4x**

Kilde: CIQ

Trading multippel: Sammenliknbare selskap EV/EBIT

	FY18	FY19	FY20	FY21
ABO Invest AG	44.4x	37.4x	28.3x	25.9x
Albioma	14.5x	13.6x	12.4x	11.7x
Falck Renewables S.p.A.	12.7x	13.4x	12.0x	11.4x
Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technical Company	12.2x	10.4x	8.3x	7.9x
Greenalia, S.A.	137.2x	70.9x	8.9x	10.5x
Séché Environnement SA	13.4x	10.1x	9.6x	8.7x
Renewi plc	11.2x	10.3x	11.9x	8.7x
Republic Services, Inc.	21.4x	18.9x	17.8x	16.7x
Veolia Environnement S.A.	14.4x	14.0x	12.4x	11.3x
CropEnergies AG	7.1x	15.3x	7.5x	6.7x
VERBIO Vereinigte BioEnergie AG	25.6x	6.1x	10.6x	6.5x
Gjennomsnitt	**28.6x**	**20.0x**	**12.7x**	**11.5x**
Median	**14.4x**	**13.6x**	**11.9x**	**10.5x**
Min	**7.1x**	**6.1x**	**7.5x**	**6.5x**
Max	**137.2x**	**70.9x**	**28.3x**	**25.9x**

Kilde: CIQ

Vedlegg | V3: WACC

Teori

Generell tilnærming

- Avkastningskravet er et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet på egenkapitalen og gjelden ("WACC" = Weighted Average Cost of Capital). Ettersom et selskap er finansiert med både egenkapital og gjeld, må avkastningskravet gjenspeile kapitalstrukturen i selskapet.
- Avkastningskravet skal reflektere en såkalt alternativkostnad for selskapet, der alternativet er å investere i andre eiendeler eller finansielle instrumenter, og hvor investor/selskapet krever avkastning som reflekterer denne risikoen.
- WACC proporsjonelt vekter avkastningskravet for egenkapitalen og gjelden basert på deres markedsverdier (D,E):

$$WACC = \frac{E}{EV} * K_e + \frac{D}{EV} * K_d * (1 - t_c)$$

Avkastningskrav på egenkapitalen

- Avkastningskrav på egenkapitalen (K_e) er estimert ved bruk av kapitalverdimodellen («CAPM» = Capital Asset Pricing Model):

$$K_e = R_f + \beta_E (R_m - R_f)$$

- Kapitalverdimodellen hevder at forventet avkastning av en gitt eiendel er lik risikofri rente, pluss markedsrisikopremie. Risikopremien er markedets beta av eiendelen (β_E) multiplisert med premien per enhet av beta risiko ($\beta_E(R_m - R_f)$).
- Kapitalverdimodellen er den mest anerkjente metoden for å beregne avkastningskrav til egenkapitalen.

Risikofri rente

- Risikofri rente er den teoretiske avkastning til en investering uten risiko.
- En allment akseptert metode for å finne risikofri rente er å anvende statsobligasjon som et estimat på den risikofrie renten, ideelt med forfall lik kontantstrømmen til selskapet. En statsobligasjon er per definisjon antatt å være risikofri så lenge sannsynligheten for at staten ikke kan betale tilbake lånet er lik null.
- Et alternativ er å bruke en utenlandsk langsiktig statsobligasjon korrigert for spredninger av innenlandsk og utenlandsk obligasjoner med kortere løpetid. I følge en rapport av PwC utgitt i 2018, rapporterer et økende antall selskaper at de bruker høyere renter enn de 10-årige statsobligasjonene ved beregning av avkastningskravet. Vi foretrekker dog ikke disse tilnærmingene, da vi vurderer at statsobligasjoner er den mest nøyaktige representasjonen av forventet fremtidige risikofri rente, forutsetatt fravær av misligholdsrisiko.

Markedets risikopremie

- Markedets risikopremie er et mål på hvilken avkastning investorer krever for å gjøre en investering i markedet. Den måler avkastningen for aksjemarkedet ut over risikofri rente og skal kompensere for høyere risiko.
- Det finnes ikke et eksakt mål på markedets risikopremie, og denne vil endre seg når aksjemarkedet endrer seg. Det er vanlig å basere fremtidig estimat for risikopremie på observerte historiske risikopremier.
- Professor Damodaran ved Stern School of Business (NYU) publiserer et estimat for markedets risikopremie månedlig. Hans metode og estimat er både velkjent og anerkjent blant de som arbeider med verdsettelse.
- Damodaran beregner også markedets risikopremie per land. Beregning er basert på markedspremie for et modent markedet og ilagt en landsspesifikk risikopremie basert på hvert enkelt lands karakteristikk.
    - Markedspremien for et modent marked er estimert ut fra implisitt risikopremie for S&P500, basert på gjennomsnittlig avkastning på kontantstrømmer de siste årene.
    - Landsspesifikk risikopremie kan beregnes ut fra enten Moody's rating av landets valuta eller en såkalt «credit default swap».

Vedlegg | V3: WACC

Teori

Beta og sammenlignbare selskaper

- Egenkapitalbeta måler systematisk risiko (markedsrisiko), for et selskap, en sikkerhet eller en portefølje sammenlignet med markedet under ett. Fordi systematisk risiko er ikke-diversifiserbar, vil en investor kreve høyere avkastning for høye beta for å kompensere for den økte risikoen.
    - β > 1 indikerer en høyere markedsrisiko enn gjennomsnittet
    - β < 1 indikerer en lavere markedsrisiko enn gjennomsnittet
- Det er ikke mulig å observere beta for unoterte selskaper, og det er derfor vanlig praksis å anvende en beta for sammenlignbare børsnoterte selskaper (peer group). Vi har beregnet en egenkapitalbeta basert på 5 år med månedlige observasjoner av avkastning for sammenliknbare selskaper målt opp mot en diversifisert markedsportefølje.
- Egenkapital beta er påvirket av selskapets kapitalstruktur og må derfor justeres for gjeldsgrad. Observert beta (levered beta) reflekterer underliggende risikoprofil for kontantstrømmene til selskapet, samt kapitalstruktur og skatteposisjon.
- Vi anvender metoden utviklet av Hamada for å estimere såkalt «unlevered beta» (β_U), dvs. en beta som ikke er påvirket av gjeldsgrad.

$$\beta_U = \frac{Levered\ beta}{1 + \left(\left(\frac{D}{E}\right)(1 - t_c)\right)}$$

- R^2 måler korrelasjonen mellom en aksjes avkastning og avkastningen til markedet (representert av en markedsindeks) og brukes til å si noe om hvor signifikant beta er. Vi har ekskludert selskaper med R^2 lavere enn 0.1 fra peer group grunnet lav forklaringsevne.
- I vårt estimat for egenkapitalbeta inkluderer vi også Damodarans bransjebeta for de relevante bransjene, som er basert på et stort utvalg av selskap. Denne studien oppdateres årlig.
- Bransjebeta og beta fra sammenlignbare selskaper er vektet likt, med 50 % hver.

Størrelse-/selskapsspesifikk risikopremie

- Selskaper utsettes for en rekke risikofaktorer knyttet til selskapsspesifikke forhold eller størrelse, som har innvirkning på den avkastning investorer krever. Generelt, anser man risikoen høyere for små selskaper enn for store.
- Størrelse-/selskapsspesifikk risikopremie (α) er forventet avkastning ut over CAPM.
- Premien korrigerer for faktorer som CAPM ikke i tilstrekkelig grad hensyntar, blant annet på grunn av at innsatsfaktorene som inngår i CAPM kommer fra større børsnoterte selskaper snarere enn mindre selskaper.
- Fastsettelse av størrelse-/selskapsspesifikk risikopremie er en subjektiv vurdering fra verdsetterens side, men det finnes studier som både bekrefter at det finnes en invers sammenheng mellom selskapsstørrelse og avkastningskrav, samt forsøker å tallfeste disse.

