Ledningsstaben
Juridik

Handläggare
Daniel Angermann
08-68616 95
daniel.angermann@sll.se

TJÄNSTEUTLÅTANDE
2019-02-25

Trafiknämnden
2019-03-19, punkt 8

Ärende
TN 2019-0251

Infosäkerhetsklass
K1 (Öppen)

Yttrande avseende överlåtelse av Waxholms Ångfartygs AB till AB Storstockholms Lokaltrafik

Ärendebeskrivning

Yttrande avseende överlåtelse av Waxholms Ångfartygs AB från Landstingshuset i Stockholm AB till AB Storstockholms Lokaltrafik, avsett att beslutas vid regionfullmäktiges sammanträde den 7 maj 2019.

Beslutsunderlag

Förvaltningschefens tjänsteutlåtande den 25 februari 2019
Remiss daterad den 12 februari 2019 (RS 2019–0218), bilaga 1
Remissunderlag innefattande utredning, förslag till ändrad bolagsordning för Waxholms Ångfartygs AB samt förslag till aktieöverlåtelseavtal, bilaga 2

Förslag till beslut

Förvaltningschefen föreslår att trafiknämnden beslutar följande, såväl för egen del som inom ramen för nämndens förvaltningsuppdrag avseende AB Storstockholms Lokaltrafik och Waxholms Ångfartygs AB.

1. Föreliggande tjänsteutlåtande översänds som remissvar till regionledningskontoret utan erinran mot föreslagen överlåtelse av Waxholms Ångfartygs AB från Landstingshuset i Stockholm AB till AB Storstockholms Lokaltrafik.

2. Paragrafen justeras omedelbart.

Ledningsstaben
Juridik

TJÄNSTEUTLÅTANDE
2019-02-25

Ärende
TN 2019-0251

Infosäkerhetsklass
K1 (Öppen)

Förslag och motivering

Bakgrund

Fullmäktige har i budget för år 2019 för Region Stockholm (LS 2017–1455) beslutat att uppdra till regionstyrelsen att återkomma med förslag om att tidigast från och med den 1 juni 2019 överlåta 80 000 aktier i Waxholms Ångfartygs AB (”WÅAB”) från Landstingshuset i Stockholm AB (”LISAB”) till AB Storstockholms Lokaltrafik (”AB SL”) till en köpeskilling som motsvarar det bokförda värdet i LISAB per den 31 december 2018.

Överlåtelsen har föreslagits mot följande bakgrund.

Trafiknämnden ansvarar för kollektivtrafik på land och på vatten. WÅAB är idag dotterbolag till LISAB, som svarar mot regionstyrelsen, men förvaltas via avtal och enligt beslut i fullmäktige av trafiknämnden som även förvaltar AB SL. För att renodla och sammanföra den politiska och ägarstyrningen för WÅAB ska WÅAB överföras till AB SL.

Överväganden och motivering

Regionledningskontoret har, under budgetprocessen för 2019, utrett konsekvenser och förutsättningar för genomförande av överföringen av WÅAB till AB SL i nära samverkan med trafikförvaltningen. I samband med det har en värdering av WÅAB:s aktier samt en utredning avseende eventuella skattemässiga konsekvenser genomförts av extern part. Utredningen har visat att en överlåtelse av aktierna från LISAB till AB SL inte skulle medföra några skattemässiga eller mervärdesskattemässiga konsekvenser, vare sig för LISAB eller för WÅAB. Utredningen har också visat att överlåtelsen från LISAB till AB SL bör ske genom en överlåtelse av aktierna till bokfört värde.

Överlåtelsen ska enligt fullmäktiges beslut genomföras till ett belopp som motsvarar koncernmodern LISAB:s bokförda värde på aktierna i WÅAB per den 31 december 2018. Enligt remissunderlaget uppgår det egna kapitalet i WÅAB till 38 605 000 kronor. Efter remissen den 12 februari 2019 har emellertid tekniska justeringar för bokföringsperioden 2018 gjorts på så sätt att avsättningar i WÅAB till ett belopp om 13 330 000 kr har upplösts. Det egna kapitalet i WÅAB efter den transaktionen uppgår därför till 51 395 000 kr. Motsvarande justering har gjorts i LISAB varför även det bokförda värdet på aktierna i WÅAB enligt LISAB:s årsredovisning för år 2018 uppgår till

51 395 000 kr. Köpeskillingen enligt punkten 2 i bifogat förslag till aktieöverlåtelseavtal justeras därför till motsvarande belopp, dvs. 51 395 000 kr. Det slutliga beloppet kommer att fastställas i samband med fullmäktiges beslut om fastställande av årsredovisning för 2018 om inga förändringar föranleds av revisorernas granskning. Av detta följer att köpeskillingen inte kan bestämmas förrän fullmäktiges beslut vid sammanträdet den 7 maj 2019 om fastställande av årsredovisning för år 2018 vunnit laga kraft, varför tidpunkten för överlåtelsen tidigast bör vara den 1 juni 2019.

I och med överlåtelsen behöver WÅAB:s bolagsordning justeras. Justeringarna inkluderar förutom en ändring till AB Storstockholms Lokaltrafik som ägare av aktierna även vissa redaktionella justeringar med anledning av att Stockholms läns landsting blivit Region Stockholm.

Överlåtelsen av aktierna formaliseras slutligen genom att ett aktieöverlåtelseavtal tecknas mellan LISAB och AB SL.

Efter regionfullmäktiges fastställande av bokfört värde samt beslut om överlåtelse av aktier planeras överlåtelsen antecknas på årsstämmorna i LISAB och AB SL, varpå aktieöverlåtelseavtal kan ingås och överföringen av aktierna verkställas.

Ekonomiska konsekvenser

Ett beslut om överlåtelse av aktierna medför att AB SL ska erlägga en köpeskilling till LISAB som motsvarar det bokförda värdet på aktierna per den 31 december 2018. Transaktionen redovisas mot finansiella tillgångar i respektive balansräkning i AB SL och LISAB och har ingen resultatpåverkan för vare sig bolagen eller Region Stockholm. Överlåtelsen medför inte heller några skattemässiga eller mervärdesskattemässiga konsekvenser.

Ärendet har beretts av regionledningskontoret i nära samverkan med trafikförvaltningen. Förvaltningen föreslår mot bakgrund av utredningen i ärendet att avge föreliggande yttrande utan erinran mot föreslagen överlåtelse.

Caroline Ottosson
Förvaltningschef

Björn Holmberg
Stabschef

Rotel I – Finansroteln

REMISS
2019-02-12

Diarienummer
RS 2019–0218

Trafiknämnden

Överlåtelse av bolaget Waxholms Ångfartygs AB från Landstingshuset i Stockholm AB till AB Storstockholms lokaltrafik

Finansroteln remitterar för yttrande bilagd promemoria från regionledningskontoret inklusive bilagor, om överlåtelse av bolaget Waxholms Ångfartygs AB från Landstingshuset i Stockholm AB till AB Storstockholms lokaltrafik. I remissen ligger att finansroteln vill ha remissinstansernas synpunkter på promemorians förslag till fullmäktigebeslut.

