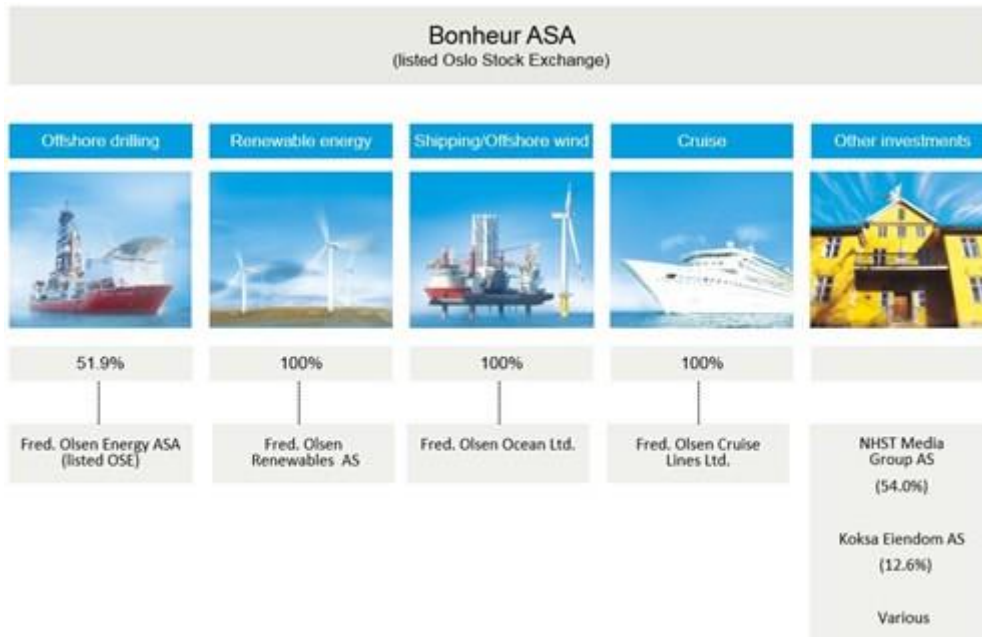


## Innledning

Bonheur er Fred Olsen familien sitt investeringsselskap. Familien eier cirka halvparten av aksjene. Aksjen har alltid vært rabattert i forhold til underliggende verdier. Etter at Bonheur fusjonerte med Ganger Rolf i 2016 er det blitt lettere å få oversikt over selskapet. Til tross for dette er dagens rabatt på 60-65% sjeldent stor. Dette skyldes trolig at investorene frykter at selskapet skal bruke likviditeten til å holde liv i riggselskapet Fred Olsen Energy.



## NAV per aksje 275 NOK

Basert på våre beregninger kommer vi frem til en verdi på 275 NOK per aksje. Dette fordeler seg på NOK 202 på fornybar- eller vindmøllvirksomhet, NOK 28 på installasjon og servicefartøyer til offshore vind, Cruise virksomheten NOK 26. Fred Olsen Energy utgjør med dagens aksjekurs i Fred Olsen Energy cirka NOK 2 per aksje, mens andre investeringer og netto cash i konsernet beløper seg til NOK 16.



### **Vindmøllevirksomheten 202 NOK per aksje!**

Herav utgjør to produserende parker i Skottland NOK 87 per aksje (31 + 56). Norske vindparker NOK 22. Svenske vindparker NOK 24. Prosjekter under utvikling NOK 28 per aksje. Netto cash i Fred Olsen Wind NOK 41.

### **Aviva NOK 31 per aksje**

I April inngikk Bonheur en avtale med Aviva Investors Global Services Limited om salg av et selskap som eier tre vindmøller i Skottland. Total produksjonskapasitet for disse tre vindmølleparkene er på 97 megawatt. Transaksjonen verdsatte selskapet til 239 millioner pund på 100% basis. Dette tilsvarer ~ 2,47 pund per watt. Bonheur har mottatt kontanter til en verdi av 117 millioner pund, mens de resterende 51% som Bonheur fortsatt eier har en rest verdi på 122 millioner GBP. I NOK blir dette cirka 1,3 milliarder eller 31 NOK per aksje.

### **TRIG NOK 56 - 80 per aksje**

I 2016 inngikk selskapet en avtale om å selge 49% av seks vindmøller til The Renewables Infrastructure Group Limited (TRIG). TRIG er et UK basert infrastruktur fond som investerer i selskaper innen fornybar energi som tilbyr en god langsiktig avkastning. Basert på transaksjonsprisen på 100% basis på 751,9 millioner pund i 2016 betalte de 1,74 GBP per watt for de seks vindmøllene som har en kapasitet til å produsere 433 megawatt. Baserer vi prisingen på transaksjonsverdien fra 2016 og korrigerer for nettogjelden til selskapet på 3,4 milliarder kroner får vi en egenkapital verdi for selskapets 51% andel på ca 2,4 milliarder kroner eller NOK 56 per aksje. Hvis vi hadde anvendt samme pris som på Aviva transaksjonen ville verdien vært ca 3,4 milliarder NOK eller cirka NOK 80 per aksje.

