



# REGION GOTLAND

Second opinion

12 MARS 2026

PRIVAT OCH KONFIDENTIELLT



**Region Gotland**  
Regionstyrelseförvaltningen  
Att: Anders Lindholm

**BDO Mälardalen AB**  
Sveavägen 53  
113 59 Stockholm  
Sverige

BDO Mälardalen AB ("BDO" eller "vi") har nöjet att avlämna vår Second opinion avseende PwC:s värdering, daterad den 23 december 2025, av Region Gotlands ("Uppdragsgivaren") innehav om 25% av aktierna i Gotlands Energi AB ("GEAB" eller "Bolaget"). Värderingen utgör underlag för Region Gotlands överväganden kring en potentiell avyttring av hela aktieinnehavet till Vattenfall AB. Vår rapport presenterar vår bedömning avseende PwC:s metoder, antaganden och slutsatser i deras värdering av GEAB. Vårt uppdrag är reglerat enligt vårt uppdragsbrev daterat 6 mars 2026.

#### Informationskällor

Den information som främst har legat till grund för våra analyser specificeras nedan:

- Filen "Gotlands Energi AB - Sammanfattning Värdering (2026-01-23)", PwC
- Filen "Gotlands Energi AB - Värdeutlåtande (2025-12-23) slutrapport
- Finansiella databaser: S&P Capital IQ Pro och MergerMarket
- Hemsidor: riksbank.se
- Mejlkorrespondens med Anders Lindholm, planeringsstrateg Region Gotland

#### Uppdragets omfattning

BDO kommer att genomföra en rimlighetsavstämning / Second opinion avseende de metoder, antaganden och slutsatser som PwC har redovisat i sin värderingsrapport.

#### Ansvarsbegränsning och sekretess

Vi ber er uppmärksamma avsnitten för ansvarsbegränsning och sekretess i vårt uppdragsbrev och Appendix B. Denna rapport har skrivits för det syfte som redovisats ovan och BDO accepterar inget ansvar för dess användning till andra ändamål än detta. Kopior av, eller utdrag ur, denna rapport får endast användas i direkt anslutning till uppdraget.

Stockholm den 12 mars 2026

Sara Grenmark  
Partner Deal Advisory  
+46 8 120 117 17  
BDO Mälardalen AB

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

04

Sammanfattning



06

Kassaflödesvärdering



14

Relativvärdering



16

Appendix



# SAMMANFATTNING

BDO anser att de metoder som PwC tillämpat i sin värdering av aktieinnehavet i GEAB är i enlighet med marknadspraxis och att det bedömda värdet är inom ett rimligt intervall

Värderingssammanfattning - PwC	Låg	Medel	Hög
Elnät	2 533	2 788	3 080
Fjärrvärme	439	478	523
Elhandel	68	72	77
Stadsnät & övrigt	58	63	68
<b>Rörelsevärde (samtliga affärsområden)</b>	<b>3 098</b>	<b>3 401</b>	<b>3 748</b>
Finansiell nettoskuld	(585)	(585)	(585)
<b>Marknadsvärde samtliga aktier</b>	<b>2 513</b>	<b>2 816</b>	<b>3 163</b>
Ägarandel	25%	25%	25%
Minoritetsrabatt	20%	20%	20%
<b>Marknadsvärde 25% av aktierna</b>	<b>503</b>	<b>563</b>	<b>633</b>
Värderingssammanfattning - replikering BDO	Låg	Medel	Hög
Elnät	1 929	2 698	3 927
Fjärrvärme	377	478	629
Elhandel	68	72	78
Stadsnät & övrigt	55	62	70
<b>Rörelsevärde (samtliga affärsområden)</b>	<b>2 428</b>	<b>3 310</b>	<b>4 704</b>
Finansiell nettoskuld	(585)	(585)	(585)
<b>Marknadsvärde samtliga aktier</b>	<b>1 843</b>	<b>2 725</b>	<b>4 119</b>
Ägarandel	25%	25%	25%
Minoritetsrabatt	20%	20%	20%
<b>Marknadsvärde 25% av aktierna</b>	<b>369</b>	<b>545</b>	<b>824</b>

## Kommentarer

- BDO har gjort en genomgång av metod, antaganden och slutsatser i PwC:s värdering per 2025-12-23 med värderingsdatum 2025-06-30.
- I tabellen till vänster presenteras PwC:s värdering av Region Gotlands aktieinnehav i GEAB. PwC har tillämpat en avkastningsansats baserad på kassaflödesvärdering, där rörelsevärdet beräknats genom en sum-of-the-parts-modell. Från rörelsevärdet subtraheras sedan den beräknade nettoskulden, varvid värdet på företagets egna kapital erhålls. Detta bedömer BDO som den mest lämpade metoden och att det är i enlighet med marknadspraxis.
- Marknadsvärdet för samtliga aktier i GEAB bedöms av PwC till 2 513 - 3 163 MSEK, med ett mittvärde om 2 816 MSEK. BDO bedömer att det bedömda marknadsvärdet är inom ett rimligt intervall, givet att bolagets underliggande prognoser motsvarar den mest sannolika utvecklingen. Notera att vårt uppdrag inte omfattar granskning av Bolagets underliggande prognoser.
- En rimlighetsavstämning har utförts av PwC med relativvärdering i form av noterade bolag och genomförda transaktioner, vilket bedöms lämpligt och i enlighet med marknadspraxis. PwC har använt EV/Nettoomsättning, EV/EBITDA, EV/GWh, EV/RAV och EV/RAB, vilket bedöms lämpligt och i enlighet med praxis.
- Värdet på Region Gotlands andel av GEAB har beräknats genom att multiplicera det totala marknadsvärdet för 100% av aktierna med regionens ägarandel om 25%. PwC har även tillämpat en minoritetsrabatt om 20%, vilket bedöms vara rimligt givet ägarpositionens karaktär.

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

04

Sammanfattning



06

Kassaflödesvärdering



14

Relativvärdering



16

Appendix



# ELNÄT (1/2) - AVKASTNINGSKRAV

PwC bedömer att avkastningskravet för affärsområdet Elnät uppgår till 6,0%

Avkastningskrav - Elnät	
CAPM	
Risikfri ränta	2,2%
Marknadsriskpremie	6,3%
Bedömd tillgångsbeta	0,40
Beta	0,70
CAPM	6,7%
Bolagsspecifik premie	2,0%
Avkastningskrav på eget kapital	8,7%
Låneränta	
Lånemarginal	1,0%
Lånekostnad efter skatt	2,6%
Kapitalstruktur	
Skuld-till-eget kapital	75,1%
Skuld / rörelsevärde	42,9%
Kalkylränta	
Bolagsskattesats	20,6%
Avkastningskrav på eget kapital	4,9%
Skuldkostnad	1,1%
Avkastningskrav	6,0%