Avkastningskrav på gjelden

- Den anvendte avkastningen på gjelden (K_d) er et estimat av markedsrenten som selskapet må betale på sine lån. Det vil hovedsakelig avhenge av rentenivået, den oppfattede risikoen for at selskapet misligholder sin gjeld og marginalskatten på firmaet.
- En felles tilnærming til å estimere avkastningen på gjelden er å bruke risikopremiemetoden. Her er gjeldskostnaden lik swaprenten (R) pluss en premie basert på kredittvurdering av selskapet eller en estimert standard swap spread (ds):

$$K_d = R + ds$$

Vedlegg | V3: WACC

Peer group

Industry group	Region	#Firms	Beta	D/E ratio	Tax rate	Unlev. Beta	Cash/EV	Unlev. Beta corr. fo
Environmental & Waste Services	US	91	1.19	0.34	3.2%	0.95	0.87 %	0.96
Environmental & Waste Services	Europe	48	0.96	0.40	12.6%	0.73	4.79 %	0.77
Green & Renewable Energy	US	21	1.62	1.46	0.0%	0.77	3.24 %	0.80
Green & Renewable Energy	Europe	51	0.88	1.09	15.9%	0.48	8.04 %	0.52
Median				0.74				0.78

Peer group Ticker	Company name	Country	MCAP	NIB debt	Current D/E ratio	Historical D/V ratio	Historical D/E ratio	Tax rate	Eq-Beta 5Y monthly	Unlev. Beta 5Y monthly	Equity data points	EQ-Beta 5YR-square
DUSE:ABO	ABO Invest AG	Germany	769	1 631	2.1	0.70	2.38	30 %	-0.0	-0.0	60	0.01
ENXTPA:ABIO	Albioma	France	6 113	8 702	1.4	0.55	1.21	33 %	1.0	0.6	60	0.25
BUSE:ALTEO	ALTEO Energiaszolgaltato Nyilvanosan Mukodo R	Hungary	387	360	0.9	0.30	0.43	9 %	0.4	0.3	60	0.10
ENXTPA:MLEES	Energie Europe Service	France	2	-	-	-	-	33 %	-0.3	-0.3	60	0.00
BIT:FKR	Falck Renewables S.p.A.	Italy	8 921	6 698	0.8	0.62	1.65	24 %	1.3	0.6	60	0.16
ATSE:TENERGY	Terna Energy Societe Anonyme Commercial Tech	Greece	7 549	7 028	0.9	0.50	1.01	28 %	1.9	1.1	60	0.29
AIM:AEG	Active Energy Group PLC	United Kingdom	70	110	1.6	0.18	0.21	19 %	0.9	0.8	60	0.03
DB:ETG	EnviTec Biogas AG	Germany	1 439	472	0.3	0.35	0.53	30 %	-	-	60	-
KOSDAQ:A038870	EcoBio Holdings Co., Ltd.	South Korea	665	-71	-0.1	0.21	0.26	25 %	1.1	0.9	60	0.08
AMEX:ELLO	Ellomay Capital Ltd.	Israel	786	905	1.2	0.33	0.50	23 %	0.8	0.6	60	0.17
BME:GRN	Greenalia, S.A.	Spain	1 304	963	0.7	0.07	0.07	25 %	-	-	16	-
SZSE:000939	Kaidi Ecological and Environmental Technology C	China	5 297	7 978	1.5	0.50	0.99	25 %	0.4	0.3	60	0.02
DB:LUM	a.i.s. AG	Germany	0	-	-	-0.05	-0.05	30 %	0.1	0.1	60	0.00
BME:GRI	Griñó Ecologic, S.A.	Spain	405	60	0.1	0.15	0.18	25 %	0.3	0.3	60	0.02
ENXTPA:SCHP	Séché Environnement SA	France	2 291	3 465	1.5	0.56	1.27	33 %	1.2	0.7	60	0.24
LSE:RWI	Renewi plc	United Kingdom	2 979	6 202	2.1	0.47	0.88	19 %	1.1	0.6	60	0.12
NYSE:RSG	Republic Services, Inc.	United States	230 297	73 992	0.3	0.30	0.42	26 %	0.6	0.5	60	0.40
ENXTPA:VIE	Veolia Environnement S.A.	France	112 847	93 273	0.8	0.49	0.97	33 %	0.6	0.4	60	0.13
XTRA:CE2	CropEnergies AG	Germany	4 945	-27	-0.0	0.12	0.13	30 %	1.1	1.0	60	0.10
XTRA:VBK	VERBIO Vereinigte BioEnergie AG	Germany	4 730	-1 015	-0.2	-0.11	-0.10	30 %	1.2	1.3	60	0.06
ENXTPA:ALMET	Méthanor SCA	France	81	-22	-0.3	-1.40	-0.58	33 %	0.4	0.6	60	0.05
Related firms Median (only R-square above beta cap)					1.04		0.99		1.04	0.59		
Related firms Average (only R-square above beta cap)					1.12		0.99		1.07	0.62		

Kommentar

- En rekke børsnoterte selskaper har blitt identifisert som anses som sammenlignbare selskaper. Merk at selskapene med en R-kvadrat på mindre enn [0,1] er ikke tatt med i vår analyse på grunn av manglende forklaringsgrad.
- Vi har brukt Damodaran sine industrigrupper «Environmental & Waste Services» og «Green & Renewable Energy» for både Europa og USA.

Vedlegg | V3: WACC

WACC

Debt-to-equity ratio	
D/E ratio industry group	0.74
D/E ratio peer-group	1.04
Average D/E ratio	0.89

Unlevered beta	
Median unlevered industry beta	0.78
Median unlevered peer group beta	0.59
Average unlevered beta	0.69

WACC calculation	
Assumptions	
Risk free interest rate	1.72 %
Market risk premium	5.75 %
Marginal tax rate	22 %
Cost of debt estimate	3.40 %
Cost of debt after tax	2.65 %
Peer group median capital structure (D/E)	0.89
Applied unlevered beta	0.69
Levered equity beta	1.16
Calculation of WACC	
Risk free interest rate	1.72 %
Market risk premium	5.75 %
Beta of equity	1.16
+/- Size / company-specific adjustment	7.9%
Cost of equity	16.3 %
Equity to total capital	53 %
Cost of debt after taxes	2.65 %
Debt to total capital	47 %
WACC	9.88 %
WACC (rounded)	9.90 %

Beskrivelse

- Beta og gjeld/egenkapital er basert på gjennomsnittet av industrigruppene og de sammenlignbare selskapene i peer group.
- Risikofri rente er basert på norsk 10-årig statsobligasjon per 30.04.2019.
- Markedets risikopremie er basert på forskning fra Damodaran for april på [5,75%] for amerikanske og vest-europeiske markeder.
- Gjeldskostnaden er basert på en norsk 10-årig swap rente per 06.05.2019. Et påslag på 1,3% er lagt til basert på lånetilbud innhentet fra banker.
- Skattesats på 22%.
- Studier fra Erasmus og Duff & Phelps indikerer en størrelsepremium på 7,92% for dette Selskapet, basert på størrelse samt andre selskapsspesifikke faktorer.
- Faktorer som at Greve Biogass nylig kom i drift i november 2017 og er i en utviklingsfase for både øke drift og kapasitet impliserer at størrelsepremium bør være i den øvrige enden av skalaen.
- Basert på vurderingene ovenfor så har vi estimert en WACC på 9,9%

Vedlegg | V4: NAK

Arbeidskapitalberegning

Greve Biogass AS - NAK

NOKt	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	TV (24)
Total inntekt	78 265.7	112 312.3	108 370.6	126 180.3	173 688.5	197 827.1	215 057.3	219 358.4
NAK	11 114.9	9 187.5	16 255.6	18 927.0	26 053.3	29 674.1	32 258.6	32 903.8
NAK mot inntekt (annualisert)	*14.2%*	*8.2%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
Endring i arbeidskapitalen (NAK)	**(4 536.0)**	**1 927.4**	**(8 403.1)**	**(2 671.5)**	**(7 126.2)**	**(3 620.8)**	**(2 584.5)**	**(645.2)**

	FY17	FY18	YTD19
Total inntekt	78 265.7	112 312.3	36 765.4
NAK	11 114.9	9 187.5	7 852.5
NAK mot inntekt (annualisert)	*14.2%*	*8.2%*	*21.4%*

Kommentar

- Netto arbeidskapital («NAK») varierer og utgjorde 14,2% i FY17, 8,2% i FY18 og 21,4% i YTD19.
- Vi bruker et normalisert NAK-nivå i % av inntekter på 15% basert på diskusjoner med ledelsen.

