

NOTAT

20-12-2010
GAS
4/0720-0200-0090
/HGO

Energitilsynets vurderingskriterier for Energinet.dks indregning af køb af regionale transmissionsnet i transmissionstarifferne

ENERGITILSYNET
sekretariatsbetjenes af
KONKURRENCE- OG
FORBRUGERSTYRELSEN
Centrene for Energi

Baggrund

Elforsyningsloven¹ har fastsat en statslig køberet og -pligt til de regionale transmissionsnet (mellem 100kV og 200 kV), der i praksis varetages af Energinet.dk. Energinet.dk har p.t. – november 2010 – overtaget et regionalt transmissionsnet, men det er muligt, at der vil blive flere handler af regionale transmissionsnet.

Købsprisen for de regionale transmissionsnet fastsættes ved forhandling mellem Energinet.dk og ejerne af de regionale transmissionsnet. Hvis parterne ikke kan blive enige, skal prisen fastsættes af Taksationskommissionen efter reglerne i kap. 4 i lov om fremgangsmåden ved ekspropriation af fast ejendom². Det gælder uanset om salget er en pligtmæssig afståelse efter EfL § 35, stk. 1 første punktum og stk. 2 (staten køberet) eller sker efter ønske fra ejerne af det regionale transmissionsnet jf. EfL § 35, stk.1, 2. punktum (statens købepligt).

Energitilsynet skal i udgangspunktet ikke godkende den købspris, som Energinet.dk og ejerne af de regionale transmissionsnet måtte blive enige om. I forbindelse med den økonomiske regulering af Energinet.dk skal Energitilsynet imidlertid bl.a. påse, at selskabet kun indregner nødvendige omkostninger ved en effektiv drift i transmissionstarifferne - herunder om omkostningerne til køb af et regionalt transmissionsnet udgør nødvendige omkostninger ved en effektiv drift, som derfor kan indregnes i tarifferne.

Energitilsynets vurdering af nødvendige omkostninger mv. sker i forbindelse med tilsynets godkendelse af Energinet.dks årsrapport og vil typisk ligge minimum et til halvandet år efter Energinet.dks overtagelse af et regionalt net. Energitilsynet har derfor fundet det hensigtsmæssigt at tilkendegive, hvilke kriterier og forhold tilsynet som udgangspunkt vil lægge vægt på i vurderingen af Energinet.dks køb af regionale transmissionsnet og den efterfølgende indregning heraf i Energinet.dks tariffer.

¹ Elforsyningsloven § 35, stk. 1 og 2, jf. Lbk. nr. 516 af 20. maj 2010

² Jf. elforsyningslovens § 35, stk. 12.

Energitilsynet skal vurdere hver overdragelse konkret og træffe afgørelse på grundlag af de faktiske oplysninger i den enkelte sag. Denne tilkendegivelse kan derfor ikke tages som udtryk for tilsynets konkrete stillingtagen men alene som udtryk for Energitilsynets generelle tilgang til problemstillingen.

Lovgrundlag

I forbindelse med Energinet.dks overtagelse af regionale transmissionsnet er de centrale bestemmelser for Energitilsynets vurdering og stillingtagen dels elforsyningslovens § 35, der fastlægger Energinet.dks køberet og –pligt samt de helt overordnede rammer for fastsættelse af købspris mv., dels bekendtgørelse nr. 965 af 21. september 2006 om økonomisk regulering af Energinet.dk (BEK 965), der fastlægger rammerne for den økonomiske regulering af Energinet.dk og Energitilsynets opgaver hermed.

Herudover indeholder EU's 3. energiliberaliseringspakke – og forslaget til implementering heraf i dansk lovgivning – en række bestemmelser, der i et vist omfang ændrer rammevilkårene for regional transmissionsvirksomhed.

Ad elforsyningslovens § 35

Elforsyningslovens (EfL) § 35, stk. 1 fastsætter, at transmissionsnet på mellem 100 kV og 200 kV (regionale transmissionsnet) udelukkende kan afstås til staten (dvs. Energinet.dk) samt at ejere af sådanne anlæg, der ønsker at sælge disse, skal underrette Energinet.dk skriftligt herom.

