

# Gotlands Energi AB

Värdering av samtliga aktier i Gotlands Energi AB

**SAMMANFATTNING**

23 januari 2026



# Uppdragsöversikt

## Scope

## Process

### Uppdrag och syfte

PwC har fått i uppdrag av Region Gotland, genom Anders Lindholm, planeringsstrateg, att bedöma marknadsvärdet av samtliga aktier i Gotlands Energi per den 30 juni 2025 ("Värderingsdatum").

Gotlands Energi är ett lokalt energibolag som, tillsammans med dotterbolagen Gotlands Elnät AB och Gotlands Elförsäljning AB (tillsammans "Gruppen" eller "Koncernen"), bedriver verksamhet inom ett antal olika affärsområden; elnät, fjärrvärme, elhandel samt stadsnät och övrig verksamhet (tillsammans "Affärsområdena").

GEAB ägs av Vattenfall (75%) och Region Gotland (25%).

Under våren 2025 har en strategisk utvärdering av Region Gotlands ägande i GEAB genomförts. Mot bakgrund av den tidigare utvärderingen är syftet med vår värdering att utgöra beslutsunderlag i samband med att Uppdragsgivaren överväger en eventuell försäljning av aktieinnehavet i GEAB.

**Notera att detta är en sammanfattning av vår slutliga värderingsrapport daterad 23 december 2025. Vi har blivit ombedda att inte inkludera framåtblickande räkenskaper i denna sammanfattning av sekretesskäl.**

### Källor och tillhandahållen information

Bedömt värde i rapporten representerar vår kvalificerade bedömning baserat på tillgängligt material samt tillvägagångssätt beskrivna i denna rapport. Den information och de källor som använts listas i Bilaga 2. Vi vill dock understryka att värdering inte är en exakt vetenskap utan har inslag av subjektiv bedömning, varför olika aktörer kan komma till olika slutsatser om marknadsvärdet av ett bolag.

Vi har inom ramen för detta uppdrag inte utfört någon granskning eller revision av det material och de uppgifter vi erhållit från Bolaget.

Uppdragsgivaren har tillställts ett utkast av vår värderingsrapport daterad 23 december 2025 ("Rapport"). Deras eventuella synpunkter på verksamhetsbeskrivning, finansiell historik och prognoser har beaktats i Rapporten.

### Definition av marknadsvärde

Med marknadsvärde menas det förväntade pris till vilken en överlåtelse skulle ske på en öppen och oreglerad marknad mellan en villig köpare och en villig säljare, då köparen inte är tvingad att köpa och säljaren inte är tvingad att sälja och båda har likvärdig och relevant information.

Priset vid en faktisk överlåtelse kan avvika från ett bedömt marknadsvärde bland annat till följd av förhållanden i den specifika överlåtelssituationen, såsom t ex parternas subjektiva bedömningar av målbolagets utvecklingsmöjligheter och risksituation, förhandlingsstyrka samt möjliga synergieffekter.

# Sammanfattande slutsatser

Marknadsvärdet av Region Gotlands andel av aktierna (25%) bedöms återfinnas inom intervallet **505 till 635 MSEK**

## Introduktion

- Vi har baserat vår värdering av Bolaget på Bolagsledningens finansiella prognoser, information från Energimarknadsinspektionen, våra långsiktiga antaganden och andra källor som presenteras i bilagorna.
- Bolaget konsolideras i Vattenfalls koncernredovisning varför viss information i denna Rapport har tillhandahållits av Vattenfall. Vidare har representanter från Vattenfall deltagit i de intervjuer vi haft med Bolagsledningen. Det finns också olika transaktioner mellan Bolaget och Vattenfall, t ex inköp av el.
- Vår värdebedömning har baserats på de vedertagna värderingsmetoderna avkastningsvärdering och relativvärdering. För att nå marknadsvärdet av aktierna har vi summerat de bedömda rörelsevärdena för samtliga Affärsområden och justerat för Bolagets finansiella nettoskuld.
  - Även om värderingen baserats på bedömt rörelsevärde av respektive Affärsområde, s k sum-of-the-parts, har en sammantagen bedömning gjorts av värdet på helheten, i linje med hur prisförhandlingen har förts.