Vedlegg | V5: Prognose

Detaljert prognose

NOKt	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
Biogassinntekt	43 673	57 369	77 446	88 134	97 574
Såpevann	-	-	-	-	-
Nye avfallsfraksjoner	-	-	1 250	2 550	2 731
Fastgjødsel	-	-	12 375	15 147	18 540
Hudsdyrgjødsel	3 078	3 768	6 106	7 550	8 089
Slam	23 153	23 616	24 088	24 570	25 061
Næringsavfall	735	840	840	867	909
Transport matavfall RiG/Kragerø/Grinda	1 669	1 373	1 401	1 429	1 457
Husleie fra Lindum	13 263	13 528	13 799	14 075	14 357
Biogjødsel	16 399	19 820	31 208	38 234	40 917
Rejekt	6 400	5 865	5 176	5 271	5 422
Sum inntekter	**108 371**	**126 180**	**173 688**	**197 827**	**215 057**
Biogassinntekt fakturert fra Lindum	(32 764)	(41 364)	(54 941)	(64 281)	(74 055)
Husdyrgjødsel	(2 052)	(2 512)	(4 070)	(5 034)	(5 392)
Transport husdyrgjødsel	(2 523)	(3 150)	(5 207)	(6 567)	(7 176)
Transport biogjødsel	(4 675)	(5 763)	(9 256)	(11 567)	(12 627)
Transport matavfall RiG/Kragerø/Grinda	(1 669)	(1 373)	(1 401)	(1 429)	(1 457)
Slamkostander	(23 153)	(23 616)	(24 088)	(24 570)	(25 061)
Fiskeensillasjekostnader	(210)	(1 820)	(2 080)	(2 700)	(5 500)
Lagerleie biogjødsel	(6 892)	(8 497)	(13 646)	(17 053)	(18 615)
Rejekt	(10 240)	(8 376)	(7 539)	(7 831)	(8 217)
Prosjekter	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)
Andre varekostnader	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)
Sum varekostnader	**(84 899)**	**(97 191)**	**(122 949)**	**(141 752)**	**(158 820)**
Levering gass på nett (LNG)	(3 000)	(2 800)	(2 800)	(2 800)	(2 800)
Service og vedlikehold	(2 000)	-	(1 500)	(2 250)	(3 000)
Leie og leasing	(904)	(904)	(904)	(904)	(904)
Husleie TBK	(12 958)	(19 121)	(19 046)	(24 947)	(24 342)
Sum andre kostnader	**(18 862)**	**(22 825)**	**(24 250)**	**(30 900)**	**(31 046)**
F&U	(1 380)	(1 518)	(1 822)	(1 822)	(1 822)
Adm, ledelse, kurs, porto etc.	(2 400)	(2 800)	(6 000)	(6 600)	(6 732)
Revisjon, konsulent, styrehonorar	(1 560)	(1 560)	(1 560)	(1 560)	(1 560)
Andre driftskostnader	(600)	(600)	(600)	(600)	(600)
Sum adm. og utvikling	**(5 940)**	**(6 478)**	**(9 982)**	**(10 582)**	**(10 714)**
Driftsresultat	**(1 330)**	**(313)**	**16 508**	**14 593**	**14 478**

Vedlegg | V6: YTD vs YTG

YTD19 vs YTG19

NOKt	FY19	YTD19	YTG19
Salgsinntekt	108 370.6	36 765.4	71 605.1
Sum inntekt	**108 370.6**	**36 765.4**	**71 605.1**
Varekostnad	(84 898.6)	(27 358.8)	(57 539.8)
Lønnskostnad	(2 400.0)	(498.6)	(1 901.4)
Annen driftskostnad	(21 941.7)	(7 706.3)	(14 235.4)
Sum driftskostnader	**(109 240.3)**	**(35 563.6)**	**(73 676.7)**
EBITDA	**(869.7)**	**1 201.9**	**(2 071.6)**
Avskrivninger	(460.5)	(153.5)	(307.0)
EBIT	**(1 330.2)**	**1 048.3**	**(2 378.6)**
Netto finanskostnad		-	-
Ordinary profit before tax		**1 048.3**	**(2 378.6)**
Skattekostnad på ordinært resultat		(230.6)	523.3
Ordinært resultat		**817.7**	**(1 855.3)**
Vekst i Sum inntekt	*(3.5%)*	*n/a*	*n/a*
EBITDA-margin	*(0.8%)*	*3.3%*	*(2.9%)*
EBIT-margin	*(1.2%)*	*2.9%*	*(3.3%)*

Vedlegg | V7: Avtaler

Hovedpunktene fra driftsavtalen med Lindum AS

Biogassinntekter	• I avtalen mellom Greve Biogass og Lindum er gassinntektene utover 2 800 000 Nm3/år fordelt med 50% til hver av partene, hvor volumet på 2 800 000 Nm3/år er ekskludert husdyrgjødsel. • Biogassprisen over 5 mill Nm3 biogass skal ikke settes lavere enn 5.5 kr/Nm3. • Biogassprisen over 6 mill Nm3 biogass settes til 6.5 kr/Nm3 ved leveranse av LBG.
Husdyrgjødsel	• Lindum skal motta 30 kr/tonn flytende husdyrgjødsel fra Greve Biogass som benyttes som erstatningskomponent for rent vann (spedevann). • Beløpet utbetales årlig til Lindum i tråd med utbetaling av tilskudd fra Landbruksdirektoratet. Faller tilskuddet for landbruket bort, faller godtgjørelsen bort.
Biogjødsel	• Lindum må dekke 110 kr/tonn produsert biogjødsel. Prisen er fast hele leieperioden.
Slam	• Lindum skal stå for behandling og sluttdisponering av slam fra avløpsrenseanlegg i Vestfold og Grenland. • Oppdraget er priset på følgende måte hvor enhetsprisene skal reguleres januar hvert år med grunnindeks juli 2014;

Type aktivitet	Tonn/år	Kr/tonn	Kr/år
Behandling	23 700	362	8 579 400
Sluttdisponering	23 700	339	8 034 300
Sum kostnader/år			**16 613 700**

Vedlegg | V7: Avtaler

Hovedpunktene fra driftsavtalen med Lindum AS

Matavfall

- Lindum skal utføre transport og behandling av matavfall fra husholdningene i innsamlingsområdet til Vesar, RiG IKS i Grenland og Kragerø kommune, hvor samlet avfallsmengde er anslått til 17 500 tonn per år.
- Rejekt fra forbehandlingsanlegget på anlegget skal transporteres for håndtering på Vesars omlastningssted hos Lindum. Kostnaden for transport og behandling bæres av Lindum.
- Behandlingsprisen vil være 500 kr/tonn rejekt.
- Oppdraget er priset på følgende måte hvor enhetsprisene skal reguleres januar hvert år med grunnindeks juli 2014;

Type aktivitet	Tonn/år	Kr/tonn	Kr/år
Transport fra Grinda	3 800	118	448 400
Transport fra Bjorstaddalen	4 600	176	809 600
Transport fra Kragerø, Sannidal	570	316	180 120
Behandling på Rygg (5.50/Nm3)	17 370	649	11 273 130
Behandling på Rygg (6.00/Nm3)	17 370	560	-
Behandling på Rygg (6.50/Nm3)	17 370	471	-
Transport av rejekt til Lindum (12.5%)	2 170	69	149 730
Sum kostnader/år			**12 860 980**

- Dersom mottatt næringsavfall (eksl. Eierkommunenes avfall) overstiger 10 000 tonn og prisen overstiger 500 kr/tonn, skal overskytende deles med 70% til Lindum og 30% til greve Biogass.