EfL § 35, stk. 2 fastslår herudover, at en virksomhed, der ejer et regional transmissionsnet eller andele heri har pligt til at sælge disse, hvis ejervirksomheden skifter ejer, hvis 50 % eller mere af ejervirksomheden skifter ejer eller hvis ejere af ejerandele i ejervirksomheden mister bestemmende indflydelse i ejervirksomheden.

I de tilfælde, hvor Energinet.dk og ejerne af et transmissionsnet ikke kan blive enige om pris- og vilkår for overtagelse af ejerskab til regionale transmissionsnet i henhold til EfL § 35, stk. 1 og 2, fastsættes pris og vilkår for overtagelsen af taksationskommissionen efter reglerne i kapitel 4 i lov om fremgangsmåden ved ekspropriation af fast ejendom, jf. EfL § 35, stk. 12.

Det fremgår ikke nærmere af loven, hvilke principper Taksationskommissionen skal lægge til grund ved en prisfastsættelse, og det må derfor forventes, at kommissionens udgangspunkt vil være de principper, der bruges ved udmåling af ekspropriationserstatning, dvs. handelsværdi (værdien for en potentiel køber i fri handel), brugsværdi (ejerens udbytte hvis aktivet var beholdt) eller genanskaffelsesværdi (ejerens udgifter til at anskaffe et nyt, tilsvarende aktiv).

Ad bekendtgørelse om økonomisk regulering af Energinet.dk

Bekendtgørelsen om økonomisk regulering af Energinet.dk underlægger selskabet en prisregulering, der kun tillader selskabet at indregne såkaldt ”nødvendige omkostninger” ved effektiv drift og nødvendig forrentning af kapital i tarifferne³.

”Nødvendige omkostninger” er eksemplificeret i bekendtgørelsens § 3 som blandt andet køb af energi, lønninger, administration, afskrivninger osv. Den nødvendige forrentning bestemmes med udgangspunkt i den forrentning, der er nødvendig for at fastholde realværdien af selskabets nettoaktiver, jf. bekendtgørelsens § 4, stk. 2.

Det er Energitilsynet, der administrerer den økonomiske regulering af Energinet.dk. Energitilsynets administration sker på baggrund af selskabets årsrapport, som Energitilsynet skal godkende – eventuelt med korrektioner til selskabets opgørelse af konstaterede differencer mellem realiserede indtægter og nødvendige omkostninger og forrentning (over-/underdækning). Over-/underskud udover forrentningen skal føres tilbage til forbrugerne via tarifferne.

Ad EU's 3. energiliberaliseringspakke og implementeringen heraf i dansk lovgivning

Der er den 1. december 2010 fremsat forslag i folketinget om implementering af 3. energiliberaliseringspakke i dansk lovgivning (Lovforslag nr. L87).

Ejermæssig unbundling af TSO'erne

Den vigtigste begrundelse for at gennemføre 3. pakke var i udgangspunktet at få gennemført bestemmelser om ejermæssig adskillelse af TSO'erne (Transmission System Operator – i daglig tale omtalt systemoperatør) fra handel og produktion. I lovgivningen herom er der imidlertid fortsat mulighed for undtagelser fra kravet om ejermæssig adskillelse.

I Danmark lever Energinet.dk op til kravet om ejermæssig adskillelse (eller kan nemt leve op til rækken af vilkår, der skal være opfyldt), men de regionale transmissionsnet lever ikke op til kravet om ejermæssig adskillelse.

Det vil konkret betyde, at de regionale transmissionsnet i fremtiden vil skulle vælge mellem tre forskellige modeller i relation til unbundling, nemlig ejermæssig adskillelse (salg til Energinet.dk), Independent System Operator (ISO) samt en undtagelsesbestemmelse, som giver mulighed for bevarelse af status quo, hvis den ordning, der eksisterede i medlemsstaten pr. 3. september 2009 sikrer TSO'ens uafhængighed mere effektivt end den såkaldte Independent Transmission Operator (ITO-model). At dette er tilfældet skal godkendes af både Energitilsynet og EU-Kommissionen. ITO-modellen, som fordrer en effektiv indhegning af TSO'en fra den øvrige del af koncernen, gennemføres ifølge lovforslaget ikke i dansk ret.