Remissen är ett led i beredningen av ett ärende om överlåtelse av bolaget Waxholms Ångfartygs AB från Landstingshuset i Stockholm AB till AB Storstockholms lokaltrafik, avsett att beslutas vid regionfullmäktiges sammanträde den 7 maj 2019.

Remisstiden sträcker sig till den 20 mars 2019. Yttranden ska skickas till regionledningskontorets registrator, e-post registrator.lsf@sll.se. Ange diarienummer RS 2019–0218.

Frågor kring remissen kan besvaras av Henrik Normark, chef för Styrning och strategi, henrik.normark@sll.se, 070-737 77 40.

Gustaf Drougge
Kanslichef finansroteln

Region Stockholm
Box 22550
104 22 Stockholm

Telefon: 08-737 25 00
Fax: 08-737 44 28
E-post: registrator.lsf@sll.se

Säte: Stockholm
Org.nr: 232100-0016
www.sll.se

Besök oss: Hantverkargatan 45. Kommunikationer: se www.sl.se

Regionledningskontoret
Styrning och strategi
Henrik Normark

PM
2019-02-05

Diarienummer
RS 2019–0218

Överlåtelse av bolaget Waxholms Ångfartygs AB från Landstingshuset i Stockholm AB till AB Storstockholms lokaltrafik

Bakgrund

Fullmäktige har i Budget 2019 för Region Stockholm, LS 2017–1455, beslutat att uppdra åt regionstyrelsen att skyndsamt återkomma med förslag om att tidigast från och med den 1 juni 2019 överlåta 80 000 aktier i Waxholms Ångfartyg AB från Landstingshuset i Stockholm AB till AB Storstockholms Lokaltrafik till en köpeskilling som motsvarar det bokförda värdet i Landstingshuset i Stockholm AB per 31 december 2018.

Trafiknämnden ansvarar för kollektivtrafik på land och på vatten. Waxholms Ångfartygs AB (WÅAB) är idag ett dotterbolag till Landstingshuset i Stockholm AB (LISAB) men förvaltas via avtal av trafiknämnden som även förvaltar AB Storstockholms lokaltrafik (SL). Att WÅAB är ett dotterbolag inom LISAB-koncernen innebär att bolaget står till svars gentemot och styrs av LISAB:s styrelse som agerar moderbolagsstyrelse samtidigt som trafiknämnden förvaltar bolaget och därmed löpande fattar beslut för WÅAB:s räkning. I och med att trafiknämnden inte svarar till LISAB utan till fullmäktige ska trafiknämndens ansvar tydliggöras. För att renodla trafiknämndens ansvar för kollektivtrafiken har sedan tidigare en överföring av personal från WÅAB till trafiknämnden genomförts. Som ett nästa steg i att renodla trafiknämndens ansvar för kollektivtrafiken ska WÅAB överföras från LISAB till att bli ett dotterbolag under AB SL.

WÅAB ska enligt fullmäktiges beslut även fortsatt verka under eget varumärke, det vill säga Waxholmsbolaget.

Överväganden och förslag
Regionledningskontoret har, under budgetprocessen för 2019, utrett konsekvenser och förutsättningar för genomförande av överföringen av bolaget i nära samverkan med trafikförvaltningen.

En värdering av WÅAB:s aktier samt en utredning om skattemässiga konsekvenser har genomförts av extern part genom PWC. Utredningen har visat att en överlåtelse av aktierna från LISAB till AB SL inte skulle medföra några skattemässiga eller mervärdesskattemässiga konsekvenser varken för LISAB eller för WÅAB. Utredningen har också visat att överlåtelsen från LISAB till AB SL bör ske genom en överlåtelse av aktierna till bokfört värde.

Överföringen skulle innebära ett tydliggörande av att trafiknämnden i Region Stockholm ansvarar för och förvaltar bolaget och fattar beslut löpande för WÅAB.

Ägarstyrningen för samtliga bolag inom Region Stockholm utövas ytterst av regionfullmäktige som fattar beslut om bolagsordning, ägardirektiv, budget och resultatkrav samt fattar beslut i frågor av principiell beskaffenhet.

LISAB äger samtliga 80 000 aktier i WÅAB. Överlåtelsen ska enligt fullmäktiges tidigare beslut genomföras till ett belopp som motsvarar det bokförda värdet per den 31 december 2018. Enligt WÅAB:s årsrapport för 2018 uppgår det egna kapitalet till 38 605 000 kronor, vilket överensstämmer med det bokförda värdet på aktierna i WÅAB enligt koncernmodern LISAB:s årsrapport för 2018. Beloppet kommer att fastställas i samband med fullmäktiges beslut om fastställande av årsredovisning för 2018 om inga förändringar föranleds av revisorernas granskning. Av detta följer att köpeskillingen inte kan bestämmas förrän fullmäktiges beslut om fastställande av årsredovisning för 2018 vunnit laga kraft, varför tidpunkten för överlåtelsen tidigast bör vara den 1 juni 2019.

Regionledningskontoret föreslår en överlåtelse av aktier i enlighet med ovanstående. WÅAB:s bolagsordning föreslås justeras i samband med överlåtelsen. Justeringarna föreslås omfatta en ändring till AB Storstockholms Lokaltrafik som ägare av aktierna samt vissa redaktionella justeringar med anledning av att Stockholms läns landsting blivit Region Stockholm. I samband med överlåtelsen av aktierna föreslås att ett aktieöverlåtelseavtal tecknas mellan LISAB och AB SL.

Efter regionfullmäktiges fastställande av bokfört värde samt beslut om överlåtelse av aktier behöver stämmor genomföras i AB SL samt LISAB,

varpå aktieöverlåtelseavtal kan ingås och överföringen av aktierna kan genomföras.

Ekonomiska konsekvenser

Ett beslut om överlåtelse av aktierna medför att AB SL ska erlägga en köpeskilling till LISAB som motsvarar det bokförda värdet på aktierna per den 31 december 2018. Transaktionen redovisas mot finansiella tillgångar i respektive balansräkning i AB SL och LISAB och har ingen resultatpåverkan för varken bolagen eller för Region Stockholm. Överlåtelsen medför inte heller några skattemässiga eller mervärdesskattemässiga konsekvenser.