### **Norske og Svenske vindparker NOK 46 per aksje (NOK 22 + 24)**

Verdien av vindparkene i Norge og Sverige verdsetter vi til henholdsvis NOKm 937/NOK 22 per aksje og NOKm 1 025/NOK 24 per aksje. Vindmøllene i Norge har en kapasitet på 71 megawatt, mens tilsvarende for de svenske er på 78. Vi bruker da en verdi per watt på NOK 13 som er en rabatt på henholdsvis 30 og 50% i.f.t. TRIG og AVIVA transaksjonene. Lønnsomheten for vindmølleparker er fortsatt en del lavere i Norge og Sverige enn i UK.

### **Prosjektportefølje NOK 28 per aksje**

I tillegg til selskapets produserende parker har selskapet en portefølje av prosjekter som utgjør en potensiell produksjonskapasitet på ca 2 500 megawatt, hvorav ca. 1/2 er godkjent av myndighetene. Verdsettelsen her er høyst usikker, men bruker vi en verdi på NOK 1 per watt for godkjente prosjekter får vi en verdi på 1,2 milliarder NOK eller NOK 28 per aksje.

#### **Netto cash NOK 41 per aksje**

I holdingselskapet Fred Olsen Renewables utgjorde netto cash per 30/6 NOK 1,7 milliarder eller ca NOK 41 per aksje. Inkludert her er blant annet pengene mottatt fra Aviva transaksjonen.

#### **Øvrige virksomheter NOK 73 per aksje**



#### **Cruise NOK 26 per aksje**

Cruise virksomheten priser vi til cirka 1,1 milliarder kroner eller NOK 26 per aksje. Dette er på linje med bokførte verdier. I 2017 oppnådde denne virksomheten en EBITDA på 346 millioner kroner. EBITDA i 1. halvår var 158 millioner kroner som akkurat er på linje med fjoråret. Justerer vi for at selskapet har nærmere 700 millioner i cash prises denne virksomheten til litt over 1x EBITDA. Dette er konservativt, men samtidig er det viktig å være klare over at de fire cruiseskipene til selskapet er relativt tilårskomne.

#### **Shipping offshore/wind NOK 28 per aksje**

Også Shipping offshore/wind priser vi til bokførte verdier som utgjør ca 1,2 milliarder kroner eller NOK 28 per aksje. Selskapet eier to store offshore vind installasjonsfartøy og 7 service fartøyer i tillegg til flere andre aktiviteter. Netto gjeld i selskapet er på 0,6 milliarder NOK. Det gir en selskapsverdi på 1,8 milliarder. EBITDA i fjor var på 370 millioner som gir en EV/EBITDA på ca 5x.



#### **Fred Olsen Energy NOK 2 per aksje**

Tidligere utgjorde dette mesteparten av verdiene i selskapet, men etter at kursen har falt fra over 300 NOK til under 3 NOK utgjør verdien av denne investeringens skarve 2 NOK per Bonheur aksje. Situasjonen er dårlig for FOE med en negativ EBITDA og en netto gjeld på nærmere 4 milliarder. FOE har imidlertid en dypvannsrigg og noen Nordsjørigger som kanskje forsvarer en høyere verdi enn gjelda. Problemet er at kontraktsdekningen er dårlig og at det på kort sikt er behov for egenkapital i selskapet. Hvis FOE skal halvere gjelda og BON ta sin andel, utgjør dette i underkant av 1 milliard NOK eller ca NOK 22 per aksje. En slik transaksjon ville neppe bli møtt med jubel fra aksjonærene til BON, men hvis riggmarkedet fortsetter å styrke seg vil det være en oppside.



**Netto cash & andre investeringer NOK 16 per aksje**

## Bonheur rapport



Net cash i morselskapet og øvrige selskaper per 30/6 estimeres til ca NOK 4 per aksje. Av andre investeringer utgjør andre aksjer og obligasjoner NOK 12 per aksje. Her inngår blant annet en posisjon i Norges Handels og Sjøfartstidende på ca NOK 150 millioner eller 3-4 NOK per BON aksje og en obligasjonsportefølje på ca 200 millioner NOK ~5 per aksje.

Assets	NOKm	NOK/share	Comment
TRIG portfolio 51%	2 374	56	18,5 NOK/WATT
Aviva portfolio 51%	1 304	31	26,4 NOK/ NOK/WATT
Wind farms Norway	937	22	13,1 NOK/WATT
Wind farms Sweden	1 025	24	13,1 NOK/WATT
Consented portfolio	1 200	28	1,0 NOK/ NOK/WATT
Net cash Wind business	1 745	41	Cash wind parent
<b>Equity value wind farms</b>	<b>8 584</b>	<b>202</b>	
Cruise lines	1 115	26	Book value & EV/EBITDA 1
Shipping/offshore/wind	1 201	28	Book value & EV/EBITDA 5
Fred Olsen Energy	87	2	Market cap FOE
Other investments	525	12	NHST, bond portfolio e.g.
Net cash	189	4	Cash parent & other companies
<b>Total equity value</b>	<b>11 700</b>	<b>275</b>	