

Til Generalforsamlingen i Goodtech ASA

Prising av Goodtech Interessenter AB og oppgjørsaksjer i Goodtech ASA

1. Innledning

BDO AS («BDO») har vært engasjert av styret i Goodtech ASA («Goodtech», «Selger») for å gjennomgå og vurdere de betingelser som er avtalt mellom Goodtech og AB Coport 480, under navneendring til Eitech Holding AB («Eitech»), i avtale om overdragelse av samtlige aksjer i Goodtech Interessenter AB («GIAB») («Avtalen»). Eitech kontrolleres av dagens største aksjonær i Goodtech.

Aksjene i GIAB overdras til Eitech for NOKm 250. Prisen kan være gjenstand for justering i forhold til netto rentebærende gjeld ved tidspunktet for gjennomføring av Avtalen.

Overdragelsen gjøres opp ved en kombinasjon av kontanter og aksjer i Goodtech.

Vår oppgave har vært å etterprøve prisingen av GIAB og oppgjøret inkl. fastsettelsen av skjønsmessige forutsetninger, og øvrige vesentlige forutsetninger i Avtalen, med sikte på å kunne vurdere om det fremforhandlede resultat er i tråd med generelt aksepterte verddivurderingsprinsipper som anvendes blant aktørene i markedet, samt at Avtalen er rimelig for alle aksjonærer i Goodtech.

Vårt arbeid har blitt gjennomført innenfor relativt kort tidsfrist. Dette har gjort det nødvendig å begrense analysen uten at vi tror dette har påvirket våre konklusjoner.

2. Uavhengighet

Vi er ikke kjent med forhold som kan føre til at det kan stilles spørsmålstegn ved BDOs uavhengighet i forhold til å gjennomføre dette oppdraget. Vårt honorar er knyttet utelukkende til medgatte ressurser i vårt arbeid, og vi har ingen form for økonomisk interesse av gjennomføring eller kansellering av Avtalen.

For ordens skyld opplyser vi at BDO også har vært engasjert til å utforme redegjørelse i henhold til Allmennaksjelovens § 3-8 jfr. § 2-6 om avtale mellom Goodtech og aksjeeier.

3. Skjønnsutøvelse

Det er i hovedsak enighet blant teoretikere og praktikere om at fremtidig inntjening vil være den viktigste faktoren for verdien av en virksomhet. De fleste verddivurderinger av virksomheter må derfor baseres på utøvelse av skjønn. Følgelig vil en verddivurdering innebære usikkerhet, og man kan ikke se bort fra at andre som vurderer Avtalen kan komme til konklusjoner som avviker fra våre.

4. Informasjonstilgang

Vi har i vårt arbeid hatt tilgang til eller mottatt opplysninger om:

- representanter for Goodtechs og GIABs ledelse
- regnskapsrapporter, inkl. ikke publiserte
- analyser av større pågående prosjekter
- prognoser for 2015 for Goodtech og GIAB
- styredokumenter
- Goodtechs finansielle og juridiske rådgivere i prosessen
- verdivurdering utført av uavhengig part høsten 2014
- indikative bud mottatt på både GIAB og hele Goodtech konsernet siste to år

5. Bakgrunn

Goodtech kjøpte GIAB (tidligere E&I Interessenter AB) i 3. kvartal 2010. I børsmeldingen den 24. august 2010 opplyses det at avtalt pris var NOKm 342 (100 %) som ble gjort opp med aksjer i Goodtech, og selgerne ville få 50 % av samtlige aksjer i Goodtech etter 100 % overtakelse.

De finansiell nøkkeltallene før oppkjøpet ble opplyst i samme børsmelding:

E&I Intressenter AB - Finansiell historikk før oppkjøp

SEKm	2007*	2008	2009	Q2 YTD 2010
Omsetning	1 117	1 274	1 308	704
EBIT	40	38	35	17
EBIT margin %	3.6 %	3.0 %	2.7 %	2.4 %
Resultat etter skatt	29	12	15	14
Totalkapital	154	603	649	553
Egenkapital	434	45	61	69

*2007-tallene er ikke-reviderte proforma tall, ettersom E&I konsernet ble etablert 30. juni 2007

Allerede i Q4 2010 valgte Goodtech å skrive ned NOKm 80 på goodwill som ble balanseført etter oppkjøpet. Begrunnelsen var at man hadde funnet avvik i noen større prosjekter.