## Kommentarer

- ▶ Till vänster presenteras PwC:s bedömda avkastningskrav för affärsområdet Elnät.
- ▶ BDO har replikerat PwC:s beräkning av avkastningskravet utan avvikelser.
- ▶ PwC har använt en vedertagen metod, CAPM, för beräkning av avkastningskravet för eget kapital samt med tillägg för bolagsspecifik risk, vilket bedöms vara i enlighet med praxis. Det viktade avkastningskravet beräknas sedan genom att avkastningskravet på eget kapital och lånekostnaden viktas utifrån en bedömd optimal kapitalstruktur i enlighet med praxis.
- ▶ Riskfri ränta antagen till 2,2% och baseras på en 10-årig svensk statsobligation per värderingsdatum.
- ▶ Marknadsriskpremie antagen till 6,3% (PwC:s riskpremiestudie, maj 2025).
- ▶ Tillgångsbeta bedömt till 0,40.
- ▶ Skuldsättningsgrad (D/E) antagen till 75,1%, vilket ger ett belånat beta om 0,70.
- ▶ Specifikt riskpåslag om 2,0% för att beakta:
  - osäkerhet avseende framtida intäktsramar och kommande regeringsperioder,
  - antagandet om fullt utnyttjande av tillåten intäktsram.
- ▶ Lånemarginal om 1,0%, motiverat av att nivån ligger i linje med historiska låneräntor.
- ▶ Svensk bolagsskatt: 20,6%.
- ▶ Sammantaget resulterar antagandena i ett avkastningskrav (WACC) om 6,0%.
- ▶ BDO bedömer att PwC har tillämpat en vedertagen metod för beräkning av avkastningskravet och att underliggande antaganden samt den bedömda nivån är inom rimliga intervall.

# ELNÄT (2/2) - KASSAFLÖDE

## Antaganden

Replikerade kassaflöden - Elnät (MSEK)	
Nuvärde kassaflöden	2 254
Nuvärde terminalvärde	444
<b>Rörelsevärde</b>	<b>2 698</b>

		Uthållig EBITDA-marginal				
		49,2%	50,2%	51,2%	52,2%	53,2%
WACC	8,0%	1 392	1 398	1 403	1 409	1 415
	7,0%	1 907	1 918	1 929	1 939	1 950
	6,0%	2 655	2 677	2 698	2 720	2 741
	5,0%	3 834	3 880	3 927	3 973	4 019
	4,0%	6 004	6 115	6 226	6 337	6 447

### Kommentarer

- ▶ Nedan och till höger följer en kort beskrivning av centrala antaganden och motiveringar i PwC:s kassaflödesmodell för affärsområdet Elnät.

### Intäkter

- ▶ Intäkterna antas motsvara den modellerade intäktsramen. Historiskt har intäkterna legat i linje med tilldelad ram.
- ▶ Tillväxt drivs av indexering enligt SCB:s faktorprisindex samt inflation.

### Opåverkbara kostnader

- ▶ Baseras på Bolagsledningens prognos för perioden 2025-2029. Efter 2029 antas kostnaderna utvecklas i takt med volymutvecklingen.

### Påverkbara kostnader

- ▶ Prognos från Bolagsledningen används för 2025-2029. Därefter antas en årlig kostnadsökning om 2%.
- ▶ Effektiviseringskrav om 1,18% (RP4-nivå) tillämpas i modellering av kostnader.

### Avskrivningar

- ▶ Avskrivningar modelleras utifrån utvecklingen i RAB/RAV och den prognostiserade investeringsnivån.
- ▶ Ökande avskrivningsnivå till följd av omfattande investeringar under prognosperioden.
- ▶ Långsiktigt antas avskrivningarna motsvara cirka 80% av investeringarna (baserat på genomsnittlig 25 års livslängd).

### Investeringar

- ▶ **Volyminvesteringar:** Baserade på Bolagsledningens bedömning för perioden 2025-2037. Avser nyanslutningar, modernisering och uppgradering av nätet.
- ▶ **Ersättningsinvesteringar:** Modellering följer tillgångarnas regulatoriska livslängd (5-50 år beroende på tillgångstyp). Kostnader indexeras enligt SCB:s byggkostnadsindex. Successiv utbyte av tillgångar när regulatorisk livslängd uppnås.

### Rörelsekapital

- ▶ Under prognosperioden antas en normaliserad nivå om 10% av omsättningen. Förändringar i rörelsekapital påverkar kassaflödet i linje med denna antagna nivå.

### Slutsats

- ▶ PwC använder en vedertagen och metodmässigt korrekt DCF-modell.
- ▶ Centrala antaganden bedöms som rimliga, inklusive antaganden avseende intäktsram, kostnadsutveckling, investeringar, rörelsekapital och regulatoriska parametrar.
- ▶ Vid vår replikering av kassaflödesvärderingen för Elnät, med en känslighetsanalys om  $\pm 1$  procentenhets förändring av avkastningskravet, erhålls ett värdeintervall om 1 929 MSEK - 3 927 MSEK, med ett mittvärde om 2 698 MSEK vilket ligger i linje med PwC:s värdeintervall om 2 533 MSEK - 3 080 MSEK. Se appendix C för BDO:s replikering.
- ▶ Notera att vårt uppdrag inte omfattar granskning av Bolagets underliggande prognoser. Givet att dessa prognoser speglar den mest sannolika framtida utvecklingen bedöms PwC:s värdering av Elnät ligga inom ett rimligt intervall.

# FJÄRRVÄRME (1/2) - AVKASTNINGSKRAV

PwC bedömer att avkastningskravet för affärsområdet Fjärrvärme uppgår till 7,2%

Avkastningskrav - Fjärrvärme	
CAPM	
Riskfri ränta	2,2%
Marknadsriskpremie	6,3%
Bedömd tillgångsbeta	0,55
Beta	0,80
CAPM	7,2%
Bolagsspecifik premie	2,0%
Avkastningskrav på eget kapital	9,2%
Låneränta	
Lånemarginal	1,0%
Låneränta efter skatt	2,6%
Kapitalstruktur	
Skuld-till-Eget kapital	44,9%
Skuld / Rörelsevärde	31,0%
Kalkylränta	
Bolagsskattesats	20,6%
Avkastningskrav på eget kapital	6,4%
Låneränta	0,8%
Avkastningskrav	7,2%

## Kommentarer

- ▶ Till vänster presenteras PwC:s bedömda avkastningskrav för affärsområdet Fjärrvärme.
- ▶ BDO har replikerat PwC:s beräkning av avkastningskravet utan avvikelser.
- ▶ PwC har använt en vedertagen metod, CAPM, för beräkning av avkastningskravet för eget kapital samt med tillägg för bolagsspecifik risk, vilket bedöms vara i enlighet med praxis. Det viktade avkastningskravet beräknas sedan genom att avkastningskravet på eget kapital och lånekostnaden viktas utifrån en bedömd optimal kapitalstruktur i enlighet med praxis.
- ▶ Riskfri ränta antagen till 2,2% och baseras på en 10-årig svensk statsobligation per värderingsdatum.
- ▶ Marknadsriskpremie antagen till 6,3% (PwC:s riskpremiestudie, maj 2025).
- ▶ Tillgångsbeta bedömt till 0,55.
- ▶ Skuldsättningsgrad (D/E) antagen till 44,9%, vilket ger ett belånat beta om 0,80.
- ▶ Specifikt riskpåslag om 2,0% för att beakta:
  - osäkerhet kring prognostiserad återhämtning av lönsamhet,
  - begränsat utrymme för ytterligare tariffhöjningar givet nuvarande prisnivåer.
- ▶ Lånemarginal om 1,0%, i linje med historiska nivåer för jämförbara verksamheter.
- ▶ Svensk bolagsskatt: 20,6%.
- ▶ Sammantaget resulterar antagandena i ett avkastningskrav om 7,2%.
- ▶ BDO bedömer att PwC har tillämpat en vedertagen metod för beräkning av avkastningskravet och att underliggande antaganden samt den bedömda nivån är inom rimliga intervall.