Leie

Tønsberg kommune er eier av eiendommen med tilhørende anlegg. Vesar inngikk 25.juni 2013 avtale om leie av eiendommen. Denne leiekontrakten er overført videre til Greve Biogass AS hvor utleie skjer i henhold til denne leieavtalens punkt 13.2.

- Leiesummen for Lindum er 11 800 000 kr per år eks. mva.
- Leien reguleres årlig i januar, hvor første gang er januar 2018.

Vedlegg | V7: Avtaler

Hovedpunktene fra avtalen med Tønsberg kommune

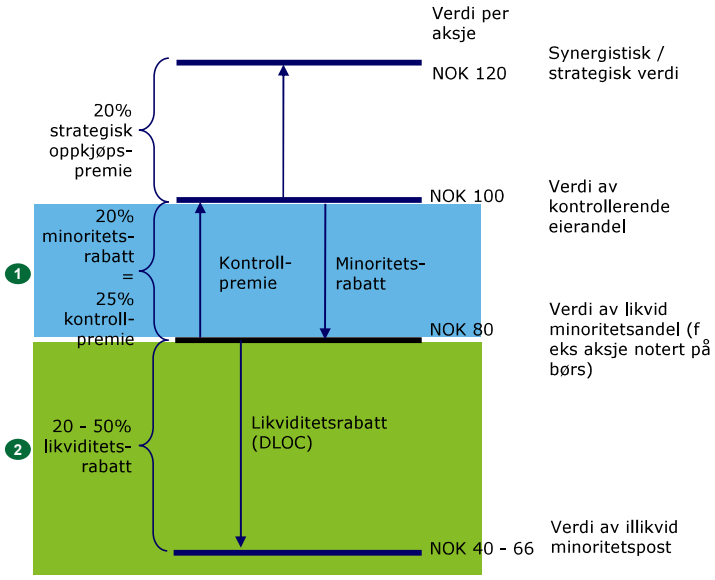
Leie til Tønsberg kommune	• Greve Biogass betaler en årlig leie med utgangspunkt i kommunenes investeringskostnader som er beregnet til 155 980 NOKt etter investeringsstøtte fra ENOVA og tilskudd fra Innovasjon Norge. Leien tilsvarer årlige avskrivninger over 20 år pluss 6 md NIBOR rente samt kredittyters margin. I tillegg beregnes et årlig påslag på 1,3% av gjenstående saldo til dekning av kommunens administrasjon og kostnader, samt kommunens risiko. • Leieavtalen løper i 20 år fra 1. juli 2018. • Leieavtalen er vurdert til å være en finansiell leieavtale som balanseføres. Det er planlagt videre utbygginger av anlegget i perioden 2019 og fremover, som vil bli innregnet i samme modell når det er ferdigstilt. • I tillegg til leie så skal det betales leie for tomten. Leien for tomten fastsettes til 6% basert på tomteverdi på 400 kr per kvadratmeter basert på oppmåling. Tomten er målt til 22 190 kvm som fører til at tomteleien utgjør årlig 532 560 NOK. Dette er behandlet som er operasjonell leieavtale. • Leien for anlegget skal ikke reguleres i leietiden utover rentesatsen. Leien for tomten kan reguleres hvert 10. år i henhold til markedsleie for næringstomter i tilsvarende områder. For øvrig indeksreguleres tomteleien hvert 5.år i henhold til endringen i konsumprisindeksen.
Tiltak/investeringer	• Greve Biogass skal ha ansvaret for all ombygging, ominnredning eller annen form for forandring av fabrikken. Arbeidene skal dekkes av Greve Biogass, men betales av Tønsberg kommune. Kostnadene skal tillegges leiekostnadene etter samme beregningsmodell som benytte for beregning av husleien, med beregning ut fra gjenstående leietid. • Hvert år skal Greve Biogass oversende forslag til tiltak/investeringer for påfølgende år til Tønsberg kommune. Sammen med forslaget skal det medfølge et foreløpig kostnadsestimat. Etter et felles møte fastsetter kommunen budsjettrammen som skal innarbeides i budsjettet for påfølgende år og foreslås for bystyret. Når budsjettet med budsjettrammen er vedtatt av bystyret kan prosjekter/tiltak innenfor budsjettrammen iverksettes. • For å forenkle rutine for oppgradering og ombygging så har det blitt foreslått en årlig investeringsramme på 20 NOKm i 2019 og 5 NOKm i tidsrommet 2020-2022 fra Tønsberg kommune.

Vedlegg | V7: Avtaler

Hovedpunktene fra avtalen med Air Liquide Skagerak AS

Salg av biogass	• Årlig volum av biogass i leveringsperioden skal være maksimalt 50 GWh. • Greve Biogass skal levere all produsert biogass til AL Skagerak. AL Skagerak skal motta all biogass som blir produsert, begrenset til årlig volum. • AL Skagerak sitt vederlag til Greve Biogass er betinget av den prisen AL Skagerak oppnår ved videresalg av biogass som drivstoff, og AL Skagerak sine investerings- og driftskostnader i den enkelte videresalgskontrakt. • Biogassen som leveres skal fortrinnsvis videreselges som drivstoff til busser og andre tunge kjøretøyer. Biogass om ikke avsettes til dette formålet skal leveres til AL Skagerak øvrige kunder eller selges på det åpne markedet til markedspris. • Prinsippet for gassprisen er at partene er enig om at biogassen prises etter 'åpen bok'- prinsippet, dert begge parter har en fornuftig og balansert fortjeneste. • AL Skagerak forplikter seg til å gi eierkommune i Grenland fortrinnsrett til kjøp av Biogass. Fortrinnsretten gjelder en forholdsmessig andel av produsert biogass, tilsvarende mengden energi som produseres fra avfall som leveres fra de aktuelle eierkommuner, oppad begrenes til 5,9 GWh i året. • Avtalen ble signert i 2014 og gjelder for en periode på 20 år med mulighet for forlengelse.