³ BEK 965 af 21. september 2006 § 2.

Certificering af TSO'erne

Når Folketinget har vedtaget lovforslag L87 og dermed implementeret 3. energilibereringspakkes direktiver og forordninger i dansk lovgivning skal TSO'erne certificeres af Energitilsynet. Med certificeringen tilkendegiver Energitilsynet, at TSO'en opfylder betingelserne til ejermæssig adskillelse eller en af de to andre modeller.

Der er tidsfrister knyttet til certificeringsproceduren, og EU-kommissionen skal involveres i certificeringen, idet Energitilsynet skal meddele Kommissionen sine beslutninger desangående. Ved certificering af ejermæssig adskillelse og ISO-modellen har Kommissionen mulighed for at komme med en udtalelse, som tilsynet i videst muligt omfang skal følge. Ved certificering af undtagelsesbestemmelsen (bevarelse af status quo) træffer Kommissionen en afgørelse, som Energitilsynet har pligt til at efterkomme.

Energitilsynets vurdering af Energinet.dks omkostninger til køb af regionale transmissionsnet

Energitilsynet skal – på baggrund af den økonomiske regulering af Energinet.dk – vurdere omkostningerne ved Energinet.dks køb af et regionalt transmissionsnet med henblik på at sikre, at alle omkostninger, der indregnes i transmissionstarifferne, er nødvendige ved en effektiv drift.

Konkret indebærer dette, at i de tilfælde, hvor Taksationskommissionen, jf. prisfastsættelsesbestemmelsen i elforsyningslovens § 35, stk. 12, har fastlagt en købspris, vil Energitilsynet uden yderligere vurderinger anse omkostninger som følge heraf som nødvendige omkostninger, der kan indregnes i Energinet.dks transmissionstariffer.

I den forbindelse kan det nævnes, at Energitilsynet i forbindelse med Energinet.dks køb af regionale transmissionsnet også har en opgave med at sikre, at tarifferne ikke stiger som følge af et køb, jf. elforsyningslovens § 69, stk. 1, sidste punktum. Tilsynet har i november 2010 godkendt en metode for Energinet.dks indregning af sådanne køb i forbindelse med tilsynets godkendelse af selskabets årsrapport 2009, hvori indgik Energinet.dks køb af Regionale Net A/S.

Det skal dog understreges, at Energitilsynet altid vil foretage en kritisk vurdering af begrundelsen for og værdien af alle aftaler mv. (fx service- eller lejeaftaler mv.), der indgås i forbindelse med handelen, og som indebærer, at Energinet.dk skal betale yderligere beløb ud over den købspris, Taksationskommissionen fastsætter.

I de øvrige tilfælde, hvor Energinet.dk køber et regionalt transmissionsnet og prisen herfor aftales mellem sælger og Energinet.dk, vil Energitilsynets vurdering helt overordnet tage udgangspunkt i værdifastsættelsesbestemmelsen i elforsyningslovens § 35, stk. 12. (købspris fastsat af Taksationskommissionen). Denne pris udgør efter elforsyningslovens forarbejder det maksimale loft for den pris, Energinet.dk kan betale for et regionalt transmissionsnet. Energitilsynet vil derfor i sin vurdering

lægge afgørende vægt på at tilgodese, at dette loft ikke kan antages at være overskredet med den aftale, der indgås mellem Energinet.dk og sælger.

Energitilsynet vil i tilknytning hertil påse, at værdifastsættelsen af de regionale transmissionsnet og dermed også Energinet.dks omkostninger ved køb heraf, tager udgangspunkt i de særlige forhold, der knytter sig til de regionale transmissionsnet.

Regional transmissionsvirksomhed er underlagt en tæt regulering i elforsyningsloven, der begrænser udøvelsen af denne virksomhed, og som derfor pålægger selskaber, der har kontrol med regionale transmissionsnet, en række begrænsninger.