## Värdering

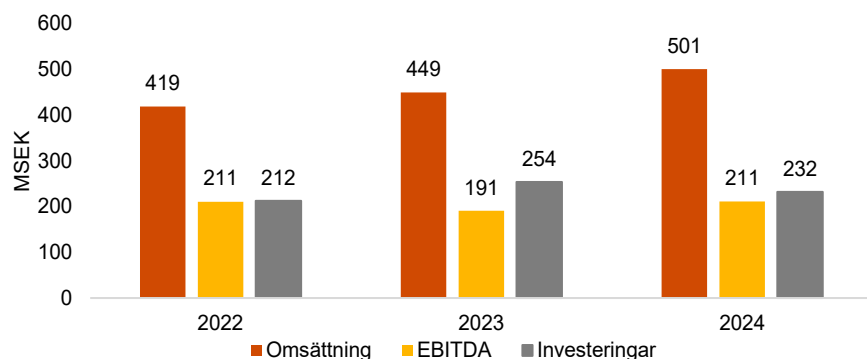
- Det sammanlagda rörelsevärdet (Enterprise Value eller "EV") av Bolagets Affärsområden bedöms, per Värderingsdatum, återfinnas inom intervallet 3 098 MSEK till 3 748 MSEK, med ett riktvärde om 3 401 MSEK.
- Justerat för Bolagets nettoskuld om 585 MSEK bedöms värdet av samtliga aktier i Bolaget, per Värderingsdatum, återfinnas inom intervallet 2 513 MSEK till 3 163 MSEK, med ett riktvärde om 2 816 MSEK.
- **Marknadsvärdet av 25% av aktierna, efter avdrag för minoritetsrabatt om 20%, återfinns således inom intervallet 503 MSEK till 633 MSEK.**

MSEK	Hög	Medel	Låg
Elnät	3 080	2 788	2 533
Fjärrvärme	523	478	439
Elhandel	77	72	68
Stadsnät & Övrigt	68	63	58
<b>Rörelsevärde (samtliga Affärsområden)</b>	<b>3 748</b>	<b>3 401</b>	<b>3 098</b>
Finansiell nettoskuld	585	585	585
<b>Marknadsvärde samtliga aktier</b>	<b>3 163</b>	<b>2 816</b>	<b>2 513</b>
Ägarandel	25%	25%	25%
Minoritetsrabatt	20%	20%	20%
<b>Marknadsvärde av 25% av aktierna</b>	<b>633</b>	<b>563</b>	<b>503</b>

# Sammanfattande slutsatser (forts.)

## Affärsområde Elnätsverksamheten (Gotlands Elnät AB)

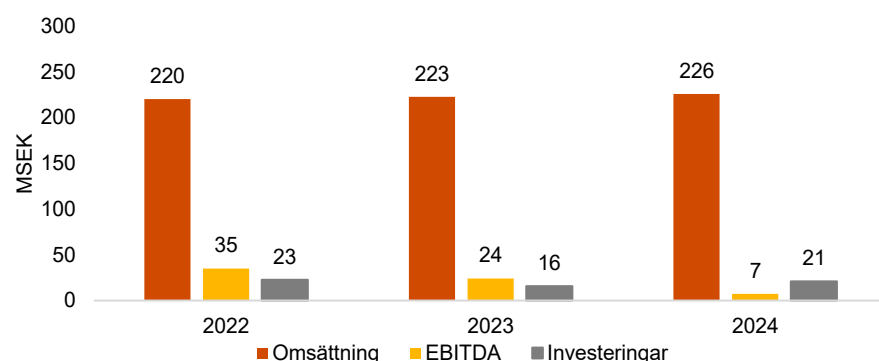
### Finansiell utveckling



- Elnät har ungefär 43 000 kunder på Gotland och omfattar cirka 700 mil ledningsnät. Under 2024 uppgick den överförda energin till ca. 895 GWh. Elnätsverksamheten är en reglerad verksamhet.
- Omsättningen har växt med en årlig genomsnittlig tillväxttakt ("CAGR") om 9% mellan 2021 till 2024 och verksamheten har haft en genomsnittlig EBITDA<sup>1</sup>-marginal om 48% under samma period. Investeringarna har i genomsnitt uppgått till 48% av omsättningen under 2021 till 2024.
- Det råder för närvarande osäkerhet kring hur den nya intäktsregleringen för elnätsbolag ska se ut men som utgångspunkt för vår värdering av Elnät har vi beräknat den framtida intäktsramen enligt befintlig metod och en regulatorisk WACC om 3,5% för kommande tillsynsperioder.
- Baserat på ett avkastningskrav om 6,0% (ej att förväxla med regulatorisk WACC) bedöms rörelsevärdet uppgå till mellan 2 533 MSEK och 3 080 MSEK, med ett riktvärde om 2 788 MSEK.**

## Affärsområde Fjärrvärmeverksamheten (Gotlands Energi AB)

### Finansiell utveckling



- Fjärrvärmeverksamheten levererar värme till cirka 14 000 hushåll och verksamheter på Gotland. Intäktskällorna utgörs främst av värmedistribution samt övriga intäkter.
- Omsättningen har växt med en CAGR om 2% mellan 2021 till 2024 och fjärrvärmeverksamheten har haft en genomsnittlig EBITDA-marginal om 15% under samma period. Betydande investeringar väntas under både 2025 och prognosperioden då värmepannornas livslängd närmar sitt slut.
- Baserat på ett avkastningskrav om 7,2% bedöms rörelsevärdet uppgå till mellan 439 MSEK och 523 MSEK, med ett riktvärde om 478 MSEK.**

