



NOTAT

Tittel: Emisjon i SFE, teikningsrettar og emisjonskursar	Dok nr./ref. 1351958 / 2
	Dato: 23.05.2017
	Tal sider:
Selskap/utarbeidd av: Sogn og Fjordane Energi/Johannes Rauboti	Vedlegg:
Mottakarar:	Kopi til:

Bakgrunn

Vi syner til møter den 03.04.17 og 22.05.17 mellom SFE, fylkeskommunen og BKK. På det siste møtet kom det til semje mellom BKK og fylkeskommunen om emisjonskurs for teikning av aksjar på ordinær generalforsamling den 26.06.2017. Det kom også til semje om teikningskursar for teikning av aksjar på komande ordinære generalforsamlingar i åra 2018, 2019 og 2020. Teikningsrettar som ikkje er nytta i år vil kunne nyttast heilt eller delvis i dei komande åra. Teikningsrettar som ikkje vært nytta i nokon av dei aktuelle åra vil falle bort.

Teikningskursane er basert på ein verdi på eigenkapitalen som er noko lågare enn det selskapet sjølv legg til grunn som rett verdi. Teikningsrettane har derfor ein verdi. Det er i tillegg lagt inn ein ekstra rabatt for teikning av aksjar no i 2017, da målet med emisjonen er å få tilført ny eigenkapital til selskapet. Den største verdien av teikningsrettane vil derfor kunne realiserast dersom dei blir nytta i 2017. Sidan alle eigarar får dei same rettane til å teikne aksjar, legg ein til grunn at likebehandlinga av aksjonærane er teke i vare.

Verdivurdering av SFE vil i likskap med andre verdivurderingar måtte baserast på ei rekkje føresetnader, noko som også gjer at ulike aktørar vil koma til ulike svar avhengig av kva ein trur om dei mest sentrale føresetnadene. Dei nærast evigvarande realverdiane som ligg i kraftproduksjonsverksemda gjer slike vurderingar ekstra utfordrande fordi forventninga til dei framtidige marknadsprisane på kraft kan variere svært mykje berre i løpet av nokre få år. For tida er det forventningar om relativt låge kraftprisar i åra som kjem og det vil også påverke føresetnadene som ein legg til grunn i verdivurderinga.

Det er styret i SFE som vil tilrå generalforsamlinga å vedta ein emisjon i SFE og det vil også vere styret som fastset vilkåra. Administrasjonen vil derfor legge til rette for ei handsaming av saka i styret så snart som råd og vi legg opp til at dette kan skje i løpet av onsdag den 24.05. Det forslaget som blir lagt fram for styret i SFE vil vere basert på det BKK og fylkeskommunen kom fram til i møtet den 22.05. Dette er også det som er lagt til grunn i dette notatet.

Vi sender over notatet nå slik at fylkeskommunen kan koma raskt vidare med sin saksførebuing og vi vil gi beskjed snarast råd etter at styret har handsama saka.

Framgangsmåte

I teikningskursane som skal nyttast fram i tid, er det lagt inn ein opsjonspremie i teikningskursen. Dette skal motsvare verdien av å kunne sjå utviklinga i selskapet og rammevilkåra før ein tek stilling til bruken av teikningsretten. Fordelen med dette er at ein slepp å betale for opsjonen innleiingsvis og slik sett vil den vere kostnadsfri om ein ikkje ønskjer å nytte den.

Det er teke utgangspunkt i den semje BKK og fylkeskommunen kom fram til i møtet den 22.05. Frå dei kalkulatoriske summen av verdiane i SFE har vi trekt ca. 15%. Dette gjev ein verdi på eigenkapitalen i SFE på kr 4.650.000.000,-. Dette er tenkt som utgangspunkt for utrekning av kursen på teikningsrettane.

Som nemnt ovanfor, har selskapet behov for ny eigenkapital no, og det må vere eit ekstra incentiv for å teikne aksjar med ein gong. Det er her foreslått at dei som teiknar seg med ein gong får ein aksjekurs som baserar seg på ein eigenkapitalverdi som er kr 100.000.000,- lågare, det vil seie 4.550.000.000,-. Dette gjev ein teikningskurs på kr. 615,19 pr. aksje og kr 1.845,57 pr. teikningsrett som består av 3 aksjar, 2 A – aksjar og 1 B – aksje. Sogn og Fjordane Holding AS får tildelt 91 334 teikningsrettar som gir rett til inntil 274 002 aksjar, som motsvarar ei investering på 168.563.000,-. Dei andre eigarane vil få tildelt tilsvarande teikningsrettar i same forhold som dei eig aksjar i dag.