Den tætte offentlige regulering af virksomhederne skyldes bl.a., at disse i højere grad end almindelige virksomheder udfører opgaver, det ud fra vægtige samfundshensyn (fx forsyningssikkerhed), er nødvendigt at undergive regulering og kontrol. Regional transmissionsvirksomhed er fx forpligtet til at sikre en effektiv og tilstrækkelig transport af elektricitet, og underlagt en bevillingspligt med bl.a. krav om tilstrækkelig finansiel og teknisk kapacitet, habilitet mv. Herudover er de regionale transmissionsnet underlagt en økonomisk regulering med indtægtsrammeregulering, forrentningslofter mv., der fastlægger rammevilkårene for den økonomiske aktivitet i de regionale transmissionsnet – herunder også fastsættelse af tariffer, forrentning, effektivitetskrav mv.

Med vedtagelsen af EU's 3. energiliberaliseringspakke og efter at reglerne heri er implementeret i dansk lovgivning, ventes der at ske visse ændringer i de rammevilkår, der helt overordnet gælder for ejerskab og drift af de regionale transmissionsnet. Mulighederne for at samme ejer(e) kontrollerer en el-transmissionsvirksomhed på den ene side og en el-produktions eller el-handelsvirksomhed på den anden side elimineres. Der vil stadig være mulighed for at besidde ejerandele i begge typer virksomhed, når blot der ikke er tale om kontrol begge steder. Dette betyder konkret, at visse af de berørte transmissionselskaber i forbindelse med certificeringen vil være henvist til at foretage ændringer i det organisatoriske set-up etc.

Energitilsynet lægger grundlæggende vægt på, at disse forhold inddrages konkret i værdifastsættelsen af de regionale transmissionsnet.

Værdiansættelsesprincipper

Prisfastsættelsen af et regionalt transmissionsnet vil skulle afspejle nettets værdi. I den forbindelse kan der peges på tre værdibegreber/-principper, der umiddelbart kan overvejes – ikke mindst i lyset af prisfastsættelsesbestemmelsen i elforsyningslovens § 35, stk. 12.

Ved en prisfastsættelse efter EfL § 35, stk. 12 – dvs. en pris fastsat af Taksationskommissionen efter reglerne i kapitel 4 i lov om ekspropriation af fast ejendom – vil en værdifastsættelse skulle svare til aktivets handelsværdi eller aktivets brugsværdi således at værdifastsættelsen svarer til det højeste af disse beløb, hvis de ikke er sammenfaldende.

Ejeren af et aktiv kan også have krav på en værdifastsættelse svarende til aktivets genanskaffelsesværdi. Det forudsætter, at ejeren er tvunget til at genanskaffe et tilsvarende aktiv.

Det er Energitilsynets vurdering, at genanskaffelsesværdien ikke er relevant i relation til de regionale transmissionsnet. Regional transmissionsvirksomhed er et naturligt monopol, der drives efter bevilling, og ejerne af et regionalt transmissionsnet skal derfor ikke fortsætte transmissionsvirksomheden.

Den umiddelbart relevante værdi ved prisfastsættelsen vil derfor være handelsværdi eller brugsværdi. I forhold til de regionale transmissionsnet er det Energitilsynets umiddelbare vurdering, at disse to værdier ofte vil være sammenfaldende. Regional transmissionsvirksomhed er underlagt en økonomisk regulering, der fastlægger indtægter, forrentningsloft mv., bevillingspligt mv., der tilsammen lægger ganske faste rammer for regionale transmissionsnets drift, indtægter og øvrige økonomisk/finansielle ageren. Det betyder, at der som udgangspunkt ikke er stærke holdpunkter for at antage, at de nuværende ejere ville kunne generere et større overskud i virksomheden end nye vil have – dvs. at handels- og brugsværdi i disse tilfælde er sammenfaldende.

Fastsættelse af handelsværdien for et regionalt transmissionsnet

I det omfang købsværdien af et regionalt transmissionsnet ikke fastlægges af Tak-sationskommissionen, vil det således være afgørende at få fastlagt den relevante værdi af det regionale transmissionsnet.

På et marked som regional transmission vil værdifastsættelsen naturligt tage udgangspunkt i de særlige forhold, som den økonomiske regulering af aktørerne på markedet indebærer.