# FJÄRRVÄRME (2/2) - KASSAFLÖDE

## Antaganden

Replikerade kassaflöden - Fjärrvärme (MSEK)	
Nuvärde av kassaflöden	169
Nuvärde av terminalvärdet	309
<b>Rörelsevärde</b>	<b>478</b>

		Uthållig EBITDA-marginal				
		23,0%	24,0%	25,0%	26,0%	27,0%
WACC	9,2%	287	296	305	314	323
	8,2%	352	364	377	389	401
	7,2%	444	461	478	495	512
	6,2%	581	605	629	653	678
	5,2%	806	843	879	916	952

### Kommentarer

- ▶ Nedan och till höger följer en kort beskrivning av centrala antaganden och motiveringar i PwC:s kassaflödesmodell för affärsområdet Fjärrvärme.

### Intäkter

- ▶ Intäkterna utgår från Bolagsledningens prognos för perioden 2025-2029. Efter 2029 antas fjärrvärmetarifferna öka med 2,0% per år, i linje med Riksbankens långsiktiga inflationsmål.
- ▶ Värmevolymen antas vara konstant från 2025 och framåt, eftersom nyanslutningar bedöms motverkas av energieffektiviseringar.
- ▶ Övriga intäkter följer Bolagsledningens prognos 2025-2029 och antas därefter växa med 2,0% per år.

### Rörelsekostnader och EBITDA

- ▶ Rörelsekostnader baseras på Bolagsledningens prognos för 2025-2029.
- ▶ Långsiktigt antas en gradvis förbättring av EBITDA-marginalen till en marknadsmässig nivå om 25,0%, i linje med historiskt genomsnitt för 2018-2021 och PwC:s branschfarenhet.

### Avskrivningar

- ▶ Avskrivningar följer Bolagsledningens prognos 2025-2029.
- ▶ Långsiktigt antas avskrivningarna motsvara 80% av investeringarna, baserat på antagen genomsnittlig livslängd om 25 år.

### Investeringar

- ▶ Investeringsnivån 2025-2039 följer Bolagsledningens investeringsplaner (ersättningsinvesteringar + underhåll).
- ▶ Långsiktigt antas investeringar uppgå till 6,0% av omsättningen, inkluderande återkommande större ersättningsinvesteringar (t.ex. pannor ca. vart 30:e år).

### Rörelsekapital

- ▶ Rörelsekapitalet antas uppgå till 15,0% av omsättningen under hela prognosperioden, i linje med historiska nivåer enligt PwC.

### Slutsats

- ▶ PwC använder en vedertagen och metodmässigt korrekt DCF-modell.
- ▶ Centrala antaganden bedöms som rimliga, inklusive antaganden avseende tariffstillväxt, volymstabilitet, bränslekostnader, investeringar i pannor och värmepumpar samt antagen långsiktig rörelsekapitalnivå.
- ▶ Vid vår replikering av kassaflödesvärderingen för Fjärrvärme, med en känslighetsanalys om  $\pm 1$  procentenhets förändring av avkastningskravet, erhålls ett värdeintervall om 377 MSEK - 629 MSEK, med ett mittvärde om 478 MSEK, vilket ligger i linje med PwC:s värdeintervall om 439 MSEK - 523 MSEK. Se appendix C för BDO:s beräkningar.
- ▶ Notera att vårt uppdrag inte omfattar granskning av Bolagets underliggande prognoser. Givet att dessa prognoser speglar den mest sannolika framtida utvecklingen bedöms PwC:s värdering av Fjärrvärme ligga inom ett rimligt intervall.

Källa: Gotlands Energi AB - Värdeutlåtande (2025-12-23) slutrapport

## ELHANDEL (1/2) - AVKASTNINGSKRAV

PwC bedömer att avkastningskravet för affärsområdet Elhandel uppgår till 15,6%

Avkastningskrav - Elhandel	
CAPM	
Riskfri ränta	2,2%
Marknadsriskpremie	6,3%
Bedömd tillgångsbeta	0,80
Beta	0,96
CAPM	8,3%
Bolagsspecifik premie	10,0%
Avkastningskrav på eget kapital	18,3%
Låneränta	
Lånemarginal	1,0%
Låneränta efter skatt	2,6%
Kapitalstruktur	
Skuld-till-Eget kapital	20,0%
Skuld / Rörelsevärde	16,7%
Kalkylränta	
Bolagsskattesats	20,6%
Avkastningskrav på eget kapital	15,2%
Låneränta	0,4%
Avkastningskrav	15,6%

### Kommentarer

- ▶ Till vänster presenteras PwC:s bedömda avkastningskrav för affärsområdet Elhandel.
- ▶ BDO har replikerat PwC:s beräkning utan avvikelser.
- ▶ PwC har använt en vedertagen metod, CAPM, för beräkning av avkastningskravet för eget kapital samt med tillägg för bolagsspecifik risk, vilket bedöms vara i enlighet med praxis. Det viktade avkastningskravet beräknas sedan genom att avkastningskravet på eget kapital och lånekostnaden viktas utifrån en bedömd optimal kapitalstruktur i enlighet med praxis.
- ▶ Riskfri ränta antagen till 2,2% och baseras på en 10-årig svensk statsobligation per värderingsdatum.
- ▶ Marknadsriskpremie antagen till 6,3% (PwC:s riskpremiestudie, maj 2025).
- ▶ Tillgångsbeta bedömt till 0,80.
- ▶ Skuldsättningsgrad (D/E) antagen till 20,0%, vilket ger ett belånat beta om 0,96.
- ▶ Specifikt riskpåslag om 10,0% för att beakta:
  - den höga konkurrensen i elhandelsmarknaden,
  - osäkerhet kring uthållig lönsamhet givet historiskt volatila marginaler och begränsad volymtillväxt.
- ▶ Lånemarginal om 1,0%, motiverat av nivåer i linje med jämförbara infrastrukturrelaterade verksamheter.
- ▶ Svensk bolagsskatt: 20,6%.
- ▶ Sammantaget resulterar antagandena i ett avkastningskrav om 15,6%.
- ▶ BDO bedömer att PwC har tillämpat en vedertagen metod för beräkning av avkastningskravet och att underliggande antaganden samt den bedömda nivån är inom rimliga intervall.