Underlag

PM den 5 februari 2019
Rapport PWC Waxholms Ångfartygs AB Värdering av aktier & analys av skattekonsekvenser vid överlåtelse av WÅAB till AB SL
Förslag till ändrad bolagsordning för Waxholms Ångfartygs AB
Förslag till aktieöverlåtelseavtal

Valuation & Analysis

Waxholms Ångfartygs AB

Värdering av aktier & analys av skattekonsekvenser vid överlåtelse av WÅAB till AB SL

24 oktober 2018

pwc

Stockholms läns landsting
Trafikförvaltningen
Att: Lars Gereholt
Lindhagensgatan 100
105 73 Stockholm



Lars Tvede-Jensen
Partner
M: +46 (0) 70 929 34 03
lars.tvede-jensen@pwc.com

Anna Elmfeldt
Director
M: +46 (0) 70 929 41 66
anna.elmfeldt@pwc.com

2018-10-24

Värdering av aktier i Waxholms Ångfartygs AB

Denna rapport (“Rapport”) har upprättats för Stockholms läns landsting (”SLL”) och Trafikförvaltningen (”TF”, tillsammans ”Uppdragsgivaren”) i samband med värderingen av aktierna i Waxholms Ångfartygs AB (“WÅAB” eller “Bolaget”). Rapporten har upprättats i enlighet med vårt, Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB ("PwC"), uppdragsbrev daterat den 8 oktober 2018 och bilagda allmänna villkor.

Rapporten är konfidentiell och endast avsedd för er. Den får delges företagsledning, styrelse och huvudägare samt av dessa anlitade rådgivare i frågeställningar som anknyter till Rapporten. Den får inte spridas till någon tredje part utan vårt föregående skriftliga medgivande, vilket vi står oss fritt att ge, förvägra eller ge med villkor. PwC accepterar inte något ansvar i förhållande till någon tredje part, och avsäger sig ansvar från konsekvenserna av att någon tredje part agerar eller underlåter att agera till följd av ha förlitat sig på rapporten.

Om ni behöver några klargöranden eller mer information, tveka inte att kontakta oss.

Med vänlig hälsning,



Lars Tvede-Jensen

Anna Elmfeldt

PwC
SE-113 97 Stockholm, Torsgatan 21
Tel: +46 (0) 8 55 330 00, www.pwc.com/se
Säte: Stockholm
Org nr: 556029-6740

Innehåll

Sammanfattande slutsatser 4

Värdering av aktier 6

1 Bakgrund och verksamhetsbeskrivning 7

2 Metodbeskrivning 9

3 Finansiell utveckling och ställning 10

4 Lönsamhetsanalys 12

5 Avkastningsvärdering 13

6 Värdeslutsats 16

Redovisningsmässiga alternativ 17

Analys av skattekonsekvenser 18

1 Bakgrund och transaktionssteg 19

2 Inkomstskatt, moms och stämpelskatt 20

Bilagor 23

1 Begränsningar 24

2 Tillhandahållen information 25

3 Värderingsmetoder 26

4 Avkastningskrav 27

5 Lönsamhetsanalys jämförelsebolag 30

6 Beskrivning av jämförelsebolag 31

Ordlista 33

Uppdragsöversikt

Uppdrag och syfte	PwC har fått i uppdrag av SLL, genom Lars Gereholt, att bedöma marknadsvärdet av WÅAB:s samtliga aktier per den 2018-09-01 (”Värderingsdatum”) och att presentera en utredning för att analysera skattekonsekvenser av en överlåtelse av WÅAB till ett annat av SLL ägt bolag. Syftet med uppdraget är att presentera ett underlag för SLL avseende beslut om överlåtelse av WÅAB till ett annat av SLL ägt bolag.
Källor och tillhanda-hållen 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. Företagsledningen i Uppdragsgivaren har tillställts ett utkast av denna rapport. Företagsledningens synpunkter på verksamhetsbeskrivning, finansiell historik och prognoser har beaktats i föreliggande rapport.
Definition av marknads-värde	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 överlåtelsesituationen, såsom t ex parternas subjektiva bedömningar av målbolagets utvecklingsmöjligheter och risksituation, förhandlingsstyrka samt möjliga synergieffekter.

Sammanfattande slutsatser

Marknadsvärdet av samtliga aktier i WÅAB bedöms återfinnas inom intervallet -234 MSEK till -202 MSEK med ett riktvärde om -220 MSEK.

Oavsett om priset är 1 kr eller bokfört värde medför överlåtelsen av aktierna i WÅAB inga skattekonsekvenser för LISAB, WÅAB eller AB SL. Transaktionen utlöser inte stämpelskatt.

Huvudsakliga antaganden värdering

- WÅAB:s EBIT-marginal under prognosperioden är baserad på en analys av jämförelsebolag och uppskattas till 6%, vilket även antas vara den långsiktigt uthålliga nivån.
- Befintlig rörelsekapitalbindning per 31 augusti 2018 uppgår till en nivå om -13,5% av omsättningen och antas värderingstekniskt röra sig mot 0% i ett uthålligt stadie.
- Vi har antagit en långsiktig investeringsnivå om 1,8x EBIT och en långsiktig avskrivningsnivå om 66,1% av Bolagets investeringar.
- Baserat på Bolagets riskprofil har vi tillämpat en WACC inom intervallet 6,6%-8,0% med en riktnivå om 7,3%.

Värdering

- Avkastningsvärdet på rörelsen (EV) per 1 september 2018, beräknas inom intervallet 98 MSEK till 130 MSEK, med ett riktvärde om 112 MSEK.
- Justerat för Bolagets finansiella nettoskuld om -332 MSEK, kan värdet av samtliga aktier därmed bedömas återfinnas inom intervallet -234 MSEK till -202 MSEK, med ett riktvärde på -220 MSEK.

Slutsatser från analys av skattekonsekvenser

- En avyttring av andelarna i WÅAB är inte skattepliktig för LISAB. På motsvarande sätt är en förlust inte heller avdragsgill. Överlåtelsen kan därmed ske till 1 krona eller bokfört värde utan att några inkomstskattemässiga konsekvenser i form av skatt att betala uppstår.
- Överlåtelsen medför inte någon stämpelskatt eller momskonsekvenser.
- Det har inte någon betydelse ur ett skattemässigt perspektiv vid vilken tidpunkt under 2019 som överlåtelsen sker.