Den økonomiske regulering af de regionale transmissionsnet indebærer som tidligere nævnt, at selskabernes indtægter bliver fastsat gennem de årlige indtægtsrammer, som Energitilsynet fastsætter. Disse indtægtsrammer (inkl. effektiviseringskrav) fastlægger således sammen med forrentningsloftet, den pengestrøm ejerne af et regionalt transmissionsnet kan imødesee og dermed også det økonomiske udbytte af at eje et regionalt transmissionsnet.

Der findes en række forskellige modeller og metoder til værdifastsættelse, som ville kunne tages i anvendelse. Nedenfor omtales en række af disse.

Discounted cash flow

På baggrund af den særlige økonomiske regulering af de regionale transmissionsnet vurderer Energitilsynet, at den såkaldte discounted cash flow (DCF) metode vil være en hensigtsmæssig metode til at opgøre en valid handelsværdi for de regionale transmissionsnet. Metoden er generelt accepteret til værdiansættelse af aktiver, og Energitilsynet har tidligere anerkendt metoden i forbindelse med fastsættelse af åbningsbalancer mv. Modellen er nærmere beskrevet i bilag 1.

Ved en discounted cash flow værdiansættelse bliver et selskabs fremtidige pengestrøm omregnet til nutidsværdi og udtrykker dermed, hvad ejerne ville have fået af indtægter i årenes løb, hvis de fortsat havde ejet selskabet.

DCF metoden er generelt den oftest anvendte metode til værdiansættelse af aktiver, virksomheder eller forretningsprojekter.

Det gælder også i energisektoren, herunder i forhold til værdiansættelse af transmissionsvirksomheder og/eller aktiver.

DCF metoden er således velegnet i som værdiansættelsesprincip når der er tale om indtægtsrammeregulerede betalingsstrømme, eftersom der relativt set er et ganske sikkert grundlag for estimatet af det frie cash flow og modellens øvrige kritiske parametre (WACC og terminalværdi).

Energitilsynet vil i forbindelse med den konkrete vurdering af Energinet.dks indregning af købsomkostninger for et regionalt transmissionsnet tage stilling til de konkrete forudsætninger og antagelser, der er anvendt i modellen.

Det bemærkes i den forbindelse, at der ikke er eksakte præmisser at basere forudsætninger, antagelser og skøn på. Energitilsynet vil derfor generelt lægge vægt på, at der kan argumenteres for de valg og skøn, der lægges til grund i modelberegninger, samt at disse ligger inden for rammerne af, hvad Energitilsynet finder rimeligt set i forhold til de særlige vilkår for regional transmission (begrænsede risikoforhold mv. samt de overordnede hensyn i energilovgivningen – forsyningssikkerhed, sikre forbrugerne mod urimelige priser og vilkår etc.). Samtidig vil Energitilsynet lægge særlig vægt på, at forudsætninger og antagelser bygger på gældende rammevilkår og regulering for de regionale transmissionsnet.

En anden værdiansættelsesmetode, der kan ses anvendt, er markedsmetoden, hvor værdien af en virksomheds egenkapital bestemmes ved en sammenligning af multipler på baggrund af data for gennemførte transaktioner for lignende virksomheder. Altså hvor mange kroner der er betalt i købesum pr. krone egenkapital – eller hvor mange kroner der er betalt i købesum i forhold til årets indtjening (Price/Earning). Markedsmetoden ses ofte anvendt i forbindelse med et ”groft skøn” over værdien af en virksomhed inden en salgsproces igangsættes, eller som ”realitetstjek” af resultater fra fx DCF metoden. I forbindelse med Energinet.dk's køb af Regionale Net A/S blev DCF metoden fx kombineret med en multipel analyse af lignende transaktioner. Sekretariatet har dog ikke kendskab til transaktioner for transmissionsvirksomheder, hvor en multipel analyse har stået alene som værdiansættelsesmetode.

Senest har Energitilsynets Sekretariat fået oplyst af den tyske regulator (Bundesnetz Agentur), at DCF metoden var det bærende værdiansættelsesprincip i to større transaktioner i 2009 og 2010, hvor det tyske transmissionsselskab Transpower (ejet af EON) blev solgt til det hollandske statsejede transmissionsselskab TenneT til en købspris på 1,1 mia. EUR og transmissionsselskabet 50 Hz (ejet af

Vattenfall) blev solgt til det belgiske transmissionselskab Elia og den finansielle investor IFM for en købspris på 810 mio. EUR.