Vedlegg | V8: Rabatter



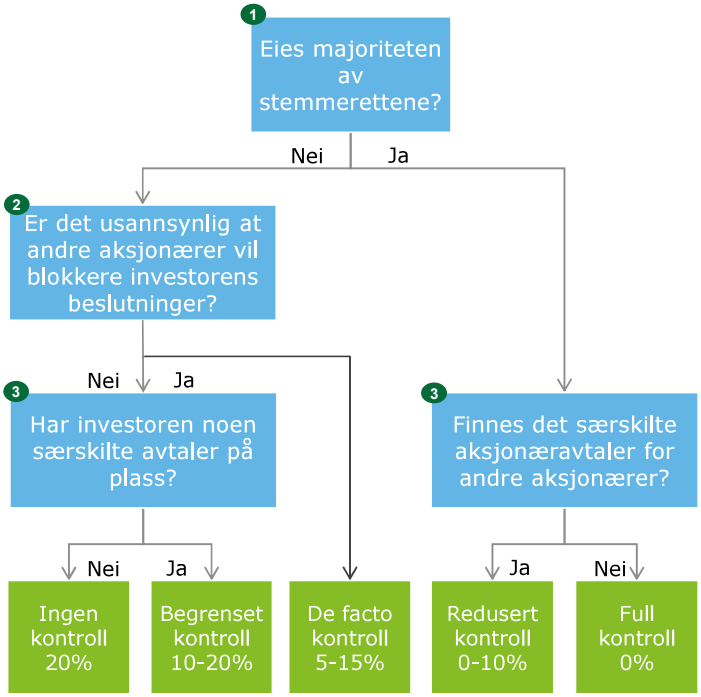
1- Minoritetsrabatt

- Teorien bak denne rabatten er at det er forskjell i verdi mellom en kontrollerende eierpost, med innflytelse på eiendelene/investeringen, og en ikke-kontrollerende post uten slik innflytelse. Normalt vil majoritetseiere ha rettigheter som minoritetseiere ikke har, så fremt ikke særskilt avtalt i aksjonæravtaler.
- Det finnes metoder for å estimere størrelsen på minoritetsrabatt slik som analyser av aksjer med og uten stemmerett (A-/B-aksjer), studier av premie betalt for å oppnå majoritet ved oppkjøp samt opsjonsprisingstilnærminger.
- Kontrollpremie er konseptuelt det samme, men da fra perspektivet til aksjonær som oppnår eller har kontroll. Dette kan synliggjøres når selskaper kjøpes av børs, der børsverdien reflekterer prising av minoritetsposter men der kjøper ofte er villig til å betale en premie for eiermessig kontroll over selskapet.

2 – Likviditetsrabatt/småbedriftsrabatt

- Likviditet er muligheten til å konvertere eierskapsposter til kontanter raskt uten vesentlige transaksjonskostnader og til en pris veldig nær observert eller kjent markedspris.
- For investorer innebærer dette å konvertere til kontanter når de ønsker eller har behov uten risiko for ikke å få selge og uten risiko for at vederlaget reduseres av høye kostnader knyttet til å identifisere kjøper og gjennomføre transaksjonen. Videre, i et aktivt marked hvor jevnlig oppdatering av priser er tilgjengelig, kan forventet pris estimeres med rimelig sikkerhet.
- Likviditetsrabatt er ofte også omtalt som «småbedriftsrabatt», som i tillegg til redusert likviditet også skal fange opp økt risiko/volatilitet ved investering i små selskaper sammenlignet med store (børsnoterte) selskaper.
- For å kompensere for økt risiko vil investorer typisk kreve høyere avkastning.

Vedlegg | V8: Rabatter



Faktorer som påvirker størrelsen på minoritetsrabatt

- Hovedfaktoren som påvirker størrelsen på rabatten er graden av kontroll, som illustrert til venstre. Alt eierskap under 100% gir åpning for at minoriteten kan utøve en eller annen grad av kontroll eller forrett i særskilte situasjoner. Følgende grader av kontroll kan defineres:
  - Full kontroll
  - De facto kontroll
  - Redusert kontroll
  - Begrenset kontroll
  - Ingen kontroll

Steg 1

- Antall aksjer eiet av en investor er ikke det eneste av betydning. Andre vurderinger inkluderer rettighet til å utnevne eller fjerne majoriteten av styremedlemmene, vetorettighet, samt sammensetningen av aksjeklasser og implisitte rettigheter via opsjoner og tegningsrettigheter.

Steg 2

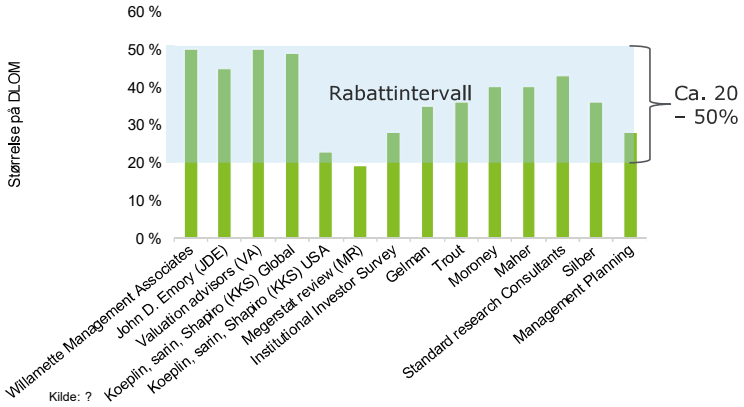
- Mulige vurderinger inkluderer relativ stemmeinnflytelse mellom aksjonærer (store aksjonærer vs. spredt eierskap)

Steg 3

- Vurderinger av aksjonæravtaler inkluderer:
  - Type rettigheter f eks ytterligere stemmerett, vetorett, rettigheter knyttet til finansielle eller operasjonelle beslutninger
  - Fordelingen av rettigheter ved dead lock
  - Rettigheter knyttet til tvangsinnløsning av minoriteter
  - Løpetid for avtaler og sanksjonsmuligheter ved brudd og om rettighetene lar seg utøve

Vedlegg | V8: Rabatter

Studier av størrelse på DLOM



Kilde: ?

Faktorer som påvirker størrelsen på likviditets-/småbedriftspremie

- Det er en rekke faktorer som påvirker størrelsen på en mulig likviditets-/småbedriftsrabatt:
  1. Hvor lett er det å selge selskapet (bransjens attraktivitet, vekstpotensial etc)
  2. Selskapsstørrelse
  3. Omsetteligheten av selskapets eiendeler
  4. Selskapets generell tilstand og robusthet I kontantstrømmer
  5. Sannsynlighet for fremtidig IPO
  6. Eierskapssammensetning
- Likviditetsrabatt kan bli vurdert eller inkludert som en direkte reduksjon i selskapets Verdi, eller som en risikokomponent i avkastningskravet.
- Basert på en rekke studier, illustrert til venstre, er rabattene beregnet i størrelsesorden 20–50%.
- Videre, i følge professor Damodaran ved NYC Stern, er den generelle tommelfingerregelen for rabatt for private selskaper i størrelsesorden 20-30%.
- PWC har i sin studie «Risikopremien i det norske markedet – 2017» kartlagt bruk av likviditets-/småbedriftsrabatt. Ca 80% av respondentene oppgir at de anvender denne type rabatt. For de minste selskapene ligger rabatten i form av påslag på avkastningskrav mellom 2 og over 8% (median 4-5%).

Vedlegg | V9: Forkortelser og definisjoner

Forkortelser og definisjoner

AL Skagerak	Air Liquide Skagerak AS
BS	Balanse
EBIT	Earnings before interest and tax / driftsresultat
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation
EBT	Earnings before tax / resultat før skatt
EV	Enterprise value, Selskapsverdi
Fabrikken	Den Magiske Fabrikken
FY17, FY18	År avsluttet 31. desember 2017, 2018
Historisk periode	FY17 til FY18
LBG	Liquid Biogas
Ledelsen/Selskapet/Oppdragsgiver	Greve Biogass AS
NOK	Norske Kroner
NAK	Netto arbeidskapital
Opex	Operating expenses / andre driftskostnader
P&L	Profit and loss / resultatregnskapet
Prognoseperiode	Prognostiserte resultater for årene YTG19B til FY23
TR IKS	Tønsberg Renseanlegg IKS
Vesar	Vestfold Avfall og Ressurs AS
YTD19	[Fire måneder avsluttet 30.april 2019]
YTG19B	[Gjenstående FY19 budsjett etter 8 måneder]

Deloitte.

Deloitte AS and Deloitte Advokatfirma AS are the Norwegian affiliates of Deloitte NWE LLP, a member firm of Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL"), its network of member firms, and their related entities. DTTL and each of its member firms are legally separate and independent entities. DTTL (also referred to as "Deloitte Global") does not provide services to clients. Please see www.deloitte.no for a more detailed description of DTTL and its member firms.

Deloitte Norway conducts business through two legally separate and independent limited liability companies; Deloitte AS, providing audit, consulting, financial advisory and risk management services, and Deloitte Advokatfirma AS, providing tax and legal services.