Alle aksjonærar vil stå fritt til å nytte seg av desse teikningsrettane og teikne eit høvesvis tal aksjar til desse vilkåra.

For dei aksjonærane som ikkje ønskjer å teikne aksjar med ein gong, vil teikningsretten kunne nyttast i ein periode på inntil 3 år der teikning må skje i

samband med ordinær generalforsamling kvart år. Utgangspunktet er ein teikningskurs som blir rekna ut frå ein eigenkapitalverdi på 4.650.000.000,-. Dette gjev ein teikningskurs på kr. 628,71,- pr. aksje og kr 1 886,13 pr teikningsrett. I tillegg til dette kjem kostnaden med opsjonen.

For å rekne ut eit anslag på volatiliteten i aksjeverdien har vi konsentrert oss om langsiktig kraftpris, som er den viktigaste faktoren for framtidig verdiutvikling for aksjen. Vi har latt terminkontrakten på Nasdaq for år 2023 representere den langsiktige kraftprisen. I den perioden år 2023 har vore notert på Nasdaq (25/3-2013 til 4/4-2017), har den annualiserte historiske volatiliteten for kontrakten vore på 14,25 %. Ut frå simuleringar i noverdimodellen for SFE, veit vi at 10 % endring i kraftpris motsvarar ein estimert endring på 11,99 % i aksjeverdi for selskapet. Dersom vi skalerar opp den historiske volatiliteten for år 2023 på 14,25 % tilsvarande, så gir det en estimert annualisert volatilitet for selskapets aksjeverdi på 17,08 %.

Gjennom ei iterativ opsjonsrekning har vi berekna emisjonskursar 1. 2 og 3 år fram som ein opsjonsverdi.

Legg vi dette til grunn, vil vi ved teikning på generalforsamlinga i 2018 få ein teikningskurs på 663,60 pr. aksje som motsvarar kr 1 990,80 pr. teikningsrett. Motsvarande utrekning for teikningsrettar med lengre løpetid gjev slike teikningskursar: 2 år 706,69 ; 3 år 750,50, tilsvarande høvesvis kr 2 120,07 pr. teikningsrett etter 2 år og kr 2 251,50 pr teikningsrett etter 3 år.

Kursen på teikningsrettane må ved erklæring korrigerast for utbetalt utbytte i perioden, men ikkje for resultat. Dette vil bety at dei reelle teikningskursane vil bli noko lågare. SFE vil i god tid før kvar generalforsamling sende ut til eigarane rett kurs på teikningsrettane basert på styret sitt forslag til utbytte i det einskilde året.

Andre forhold

Det har vore eit ønskje frå selskapet si side å få inn minimum 250.000.000,- ny eigenkapital no i 2017. Med bakgrunn i at det er sett rammer slik at ingen av eigarane skal eige meir enn 50% av aksjane etter emisjonen, vil dette beløpet ikkje vere mulig å oppnå dersom ikkje BKK deltek i emisjonen. Det vil derfor bli drøfta i styret å legge ut eit ansvarlig lån. (Eit lån som har prioritet føre aksjekapitalen, men bak alle ordinære lån.) Vi må koma nærare attende til låneavtale og vilkår for eit slikt lån, men det vil typisk vere ei rente i storleik 5%

p.a. over risikofri rente. Lånet vil ha lang løpetid og vere avdragsfritt. Det kan vere aktuelt med nokre føresetnader knytt til rentebetaling i fall det er år med spesielt svake resultat. Eit slikt lån vil kunne konverterast til eigenkapital, med anna ved bruk av teikningsrettane som blir delt ut no og det bør vere ein einsegn rett for selskapet til å innfri lånet heilt eller delvis. Eit ansvarleg lån etter denne modellen vil eventuelt bli tilbode alle eigarar i ein storleik som motsvarar storleiken på eigarskapen. Dersom fylkeskommunen kan vurdere å teikne seg for eit slikt lån i tillegg til å nytta tilgjengelege teikningsrettar og på denne måten bidra til at SFE får inn den kapitalen som er nemnd ovanfor, vil vi ta nærare kontakt for å få på plass samla vilkår for eit slikt instrument. Vi vil så legge til rette for ei formell handsaming av dette i styret i etterkant.

Oppsummering

Det blir lagt opp til styrehandsaming av emisjonsforslaget basert på prinsippa ovanfor snarast råd. Etter dette vil innkalling til generalforsamlinga den 26.06 bli sendt ut til alle eigarar, denne innkallinga vil innehalde sakspapir der det også inngår eit prospekt for emisjonen.