# ELHANDEL (2/2) - KASSAFLÖDE

## Antaganden

Replikerade kassaflöden - Elhandel (MSEK)	
Nuvärde av kassaflöden	34
Nuvärde av terminalvärde	38
<b>Rörelsevärde</b>	<b>72</b>

		Uthållig EBITDA-marginal				
		3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
WACC	17,6%	51	57	63	69	76
	16,6%	54	61	68	74	81
	15,6%	57	65	72	80	88
	14,6%	61	69	78	87	96
	13,6%	65	75	85	95	105

### Kommentarer

- ▶ Nedan och till höger följer en kort beskrivning av centrala antaganden och motiveringar i PwC:s kassaflödesmodell för affärsområdet Elhandel.

### Intäkter

- ▶ Intäkter och energinetto baseras på Bolagsledningens prognos för perioden 2025-2029. Försäljningsvolymen antas öka marginellt (0,8% CAGR), motsvarande en bibehållen marknadsposition och måttlig efterfrågetillväxt till följd av fortsatt elektrifiering av samhället.
- ▶ Energinettot antas öka i takt med volymtillväxten, med undantag för en nedgång år 2026 till följd av lägre marginaler på rörliga avtal.
- ▶ Från 2027 antas successiva marginalförbättringar både för fasta och rörliga avtal, i linje med Bolagsledningens förväntan.
- ▶ Intäkter från övrig verksamhet (bl.a. solceller och laddlösningar) följer Bolagsledningens prognos 2025-2029 och antas därefter växa med 2,0% per år.

### Rörelsekostnader och EBITDA

- ▶ Rörelsekostnader antas öka med 6,5% 2026, därefter 2,0% årligen, motsvarande en normalisering efter ett prognostiserat kostnadslyft.
- ▶ EBITDA-marginalen är prognostiserad enligt Bolagsledningens antaganden.

### Avskrivningar

- ▶ Avskrivningar baseras på tillhandahållen avskrivningsplan för befintliga tillgångar.
- ▶ Långsiktigt antas avskrivningar motsvarande 95% av investeringarna baserat på en genomsnittlig livslängd om ca. fem år.

### Investeringar

- ▶ Investeringar antas vara begränsade, bestående av återinvesteringar enligt avskrivningsplanen.

### Rörelsekapital

- ▶ Modellen antar ingen kassaflödespåverkan från förändringar i rörelsekapital, eftersom en motsvarande operationell kassa bedöms behöva hållas och därmed inte utgöra utdelningsbart kapital.

### Slutsats

- ▶ PwC använder en vedertagen och metodmässigt korrekt DCF-modell.
- ▶ De centrala modellantagandena bedöms som rimliga, inklusive antaganden avseende volymutveckling, energinetto, marginalförbättringar i både fasta och rörliga avtal, begränsade investeringar samt neutralt rörelsekapitalbehov.
- ▶ Vid vår replikering av kassaflödesvärderingen för Elhandel, med en känslighetsanalys om  $\pm 1$  procentenhets förändring av avkastningskravet, erhålls ett värdeintervall om 68 MSEK - 78 MSEK, med ett mittvärde om 72 MSEK, vilket ligger i linje med PwC:s värdeintervall om 68 MSEK - 77 MSEK. Se appendix C för BDO:s beräkningar.
- ▶ Notera att vårt uppdrag inte omfattar granskning av Bolagets underliggande prognoser. Givet att dessa prognoser speglar den mest sannolika framtida utvecklingen bedöms PwC:s värdering av Elhandel ligga inom ett rimligt intervall.

# STADSNÄT & ÖVRIGT - KASSAFLÖDE

## Antaganden

Replikerade kassaflöden - Stadsnät & övrigt (MSEK)	
Nuvärde av kassaflöden	23
Nuvärde av terminalvärde	39
<b>Rörelsevärde</b>	<b>62</b>

		Uthållig EBITDA-marginal				
		13,0%	14,0%	15,0%	16,0%	17,0%
WACC	12,0%	45	48	50	53	55
	11,0%	49	52	55	58	61
	10,0%	55	58	62	65	69
	9,0%	61	66	70	74	78
	8,0%	70	76	81	86	91

### Kommentarer

- ▶ Nedan och till höger följer en kort beskrivning av centrala antaganden och motiveringar i PwC:s kassaflödesmodell för affärsområdet Stadsnät & övrigt.

### Intäkter

- ▶ Intäkterna baseras på Bolagsledningens prognos för perioden 2025-2029. Den totala omsättningen förväntas öka från 50 MSEK till 55 MSEK, motsvarande en årlig tillväxt om ca. 2,4%.
- ▶ Intäkterna består av fiber/stadsnät, gatubelysning, driftuppdag och IoT-verksamhet.
- ▶ Efter 2029 antas omsättningen växa med 2,0% per år, motsvarande Riksbankens inflationsmål.

### Rörelsekostnader och EBITDA

- ▶ Rörelsekostnaderna följer Bolagsledningens prognos 2025-2029 och antas därefter utvecklas i linje med inflationen.
- ▶ EBITDA-marginalen antas vara stabil, där marginalnivån (cirka 15-17%) återspeglar:
  - Stadsnät med rörelsemarginaler om ca. 35-40%
  - Gatubelysning och Drift med rörelsemarginaler om ca. 8-9%
  - IoT-verksamheten med negativ rörelsemarginal
- ▶ PwC antar från 2030 och framåt en uthållig EBITDA-marginal om 15,0%.

### Avskrivningar

- ▶ Avskrivningar baseras på Bolagsledningens prognos för perioden 2025-2029.
- ▶ Efter prognosperioden antas avskrivningarna motsvara 87% av investeringarna, baserat på en genomsnittlig avskrivningstid om ca. 15 år.

### Investeringar

- ▶ Investeringarna 2025-2029 baseras på Bolagsledningens prognos och bedöms uppgå till ca. 2 MSEK per år.

### Rörelsekapital

- ▶ Modellen antar neutral kassaflödespåverkan från förändringar i rörelsekapital.

### Slutsats

- ▶ Vid vår replikering av kassaflödesvärderingen för Stadsnät & övrigt, med en känslighetsanalys om  $\pm 1$  procentenhets förändring av avkastningskravet, erhålls ett värdeintervall om 55 MSEK - 70 MSEK, med ett mittvärde om 62 MSEK, vilket ligger i linje med PwC:s värdeintervall om 58 MSEK - 68 MSEK. Se appendix C för BDO:s beräkningar.
- ▶ PwC använder ett avkastningskrav om 10% för affärsområdet, vilket bedöms vara inom ett rimligt intervall.
- ▶ Notera att vårt uppdrag inte omfattar granskning av Bolagets underliggande prognoser. Givet att dessa prognoser speglar den mest sannolika framtida utvecklingen bedöms PwC:s värdering av Stadsnät & övrigt ligga inom ett rimligt intervall.