Värdering av aktier

Värdering av aktier 6

1 Bakgrund och verksamhetsbeskrivning 7

2 Metodbeskrivning 9

3 Finansiell utveckling och ställning 10

4 Lönsamhetsanalys 12

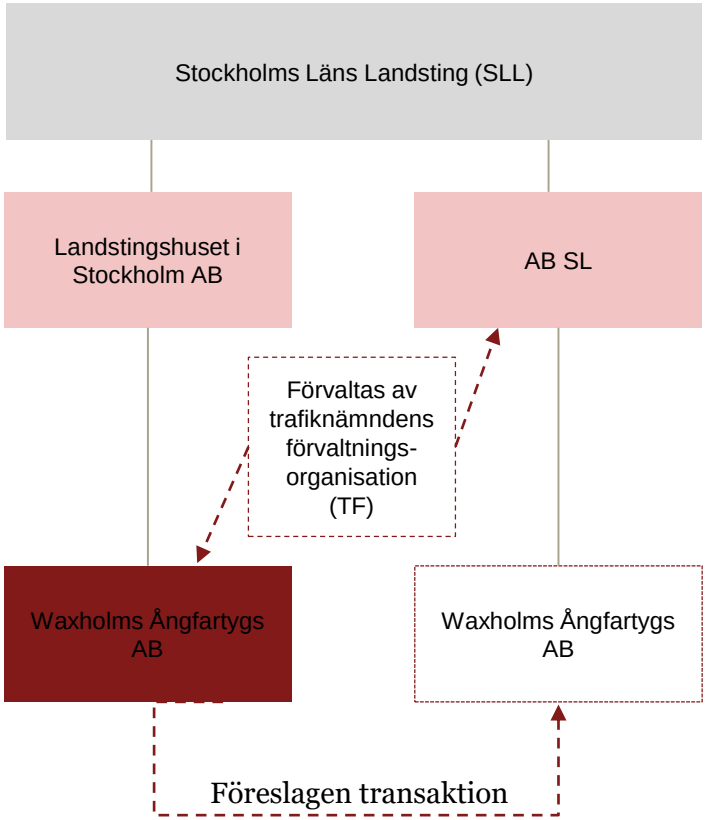
5 Avkastningsvärdering 13

6 Värdeslutsats 16

Bakgrund

SLL föreslår att WÅAB överlåts till SL för att uppnå en mer sammanhållen styrstruktur inom Landstinget.

Organisationsstruktur samt översikt av transaktionen



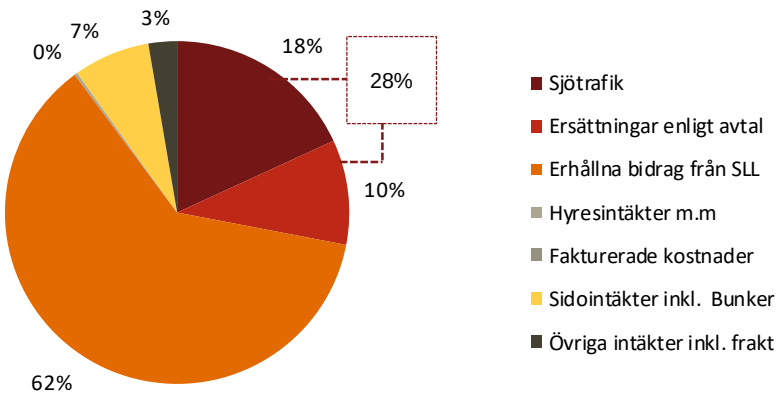
Bakgrund och organisation

- Trafiknämnden (”TN”) har det övergripande ansvaret för planering och upphandling av den samhällsfinansierade kollektivtrafiken i Stockholms län, vilket även inkluderar all kollektivtrafik till sjöss. Således förvaltas WÅAB av TN via avtal med SLL, dock är WÅAB ett dotterbolag till Landstingshuset i Stockholm AB (”LISAB”).
- Att WÅAB är ett dotterbolag inom LISAB koncernen innebär att bolaget står till svars gentemot och styrs av LISAB:s styrelse som agerar moderbolagsstyrelse. Samtidigt förvaltar trafiknämnden bolaget och fattar därmed löpande beslut som påverkar verksamheten i WÅAB.
- Då TN inte svarar mot LISAB utan mot Landstingsfullmäktige skapar detta en otydlighet i styrstrukturen inom landstinget.
- SLLs förslag är att flytta WÅAB så att bolaget blir ett dotterbolag under AB Storstockholms Länstrafiks (”SL”). Detta för att uppnå en mer sammanhållen styrstruktur.
  - TF har redan övertagit WÅAB:s personal, administrativa tillgångar, avtal och andra tillgångar som inte tillhör trafikverksamheten i WÅAB.

Företagsbeskrivning

WÅAB:s verksamhet syftar till att administrera den kollektiva sjötrafiken i Stockholms skärgård. Sammantaget trafikeras WÅAB:s rutter av ca. 60-70 fartyg och utav dessa är 24 fartyg WÅAB:s egna. Under perioden januari till augusti 2018 relaterade 62% av Bolagets intäkter till bidrag från SLL och 28% från biljettintäkter.

Intäktsfördelning jan-aug, 2018



Verksamhet

- WÅAB:s verksamhet syftar till att administrera den kollektiva sjötrafiken i Stockholms skärgård. Sammantaget trafikeras WÅAB:s rutter av ca 60-70 fartyg och av dessa är 24 fartyg WÅAB:s egna. För resterande rutter nyttjar operatörerna egna fartyg. Samtliga fartyg (även WÅAB:s egna) opereras av trafikentreprenörer och tilldelning av samtliga rutter sker genom offentlig upphandling.
  - I det fall en trafikoperatör nyttjar WÅAB:s fartyg står denna under de nya avtalen (nedan E29 och E39) ansvarig för underhåll av fartyget och besiktning sker i samband vid avtalets början och slut. Vid mer omfattande skador på fartygen, såsom maskinhaveri, står WÅAB för kostnaderna givet att operatören inte handlat ovarsamt.
- Inom ramarna för WÅAB:s verksamhet bedrivs (i) passagerartrafik, (ii) godstrafik, (iii) trafik med klassiska fartyg, (iv) taxibåtstrafik och, (v) helikoptertrafik.
- Under perioden januari – augusti, 2018 utgjorde 62% av Bolagets intäkter bidrag från SLL och 28% intäkter från sjötrafik och avtalstrafik 28%. Övriga intäkter består av vidarefakturerade bränslekostnader (bunker), fraktintäkter samt övrigt.

Upphandling

- Under 2014/2015 upphandlades kollektivtrafiken för Stockholms skärgård (”E29”). Upphandlingen avsåg sex (6) trafikzoner (A, B, C, D, E och F). Upphandling E29 var föremål för överprövningar varpå enbart zon A, E och F har tilldelats i E29-upphandlingen. Till dess att nya avtal kan slutas även för övriga zoner förlängdes befintliga zon avtal för B, C och D. Under 2017/2018 påbörjades en ny-upphandling av zon B-D (”E39”), varpå tilldelning planeras under 2018/2019. Samtliga tilldelningar (även E39) gäller till och med 2028.
  - Per värderingsdagen relaterar ca 70% av trafiken till zon B.

Verksamhet och metodbeskrivning

Marknadsvärdet av WÅAB:s verksamhet kommer att fastställas med avkastningsvärdering. Då majoriteten av bolagets intäkter relaterar till bidrag från SLL utgår värderingen istället från en marknadsmässig EBIT-marginal baserad på jämförelsebolag för att beräkna WÅAB:s marknadsvärde.