Sådanne relevante data fra disse og eventuelle andre lignende handler vil også indgå i Energitilsynets konkrete vurdering af eventuelle kommende handler i forhold til Energinet.dks indregning af nødvendige omkostninger i transmissionstarifferne.

Endelig skal det nævnes, at balancebaserede metoder med udgangspunkt i de faktiske bogførte værdier af aktiver og passiver på overdragelsestidspunktet i princippet kan finde anvendelse. Sekretariatet har ikke kendskab til transaktioner for transmissionsvirksomheder, hvor værdiansættelsen har været baseret alene på de bogførte værdier af aktiver og passiver ved overdragelsestidspunktet.

Hvor værdiansættelsen er sket ud fra andre metoder end DCF vil Energitilsynet – præcis som det er tilfældet med en anvendelse af DCF-metoden – også lægge vægt på, at alle forudsætninger og antagelser bygger på gældende rammevilkår og regulering for de regionale transmissionsnet. Energitilsynet vil endvidere lægge vægt på, at der kan argumenteres overbevisende for valget af værdiansættelsesmetode samt redegøres for validitet og relevans af de resultater, metoden giver.

Energitilsynet finder som udgangspunkt, at omkostninger til køb af regionale transmissionsnet, der fremkommer på basis af en fair og rimelig værdiansættelse som beskrevet ovenfor, vil kunne anses for nødvendige og dermed også indregningsberettigede i Energinet.dks transmissionstariffer.

Energitilsynet lægger hermed vægt på at den købspris, der fremkommer ved en sådan værdifastsættelse, vil reflektere de forudsætninger om den maksimale pris for et regionalt net, som elforsyningslovens § 35, stk. 12 fastsætter – dvs. ikke overstiger den pris, Taksationskommissionen kunne fastsætte.

Eventuelle andre elementer i en prisfastsættelse

Energitilsynets grundlæggende udgangspunkt for vurderingen af købsprisen for et regionalt net er – jf. foregående afsnit – en fair og rimeligt anvendt værdifastsættelsesmetode. I det omfang, der indgår andre betalingselementer i købsprisen, vil Energitilsynet vurdere disse kritisk med udgangspunkt i samme overordnede hensyn som beskrevet vedrørende værdiansættelsesmetode.

Konkret vil Energitilsynet lægge vægt på, at der grundlæggende er argumenteret for nødvendigheden af betalingerne, at størrelsen af disse er fastsat på baggrund af rimelige og gennemsigtige beregninger, og at fastsættelsen af betalingerne er baseret på gældende rammevilkår og regulering mv.

Nedenfor er nævnt et par eksempler på elementer, der kunne tænkes at indgå i eller må ses i sammenhæng med en prisfastsættelse af regionale transmissionsnet og Energitilsynets umiddelbare udgangspunkt for en vurdering af disse. Eksemplerne er ikke udtømmende, men Energitilsynets grundlæggende vurderinger vil også gælde i forhold til andre betalingselementer, der inddrages i prisfastsættelsen.

Synergieffekter

Den økonomiske regulering af de bevillingspligtige aktiviteter på energiområderne har bl.a. til formål at sikre forbrugerne mod urimelige priser, vilkår mv. Energitilsynet vil derfor have særlig opmærksomhed på betalingselementer, der ligger ud over den markedsmæssige værdifastsættelse af de overtagne aktiver.

Energitilsynets udgangspunkt er, at alene nødvendige omkostninger ved effektiv drift må indregnes i Energinet.dks tariffer. Det indebærer, at omkostninger til den markedsmæssigt opgjorte (handels-)værdi, kan indregnes i tarifferne som nødvendige omkostninger.

En værdifastsættelse efter DCF-metoden må i vidt omfang forventes at tage højde for synergier gennem de antagelser om fremtidig forrentning mv., der anvendes i modelberegningerne. Det må derfor sikres, at der ikke sker en dobbeltindregning af synergier i forbindelse med værdifastsættelsen. Energitilsynet vil derfor i sin vurdering stille skærpede krav til dokumentationen af særskilt indregnede synergier.