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

04

Sammanfattning



06

Kassaflödesvärdering



14

Relativvärdering



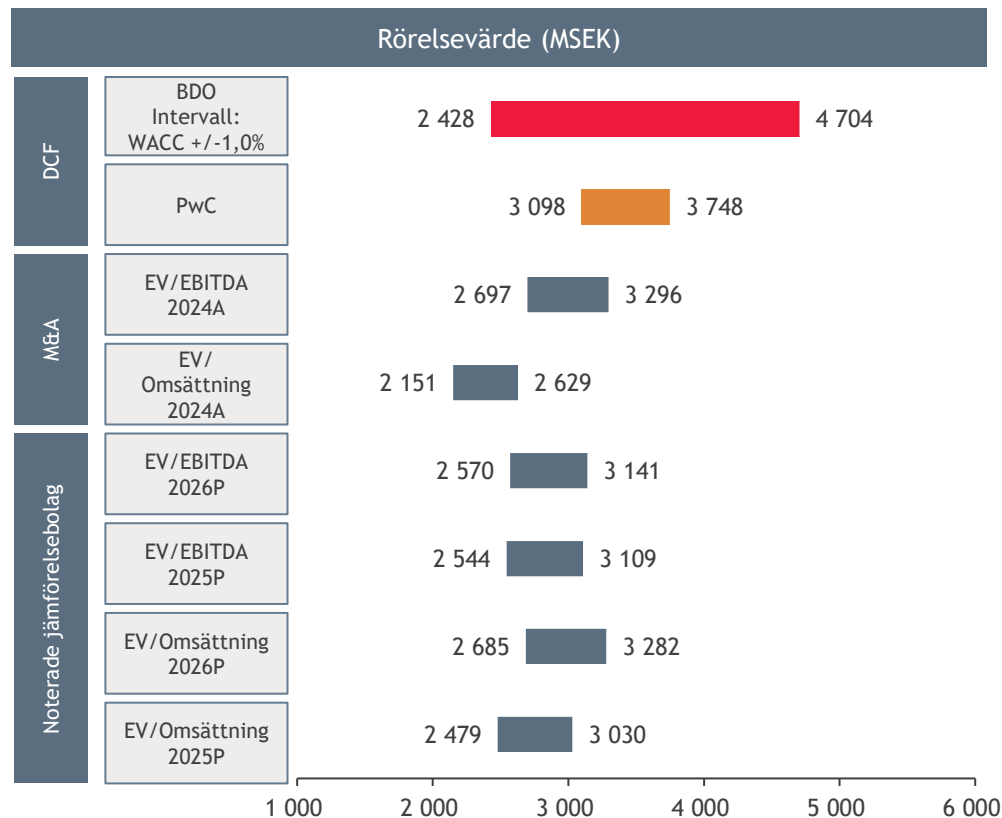
16

Appendix



# RELATIVVÄRDERING

PwC:s värdering av GEAB är i linje med tidigare transaktioner och noterade jämförelsebolag



## Kommentarer

- PwC:s huvudsakliga värderingsmetod utgörs av en kassaflödesanalys som kompletteras med en relativvärdering som rimlighetsavstämning.
- BDO har genomfört en avstämning med relativvärdering baserat på respektive affärsområdes grupp för beta i PwC:s värdering. De av PwC utvalda bolagen bedöms som rimliga. För Stadsnät & övrigt har den totala gruppen använts.
- BDO har även gjort en rimlighetsavstämning baserat på transaktioner i norra Europa under de senaste tio åren inom industrisegmentet "*Electrical power transmission*" (se Appendix E).
  - Vid beräkning av indikerat rörelsevärde har BDO summerat omsättning och EBITDA för samtliga affärsområden och multiplicerat dessa med respektive multipl.
- Utifrån rimlighetsavstämningen bedöms resultaten från kassaflödesvärderingen rimliga.

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

04

Sammanfattning



06

Kassaflödesvärdering



14

Relativvärdering



16

Appendix



## APPENDIX A - DEFINITIONER & FÖRKORTNINGAR

Beteckning	Förklaring
Bolaget / GEAB	Gotlands Energi AB
Ca.	Cirka
Dec-xx / dec-xx	31 december 20xx
e.t.	Ej tillämbart
EBITDA	Rörelseresultat före av- och nedskrivningar
EBIT	Rörelseresultat efter av- och nedskrivningar
EV	Enterprise value, rörelsevärde
i.i.	Ingen information
LTM	Last twelve months (Sv. rullande tolv, senaste tolv månaderna)
MSEK	Miljoner svenska kronor
neg.	Negativ
PwC	Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB
RAB	Regulatory Asset Base (sv. nuanskaffningsvärde)
RAV	Regulatory Asset Value (sv. åldersjusterat nuanskaffningsvärde)
YTD25	Year-to-date 2025 - Avser perioden 2025-01-01 - 2025-06-30
YTG25	Year-to-go 2025 - Avser perioden 2025-07-01 - 2025-12-31

---

## APPENDIX B - ANSVARSBEGRÄNSNINGAR

---

### Uppdragets omfattning

- ▶ Uppdraget består i att upprätta en Second opinion avseende värderingen av 25% av Region Gotlands aktieinnehav i GEAB utförd av PwC per den 23 december 2025, som rapporteras i en skriftlig rapport.
- ▶ Värderingen utgör internt underlag för Region Gotlands överväganden kring en potentiell avyttring av hela aktieinnehavet till Vattenfall AB och får inte användas externt.
- ▶ Under arbetets gång kan ett utkast till rapport komma att överlämnas till Er. Detta sker med förbehåll om att de är föremål för ändringar och uppdateringar. Läsaren skall ej förlita sig på dessa utkast med mindre än att vi lämnat vårt skriftliga medgivande härtill.

### Ansvar

- ▶ Faktauppgifter i våra beräkningsunderlag härrör från Uppdragsgivaren. BDO kan inte garantera uppgifternas korrekthet eller fullständighet. BDO svarar således inte för den skada som kan uppkomma till följd av fel eller brist i beräkningarna som bygger på felaktig eller på annat sätt missvisande information som erhållits av Uppdragsgivaren, inte heller för någon indirekt förlust som orsakats som ett resultat av användandet av material från denna rapport.

### Sekretess

- ▶ Vårt arbete utförs under tystnadsplikt. Vi förbinder oss att ej till utomstående lämna några upplysningar som kommit till vår kännedom under detta uppdrag med mindre än att laglig upplysningsplikt eller behörigt tillstånd därtill föreligger.
- ▶ Vår rapport kommer att tillställas Uppdragsgivaren och dess rådgivare och är endast avsedd för dessa personer. Den får ej reproduceras och spridas till ytterligare personer för något annat ändamål utan BDO:s skriftliga tillstånd.