Värderingsmetod

- Marknadsvärdet av WÅAB kommer att fastställas med avkastningsvärdering. Avkastningsvärdering innebär att värdet härleds genom en diskontering av företagets eller rörelsens förväntade framtida kassaflöde. Kassaflödet nuvärdesberäknas med en diskonteringsränta som återspeglar en vägd kapitalkostnad för eget kapital och lånefinansiering efter skatt, för att spegla investeringens relativa risk samt tidsvärdet av pengar. För att erhålla värdet på aktierna justeras värdet på rörelsen med hänsyn till bolagets befintliga finansiella struktur.
- Vi uppfattar att majoriteten av Bolagets intäkter relaterar till bidrag från SLL samt att verksamhetens lönsamhetsmål är att uppnå nollresultat. Vidare, om Bolaget har medel över vid räkenskapsårets slut återförs dessa till WÅAB:s ägare via koncernbidrag. Således finns ingen marknadsmässig lönsamhet att utgå från i WÅAB:s historiska resultat.
- För att fastställa marknadsvärdet av WÅAB behöver vi således fastställa en marknadsmässig intjäning för Bolaget. Utgångpunkten är således att värdera WÅAB som om verksamheten bedrivs med en marknadsmässig avkastningen som möjliggör att en privat ägare kan uppnå en marknadsmässig avkastning på investerat kapital. Vår metodik för att estimera WÅAB:s fria kassaflöden givet denna förutsättning är enligt följande:
    i. Analysera Företagsledningens prognostiserade kostnader för att förstå de kostnader som krävs för att bedriva verksamheten.
    ii. Baserat på en analys av jämförbara bolag fastställa en marknadsmässig EBIT-marginal. EBIT-marginalen ska beakta skillnader i risk mellan WÅAB och jämförelsebolagen. Skillnaderna i risk relaterar huvudsakligen till att (1) majoriteten av WÅAB:s intäkter är garanterade av SLL, (2) WÅAB upphandlar operatörer för att utföra den operativa verksamheten samt (3) WÅAB har ingen egen personal.
    iii. Beräkna implicita intäkter för WÅAB baserat på (i-ii) ovan.
    iv. Beräkna WÅAB:s fria kassaflöden givet Företagsledningen investeringsprognos och rörelsekapitalbehov.
    v. Fastställa ett avkastningskrav för WÅAB som beaktar de risker som inte är beaktade i de prognostiserade kassaflödena.

Begränsningar i värderingen

- Vi värderar WÅAB utifrån ett going concern perspektiv. Vi har förutsatt att det inte är ett realistiskt alternativ att särskilja WÅAB:s fartyg från dess rörelse då operatörerna behöver fartygen för att fullfölja WÅAB:s uppdrag.

Historisk resultatutveckling

WÅAB:s historiska intäkter är beroende av bidrag från SLL, vilka har varierat mellan 62%-68% under perioden januari 2015 – augusti 2018. Enligt Företagsledningen är det primärt de kortsiktiga förlängningarna av avtal för zon B, C och D som ligger till grund för ökade kostnader för upphandlad trafik.

Resultaträkning - Waxholms Ångfartygs AB

	Utfall			Jan - Aug
SEK i miljoner	2015	2016	2017	2018
Omsättning	**454,3**	**476,4**	**496,1**	**377,2**
Upphandlad Trafik	-278,5	-289,4	-318,6	-252,3
Underhåll	-17,6	-41,7	-44,1	-26,6
Upphandlad trafik & Underhåll	**-296,2**	**-331,0**	**-362,7**	**-278,9**
Drift	-38,4	-33,3	-45,2	-42,5
Övriga kostnader	-35,4	-63,6	-20,1	-15,0
EBITDA	**84,3**	**48,5**	**68,0**	**40,8**
Avskrivningar	-44,5	-48,1	-50,1	-33,9
EBIT	**39,8**	**0,4**	**18,0**	**6,9**
Nyckeltal				
Omsättningstillväxt	n.a.	4,9%	4,1%	n.a.
Upphandlad Trafik / Oms.	61,3%	60,7%	64,2%	66,9%
EBITDA-marginal	18,5%	10,2%	13,7%	10,8%
EBIT-marginal	8,8%	0,1%	3,6%	1,8%
Investeringar	66,46	21,99	48,39	36,79
Avsk. / Investeringar	-67,0%	-218,8%	-103,5%	-92,1%

Bolagets nettoskuld vid förvärvstidpunkten uppgår till -331,7 MSEK och består av (i) -342,8 MSEK, hänförligt till koncerninterna skulder, (ii) -13,4 MSEK, hänförligt till avsättningar för pensioner enligt tryggandelagen och (iv) 24,5 MSEK hänförligt till likvida medel.

Bolagets historiska intäkter är beroende av bidrag från SLL. Bidragen har varierat mellan 62%-68% av omsättningen under perioden januari 2015 – augusti 2018. Under motsvarande period har biljettintäkterna varierat mellan 25-28% av omsättningen och de övriga intäkterna mellan 4%-10%.

- Övriga intäkter består huvudsakligen av fakturerade drivmedelskostnader till operatörer (WÅAB köper in drivmedel och operatörerna tankar från WÅAB:s bunkrar).

Under perioden 2015 till 2017 har kostnaderna för upphandlad trafik ökat från 278,5 MSEK till 318,6 MSEK. Enligt företagsledningen är den ökade kostnaden för upphandlad trafik främst hänförlig till kortsiktiga förlängningar av avtal för zon B, C och D. Noterbart är att ca 70% av trafiken relaterar till zon B.

Under perioden 2015-2018 har WÅAB:s kostnader till stor del hänförts till drift och underhåll. Kostnader för drift relaterar främst till drivmedelskostnader och hamnavgifter men inkluderar också el- och hyreskostnader. Underhållskostnader relaterar främst till underhåll av skrov, maskiner och inredning etc.

- Under de nya avtalen (E29 och E39) ingår underhållskostnaden för WÅAB:s fartyg i kostnaden för köpt trafik.

Bolagets övriga kostnader består i huvudsak av fakturerade tjänster från TF, vissa personalkostnader, övriga konsultkostnader och försäkringskostnader.

Källa: Företagsledning

Företagsledningens kostnadsprognos

Under prognosperioden återspeglas underhållskostnaden av fartygen i kostnaden för upphandlad trafik på grund av att operatören ansvarar för underhåll av fartygen under de nya avtalen. Ökade driftskostnader under prognosperioden drivs framförallt av en ökad inblandning av HVO bränsle i WÅAB:s drivmedel.

Resultaträkning - Waxholms Ångfartygs AB

	Utfall	Företagsleningens prognos				
SEK i miljoner	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Upphandlad trafik & Underhåll	**-362,7**	**-397,7**	**-419,1**	**-396,0**	**-404,8**	**-412,9**
Drift	-45,2	-61,1	-54,4	-58,9	-77,9	-77,9
Övriga kostnader	-20,1	-29,3	-28,4	-27,2	-27,3	-27,4
Verksamhetens kostn	**-428,0**	**-488,1**	**-501,9**	**-482,1**	**-509,9**	**-518,1**
Avskrivningar	-50,1	-51,9	-52,4	-52,9	-52,8	-50,1
Nyckeltal						
Investeringar	48,39	73,80	95,89	44,03	22,50	44,25
Avsk. / Investeringar	-103,5%	-70,3%	-54,6%	-120,2%	-234,6%	-113,3%

De ökande kostnaderna för drift är primärt relaterat till stigande drivmedelskostnader. Per värderingsdagen blandar WÅAB in 20% HVO bränsle (fossilfri biodiesel) i fartygens drivmedel. Ett politiskt beslut ligger till grund för en gradvis ökad andel HVO bränsle i fartygens drivmedel till 50% 2019 och 90% 2021.