Gjennom 2011 og 2012 opplyses det i flere kvartalsrapporter at det jobbes med integrasjon etter oppkjøpet og å forbedre marginene i Sverige.

I de seneste periodene har GIAB rapportert følgende tall:

Goodtech Intressenter AB

SEKt	2013	2014	Q2 YTD 2015*
Inntekter	1 798 936	1 666 142	931 643
Varekostnader	-862 777	-751 830	-443 541
Personalkostnader	-671 846	-703 900	-375 906
Andre driftskostnader	-185 292	-213 165	-109 203
EBITDA	79 021	-2 753	2 993
Av- og nedskrivninger	-6 951	-7 916	-4 356
EBIT	72 070	-10 669	-1 363
Finansinntekter	7 436	4 197	2 005
Finanskostnader	-4 582	-4 586	-2 223
Avsetninger	-8 356	-	-
Resultat før skatt	66 568	-11 058	-1 581
Skattekostnad	-10 354	-367	-
Utsatt skatt	-4 512	2 956	-
Resultat etter skatt	51 702	-8 469	-

*Q2 YTD 2015 er ikke revidert og ikke tidligere offentliggjort.

GIAB oppnådde solide resultater i 2013, mens 2014 må betegnes som svakt. Tallene er hentet fra GIABs årsregnskaper og inkluderer ikke evt. av- og nedskrivninger på merverdier fra oppkjøpet i Goodtech konsernets resultatregnskap. Dvs., GIABs resultater i henhold til Goodtechs konsernregnskap kan avvike fra GIABs selskapsregnskaper.

6. Strategisk prosess

I rapport Q2 2014 skriver styret at man er i ferd med å vurdere strukturelle og strategiske alternativer for å synliggjøre og optimalisere aksjonærverdier. I Q3 2014 tillegges at det også tilrettelegges for salg av virksomheter utenfor kjerneområdet, og i Q2 2015 opplyser styret at det arbeides videre med strukturelle og strategiske tiltak, prosessen med å tilrettelegge for salg av virksomhet utenfor kjerneområdet pågår, og styret ser at de enkelte prosessene tar lengre tid enn tidligere antatt.

Styret har hatt flere finansielle rådgivere de siste to årene som har jobbet med ulike strukturelle løsninger, bidratt til innhenting av indikative bud på hele konsernet og på ulike deler av konsernet.

I pågående prosess med salg av GIAB er det engasjert en juridisk og en finansiell rådgiver siden januar 2015. Hovedmålsettingen for arbeidet har vært salg av GIAB, men også andre tiltak har vært vurdert underveis.

7. Nærmere om vilkårene i Avtalen

Prisen på aksjene:

- Prisen på aksjene i GIAB er foreløpig estimert til NOKm 250. Denne prisen forutsetter at netto rentebærende gjeld ved slutføring av Avtalen er i området NOKm 90 - 115. Siste estimat for netto rentebærende gjeld ved effektuering av Avtalen er NOKm 115, hvilket impliserer en entreprisverdi på NOKm 365.

- Dersom gjelden overskrider NOKm 115 skal prisen reduseres krone for krone, og dersom gjelden faller under NOKm 90 skal prisen økes krone for krone. Dersom gjelden havner under NOKm 90 eller over NOKm 130, kan hver av partene kansellere Avtalen.

Oppgjøret skjer ved:

- Kontant betaling NOKm 95,6 hvorav NOKm 10 betales til escrowkonto som garanti for oppfyllelse av evt. garantiansvar.
- NOKm 154,4 gjøres opp ved motregning av kravet som Eitech vil ha mot Goodtech etter sletting av 9.652.759 av Eitechs aksjer i Goodtech gjennom en kapitalnedsettelse.

Av andre viktige betingelser nevnes:

- Selger skal ved effektuering av Avtalen utbetale en tidligere avtalt bonus til seks nøkkelpersoner ansatt i GIAB, dette beløper seg til SEKm 11 og vil være et fullt og endelig oppgjør av denne avtalen.
- Selger påtar seg å dekke 50 % av tapet ved fullføringen av et prosjekt i Sverige, men begrenset oppad til NOKm 10.