## APPENDIX C - ELNÄT

DCF - Elnät (MSEK)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2075	TV
Intäkter	571,8	581,5	591,2	672,6	697,9	728,3	754,7	800,5	830,2	860,7	881,9	1 610,1	1 642,4
Opåverkbara kostnader	(104,6)	(105,0)	(105,1)	(105,3)	(105,5)	(108,4)	(110,8)	(114,0)	(116,6)	(119,6)	(121,6)	(216,6)	(221,0)
Påverkbara kostnader	(203,2)	(215,9)	(220,1)	(224,5)	(228,9)	(233,5)	(238,1)	(242,8)	(247,7)	(252,6)	(257,6)	(568,6)	(580,0)
Avskrivningar	(127,2)	(136,1)	(157,9)	(172,1)	(188,7)	(206,8)	(221,5)	(241,2)	(257,2)	(275,8)	(287,8)	(266,8)	(313,3)
<b>EBIT</b>	<b>136,8</b>	<b>124,5</b>	<b>108,1</b>	<b>170,7</b>	<b>174,8</b>	<b>179,6</b>	<b>184,3</b>	<b>202,5</b>	<b>208,7</b>	<b>212,7</b>	<b>214,9</b>	<b>558,1</b>	<b>528,1</b>
Tillbakaläggning: Avskrivningar	127,2	136,1	157,9	172,1	188,7	206,8	221,5	241,2	257,2	275,8	287,8	266,8	313,3
<b>Kassaflöde från löpande verksamhet (EBITDA)</b>	<b>264,0</b>	<b>260,6</b>	<b>266,0</b>	<b>342,8</b>	<b>363,5</b>	<b>386,4</b>	<b>405,8</b>	<b>443,7</b>	<b>465,9</b>	<b>488,5</b>	<b>502,7</b>	<b>824,9</b>	<b>841,4</b>
Förändring i rörelsekapital	(18,9)	(1,0)	(1,0)	(8,1)	(2,5)	(3,0)	(2,6)	(4,6)	(3,0)	(3,1)	(2,1)	(2,4)	(3,2)
Volyminvesteringar	(237,0)	(117,0)	(510,3)	(298,5)	(357,7)	(385,8)	(291,3)	(413,6)	(320,0)	(376,4)	(197,0)	-	-
Ersättningsinvesteringar	(64,7)	(105,1)	(36,2)	(54,3)	(58,8)	(65,2)	(76,1)	(81,1)	(79,5)	(87,3)	(104,8)	(384,0)	(391,6)
<b>Kassaflöde före skatt</b>	<b>(56,6)</b>	<b>37,5</b>	<b>(281,5)</b>	<b>(18,1)</b>	<b>(55,5)</b>	<b>(67,6)</b>	<b>35,8</b>	<b>(55,6)</b>	<b>63,4</b>	<b>21,7</b>	<b>198,8</b>	<b>438,5</b>	<b>446,6</b>
Skatt	(28,2)	(25,7)	(22,2)	(35,2)	(36,0)	(37,0)	(38,0)	(41,7)	(43,0)	(43,8)	(44,3)	(115,0)	(108,8)
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>(84,8)</b>	<b>11,8</b>	<b>(303,7)</b>	<b>(53,3)</b>	<b>(91,5)</b>	<b>(104,6)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(97,3)</b>	<b>20,4</b>	<b>(22,1)</b>	<b>154,5</b>	<b>323,5</b>	<b>337,8</b>
Delårsjustering kassaflöde (2025-01-01 till 2025-06-30)													
Avdrag: Fritt kassaflöde (2025-01-01 till 2025-06-30)	(23,4)												
<b>Totalt fritt kassaflöde</b>	<b>(108,2)</b>	<b>11,8</b>	<b>(303,7)</b>	<b>(53,3)</b>	<b>(91,5)</b>	<b>(104,6)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(97,3)</b>	<b>20,4</b>	<b>(22,1)</b>	<b>154,5</b>	<b>323,5</b>	<b>337,8</b>
Årdel	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Tid till diskontering	0,3	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	50,0	
Diskonteringsfaktor	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,1	
<b>Diskonterade kassaflöden</b>	<b>(106,6)</b>	<b>11,1</b>	<b>(270,1)</b>	<b>(44,7)</b>	<b>(72,4)</b>	<b>(78,0)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(64,5)</b>	<b>12,8</b>	<b>(13,0)</b>	<b>85,9</b>	<b>17,2</b>	<b>444,3</b>
<b>Replikerade kassaflöden - Elnät (MSEK)</b>													
Nuvärde kassaflöden	2 253,9												
Nuvärde terminalvärde	444,3												
<b>Rörelsevärde</b>	<b>2 698,1</b>												

Källa: Gotlands Energi AB - Värdeutlåtande (2025-12-23) slutrapport

## APPENDIX C - FJÄRRVÄRME

DCF - Fjärrvärme (MSEK)	YTG25	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	TV
Nettoomsättning	81,2	229,7	235,9	240,1	244,5	249,3	254,3	259,4	264,6	269,9	275,3	280,8	286,4	292,2	297,9	303,9	310,0
Rörelseresultat (EBIT)	0,3	19,1	22,3	24,9	25,8	41,3	42,8	45,3	47,9	50,6	53,2	55,9	58,6	61,4	64,0	65,5	62,6
Avskrivningar (återläggning)	10,9	22,5	22,6	21,2	21,0	21,0	20,8	19,5	18,2	16,9	15,6	14,3	13,0	11,7	10,4	10,4	14,9
Rörelseresultat f. avskrivn.	11,2	41,6	44,9	46,1	46,8	62,3	63,6	64,8	66,1	67,5	68,8	70,2	71,6	73,1	74,4	75,9	77,5
Rörelsekapital (förändring)	(2,3)	(0,4)	(0,9)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)
Investeringar	(35,7)	(21,5)	(19,2)	(20,4)	(81,1)	(109,9)	(13,0)	(13,0)	(13,0)	(13,0)	(13,0)	(13,0)	(13,0)	(13,0)	(13,0)	(13,0)	(18,6)
Kassaflöde före skatt	(26,8)	19,7	24,8	25,1	(35,0)	(48,3)	49,9	51,0	52,3	53,7	55,0	56,4	57,8	59,2	60,5	62,0	58,0
Schablonskatt (baserad på EBITA)	(0,1)	(3,9)	(4,6)	(5,1)	(5,3)	(8,5)	(8,8)	(9,3)	(9,9)	(10,4)	(11,0)	(11,5)	(12,1)	(12,6)	(13,2)	(13,5)	(12,9)
Fritt kassaflöde	(26,9)	15,8	20,2	19,9	(40,3)	(56,8)	41,0	41,7	42,5	43,3	44,0	44,9	45,7	46,6	47,4	48,5	45,1
Årdel	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Tid till diskontering	0,3	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0	13,0	14,0	15,0	
Diskonteringsfaktor	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	
Diskonterade kassaflöden	(26,4)	14,7	17,6	16,2	(30,5)	(40,2)	27,1	25,7	24,4	23,2	22,0	21,0	19,9	18,9	18,0	17,2	309,1
<b>Replikerade kassaflöden - Fjärrvärme (MSEK)</b>																	
Nuvärde av kassaflöden		168,7															
Nuvärde av terminalvärdet		309,1															
Rörelsevärde		477,8															