Vi har mottagit företagsledningens prognos för perioden 2018-2022. Vi har valt att endast presentera Företagsledningens prognos över kostnader och investeringar då endast dessa delar påverkar värderingen.

Vi uppfattar efter vår diskussion med Företagsledningen att Bolagets kostnadsprognos innehåller osäkerheter eftersom (i) upphandlingar pågår av zon B, C och D (ca 70% av trafiken relaterar till zon B) samt (ii) operatören ska ansvara för underhåll av fartygen under de nya avtalen (tidigare togs kostnaden för underhåll av WÅAB).

Företagsledning prognostiserar att kostnaden för köpt trafik och underhåll ska öka från 398 MSEK i 2018 till 413 MSEK i 2022, motsvarande en CAGR 0,9%. Vi uppfattar att prognosen för 2018 uppdaterats baserat på utfall för perioden januari till augusti 2018.

- Vi uppfattar att kostnadsprognosen för köpt trafik är något hög då Företagsledningen utgått från 2018 i sin prognos. Under 2018 är majoriteten av den upphandlade trafiken under korta intermistiska avtal vilket tenderar att öka kostnaden. Företagsledningens bedömning är att kostnaden sannolikt sjunker efter att WÅAB upphandlat längre avtal (samtliga zonavtal har en löptid till 2028).
- Vidare uppfattar vi att kostnadsprognosen för underhåll är baserad på WÅAB:s historiska självkostnad. Vi uppfattar att kostanden relaterat till underhåll sannolikt ökar eftersom operatörerna kräver en kompensation som motsvarar risken att ta över ansvaret för underhållet av fartygen.
- Sammantaget är ändå bedömningen att kostandsprognosen speglar Företagsledningens bästa bedömning per Värderingsdagen. I värderingen väljer vi att beakta osäkerheten i prognosen genom avkastningskravet.

Källa: Företagsledning

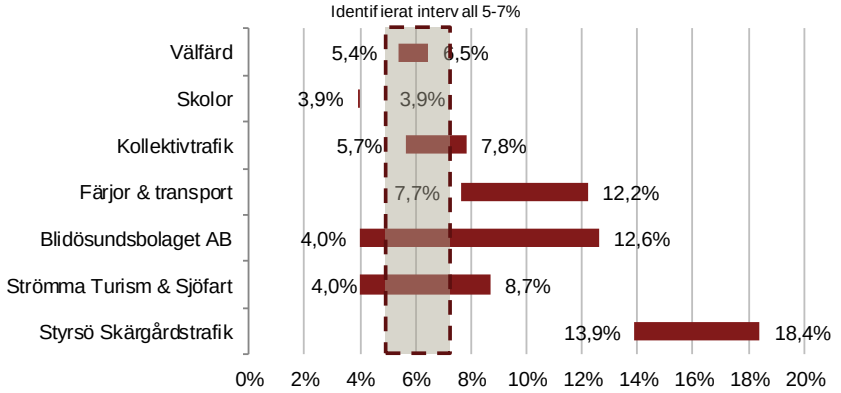
Analys av lönsamhet för jämförelsebolagen

Baserat på en analys av jämförelsebolag och dess skillnader i risk jämfört med WÅAB, bedömer vi att en marknadsmässig marginal för WÅAB återfinns inom intervallet 5%-7%, med ett riktvärde om 6%.

Analys av jämförelsebolagens lönsamhet

- Vi har analyserat jämförelsebolag inom olika industrier med liknande riskprofiler som WÅAB. Generellt så är det fyra typer av jämförelsebolag vi analyserat (i) noterade bolag som bedriver reglerad verksamhet med offentlig finansiering, (ii) noterade bolag som bedriver olika typer av sjötrafik, (iii) privata skolor samt (iv) noterade företag inom kollektivtrafik.
  - Utöver de fyra jämförelsegrupperna ha vi lagt stor vikt på jämförelsebolag med likartad verksamhet.
- I diagrammet illustreras median EBIT-marginal för respektive jämförelsegrupp samt för Strömma turism och sjöfart under perioden 2014-2017. Utöver detta har vi även inkluderat median EBIT-marginal för 283 skolor. Inkluderade skolor hade 2014 fler än 20 anställda och en omsättning över 20 miljoner.
- Vi noterar att median EBIT-marginal 2014 för privata skolor uppgick till 4%. Vår bedömning är att WÅAB:s intäkter är jämförbara med skolornas då båda affärsmodellerna är beroende av bidrag från kommun/landsting och att lönsamheten för skolor kommer från ”de sista” eleverna medan WÅAB:s lönsamhet är beroende av biljettintäkter. Avseende kostnaderna har WÅAB längre avtal och större andel fasta kostnader än skolorna. Således bedömer vi att WÅAB har mer risk i sin affärsmodell och att de därför är rimligt att WÅAB har en högre EBIT-marginal än medianen för skolorna.
- Vi noterar att de noterade kollektivtrafikbolagen under perioden 2014-2017 haft en median EBIT-marginal mellan 5,7% till 7,8%. I jämförelse med WÅAB har kollektivtrafikbolagen liknande risk avseende intäkter då de generellt drivs av kommun-/landstingsstöd samt antal faktiska resenärer. Dock noterar vi att WÅAB i sin affärsmodell reducerat riskerna i affären genom att anlita externa operatörer, WÅAB får dock en upphandlingsrisk. Vidare har WÅAB:s affärsmodell en högre kapitalintensitet då de äger 24 fartyg. Givet detta tycker vi att WÅAB bör uppnå en avkastning i det lägre intervallet för kollektivtrafikbolagen.
- Vi noterar att Strömma, som i en del av sin verksamhet bedriver båttrafik i Stockholm, har en EBIT-marginal mellan 4,0%-8,7% under perioden 2014-2017. Styrsjö skärgårdstrafik, som bedriver skärgårdstrafik i Göteborgs skärgård, har haft en betydligt högre EBIT-marginal mellan 13,9%-18,4% under motsvarande period. Vi noterar att Styrsjös avtal tillkom vid privatisering av fartygsdriften i Göteborg. Styrsjös avtalsutformning är nödvändigtvis inte jämförbar med hur SL utformar avtal vid upphandling av lokaltrafik.
- Baserat på ovan analys samt EBIT-marginalerna för jämförelsebolagen i Appendix 5, bedömer vi att en rimlig EBIT-marginal för WÅAB bör återfinnas inom 5% till 7%, med en riktnivå om 6%.

Jämförelsebolagens EBIT-marginal per bransch 2014-2017



Roslagens Sjötrafik AB har inte presenterats i diagrammet av illustrativa skäl då deras EBIT-marginal under motsvarande period har återfunnits i intervallet -1,4% till 27,3%.