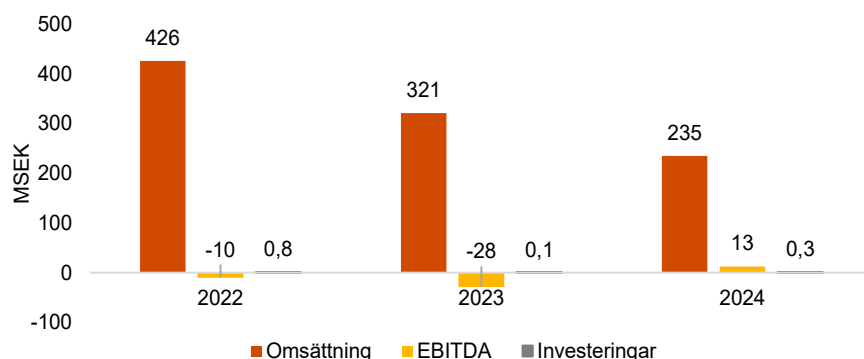
1) EBITDA = Rörelseresultat före avskrivningar

Not: värdeintervallen baseras på avkastningskravet +/- 0,5% specifikt tillägg för Elnät/Fjärrvärme.

# Sammanfattande slutsatser (forts.)

## Affärsområde Elhandelsverksamheten (Gotlands Elförsäljning AB)

### Finansiell utveckling



- Gotlands Elförsäljning AB bedriver elhandelsverksamhet och har i dagsläget över 32 000 kunder. Utöver elhandel sker även viss försäljning av lösningar för elbilsaddning och solceller.
- Både omsättningen samt EBITDA-marginalen har fluktuerat historiskt till följd av volatila elpriser. Investeringar har varit begränsade och avser huvudsakligen återinvesteringar i befintliga tillgångar. Inga omfattande investeringar förväntas genomföras i verksamheten framgent.
- **Baserat på ett avkastningskrav om 15,6% bedöms rörelsevärdet uppgå till mellan 68 MSEK och 77 MSEK, med ett riktvärde om 72 MSEK.**

