

Bergen kommune
v/finansbyråden
Kopi: Eierskapsseksjonen v/Stein Trengereid
Postboks 7700
5020 Bergen

Deres ref.:
Vår ref.: 11886994

Dato: 06.09.2017

Avkastning på verdijustert egenkapital i BKK AS for 2016

Det vises til deres brev datert 4. mai 2015 vedrørende revidering av mål og målekriterier for aksjeselskaper der Bergen kommune har vesentlige eierinteresser. Vi gir med dette en vurdering rundt avkastning på verdijustert egenkapital i BKK AS for 2016 i forhold til det avkastningskrav bystyret har vedtatt.

BKK AS fikk for 2016 et årsresultat på 1 185 mill. kroner, som er 435 mill. kroner høyere enn året før. Områdeprisen i 2016 var 24,9 euro/MWh, mot 19,8 euro/MWh i 2015, en økning på 26 prosent. Vannkraftproduksjonen ble 7,8 TWh, som er en nedgang på 0,5 TWh sammenlignet med 2015.

Konsernresultatet for 2016 ble 1 011 mill. kroner, som er 165 mill. kroner høyere enn i 2015.

Utbytte fra BKK AS for 2016 er 505 mill. kroner.

For mer utfyllende omtale av årsresultatet viser vi til årsrapporten for 2016, se www.bkk.no / finansiell informasjon.

Over tid vil eieravkastningen være en funksjon av løpende utbyttebetalinger og utviklingen i markedsværdien av egenkapitalen. I tabell 1 nedenfor har vi benyttet anslag på markedsværdien av egenkapitalen på 15 og 20 mrd. kroner. Dersom en legger til grunn at markedsværdien av egenkapitalen har vært uendret gjennom 2016, vil eieravkastningen for 2016 bestå av utbytte for året. Tabellen viser at oppnådd avkastning i 2016 på verdijustert egenkapital da ligger i båndet fra 2,5 % til 3,4 %. Tabellen viser også Bergen kommune sitt krav til avkastning, og hvilken avkastning i kroner som ville vært på linje med dette kravet. I tillegg har vi vist regnskapsmessig resultat for BKK AS og BKK konsern for 2016 med tilhørende avkastning.

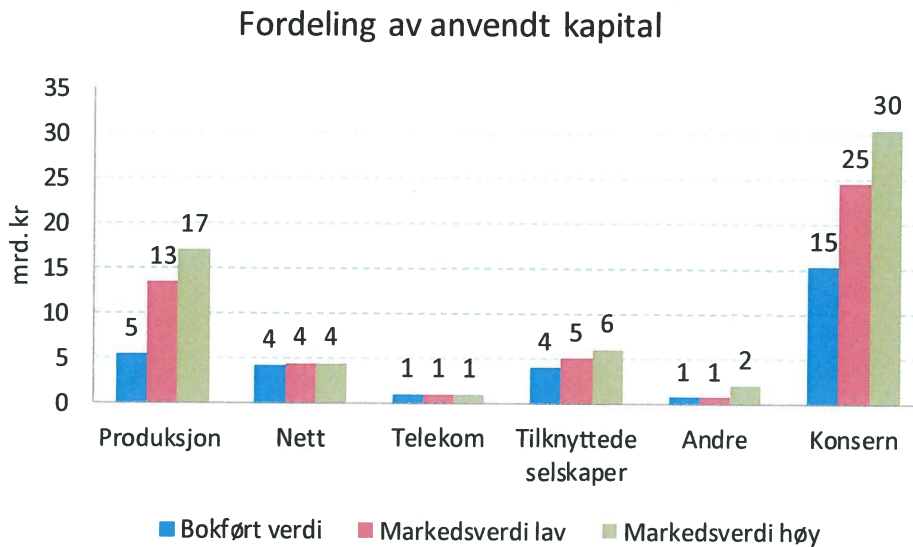
Tabell 1 – avkastning 2016:

Anslag verdijustert egenkapital	20 000	15 000
Utbytte	505	505
Avkastning forutsatt uendret markedsværdi i 2016	2,5 %	3,4 %
Bergen kommune sitt krav til avkastning (7 %)	1 400	1 050
Regnskapsmessig resultat BKK AS 2016	1 185	1 185
Avkastning BKK AS (1 185)	5,9 %	7,9 %
Regnskapsmessig resultat BKK konsern 2016	1 011	1 011
Avkastning BKK konsern (846)	5,1 %	6,7 %

tall i mill. kroner

Figur 1 nedenfor viser bokført verdi og anslåtte markedsverdier av anvendt kapital (egenkapital pluss netto rentebærende gjeld) i BKK, fordelt på forretningsområdene. Figuren viser anslag på markedsverdien av BKK på hhv. 20 og 25 mrd. kroner. Med en netto rentebærende gjeld som per i dag utgjør rundt 10 mrd. kroner, tilsier dette en verdi av egenkapitalen på hhv. 15 og 20 mrd. kroner.