Kassaflödesprognos som underlag för avkastningsvärdering

Kassaflödesprognosen som presenteras nedan är baserad på företagsledningens prognos 2018-2022. Därefter har PwC extrapolerat företagsledningen prognos i terminalåret för att gradvis övergå till en långsiktigt uthållig nivå.

Waxholmsbolaget - Kassaflödesprognos

	Prognos					
	sep-dec	jan-dec				
MSEK	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Uthålligt
Nettoomsättning	**180,5**	**589,6**	**569,2**	**598,7**	**604,6**	**616,6**
Verksamhetens kostnader	-151,7	-501,9	-482,1	-509,9	-518,1	-535,3
Avskrivningar	-18,0	-52,4	-52,9	-52,8	-50,1	-44,3
Rörelseresultat (EBIT)	**10,8**	**35,4**	**34,2**	**35,9**	**36,3**	**37,0**
Avskrivningar	18,0	52,4	52,9	52,8	50,1	44,3
EBIT f. avskrivn.	**28,8**	**87,7**	**87,1**	**88,7**	**86,4**	**81,3**
Rörelsekapital (förändring)	12,2	-25,9	-31,4	-22,3	-9,2	0,0
Investeringar	-37,0	-95,9	-44,0	-22,5	-44,3	-67,0
Kassaflöde före skatt	**4,0**	**-34,1**	**11,7**	**43,9**	**33,0**	**14,3**
Schablonskatt (På EBITA)	-2,4	-7,6	-7,3	-7,4	-7,5	-7,6
Fritt kassaflöde	**1,6**	**-41,7**	**4,4**	**36,5**	**25,5**	**6,7**
Nyckeltal kassaflödesprognos						
Omsättningstillväxt	e.t.	5,7%	-3,5%	5,2%	1,0%	2,0%
EBITDA-marginal	16,0%	14,9%	15,3%	14,8%	14,3%	13,2%
EBIT-marginal	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Rörelsekapital / Oms.	e.t.	-10,7%	-5,5%	-1,5%	0,0%	0,0%
Investeringar / Oms.	20,5%	16,3%	7,7%	3,8%	7,3%	10,9%
Avsk. / Investeringar	48,5%	54,6%	120,2%	234,6%	113,3%	66,1%
Invsteringar / EBIT	-3,42x	-2,71x	-1,29x	-0,63x	-1,22x	-1,81x

Som underlag för vår värdering av bolaget har vi tagit fram en kassaflödesprognos för perioden 2018 – 2022 baserat på (i) bolagets finansiella ställning per 31 augusti 2018, (ii) företagsledningen finansiella prognos över kostnader och investeringar och (iii) en antagen EBIT-marginal om 6,0%.

Rörelsekapitalet är negativt (-13,5%) per den 31 augusti 2018 och antas värderingstekniskt röra sig mot 0% i ett uthålligt stadie. Det antas då att rörelsekapital inte kan distribueras till aktieägare genom utdelningar.

Vidare, ett negativt rörelsekapital i terminalåret ger effekten av ett oändligt växande kassaflöde i diskonteringen av terminalvärdet. Vi har därför antagit att ingen förändring av rörelsekapitalet sker i terminalåret.

Regeringen i Sverige har beslutat om att sänka den Svenska bolagsskatten i etapper från 22,0% 2018 till 21,4% 2019 och till 20,6% 2021. Vi har tillämpat förändringen av skattesatsen i prognosperioden i enlighet med regeringens förslag. Långsiktigt antas bolagsskatten uppgå till 20,6%.

Vi har antagit nedanstående långsiktiga antaganden i kassaflödesprognosen;

Den uthålliga tillväxten om 2,0% är baserat på Riksbankens inflationsmål.

I enlighet med analysen av jämförelsebolagens lönsamhet ovan har vi antagit en långsiktig EBIT-marginal om 6,0%.

På nästkommande sida presenterar vi de långsiktiga antagandena för investeringar och avskrivningar.

Kassaflödesprognos som underlag för avkastningsvärdering

Vi har antagit en långsiktig investeringsnivå om 1,8x EBIT och en långsiktig avskrivningsnivån om 66,1% av Bolagets investeringar. Antagandet beaktar Företagsledningens prognostiserade investeringar under perioden 2018-2028 samt bolagets långsiktiga investeringsnivå.

Waxholmsbolaget - Kassaflödesprognos

	Prognos					
	sep-dec	jan-dec				
MSEK	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Uthålligt
Nettoomsättning	**180,5**	**589,6**	**569,2**	**598,7**	**604,6**	**616,6**
Verksamhetens kostnader	-151,7	-501,9	-482,1	-509,9	-518,1	-535,3
Avskrivningar	-18,0	-52,4	-52,9	-52,8	-50,1	-44,3
Rörelseresultat (EBIT)	**10,8**	**35,4**	**34,2**	**35,9**	**36,3**	**37,0**
Avskrivningar	18,0	52,4	52,9	52,8	50,1	44,3
EBIT f. avskrivn.	**28,8**	**87,7**	**87,1**	**88,7**	**86,4**	**81,3**
Rörelsekapital (förändring)	12,2	-25,9	-31,4	-22,3	-9,2	0,0
Investeringar	-37,0	-95,9	-44,0	-22,5	-44,3	-67,0
Kassaflöde före skatt	**4,0**	**-34,1**	**11,7**	**43,9**	**33,0**	**14,3**
Schablonskatt (På EBITA)	-2,4	-7,6	-7,3	-7,4	-7,5	-7,6
Fritt kassaflöde	**1,6**	**-41,7**	**4,4**	**36,5**	**25,5**	**6,7**
Nyckeltal kassaflödesprognos						
Omsättningstillväxt	e.t.	5,7%	-3,5%	5,2%	1,0%	2,0%
EBITDA-marginal	16,0%	14,9%	15,3%	14,8%	14,3%	13,2%
EBIT-marginal	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Rörelsekapital / Oms.	e.t.	-10,7%	-5,5%	-1,5%	0,0%	0,0%
Investeringar / Oms.	20,5%	16,3%	7,7%	3,8%	7,3%	10,9%
Avsk. / Investeringar	48,5%	54,6%	120,2%	234,6%	113,3%	66,1%
Invsteringar / EBIT	-3,42x	-2,71x	-1,29x	-0,63x	-1,22x	-1,81x

Värderingen beaktar hela Företagsledningens investeringsprognos om 10 år (2018-2028). Av presentationsskäl har vi valt att endast illustrera en prognos över 5 år, i linje med Företagsledningens kostnadsprognos.

Företagsledningen har prognostiserat avskrivningar för perioden 2018-2022. Från 2023 och framåt har vi modellerat framtida avskrivningar baserat på följande:

i. bolagets befintliga anläggningsregister,

ii. Företagsledningen prognostiserade investeringar 2018-2028. Vi har antagit en genomsnittlig avskrivningstid om 25 år baserat på bolagets redovisningsprinciper och befintligt anläggningsregister, samt

iii. långsiktiga investeringar bortom 2028 (presenterade nedan).