## Affärsområde Stadsnät och övrig verksamhet (Gotlands Elnät AB)

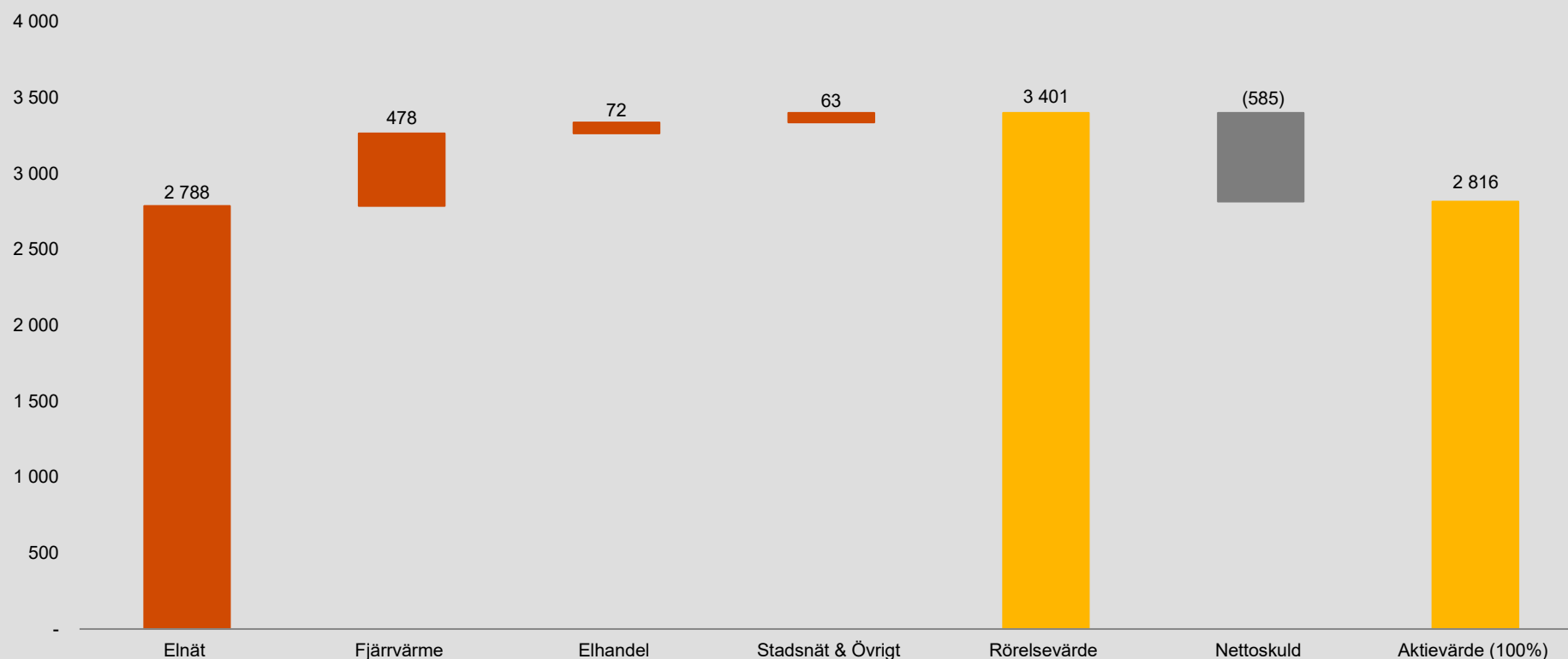
### Finansiell utveckling

*Historiska räkenskaper för Stadsnät & Övrigt saknas.*

- Detta affärsområde omfattar samtliga verksamheter inom Gotlands Elnät AB som inte är direkt relaterade till Elnät, inklusive ägandet av Gotlands stadsnäts-infrastruktur, entreprenadaffärer samt IoT-lösningar.
- Vi saknar historisk resultaträkning för detta verksamhetsområde varför inga räkenskaper presenteras ovan. Däremot har vi haft tillgång till Bolagsledningens finansiella prognos som legat till grund för vår avkastningsvärdering. Denna presenteras dock inte i detta material.
- **Baserat på ett avkastningskrav om 10,0% bedöms rörelsevärdet uppgå till mellan 58 MSEK och 68 MSEK, med ett riktvärde om 63 MSEK.**

# Sammanfattande slutsatser (forts.)

## Värderingsbrygga



## Värdebrygga

- Det sammanlagda rörelsevärdet av Bolagets Affärsområden bedöms återfinnas inom intervallet 3 098 MSEK till 3 748 MSEK, med ett riktvärde om 3 401 MSEK, varav Elnät utgör den största andelen med ett värde om 2 788 MSEK (ca. 82%) följt av Fjärrvärme med ett rörelsevärde om 478 MSEK (ca. 14%).
- Bolagets finansiella nettoskuld om 585 MSEK avser huvudsakligen lån från Vattenfall och pensionsavsättningar justerat för Bolagets kassa.
- **Efter avdrag för en minoritetsrabatt om 20% bedöms marknadsvärdet av Region Gotlands andel (25%) av aktierna återfinnas inom intervallet 503 MSEK till 633 MSEK, med ett riktvärde om 563 MSEK.**

# Metod

# Metod

## Övergripande

- Vår värdebedömning i denna Rapport har baserats på de vedertagna värderingsmetoderna avkastningsvärdering och relativvärdering, som vidare beskrivs på följande sida.
- Som underlag för vår värdering har vi utgått från de finansiella prognoser som tillhandahållits av Bolagsledningen samt PwC:s extrapolering och andra antaganden.
- Vi har i värderingen använt resultaträkningar per Värderingsdatum för de Affärsområden där det varit tillgängligt. I de fall då det inte varit tillgängligt har vi estimerat delårsresultatet baserat på 2025 års prognosticerade resultaträkning.
- Vi har utfört vår värdering av Bolagets aktier utifrån bedömt rörelsevärde per Affärsområde, justerat för Bolagets konsoliderade nettoskuld. Per Värderingsdatum har vi erhållit uppgifter om de tillgångs- och skuldposter som utgör Gruppens nettoskuld.
- Övrig verksamhet i GEAB (moderbolaget), som relaterar till bl a uthyrning av personal, har exkluderats i värderingen av Gruppen eftersom kostnaderna redan reflekteras i respektive Affärsområdes prognos.
- Rörelsekapitalnivån per Värderingsdatum har uppskattats per Affärsområde baserat på historiska nivåer och PwC:s antaganden.



# Metod (forts.)

## Avkastningsvärdering

- Avkastningsvärdering innebär att värdet härleds genom en diskontering av företagets eller rörelsens förväntade framtida kassaflöde. Avkastningsvärdering används idag vanligtvis som huvudmetod vid värdering av icke börsnoterade bolag.
- Det kassaflöde som utgör grund för avkastningsvärdeberäkningen är i normalfallet det kassaflöde som rörelsen förväntas generera oberoende av hur bolaget är finansierat. Det innebär att kassaflödet inte är påverkat av t ex prognostiserade räntekostnader eller utdelningar. Däremot belastas rörelsens prognostiserade kassaflöde med skatt, vilket innebär att diskonteringsräntan måste återspegla en vägd kapitalkostnad för eget kapital och lånefinansiering efter skatt. Det avkastningsvärde som beräknas utifrån kassaflödet ger värdet av det operativa kapitalet ("rörelsen") förutsatt en viss fastställd initial rörelsekapitalnivå.
- För att erhålla värdet av aktierna i ett bolag justeras värdet på rörelsen med hänsyn till bolagets faktiska finansiella struktur vid värderingstidpunkten, d v s minskas med finansiella skulder och ökas med eventuellt överskott av likvida medel samt värden av ej rörelserelaterade tillgångar.