Källa: Gotlands Energi AB - Värdeutlåtande (2025-12-23) slutrapport

## APPENDIX C - ELHANDEL

DCF - Elhandel (MSEK)	YTG25	2026	2027	2028	2029	2030	TV
Nettoomsättning	102,7	248,4	255,1	262,0	263,7	269,0	274,4
Energinetto	15,5	33,7	35,6	37,5	38,8	39,0	39,8
Rörelseresultat (EBIT)	3,2	10,0	11,7	13,0	13,9	13,3	13,6
Avskrivningar (återläggning)	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Rörelseresultat f. avskrivn.	3,4	10,3	11,9	13,2	14,0	13,4	13,7
Rörelsekapital (förändring)	-	-	-	-	-	-	-
Investeringar	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Kassaflöde före skatt	3,1	10,0	11,7	13,0	13,9	13,3	13,6
Schablonskatt (baserad på EBITA)	(0,7)	(2,1)	(2,4)	(2,7)	(2,9)	(2,7)	(2,8)
Fritt kassaflöde	2,4	7,9	9,3	10,3	11,0	10,6	10,8
Årdel	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Tid till diskontering	0,3	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	
Diskonteringsfaktor	1,0	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	
Diskonterade kassaflöden	2,4	6,9	6,9	6,7	6,2	5,1	38,4
<b>Replikerade kassaflöden - Elhandel (MSEK)</b>							
Nuvärde av kassaflöden	34,1						
Nuvärde av terminalvärde	38,4						
Rörelsevärde	72,5						

Källa: Gotlands Energi AB - Värdeutlåtande (2025-12-23) slutrapport

## APPENDIX C - STADSNÄT & ÖVRIGT

DCF - Stadsnät & övrigt (MSEK)	YTG25	2026	2027	2028	2029	2030	TV
Nettoomsättning	25,0	52,0	53,0	54,0	55,0	56,1	57,2
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>
Avskrivningar (återläggning)	2,0	4,0	4,0	4,0	4,0	1,9	2,0
<b>Rörelseresultat f. avskrivn.</b>	<b>4,0</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>
Rörelsekapital (förändring)	-	-	-	-	-	-	-
Investeringar	(1,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,2)	(2,3)
<b>Kassaflöde före skatt</b>	<b>3,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>
Schablonskatt (baserad på EBIT)	(0,6)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,3)	(1,3)
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>2,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>
Årdel	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Tid till diskontering	0,3	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	
Diskonteringsfaktor	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
<b>Diskonterade kassaflöden</b>	<b>2,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,1</b>	<b>38,7</b>
<b>Replikerade kassaflöden - Stadsnät &amp; övrigt (MSEK)</b>							
Nuvärde av kassaflöden	23,0						
Nuvärde av terminalvärde	38,7						
<b>Rörelsevärde</b>	<b>61,7</b>						

Källa: Gotlands Energi AB - Värdeutlåtande (2025-12-23) slutrapport

## APPENDIX D - NOTERADE JÄMFÖRBARA BOLAG

Bolag - Fjärrvärme	Valuta	Mcap (mLC)	EV (mLC)	EV/Omsättning				EV/EBITDA			
				LTM	2024	2025	2026	LTM	2024	2025	2026
Enel SpA	EUR	81 805	159 047	2,0x	2,1x	2,0x	2,0x	8,5x	8,4x	6,9x	6,7x
E.ON SE	EUR	40 829	82 832	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	7,1x	6,7x	8,5x	8,7x
Endesa, S.A.	EUR	28 457	39 752	1,9x	1,9x	1,8x	1,9x	8,0x	8,5x	7,1x	6,8x
RWE Aktiengesellschaft	EUR	25 834	39 659	1,7x	1,6x	1,7x	1,6x	5,7x	4,6x	8,1x	7,1x
SSE plc	GBP	20 134	30 385	3,0x	2,9x	3,0x	3,0x	10,4x	8,6x	9,1x	9,2x
Fortum Oyj	EUR	14 258	14 969	2,8x	2,6x	3,0x	2,8x	10,6x	10,0x	11,6x	10,2x
AZA S.p.A.	EUR	7 156	13 199	1,0x	1,0x	1,0x	1,1x	6,3x	6,2x	5,9x	5,9x
Hera S.p.A.	EUR	5 960	10 408	0,7x	0,8x	0,8x	0,8x	7,7x	7,8x	6,8x	6,7x
EVN AG	EUR	4 172	5 626	1,7x	1,7x	1,8x	1,9x	8,0x	7,6x	6,6x	6,3x
Genomsnitt				1,7x	1,7x	1,8x	1,8x	8,0x	7,6x	7,9x	7,5x
Median				1,7x	1,7x	1,8x	1,9x	8,0x	7,8x	7,1x	6,8x

Bolag - Elhandel	Valuta	Mcap (mLC)	EV (mLC)	EV/Omsättning				EV/EBITDA			
				LTM	2024	2025	2026	LTM	2024	2025	2026
Enel SpA	EUR	81 805	159 047	2,0x	2,1x	2,0x	2,0x	8,5x	8,4x	6,9x	6,7x
E.ON SE	EUR	40 829	82 832	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	7,1x	6,7x	8,5x	8,7x
Endesa, S.A.	EUR	28 457	39 752	1,9x	1,9x	1,8x	1,9x	8,0x	8,5x	7,1x	6,8x
CEZ, a. s.	CZK	661 887	855 360	2,5x	2,5x	2,6x	2,8x	6,0x	6,1x	6,3x	7,7x
VERBUND AG	EUR	22 634	24 881	2,9x	3,0x	3,2x	3,4x	7,5x	7,2x	8,9x	10,2x
Fortum Oyj	EUR	14 258	14 969	2,8x	2,6x	3,0x	2,8x	10,6x	10,0x	11,6x	10,2x
Romande Energie Holding SA	CHF	1 083	1 263	1,5x	1,5x	1,6x	1,5x	11,3x	11,3x	9,3x	7,2x
Elmera Group ASA	NOK	3 860	4 818	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x	12,4x	10,8x	6,6x	6,0x
Genomsnitt				1,9x	1,9x	1,9x	2,0x	8,9x	8,6x	8,2x	7,9x
Median				1,9x	2,0x	1,9x	1,9x	8,2x	8,5x	7,8x	7,5x