8. Den finansielle rådgivers vurdering av avtalen

Goodtechs finansielle rådgiver vurderer den fremforhandlede pris på GIAB aksjene som attraktiv for Goodtech aksjonærene ettersom den impliserer en EV/EBITDA_{2015e} rundt 20x:

- Børsomsetning av aksjer i liknende selskaper prises for tiden i gjennomsnitt til 9,4 x EBITDA_{2015e}.
- Prising av noen liknende selskaper i oppkjøpstransaksjoner har i gjennomsnitt vært priset rundt 9,1 x EBITDA gjennom de siste 10 årene.
- Dagens prising av Goodtech aksjen på Oslo Børs impliserer EBITDA_{2015e} rundt 7x. Her understrekes det imidlertid at Goodtech aksjen antakelig handles med en rabatt på underliggende verdier som følge av lav likviditet, lav fri flyt, lav markedsverdi og ingen analytikere som følger selskapet. Dette taler for at børskursen på Goodtech-aksjen er en usikker måling av de underliggende verdier i forhold til aksjene i større selskaper med større interesse i markedet og mer likvide aksjer.

At børsprisingen av Goodtech aksjen kan synes lite representativ for de underliggende verdier i forhold til den avtalte prisen på GIAB illustreres ytterligere av følgende beregninger:

- Dagens børskurs på Goodtech aksjen priser entreprisen i Goodtech konsernet til rundt NOKm 560. Dersom man trekker fra den implisitte prisingen av GIAB entreprisen (NOKm 365) allokeres NOKm 195 til Goodtech ekskl. GIAB, hvilket impliserer EV/ EBITDA_{2015e} rundt 3,2x. Selv om resultatene i Goodtech ekskl. GIAB nå er bedre enn på flere år, virker denne prisingen svært lav i forhold til liknende selskaper.
- Dersom Goodtech aksjen hadde vært priset på samme nivå som nevnte benchmarks for noterte selskaper eller oppkjøpstransaksjoner ville aksjeprisen ligget på henholdsvis NOK 18,20 og 17,30. Ved en fordeling av f.eks. nevnte aksjepris på NOK 18,20 ned på hhv. GIAB og Goodtech konsernet ekskl. GIAB i forhold til andel av EBITDA_{2015e} tilordnes kun NOK 2,70 til GIAB og NOK 15,50 til den resterende virksomheten i konsernet.

9. BDOs vurdering

Prising av GIAB

Den finansiell rådgiverens analyse er i stor grad basert på GIABs svake resultater p.t. Dette kan hevdes å gi relativt lave verdier på virksomheten og tilhørende høye implisitte multipler i forhold til den avtalte prisen.

Som nevnt i kapittel 5 hadde GIAB et meget godt år i 2013 og et meget svakt år i 2014. Som en alternativ beregning har vi bl.a. utført en beregning basert på gjennomsnittlig EBITDA for disse to årene (SEKm 38,1¹), ettersom dette gjennomsnittet er mer i tråd med historisk inntjening i selskapet enn 2014 og 2015.

Gitt den avtalte pris gir dette implisitt EV/EBITDA_{snitt 13 og 14} på 9,6. Dette er mer i tråd med markedsprising referert i kapittel 8.

Det skal understrekes at de fleste praktikere og teoretikere er enige om at markedsprising først og fremst baseres på antakelser om fremtidig inntjening. Ettersom selskapet formodentlig vil trenge tid for å evt. nå en EBITDA på SEKm 38, mener vi det er naturlig at prisen skal reduseres, dvs. multiplene bør nedjusteres i forhold til nevnte historiske inntjening.

Basert på dette mener vi at den avtalte pris for aksjene i GIAB, foreløpig beregnet til NOKm 250, er en attraktiv pris for aksjonærene i Goodtech, i likhet med den finansielle rådgiverens konklusjon.

Prising av Goodtech aksjene som inngår i oppjøret

At interessen for Goodtech aksjen er ganske lav illustreres av omsetningsvolumene. I 2013 ble det omsatt aksjer tilsvarende 9 % av totalt antall aksjer. I 2014 falt dette til 7 %, og gjennom årets ni første måneder er det omsatt 1,8 millioner aksjer som tilsvarer i overkant av 5 %. I september 2015 ble det omsatt 115.000 aksjer, som tilsvarer 0,35 %.

Gjennomsnittlig omsetningskurs i 2013 var NOK 17,06², fallende i 2014 til NOK 14,28 og til NOK 11,47 i årets ni første måneder. Gjennomsnittlig omsetningskurs i september var NOK 12,04³.

Vi er derfor enige med den finansielle rådgiveren om at det kan være tvil ved hvorvidt observert omsetningspris reflekterer underliggende verdier. Denne hypotesen styrkes av sammenlikningen med multipler for liknende selskaper beskrevet i kapittel 8.