## Relativvärdering

- Relativvärdering innebär att ett företags värde härleds utifrån hur liknande företag prissätts på börsen eller har prissatts vid transaktioner.
- Vid relativvärdering används prisrelaterade nyckeltal som t ex pris i relation till omsättning, resultat, eller antal anställda. Utgångspunkten för värderingen kan sägas vara att den prissättning som observeras redovisar andra aktörers bedömning av det jämförbara bolagets risksituation (kalkylränta) och tillväxtpotential, vilka således kan vara relevanta som underlag för den aktuella värderingen.
- Strävan är att finna bolag med så likartad verksamhet och struktur som möjligt i förhållande till det bolag som ska värderas. Det är dock ofta svårt att erhålla information om prissättning vid överlåtelse av aktier i icke börsnoterade bolag. Vidare är kända transaktionspriser dessutom ofta osäkra som jämförelsegrund då de kan vara influerade av förhållanden i den specifika överlåttelsesituationen.
- Skillnader mellan jämförelsebolagen och det bolag som ska värderas avseende bl a storlek och verksamhetsinriktning måste beaktas. Dessa skillnader påverkar affärsrisk samt värdedrivare såsom tillväxtpotential och marginal, vilket motiverar olika nivåer på värde och därav resulterande multiplar.

# Relativvärdering

# Avstämning med relativvärdering

- Som stöd för våra slutsatser baserat på avkastningsvärdering har vi stämt av de värdemultiplar som våra riktvärden för respektive Affärsområde innebär, med motsvarande värdemultiplar för bolag med liknande verksamhet i tidigare transaktioner.
- På följande sidor presenteras våra avstämningar för affärsområdena Elnät, Fjärrvärme och Elhandel. Eftersom vi inte har historiska räkenskaper för Stadsnät & Övrigt (och inte visar prognostiserade räkenskaper) presenteras inte någon avstämning avseende Stadsnät & Övrigt.
- Sammantaget bedöms våra avstämningar baserat på relativvärdering ge stöd åt våra slutsatser baserat på avkastningsvärdering.



# Elnät – Relativvärdering

## Värdemultiplar för tidigare transaktioner med jämförbara bolag

Datum	Målbolag	Köpare	EV (SEKm)	EV / Netto- omsättning	EV / EBITDA	EV / GWh	EV / RAV	EV / RAB
2025-01-20	Pori Energia Oy (49%)	Polhem Infra AB	9 404	5,9x	21,8x	i.i.	i.i.	i.i.
2024-06-24	Dala Energi AB (51%)	Nordion Energi	3 517	9,4x	22,0x	5,7x	2,1x	0,9x
2023-06-13	Blåsjön Kraft AB	DORE	94	4,0x	7,3x	i.i.	1,0x	0,5x
2022-12-15	Ellevio AB (12,5%)	AMF Tjänstepension AB	92 752	11,9x	23,7x	i.i.	2,1x	i.i.
2021-11-04	AB Edsbyns Elverk	Ellevio AB	239	8,7x	20,2x	3,2x	1,7x	0,7x
2018-10-02	Skånska Energi (54%)	Kraftringen	728	2,3x	13,3x	2,2x	2,1x	0,6x
2017-07-24	Elverket Vallentuna AB	Ellevio AB	582	1,9x	9,1x	i.i.	1,5x	0,7x
<b>Genomsnitt</b>			<b>15 331</b>	<b>6,31x</b>	<b>16,8x</b>	<b>3,7x</b>	<b>1,7x</b>	<b>0,7x</b>
<b>Median</b>			<b>728</b>	<b>5,90x</b>	<b>20,2x</b>	<b>3,2x</b>	<b>1,9x</b>	<b>0,7x</b>
<b>Gotlands Elnät AB - Elnät värdemultiplar 2024A</b>			<b>2 788</b>	<b>5,57x</b>	<b>13,2x</b>	<b>3,1x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,4x</b>
<i>Implicit rabatt/premium</i>				-5,6%	-34,7%	-2,1%	-55,7%	-42,6%

## Värderelaterade nyckeltal

- Som utgångspunkt för vår avstämning har vi identifierat ett antal historiska transaktioner där finansiell information funnits tillgänglig, i ovan tabell.
- Som utgångspunkt för våra jämförelser har vi huvudsakligen utgått från följande nyckeltal:
  - EV/RAB: Värdet av rörelsen i förhållande till nuanskaffningsvärdet.
  - EV/RAV: Värdet av rörelsen i förhållande till åldersjusterat nuanskaffningsvärde.
  - EV/Nettoomsättning: Värdet av rörelsen i förhållande till omsättning. Storleken på multipeln beror av rörelsemarginal, förväntad tillväxt samt risknivå.
  - EV/EBITDA: Värdet av rörelsen i förhållande till resultat före avskrivningar. Multipeln beror huvudsakligen på förväntad resultattillväxt samt bolagets uppskattade risk.
  - EV/GWh: Värdet av rörelsen i förhållande till distribuerad volym.