Energitilsynet vil herudover lægge stor vægt på, at konkret indregnede synergier, som en almindelig køber ville kunne realisere, tager udgangspunkt i gældende regler, rammebetingelser og regulering på overtagelsestidspunktet.

Lejeaftaler o. lign.

I tilknytning til en købsaftale kan der tænkes at blive indgået andre, økonomisk forpligtende arrangementer – eksempelvis aftaler om leje af grunde eller bygninger, eller lignende. Derimod vil det efter 3. energiliberaliseringspakke ikke være muligt at indgå serviceaftaler o. lign.

Udgangspunktet for Energitilsynets vurdering af sådanne arrangementer er, at Energinet.dk som udgangspunkt overtager hele den regionale transmissionsvirksomhed ved et køb og dermed alle aktiver mv., der er nødvendige til driften af det regionale transmissionsnet.

Det indebærer, at Energitilsynet vil forvente en konkret dokumentation for nødvendigheden af at indtræde i sådanne aftaler, hvad aftalen konkret omfatter og hvorledes betalingen er fastsat. Også i denne forbindelse vil Energitilsynet lægge vægt på, at gældende rammevilkår og regulering mv. eksplicit er inddraget i fastsættelsen af Energinet.dks økonomiske forpligtelser.

Tilsvarende krav vil Energitilsynet lægge til grund i vurderingen af alle andre typer af økonomiske forpligtelser for Energinet.dk i forbindelse med køb af regionale transmissionsnet.

Bilag 1.

Discounted Cash Flow metoden (DCF) til værdiansættelse

Værdiansættelsen efter Discounted Cash Flow (DCF) metoden tager udgangspunkt i den forventede fremtidige pengestrøm (cash flow) fra et givent aktiv eller en virksomhed.

Den estimerede værdi af en virksomhed eller aktivet opgøres her som den tilbagediskonterede værdi af de forventede fremtidige frie pengestrømme.

Hovedelementerne i DCF metoden er således estimeret af de fremtidige frie cash flow og fastlæggelsen af diskonteringsfaktoren til beregning af nutidsværdien samt valg af budgetperioden for værdiansættelsen.

Det frie cash flow er den pengestrøm, der er til rådighed for ejere og långivere uafhængigt af virksomhedens kapitalstruktur i øvrigt.

Frit cash flow opgøres på følgende måde:

+/- Driftsresultat før skat

+ Afskrivninger og hensættelser

- Betalt skat af driftsresultat

+/- Forskydning i arbejdskapital (varelager, varedebitorer og varegæld)

= Pengestrøm fra driften

+/- Anlægsinvesteringer/frasalg

= Frit cash flow

Som diskonteringsfaktor i % til bestemmelse af nutidsværdi anvendes som oftest de vejede gennemsnitlige kapitalforrentning i % (WACC), beregnet på følgende måde:

WACC (%) = egenkapitalforrentning i % gange egenkapitalandel af samlet kapital plus fremmedkapitalforrentning i % gange fremmedkapitalandel af samlet kapital

Egenkapitalforrentning i % = risikofri rente + (risikofaktor x markedsværdipræmie)

Fremmedkapitalforrentning i % = (risikofri rente + risikotillæg) x (1 – skattesats)

WACC er udtryk for det kapitalafkastkrav en ejer af en virksomhed eller aktiv må stille for at dække de gennemsnitlige omkostninger ved den investerede kapital, inklusive de specifikke risici, der knytter sig til investeringen.

Den tredje hovedparameter er valg af budgetperiode samt terminalværdi, som er den ”restværdi” der knytter sig til efter budgetperioden til en i princippet uendelig tidshorisont.

Værdiansættelse ved DCF metoden kan på den baggrund indeles i en række faser:

1. Fastlæggelse af det frie cash flow i budgetperioden (planlægningshorisont)
2. Estimering af diskonteringsfaktor (WACC) i %
3. Beregning af nutidsværdi af det forventede frie cash flow ved at tilbagediskontere med estimeret WACC
4. Fastlæggelse af en terminalværdi
5. Fastlæggelse af markedsværdi ved at tillægge værdien af ikke-driftsmæssige aktiver og fratække værdien af rentebærende gæld