Det har ikke vært offentliggjort prognoser for 2015. Investormarkedet har derfor ikke hatt tilgang til andre tall enn historikk tom. Q2 2015. Om man benytter EBITDA siste år (Q3 2014 - Q2 2015) gir markedsmultiplene beskrevet i kapittel 8 en implisitt pris i området NOK 12 - 13 per Goodtech aksje.

Dette resonnementet baseres på at man ikke har tilgang på annet enn historikk. Ettersom den svenske delen av selskapet leverte meget svake resultater i perioden og EBITDA_{2105e} er vesentlig høyere enn nevnte historiske resultat, mener vi at denne analysen ikke usannsynlig kan underestimere de underliggende verdier og aksjens potensial i forhold til dersom det hadde dreid seg om en mer analysert og likvid aksje.

En oppgjørpris på NOK 16 per aksje innebærer at største aksjonær får rundt NOKm 38 mer for

¹ Vi benytter kurs NOK/SEK = 1 i beregningen.

² Gjennomsnittet er beregnet av siste omsetningskurs hver måned og er ikke volumvektet.

³ Gjennomsnittet er beregnet av siste omsetningskurs per dag og er ikke volumvektet.

sine aksjer enn dersom man hadde lagt til grunn f.eks. gjennomsnittlig omsetningspris for september. Partene kunne ha valgt å legge denne, etter vår oppfatning lave aksjeprisen til grunn i Avtalen. I så fall kunne man videre valgt å legge til grunn en tilsvarende mer konservativ prising av GIAB, slik at nettoeffekten kunne blitt rundt null. Partene har tilsynelatende valgt å benytte de prisene som de oppfatter er mer realistiske i forhold til respektive underliggende verdier.

Prisingen av GIAB på NOKm 250 tilsvare ca. 63 % av dagens m.cap. på Goodtech. Om man justerer Goodtech-aksjen til prisingen av oppgjørsaksjene (NOK 16 per aksje) representerer GIAB prisen 48 % av de samlede verdiene.

Prisen på NOK 16 per oppgjørsaksje kan muligens av noen oppfattes som problematisk i forhold til likebehandlingsreglene i Allmennaksjeloven. Styret i Goodtech har hatt fokus på dette og har konkludert med at tatt i betraktning de faktiske omstendigheter er Avtalen ikke i strid med prinsippet om likebehandling av aksjonærene.

10. Konklusjon

Basert på vår gjennomgang og vurdering har vi kommet til at vi mener det vil være i tråd med aksjonærenes interesse at Avtalen gjennomføres.

Konklusjonen er basert på at:

- Vi har kommet til at avtalt pris for aksjene i GIAB kan anses som attraktiv.
- Gjennomføring av Avtalen kan bidra til å synliggjøre de underliggende verdiene i Goodtech, og dette kan muligens vise seg å være positivt for børskurs.
- Vi anser prisen på Goodtech aksjene som inngår i oppgjøret som rimelig i forhold til de underliggende verdier og i forhold til prisingen av GIAB.
- Hele historien siden Goodtech kjøpte GIAB i 2010 kan tyde på at oppkjøpet aldri har blitt ansett som helt vellykket. Dette illustreres av betydelig nedskrivning av oppkjøpsprisen etter kjøpet og mye fokus på integrering uten at man kan se tydelige tegn til at dette har gitt resultater. I så fall mener vi at alle parter kan være best tjent med å gjennomføre Avtalen, slik at de to selskapene etter transaksjonen hver for seg kan fokusere på å optimalisere egen virksomhet.

Det understrekes at vår konklusjon bygger delvis på skjønn. Vi innser at andre kan komme til konklusjoner som kan avvike fra vår. Vi anbefaler derfor at den enkelte aksjonær gjennomfører sin egen vurdering for å danne seg en selvstendig oppfatning.

Det skal tillegges at Goodtechs to største aksjonærer, som samlet kontrollerer mer enn 50 % av aksjene, har bundet seg til å stemme for gjennomføring av Avtalen.

I vurderingen anbefaler vi at man også analyserer eventuelle konsekvenser av å ikke gjennomføre avtalen, som f.eks. at største aksjonær antakelig kan effektivt blokkere andre alternativer.

Oslo, 16. oktober 2015
BDO AS



Helge Rydning
Direktør



Per Ove Giske
Partner - Leder av BDO Transaksjonsrådgivning