## Jämförbara transaktioner

- Baserat på mittpunktsvärdet av Elnät om 2 788 MSEK indikeras rabatter mot EV/RAV och EV/RAB (huvudsakliga jämförelsetal) i de jämförbara transaktionerna, vilket anses rimligt givet:
  - Elnäts betydande investeringsbehov (och antal glesbygdsåren),
  - antagande om nyttjande av 100% av intäktsramen, bl a beroende på Heidelbergs genomförande av den planerade omställningen, och
  - osäkerhet kring framtida intjäningspotential givet Ei:s översyn av intäktsramen, även om det funnits osäkerheter inför tidigare tillsynsperioder vilket avspeglas i transaktionsmultiplarna, dock indikerar pågående diskussioner väsentligt lägre regulatorisk WACC än tidigare.
- Rabatter indikeras också mot Dala Energi, vilket är den senaste svenska transaktionen och dessutom av liknande storlek, vilket bedöms rimligt givet Elnäts stora investeringsbehov, men även då Dala Energi innehöll andra affärsområden än Elnät.
- EV/RAV- och EV/RAB-multiplar ligger dock ungefär i linje med Blåsjön Kraft, som är en av de senaste transaktionerna i sammanställningen, vilket ger ytterligare stöd, även om transaktionen var väsentligt mindre.
- Mot medianen av de jämförbara transaktionernas EV/EBITDA-multiplarna indikeras en rabatt om ca. 35% vilket anses rimligt.
- Det finns även andra skillnader, t ex ränteläget vid respektive transaktionstillfälle som påverkar nivån på multiplarna och dessutom kan transaktionsmultiplar innehålla okända faktorer som t ex förväntade synergier och andra affärsområden vilket försvårar jämförbarhet och kan ytterligare förklara rabatt/premie.

## Slutsats

- Sammantaget bedöms vår avstämning baserat på relativvärdering ge stöd åt vår slutsats baserat på avkastningsvärdering.**



# Fjärrvärme – Relativvärdering

## Värdemultiplar för tidigare transaktioner med jämförbara bolag

Datum	Målbolag	Land	Köpare	EV (SEKm)	EV / Netto- omsättning	EV / EBITDA	EV / GWh
2024-12-18	Mullsjö Energi & Miljö	Sverige	Solör Bioenergi	56	3,0x	10,7x	2,8x
2023-12-31	Bjäre Biovärme	Sverige	Solör Bioenergi	35	8,8x	35,0x	7,0x
2022-10-05	Åmotfors Energi	Sverige	Nevel	109	i.i.	n.i.	0,6x
2022-09-02	Lantmännen Agrovärme	Sverige	Solör Bioenergi	1 045	7,7x	23,8x	7,0x
2022-02-16	Ale Fjärrvärme	Sverige	Solör Bioenergi	500	10,6x	29,4x	8,3x
2021-08-06	Vretstorp Bioenergi	Sverige	Solör Bioenergi	7	2,3x	7,0x	1,8x
2021-06-30	Stockholm Exergi (50%)	Sverige	Konsortium	71 900	10,3x	25,7x	i.i.
2021-06-30	Veolia Utility Solutions	Sverige	Solör Bioenergi	701	2,4x	14,3x	3,9x
2021-06-24	Strängnäs Energi (80%)	Sverige	Solör Bioenergi	1 500	i.i.	30,0x	7,5x
2021-04-08	Falbygdens Energi	Sverige	Solör Bioenergi	962	8,6x	18,5x	6,9x
<b>Genomsnitt</b>				<b>7 681</b>	<b>6,71x</b>	<b>21,6x</b>	<b>5,1x</b>
<b>Median</b>				<b>601</b>	<b>8,17x</b>	<b>23,8x</b>	<b>6,9x</b>
<b>Fjärrvärme värdemultiplar 2024A</b>				<b>478</b>	<b>2,11x</b>	<b>e.m.</b>	<b>2,3x</b>
<i>Implicit rabatt/premium</i>					<i>-74,1%</i>	<i>e.m.</i>	<i>-66,4%</i>

Not: e.m. = ej meningsfull

EBITDA-multipeln 2024 är inte meningsfull men framåtblickande EBITDA-multipel bedöms rimlig.

## Värderelaterade nyckeltal

- Som utgångspunkt för vår avstämning har vi identifierat ett antal historiska transaktioner på den svenska marknaden, där finansiell information funnits tillgänglig, i ovan tabell. Som utgångspunkt för våra jämförelser har vi huvudsakligen utgått från följande nyckeltal:
  - EV/EBITDA: Värdet av rörelsen i förhållande till resultat före avskrivningar. Multipeln beror i stor utsträckning på förväntan om framtida resultattillväxt samt bolagets bedömda risknivå.
  - EV/GWh: Värdet av rörelsen i förhållande till distribuerad volym. Multipeln storlek beror i stor utsträckning på den totala utmatade volymen.