Figur 1 - Bokførte verdier og anslag på markedsverdier av BKKs forretningsområder:



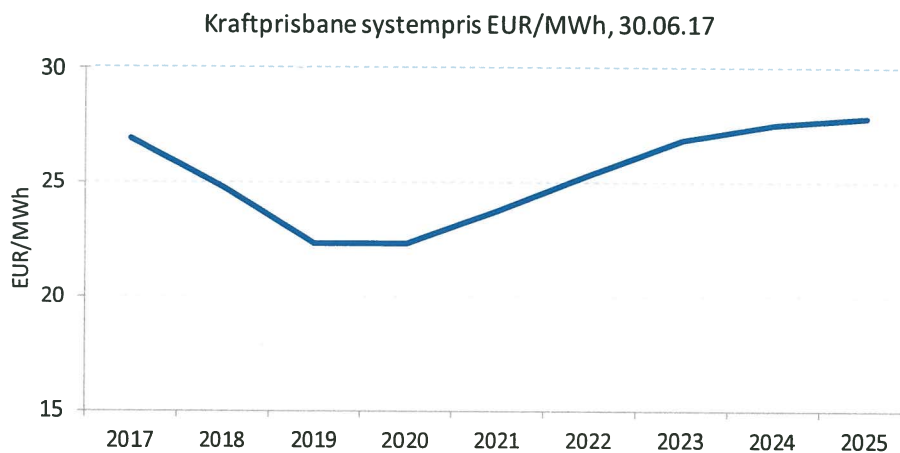
Som figur 1 viser, utgjør verdien av produksjonsselskapet en betydelig andel av den totale markedsverdien av BKK, og markedsverdien av BKK vil i stor grad avhenge av kraftprisutviklingen, selv om andre forhold selvsagt også spiller inn. Dagens relativt lave kraftprisnivå kan tilsa at markedsverdien av egenkapitalen per i dag gjerne ligger i den nedre del av det skisserte intervallet mellom 15 og 20 mrd. kroner.

Tabell 2 viser historisk utvikling i spotprisen for kraft (områdepris Bergen), mens figur 2 viser markedspriskurven for kontrakter med oppgjør fram i tid.

Tabell 2 – historisk kraftprisutvikling:

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Områdepris NO5 EUR/MWh	24,9	19,8	27,1	37,6	29,0	45,9	51,8	33,7	39,15

Figur 2 - Kraftprisbane Nasdaq OMX:



Jf. figur 2 forventer markedet at kraftprisene vil bli liggende på et relativt lavt nivå også i årene framover. Det er for øvrig begrenset likviditet i kontraktene med oppgjør lengst fram i tid, og det er betydelig usikkerhet rundt kraftprisutviklingen i årene etter 2020. Analysebyrået Markedskraft annonserte nylig at deres siste langtidsprognose viser kraftpriser på 39,4 EUR/MWh allerede i 2021. Dette er nærmere 15 EUR/MWh høyere enn dagens markedspris, og illustrerer hvor stort utfallsrommet for kraftprisene er de neste årene. Videre kraftprisutvikling vil avhenge av brenselspriser og karbonpris, samt tempoet i fornybarutbygging framover.

Dersom en ønsker å få et bilde av den historiske avkastningen på egenkapitalen over noe tid, er en mulig tilnærming å ta utgangspunkt i Statkraft-transaksjonen som verdsatte hele BKK til 12 mrd. kroner i 2002, og innregne anslått verdiutvikling og utbetalinger til eierne. En slik tilnærming tilsier en internrente i intervallet 7,1 % til 8,4 %, jf. tabell 3. Internrenten kan sies å reflektere den avkastningen en investor ville hatt dersom en kjøpte aksjer i BKK i 2002, og solgte aksjene i dag til de skisserte verdiene på henholdsvis 15 og 20 mrd. kroner.

Tabell 3 – Utbytteutbetalinger og verdiutvikling 2002 – 2017 (tall i mill. kr):

Internrente forutsatt verdjustert egenkapital på 15 mrd. kr:

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Utbetalt utbytte *)	175	250	420	342	617	745	904	1427	1300	1300	800	800	800	400	450	505
Anslag verdjustert egenkapital	-12 000															15 000
Sum	-11 825	250	420	342	617	745	904	1427	1300	1300	800	800	800	400	450	15 505
Internrente	7,1 %															

Internrente forutsatt verdjustert egenkapital på 20 mrd. kr:

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Utbetalt utbytte *)	175	250	420	342	617	745	904	1427	1300	1300	800	800	800	400	450	505
Anslag verdjustert egenkapital	-12 000															20 000
Sum	-11 825	250	420	342	617	745	904	1427	1300	1300	800	800	800	400	450	20 505
Internrente	8,4 %															

*) Inkl. ekstraordinært utbytte og tilbakebetaling av kapital til aksjonærer i 2009

Vi viser ellers til aksjonærbrev datert 13. juni 2017 vedrørende styrets vurderinger rundt resultatutvikling og utbytenivå framover.

Vi svarer gjerne på eventuelle spørsmål i sakens anledning.

Vennlig hilsen
BKK AS


Jannicke Hillland
konsernsjef


Anne Marit Steen
konserndirektør Økonomi

Kopi: Øvrige aksjonærer i BKK AS