Deloitte is a leading global provider of audit and assurance, consulting, financial advisory, risk advisory, tax and related services. Our network of member firms in more than 150 countries and territories serves four out of five Fortune Global 500® companies. Learn how Deloitte's approximately 264,000 people make an impact that matters at www.deloitte.no.

This communication contains general information only, and none of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, its member firms, or their related entities (collectively, the "Deloitte Network") is, by means of this communication, rendering professional advice or services. Before making any decision or taking any action that may affect your finances or your business, you should consult a qualified professional adviser. No entity in the Deloitte Network shall be responsible for any loss whatsoever sustained by any person who relies on this communication.

© 2019 Deloitte AS

TENDEN
ADVOKATFIRMA

NOTAT

Til: Grenland Vestfold Biogass AS ved

Fra: Advokat Lasse Jensen og Erik Bruusgaard

Saksansvarlig advokat: Advokat Lasse Jensen

Dato: 30. august 2019

Vår ref.: 431880/30175/91

OMORGANISERING AV EIERSKAP I GRENLAND VESTFOLD BIOGASS AS

- **VURDERING AV TINGSUTBYTTE AV AKSJEPOSTEN SOM VESAR EIER I GREVE BIOGASS AS, TIL EIERKOMMUNENE**
- **VURDERING AV TINGSUTDELING AV AKSJEPOSTEN SOM TØNSBERG RENSEANLEGG EIER I GREVE BIOGASS AS, TIL EIERKOMMUNENE**

1 BAKGRUNN

Vestfold avfall og ressurs AS ("**Vesar**") og Tønsberg Renseanlegg IKS ("**Tønsberg Renseanlegg**") eier hver sine aksjeposter i Grenland Vestfold Biogass AS ("**Greve Biogass**").

Vesar eier 40,99 % av aksjene i Greve Biogass. Videre eier Tønsberg Renseanlegg 21,87 % av aksjene i Greve Biogass. Tønsberg Renseanlegg er organisert som et IKS etter lov om interkommunale selskaper.

Overdragelse av aksjer fra Vesar og Tønsberg Renseanlegg tilbake til kommunene er besluttet ved kommunenes tidligere behandling av omorganiseringen av Greve Biogass. Det forutsettes at aksjene i Greve Biogass i fremtiden skal eies direkte av kommunene og ikke gjennom interkommunale selskaper eller aksjeselskaper.

Fra Greve Biogass' og Vesars side er det foreløpig besluttet at man ikke ønsker å overdra aksjene gjennom et ordinært aksjesalg. En ønsker likevel å overføre aksjene, da slik at dette vurderes å skje via et tingsutbytte. På denne bakgrunn er Tenden Advokatfirma ANS bedt om å vurdere de skatte- og selskapsrettslige konsekvenser av en eventuell slik overføring.

Det poengteres for ordens skyld at det skal innhentes en ekstern verdivurdering av verdien av selskapet Greve Biogass. I dette notatet legges for eksemplets skyld til grunn av antatt virkelig verdi av selskapet Greve Biogass er 50 millioner. Det vil igjen si at aksjeposten til Vesar på 40,99 % har en virkelig verdi på ca 20 millioner og aksjeposten til Tønsberg Renseanlegg på 21,87 har en verdi på ca kr 10 millioner.

Overføring av aksjene ved tingsutbytte blir i det følgende først vurdert for Vesar i notatets punkt 3. I notatets punkt 4 gjøres en tilsvarende vurdering for Tønsberg Renseanlegg. Vi legger til grunn at de hovedprinsipper som gjelder for Vesar, også kan legges til grunn for Tønsberg Renseanlegg, men slik at vurderingen må skje på bakgrunn av selskapenes organisasjonsform, regulert av henholdsvis aksjeloven og lov om interkommunale selskaper.

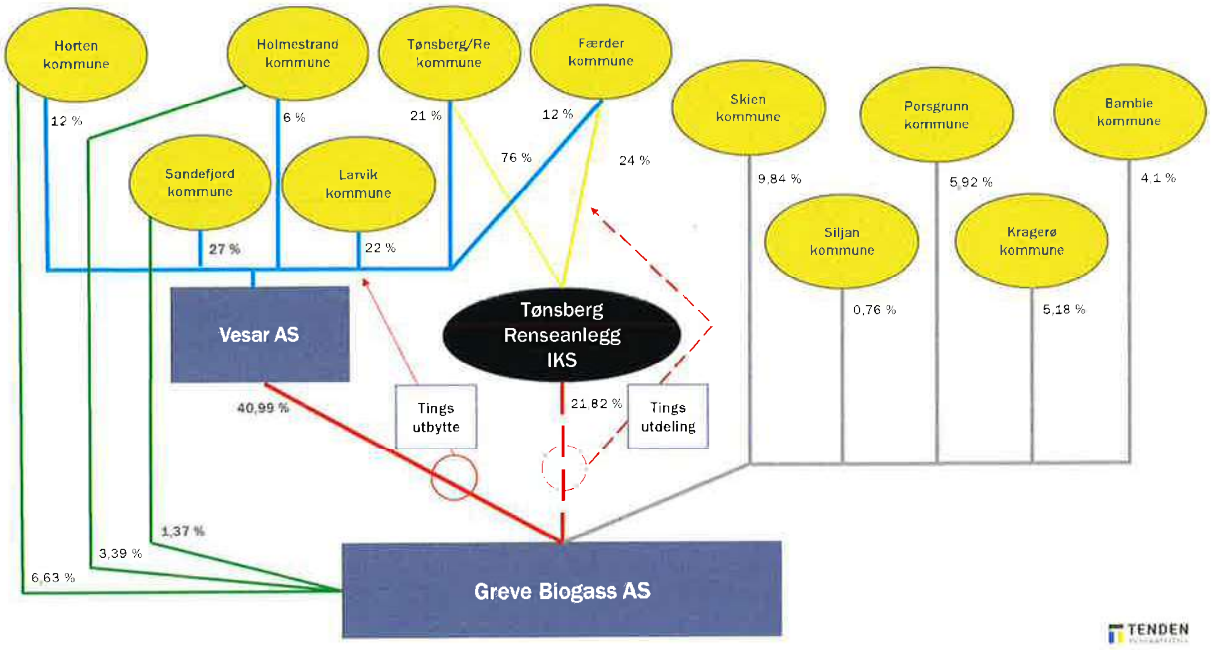
Oppsummert:

- Tingsutbytte/tingsutdeling bestående av aksjeposter i Greve Biogass til eierkommunene kan være en gjennomførbar alternativ for overføring av aksjeposten, basert på forutsetningene i dette notatet.

2 DAGENS EIRSTRUKTUR

For å lette lesningen av notatet er det i figuren nedenfor laget en konsernstruktur, som viser dagens eierskap til aksjene i Greve Biogass. Det er også avmerket med rød pil et tingsutbytte fra Vesar bestående av aksjeposten i Greve Biogass. I tillegg er det i rød stiplet pil avmerket et tingsutdeling fra Tønsberg Renseanlegg bestående av aksjeposten i Greve Biogass.

Fig: (se også samme figur i større format i avsluttende vedlegg)



3 VESAR: TINGSUTBYTTE AV AKSJEPOST I GREVE

3.1 Generelt: overdragelse av aksjer/tingsutbytte

Et tingsutbytte fra Vesar som består av en aksjepost i Greve Biogass vil bli behandlet etter aksjelovens regler om utbytte. Da tingsutbytte får den konsekvens at eierskapet til aksjene overføres til nye aksjonærer (eierkommunene), må også de bestemmelsene i aksjeloven, selskapets vedtekter og aksjonæravtale som omhandler eierskifte følges.