## Jämförbara transaktioner

- Transaktionsmultiplar är vanligtvis baserade på transaktionsvärdet genom senaste årets räkenskaper men givet att Fjärrvärmes EBITDA 2024 var ovanligt låg visas inte implicit EBITDA-multipel för 2024. Framåtblickande EBITDA-multipel bedöms dock rimlig.
- Vår avkastningsvärdering av Fjärrvärme innebär väsentliga rabatter mot medianen för jämförelsebolagen. Det finns dock flera exempel i den intilliggande tabellen där transaktionsmultiplarna varit ungefär i linje med vår värdering av Fjärrvärme.
- Rabatterna mot jämförelsebolagen bedöms rimliga givet Fjärrvärmes finansiella profil och stora investeringsbehov som påverkar kassaflödet negativt i flera år framöver. Möjligheten till signifikanta tariffhöjningar framöver kan också anses begränsad.
- Dessutom är det värt att notera att transaktionsmultiplar kan innehålla okända faktorer som t ex förväntade synergier och ytterligare affärsområden vilket försvårar jämförbarheten och kan ytterligare förklara rabatt/premie.

## Slutsats

- Även om värderingen av Fjärrvärme kan anses vara något låg i förhållande till tidigare transaktioner så bedömer vi sammantaget att vår avstämning baserat på relativvärdering ger stöd åt vår slutsats givet Fjärrvärmes finansiella profil.



# Elhandel – Relativvärdering

## Värdemultiplar för tidigare transaktioner med jämförbara bolag

Datum	Målbolag	Köpare	EV (SEKm)	EV / MWh (SEK)	EV / Kund (SEK)
2024-10-08	Billinge Energi AB (60%)	Skövde Energi AB	70	i.i	1 667
2023-06-07	Telge Energi AB	Fortum Oyj	450	250	3 000
2021-06-24	Bixia AB	Tekniska verken i Linköping AB	496	103	2 265
<b>Genomsnitt</b>			<b>339</b>	<b>177</b>	<b>2 311</b>
<b>Median</b>			<b>450</b>	<b>177</b>	<b>2 265</b>
<b>Gotlands Elförsäljning AB - Elhandel värdemultiplar 2024A</b>			<b>72</b>	<b>222</b>	<b>2 228</b>
<i>Implicit premie/rabatt</i>				25,9%	-1,6%

## Jämförbara transaktioner (forts.)

- Som utgångspunkt för vår avstämning baserat på relativvärdering har vi identifierat ett fåtal transaktioner på den svenska marknaden under de senaste fem åren. I tillägg har vi diskuterat med branschexperter som bekräftar att en rimlig värdering ligger på uppemot cirka 3 000 SEK per kund vilket är i linje med nivån i Telge Energi-transaktionen men något högre än de två andra transaktioner som vi identifierat.
- Som utgångspunkt för vår avstämning har vi främst fokuserat på det värderingsrelaterade nyckeltalet EV/Kund som innebär värdet av rörelsen i förhållande till antalet kunder. Som ytterligare referenspunkt har vi även presenterat vad nyckeltalet EV/MWh uppgår till
- Vår avkastningsvärdering av Elhandel innebär en EV/Kund-multiplikation ungefär i linje med medianen för jämförelsebolagen, vilket bedöms rimligt eftersom Elhandels starka marknadsposition på Gotland kan anses väga upp för den rabatt som annars skulle förväntas givet Elhandels mindre storlek än de jämförbara transaktionerna. Vi noterar för övrigt att den transaktion som är mest lik i termer av storlek, Billinge Energi, ligger något lägre än vår värdering av Elhandel.
- Värt att notera att transaktionsmultiplar kan innehålla okända faktorer såsom förväntade synergier och ytterligare affärsområden, vilket försvårar jämförbarheten och kan ytterligare förklara rabatter/premier.

## Slutsats

- Sammantaget bedöms vår avstämning baserat på relativvärdering ge stöd åt vår slutsats baserat på avkastningsvärdering.**

# Värdesummering

# Värdesummering

## Gotlands Energi AB - Värdebedömning

MSEK	Hög	Medel	Låg
Elnät	3 080	2 788	2 533
Fjärrvärme	523	478	439
Elhandel	77	72	68
Stadsnät & Övrigt	68	63	58
<b>Rörelsevärde (samtliga Affärsområden)</b>	<b>3 748</b>	<b>3 401</b>	<b>3 098</b>
Finansiell nettoskuld	585	585	585
<b>Marknadsvärde samtliga aktier</b>	<b>3 163</b>	<b>2 816</b>	<b>2 513</b>
Ägarandel	25%	25%	25%
Minoritetsrabatt	20%	20%	20%
<b>Marknadsvärde av 25% av aktierna</b>	<b>633</b>	<b>563</b>	<b>503</b>

Vår övergripande slutsats baseras på en sammantagen bedömning av värdet på helheten, i linje med hur prisförhandlingen har förts.