Bolag - Elnät	Valuta	Mcap (mLC)	EV (mLC)	EV/Omsättning				EV/EBITDA			
				LTM	2024	2025	2026	LTM	2024	2025	2026
National Grid plc	GBP	52 031	93 800	5,1x	4,7x	4,7x	4,8x	13,6x	12,7x	12,5x	11,5x
E.ON SE	EUR	40 829	82 832	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	7,1x	6,7x	8,5x	8,7x
EDP, S.A.	EUR	15 216	40 503	2,6x	2,7x	2,7x	2,5x	9,7x	10,1x	8,3x	8,2x
Endesa, S.A.	EUR	28 457	39 752	1,9x	1,9x	1,8x	1,9x	8,0x	8,5x	7,1x	6,8x
SSE plc	GBP	20 134	30 385	3,0x	2,9x	3,0x	3,0x	10,4x	8,6x	9,1x	9,2x
Terna S.p.A.	EUR	17 503	28 650	7,7x	7,8x	7,1x	6,6x	11,1x	11,2x	10,5x	9,9x
VERBUND AG	EUR	22 634	24 881	2,9x	3,0x	3,2x	3,4x	7,5x	7,2x	8,9x	10,2x
Elia Group SA/NV	EUR	10 662	24 081	6,4x	6,4x	4,7x	3,8x	15,9x	15,9x	12,5x	10,0x
Redeia Corporación, S.A.	EUR	9 808	15 385	9,2x	9,2x	9,2x	8,9x	14,6x	14,8x	12,3x	11,9x
ACEA S.p.A.	EUR	4 366	10 007	2,4x	2,4x	2,8x	2,7x	7,6x	7,8x	7,2x	7,0x
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.	EUR	2 007	4 346	4,3x	4,4x	4,2x	4,2x	9,3x	9,2x	8,5x	8,0x
Elektro Ljubljana d.d.	EUR	86	205	1,8x	1,8x	n.i.	n.i.	5,2x	5,2x	n.i.	n.i.
Genomsnitt				4,0x	4,0x	4,0x	3,9x	10,0x	9,8x	9,6x	9,2x
Median				3,0x	3,0x	3,2x	3,4x	9,5x	8,9x	8,9x	9,2x

### Kommentarer

- Utifrån respektive affärsområdes omsättning som totalt uppgår till 1 074 MSEK 2025 och motsvarande affärsområdes medianmultiplik för 2025  $\pm$  10% indikeras ett värdeintervall om 2 479 MSEK - 3 030 MSEK.
- Utifrån respektive affärsområdes omsättning som totalt uppgår till 1 103 MSEK 2026 och motsvarande affärsområdes medianmultiplik för 2026  $\pm$  10% indikeras ett värdeintervall om 2 685 MSEK - 3 282 MSEK.
- Utifrån respektive affärsområdes EBITDA som totalt uppgår till 328 MSEK 2025 och motsvarande affärsområdes medianmultiplik för 2025  $\pm$  10% indikeras ett värdeintervall om 2 544 MSEK - 3 109 MSEK.
- Utifrån respektive affärsområdes EBITDA som totalt uppgår till 322 MSEK 2026 och motsvarande affärsområdes medianmultiplik för 2026  $\pm$  10% indikeras ett värdeintervall om 2 570 MSEK - 3 141 MSEK.
- Se Appendix F för mer information.

## APPENDIX E - TIDIGARE TRANSAKTIONER

Bolag	Land	Datum Köpare	EV	EV/Omsättning	EV/EBITDA
Fredrikstad Energi AS (51% Stake)	Norway	2024-11-01 A Energi	278,4	3,9x	12,5x
Sitema Oy (100% Stake)	Finland	2021-10-18 NYAB AB	5,1	3,4x	e.t.
Stockholm Exergi Holding AB (50% Stake)	Sweden	2021-06-30 Alecta Tjanstepension Omsesidigt; PGGM NV; AXA Investment Managers SA; APG Groep	6 864,9	9,8x	e.t.
Nevel Oy	Finland	2020-11-02 Ardian France SA	656,0	6,5x	e.t.
Switch Nordic Green AB	Sweden	2020-10-29 Fjordkraft Holding ASA	34,3	0,2x	6,8x
SN Power AS	Norway	2020-10-15 Scatec ASA	1 041,3	26,4x	13,9x
Kvinnherad Energi AS	Norway	2019-10-31 Bergenshalvoens Kommunale Kraftselskap AS	12,3	0,6x	5,1x
Dala Energi AB (District heating operations in Leksand and Rattvik) (51% Stake)	Sweden	2019-10-16 Adven Sverige AB	46,2	1,3x	3,3x
Elenia Lampo Oy	Finland	2019-07-01 DIF Management BV; Aberdeen Standard Investments Ltd; Local Pensions Partnership I	600,0	e.t.	23,1x
Powernet Oy	Finland	2018-11-21 Enedo Oyj	6,0	0,6x	6,7x
Skanska Energi AB (52.98% Stake)	Sweden	2018-10-02 Kraftringen Energi AB	76,1	2,4x	13,6x
Skanska Energi AB	Sweden	2018-09-21 Infranode AB	72,0	2,3x	12,9x
Skanska Energi AB	Sweden	2018-09-06 Ancala Partners LLP	68,6	2,1x	12,3x
Elenia Verkkö Oyj	Finland	2017-12-13 Allianz Capital Partners GmbH; Macquarie Infrastructure & Real Assets Holdings Pty Ltd	3 971,2	12,6x	23,6x
Hafslund Produksjon Holding AS (46.27% Stake)	Norway	2017-04-26 City of Oslo	3 171,3	2,1x	9,2x
Pohjolan Voima Oy (43.33% Stake)	Finland	2016-06-23 Etela-Suomen Voima Oy	1 268,3	2,5x	20,8x
Boge Kraft AS	Norway	2016-06-06 KKB Norway AS	5,5	29,1x	49,1x
Neas Energy A/S	Denmark	2016-04-21 Centrica plc	215,4	0,1x	8,7x
<b>Genomsnitt</b>				<b>6,2x</b>	<b>14,8x</b>
<b>Median</b>				<b>2,4x</b>	<b>12,5x</b>

### Kommentarer

- ▶ Utifrån respektive affärsområdes omsättning som totalt uppgår till 1 005 MSEK 2024 och en multipel om  $\pm 10\%$  indikeras ett värdeintervall om 2 151 MSEK - 2 629 MSEK.
- ▶ Utifrån respektive affärsområdes EBITDA som totalt uppgår till 239 MSEK 2024 och en multipel om  $\pm 10\%$  indikeras ett värdeintervall om 2 697 MSEK - 3 296 MSEK.
- ▶ Se Appendix F för mer information.

# APPENDIX F - OMSÄTTNING & EBITDA

Affärsområde	Omsättning			EBITDA		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Elnät	497	572	582	211	264	261
Fjärrvärme	226	227	230	7	44	42
Elhandel	232	225	240	13	12	10
Stadsnät & övrigt (2024=2025)	50	50	52	8	8	9
Summa	1 005	1 074	1 103	239	328	322

Källa: Gotlands Energi AB - Värdeutlåtande (2025-12-23) slutrapport  
Not: I rimlighetsavstämningen ovan har 2025 års siffror använts som approximation för 2024 års siffror för Stadsnät & Övrigt



FOR MORE INFORMATION:

SARA GRENMARK  
Partner

+46 8 120 117 17  
sara.grenmark@bdo.se

BDO is the brand name of the BDO network and for each of the BDO Member Firms.

© 2026 BDO Mälardalen AB. All rights reserved.

[www.bdo.se](http://www.bdo.se)