Innledningsvis kan det også være på sin plass å peke på hovedforskjell av et aksjesalg og et utbytte:

- Ved et aksjesalg vil kjøper ha krav på aksjene og selger ha krav på et vederlag tilsvarende salgssummen for aksjene. Vederlaget gjøres typisk opp ved betaling av et pengebeløp eller ved at selger (her Vesar) har et pengekravkrav på kjøper, som er pliktig gjort opp på et senere tidspunkt.
- Et utbytte er en ensidig disposisjon ved en utbytteutdeling fra selskapet til aksjonær. Aksjonærene i Vesar vil kun få overført en forholdsmessig del av aksjene i Greve Biogass. Vesar vil etter avgivelse av utbytte ikke ha noe krav mot eierkommunene.

Tingsutbytte består i dette tilfellet av en aksjepost på 40,99 % i Greve Biogass. Tingsutbytte vil forholdsmessig bli fordelt til aksjonærene i Vesar etter dagens prosentvise eierfordeling. For å få fordelt de 4 099 aksjene som eies i Greve Biogass til eierkommunene, vil det være nødvendig å gjøre en oppsplitting (splitt) av aksjene ved en vedtektsendring i Greve Biogass, som vedtas av selskapets generalforsamling.

3.2 Regler i aksjeloven, vedtekter og aksjonæravtale som får anvendelse ved skifte av eier (herunder ved tingsutbytte)

3.2.1 Vesar:

Aksjeloven § 8-1 har i hovedsak de samme reglene for utbytte som består av et pengebeløp og for tingsutbytte.

Tingsutbytte fra Vesar kan besluttes utdelt etter aksjeloven kapittel 8 basert på forslag fra styret i Vesar. Endelig beslutning må fattes i en ekstraordinær generalforsamling med utgangspunkt i en ordinær flertallsbeslutning.

3.2.2 Greve Biogass:

Når aksjene overføres til ny aksjonær ved et tingsytbytte i Vesar, må styret i Greve Biogass i henhold til vedtektene i selskapet § 5/aksjonæravtalen punkt 11 samtykke til overdragelsen av aksjene til ny eier. Vedtaket må fattes med flertall som for vedtektsendring, jf. aksjeloven § 5-18 første ledd, dvs. med tilslutning fra minst to tredjedeler så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen.

I tillegg må de øvrige aksjonærer i Greve Biogass frasi seg forkjøpsrett til aksjene. Etter aksjonæravtalen i Greve Biogass punkt 11.6 må også Tønsberg kommune samtykke til eierskifte.

3.3 Nærmere om adgangen til å utdele tingsutbytte

3.3.1 Utgangspunkt

Beslutning om utdeling av tilleggsutbytte treffes av generalforsamlingen etter at styret har lagt frem forslag om utdeling. Aksjelovens regler om utbytte er i hovedsak de samme enten utbytte består av et pengebeløp og eller av et tingsutbytte.

I den beslutningen som fattes i ekstraordinær generalforsamling i Vesar, vil virkelig verdi av tingsutbytte basert på talleksempel tidligere i notatet, være ca kr 20 millioner.

3.3.2 Aksjeloven § 8-1 (1)

Utgangspunktet i aksjeloven § 8-1 er at "Selskapet kan bare dele ut utbytte så langt det etter utdelingen har tilbake netto eiendeler som gir dekning for selskapets aksjekapital og øvrig bundet egenkapital etter §§ 3-2 og 3-3. Beregningen skal foretas på grunnlag av balansen i selskapets sist godkjente årsregnskap, likevel slik at det er den registrerte aksjekapitalen på beslutningstidspunktet som skal legges til grunn". Aksjekapitalen er ikke endret etter avleggelse av siste årsregnskap for 2018.

Med "netto eiendeler" siktes det til beløpet som fremkommer etter at det i selskapets eiendeler er gjort fradrag for gjeld og hensyntatt aksjekapitalen (bundet egenkapital), resterende beløp vil utgjøre netto eiendeler og tilsvarer selskapets frie egenkapital.

Ved vurdering av om det foreligger fri egenkapital ved et slikt tingsutbytte, skal det etter aksjeloven § 3-6 (3) legges til grunn balanseført verdi av aksjeposten.

Vesar har i årsregnskapet for 2018 en fri egenkapital på kr 5,1 millioner. Aksjeposten i Greve Biogass er i regnskapet bokført til en verdi på kr 2 049 500.

Vesar har ut fra regnskapet tilstrekkelig fri egenkapital til å utdele aksjeposten i Greve Biogass som tingsutbytte.

3.3.3 Aksjeloven § 8-1 (2)

Vi går ikke inn på aksjeloven § 8-1 (2), ut over å nevne at i det beløp som kan utdeles etter første ledd, skal det gjøres fradrag for blant annet kreditt og sikkerhetsstillelse etter § 8-7 og 8-10. Det er ikke aktuelt i dette tilfelle.

3.3.4 Aksjeloven § 8-1 (3)

Ved vurdering om utbytte skal kunne utbetales som et tilleggsutbytte, må styret i Vesar hensynta hendelser etter balansedagen (det vil si 31.12.2018).

I aksjeloven heter det at det ved "...beregningen etter første ledd skal det gjøres fradrag for andre disposisjoner etter balansedagen som etter loven skal ligge innenfor rammen av de midler selskapet kan benytte til utdeling av utbytte. Slike hendelser kan typisk omfatte lån etter aksjeloven § 8-7 eller utbytte basert på mellombalanse.

3.3.5 Aksjeloven § 3-4 og 3-6 (2)

Etter aksjeloven § 3-4 skal Vesar til enhver tid ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet.

Videre følger det av § 3-6 (2) at verdien av utbytte skal beregnes etter virkelig verdi på dagen for overføringen. Det vil bli innhentet en ekstern verdivurdering slik at styret i sin vurdering vil kjenne til virkelig verdi av aksjeposten.

I styrets vurdering av om det skal besluttes et tingsutbytte etter § 3-4, må det således hensyntas at utbytte som besluttes har en antatt virkelig verdi på kr 20 millioner.

3.3.6 Oppsummering – utdeling av tingsutbytte

Dersom vilkårene beskrevet ovenfor er vurdert oppfylt, vil Vesar kunne foreta en utdeling av et tingsutbytte bestående av selskapets aksjepost i Greve Biogass.

3.4 Nærmere om skatt

3.4.1 Utgangspunkt

Vesar kan gi et tingsutbytte med aksjeposten selskapet eier i Greve Biogass, uten at det påløper skatteplikt verken for Vesar eller for kommunene. Se imidlertid det som skrives om 3 prosent regelen.

3.4.2 Skattemessig forhold – Vesar

Vesar kan utdele et utbytte bestående av aksjer uten uttaksbeskatning etter skatteloven § 5-2.

Vesar som aksjeselskap er et selskap innenfor fritaksmetoden, jf. skatteloven § 2-38 (1) bokstav a. Fritaksmetoden medfører at Vesar er fritatt for inntekter ved gevinst eller uttak av eierandel i aksjeselskap, jf. aksjeloven § 2-38 (2) bokstav a.

3.4.3 Skattemessig forhold for de respektive kommuner som aksjonærer i Greve Biogass

Kommuner er også omfattet av fritaksmetoden, jf. skatteloven § 2-5 (3). Kommunen er derfor fritatt for både skatt på aksjegevinster og ordinær utbytteskatt.

Det kan stilles spørsmål ved om de ulike kommunene likevel må betale utbytteskatt etter den såkalte 3-prosentregelen i skatteloven 2-38 sjette ledd.

Kommuner er i utgangspunktet ikke skattepliktige etter skatteloven § 2-30 (1) c. Kommuner er imidlertid skattepliktige for definerte inntekter i § 2-5 (1) bokstav b, jf. (2) slik som aksjegevinster. Oppregningen i § 2-5 omfatter ikke utbytte. En kommune er således ikke skattepliktig for utbytteskatt etter § 2-5.