## Värdesummering

- Baserat på avkastningsvärdering bedöms det sammanlagda rörelsevärdet för GEAB:s affärsområden, återfinnas inom intervallet 3 098 MSEK till 3 748 MSEK, med ett riktvärde om 3 401 MSEK.
  - Sammantaget bedöms våra avstämningar baserat på relativvärdering ge stöd åt våra slutsatser baserat på avkastningsvärdering.
- Justerat för Bolagets nettoskuld om 585 MSEK bedöms värdet på samtliga aktier i Bolaget, per Värderingsdatum, återfinnas inom intervallet 2 513 MSEK till 3 163 MSEK, med ett riktvärde om 2 816 MSEK.
  - Bolagets finansiella nettoskuld avser huvudsakligen lån från Vattenfall och pensionsavsättningar justerat för Bolagets kassa.
- Även om värderingen baserats på bedömt rörelsevärde av respektive Affärsområde, s k sum-of-the-parts, har en sammantagen bedömning gjorts av värdet på helheten, i linje med hur prisförhandlingen har förts.
- Marknadsvärdet av Uppdragsgivarens andel av aktierna (25%) bedöms återfinnas inom intervallet 503 MSEK till 633 MSEK, efter avdrag för minoritetsrabatt om 20%.**
  - Region Gotlands aktier i Bolaget avser en illikvid minoritetspost varför en minoritetsrabatt om 20% bedöms motiverad. En kontrollpost anses vara värd mer än motsvarande aktiepost utan kontroll då en kontrollpost ger investeraren möjlighet att påverka företagets operativa och finansiella beslut i större utsträckning. En rabatt om 20% är också i linje med vad investerare angav i PwC:s riskpremiestudie i maj 2025.



# Bilagor



# Begränsningar

- Denna Rapport har skrivits i det syfte som redovisats ovan och vi accepterar inget ansvar för dess användning till andra ändamål än detta.
- Bedömt värde i Rapporten representerar vår kvalificerade bedömning baserat på tillgängligt material samt tillvägagångssätt beskrivna i denna Rapport. Vi vill dock understryka att värdering inte är en exakt vetenskap utan har inslag av subjektiv bedömning, varför olika aktörer kan komma till olika slutsatser om marknadsvärdet av ett bolag.
- Vi har inom ramen för detta uppdrag inte utfört någon granskning eller revision av det material och de uppgifter vi erhållit från Bolaget.



# Tillhandahållen information

- Verksamhetsbeskrivning och övergripande bolagsinformation.
- Historiska och prognostiserade räkenskaper för respektive affärsområde.
- Konsoliderad balansräkning per Värderingsdatum.
- Materialet har kompletterats med muntliga och skriftliga uppgifter från Bolagsledningen och Vattenfall.
- Vi har också utgått från information från publika källor, t ex Bolagsverket, Energimarkandsinspektionen och Riksbanken, samt externa finansiella databaser, t ex Capital IQ<sup>1</sup> och Mergermarket.

<sup>1</sup>Reproduction of any information, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant Content Provider. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

# Ordlista

Begrepp	Definition
<b>Affärsområde(n)</b>	Elnät, Fjärrvärme, Elhandel och Stadsnät & Övrigt
<b>Bolaget</b>	Gotlands Energi AB
<b>Bolagsledningen</b>	Representanter för Gotlands Energi AB, Gotlands Elnät AB och Gotlands Elförsäljning AB
<b>CAGR</b>	Compound annual growth rate
<b>Ei</b>	Energimarknadsinspektionen
<b>EBIT</b>	Rörelseresultat / Earnings before interest and tax
<b>EBITDA</b>	Rörelseresultat före avskrivningar / Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation
<b>EV</b>	Enterprise value
<b>GEAB</b>	Gotlands Energi AB
<b>Gruppen</b>	Gotlands Energi AB, Gotlands Elnät AB, Gotlands Elförsäljning AB
<b>GWh</b>	Gigawattimmar
<b>MWh</b>	Megawattimmar

# Ordlista (forts.)

Begrepp	Definition
<b>PwC</b>	Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB
<b>RAB</b>	Nuanskaffningsvärde (Regulatory Asset Base)
<b>RAV</b>	Åldersjusterat Nuanskaffningsvärde (Regulatory Asset Value)
<b>Regulatorisk WACC</b>	Energimarknadsinspektionens beräknade kalkylränta
<b>SvK</b>	Svenska Kraftnät
<b>Uppdragsgivaren</b>	Region Gotland
<b>Vattenfall</b>	Vattenfall AB
<b>Värderingsdatum</b>	30 juni 2025
<b>WACC</b>	Weighted average cost of capital