Imidlertid omfattes kommuner også av skatteloven § 2-38, som i sjette ledd bokstav a første setning angir hvilke skattesubjekter som omfattes av 3-prosentregelen. I Skatte-ABC som utgis av Skatteetaten, fremgår det også at alle skattytere som omfattes av fritaksmetoden har plikt til å inntektsføre 3 % av utdelt utbytte som faller inn under fritaksmetoden. Det er her ikke foretatt noen avgrensning mot kommuner. Vår oppfatning er at bestemmelsene om skattefrihet

for kommuner sannsynligvis går foran 3- prosentregelen, slik at det ikke påløper et mindre beløp til beskatning for kommunene.

Eksempelvis ville 3-prosentregelen for største aksjonær Sandefjord kommune ut fra talleksemplene i dette notat, utgjøre ca kr 32 100. Dette fremkommer ved at 3 % av utbyttet skal inntektsføres, og deretter beskattes med 22 % inntektsskatt i kommunen.

Vi presiserer imidlertid at vi kan få dette spørsmålet endelig vurdert dersom det er viktig for kommunene å få det avklart dette før transaksjonen gjennomføres.

4 TØNSBERG RENSEANLEGG: AKSJEPOST I GREVE BIOGASS

4.1 Generelt om utdeling av aksjer til de to eierkommunene

4.1.1 Tønsberg Renseanlegg

I et interkommunalt selskap har eierne et samlet ansvar for selskapets forpliktelser, på samme måte som et ordinært ansvarlig selskap. Tønsberg Renseanlegg er et selskap som reguleres av lov om interkommunale selskaper. Lov om interkommunale selskaper bygger på mange av de samme prinsippene som lov om ansvarlige selskaper (selskapsloven), se senere.

Lov om interkommunale selskap har i § 29 en egen bestemmelse om utdeling fra selskapet. Bestemmelsen i § 29 første ledd bestemmer at en utdeling av selskapets midler besluttes av representantskapet etter forslag fra styret eller med styrets samtykke etter at regnskapet for siste regnskapsår er fastsatt.

En "utdeling av selskapets midler" fra er etter ordlyden ikke begrenset til pengebeløp. Selskapet kan derfor i utgangspunktet gi en tingsutdeling bestående av aksjeposten på 21,8 % av aksjene i Greve Biogass.

Hvilke begrensninger setter så lov om interkommunale selskaper for styret og representantskapet?

I lov om interkommunale selskaper § 29 andre ledd bestemmes at utdeling bare kan besluttes dersom "midlene ikke trengs til betaling av selskapsforpliktelser eller til selskapets virksomhet". Loven setter ikke noe krav til såkalt fri egenkapital.

Styret og representantskapet må imidlertid foreta en vurdering på om utdelingen ikke trengs i forhold til kreditorer og selskapets drift.

Bestemmelsen i § 29 andre ledd bygger på en tilsvarende regel i lov om ansvarlige selskaper (selskapsloven) § 2-26 tredje og fjerde ledd. Prinsippene som selskapsloven oppsetter i § 2-26 tredje og fjerde ledd antas også å gjelde for interkommunale selskaper.

Selskapsloven § 2-26 fjerde ledd lyder som følger: Som utdeling av selskapets eiendeler regnes enhver overføring som direkte eller indirekte kommer en deltaker til gode. I boken selskapsloven med kommentarer (2005), uttales følgende om bestemmelsen:

> *Den begrunnelse som utdelingsforbudet i fjerde ledd har, fører til at det ikke bare gjelder i forhold til utdelinger som refererer seg til disponering av årsoverskuddet. Bestemmelsen fanger opp enhver overføring av verdier fra selskapet til deltakerne; dvs overføringer som skjer uten motytelse og overføringer hvor motytelsen ligger åpenbart under verdien av det mottatte, jfr 1997-aksjeloven § 8-1 og Knudsen s 45.*

Styret og representantskapet bør derfor foreta de vurderinger som er beskrevet ovenfor, og derfor også hensyntatt hendelser etter avleggelse av årsregnskapet. I denne beslutningen må det også legges til grunn antatt virkelig verdi av aksjeposten som utdeles.

4.1.2 Greve Biogass

De samme regler for behandling i styret i Greve Biogass vil gjelde for denne overdragelsen jf. punkt 3.2.2.

4.1.3 Oppsummert:

Dersom vilkårene beskrevet ovenfor er vurdert oppfylt, vil Tønsberg Renseanlegg kunne foreta en tingsutdeling bestående av selskapets aksjepost i Greve Biogass.

4.2 Skatt

4.2.1 Skattemessig forhold for Tønsberg Renseanlegg

Skatteloven § 2-38 (1) bokstav c bestemmer at et interkommunalt selskap omfattes av fritaksmetoden i skatteloven.

Fritaksmetoden medfører at Tønsberg Renseanlegg er fritatt for inntekter ved gevinst eller uttak av eierandel i aksjeselskap, jf. aksjeloven § 2-38 (2) bokstav a.

Det betyr at selskapets utdeling av et tingsutdeling fra selskapet er fritatt for uttaksskatt på selskapets hånd.

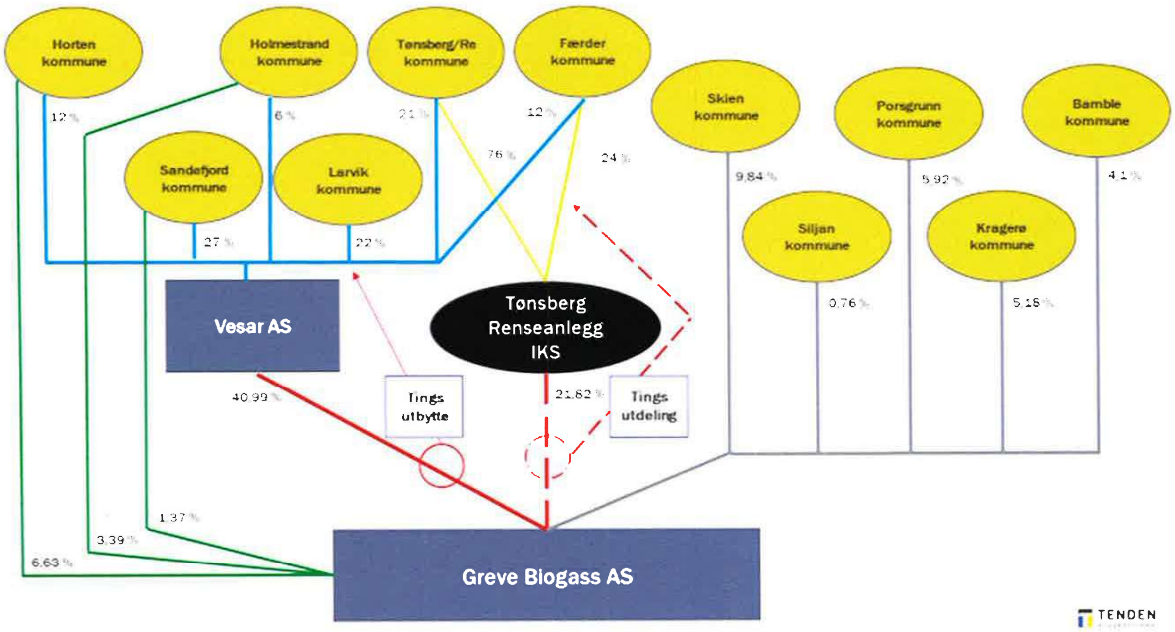
4.2.2 Skattemessig forhold for de to eierkommunene

De to eierkommunene er ikke skattepliktig for utdeling fra et interkommunalt foretak, etter skatteloven § 2-5.

Utdelingen er uansett fritatt for skatt etter fritaksmetoden, med det må muligens betales skatt etter 3-prosentregel nevnt ovenfor under punkt 3.4.3.

***

Med vennlig hilsen
TENDEN ADVOKATFIRMA ANS

Lasse Jensen
advokat
lj@tendenadvokat.no

Vedlegg Figur