Den presenterade långsiktiga avskrivningen i tabellen om 44 MSEK är beräknad som 66,1% av långsiktiga investeringar. Kvoten är baserad på relationen mellan beräknade avskrivningar och investeringar bortom 2022.

Företagsledningen har prognostiserat investeringar för perioden 2018-2028. Vi har beräknat en långsiktig nivå på investeringar från 2029 och framåt.

i. Den långsiktiga nivån är baserad på genomsnittliga investeringar under den historiska perioden 2000-2017 samt prognosen 2018-2028 (tillsammans 29 år). För att jämföra åren har en genomsnittlig inflation antagits om 2,0%. Den långsiktiga investeringsnivån uppgår till 60 MSEK i 2018 års penningvärde.

ii. Den långsiktiga investeringsnivån antas öka med 2,0%, i linje med den Riksbanken inflationsmål.

Den presenterade långsiktiga investeringen i tabellen om 67 MSEK är beräknad som en kvot om 1,8x av långsiktig EBIT. Kvoten är baserad på relationen mellan investeringar och EBIT bortom 2022. Således beaktar kvoten ökande investeringar i Företagsledningens prognos samt den långsiktiga investeringsnivån beräknad ovan.

Avkastningskrav

Baserat på marknadsdata av publika jämförelsebolag bedöms Bolagets vägda kalkylränta beräknas till 7,3%. Vi bedömer att avkastningsvärdet kan härledas med WACC i intervallet 6,6%-8,0%.

Waxholmsbolaget WACC-beräkning

Variabel	WACC
Bedömt tillgångsbeta	0,60
Bedömd skuldsättning	0,44
Beta	**0,86**
Riskfri ränta	0,5%
Marknadsriskpremie	6,7%
Storleksrelaterat tillägg	3,5%
Specifikt tillägg	0,0%
Avkastningskrav på eget kapital	**9,8%**
Lånemarginal	1,5%
Skatt	20,6%
Långfristig låneränta efter skatt	**1,6%**
Andel eget kapital	69,6%
Andel lånefinansiering	30,4%
Vägd kalkylränta (WACC)	**7,3%**

Bedömt tillgångsbeta och skuldsättningsgrad baseras på analys av systematisk risk (beta) och skuldsättning för noterade jämförbara bolag. I vår bedömning av tillgångsbeta har vi i första hand beaktat månatliga beta-värden över en femårsperiod. I andra hand har vi beaktat veckovisa beta-värden över en tvåårsperiod.

Den riskfria räntan har uppskattats baserat på en 10-årig Svensk statsobligation per Värderingsdatumet.

Marknadsriskpremien och det storleksrelaterade tillägget baseras på PwC:s studie *”Riskpremien på den svenska aktiemarknaden”* per maj 2018.

Vår bedömning är att ett bolag av WÅAB:s karaktär kan på lång sikt erhålla en lånemarginal om ca. 1,5% utöver den riskfria räntan

Regeringen i Sverige har beslutat om att sänka den Svenska bolagsskatten i etapper från 22,0% 2018 till 21,4% 2019 och från 21,4% till 20,6% 2021. Vi har därmed tillämpat en långsiktig nivå om 20,6%

Vi bedömer att avkastningsvärdet kan härledas med WACC i intervallet 6,6%-8,0%, med ett riktvärde om 7,3%.

Se bilaga 4 för en mer detaljerad presentation av underliggande teoretiskt fundament samt underliggande data för jämförelsebolagen.

Värdebedömning

Avkastningsvärdet av 100% av aktierna vid värderingstidpunkten beräknas återfinnas inom intervallet 98 MSEK till 130 MSEK, med ett riktvärde på 112 MSEK. Bolagets finansiella nettoskuld uppgår till -332 MSEK och värdet på samtliga aktier beräknas därmed återfinnas inom intervallet -234 MSEK till -202 MSEK, med ett riktvärde på -220 MSEK.

Värdebedömning

	WACC		
MSEK	6,6%	7,3%	8,0%
Nuvärde kassaflöde prognosperioden	16	16	15
Nuvärde kassaflöde efter prognosperioden	114	96	83
Avkastningsvärde rörelsen (EV)	**130**	**112**	**98**
Finansiella nettotillgångar/-skulder	-332	-332	-332
Avkastningsvärde samtliga aktier	**-202**	**-220**	**-234**

- Utifrån de antaganden som presenterats har avkastningsvärdet på rörelsen (EV) per 1 september 2018 beräknats återfinnas inom intervallet 98 MSEK till 130 MSEK, med ett riktvärde på 112 MSEK.
- Bolagets finansiella nettoskuld per 1 september 2018 summeras till -332 MSEK. Värdet på samtliga aktier beräknas därmed återfinnas inom intervallet -234 MSEK till -202 MSEK, med ett riktvärde på -220 MSEK.
- Det är värt att notera att slutsatsen i denna Rapport baseras på antaganden om bl a going concern samt att fartyg och rörelse inte kan särskiljas. Om underliggande antaganden förändras, tex genom att beräkna likvidationsvärdet, kan även Rapportens slutsats förändras.

Redovisningsmässiga alternativ

Redovisningsmässiga alternativ

- Det finns i dagsläget ingen tydlig vägledning i K3 (BFNAR 2012:1) hur icke marknadsmässiga transaktioner mellan närstående parter skall redovisas. Redovisningsregler utgår normalt från verkliga transaktioner från oberoende parter, vilka sker på marknadsmässiga villkor. Redovisningsmässigt finns det åtminstone fyra olika värderingsgrunder som kan övervägas i olika situationer:
    1. Koncernmässiga värden,
    2. Verkliga värden,
    3. Det värde som åsatts transaktionen, eller
    4. Bokfört värde.
- Enligt vår bedömning kan inte något av alternativen helt uteslutas. Skillnad mellan de i koncernen intagna värdena angivna i punkt 1-3 ovan mot förvärvspriset redovisas direkt i eget kapital som en transaktion med ägaren. Vi bedömer att skillnadsbeloppet i koncernen kan betraktas som:
    a) Utdelning om förvärvspriset är högre, eller
    b) Tillskott om förvärvspriset är lägre.

Analys av skattekonsekvenser

Analys av skattekonsekvenser **18**

1 Bakgrund och transaktionssteg 19

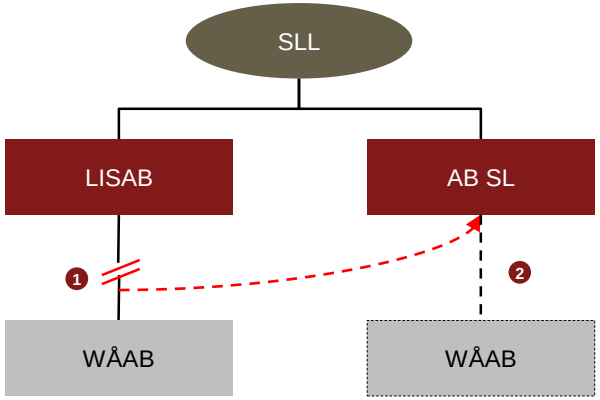
2 Inkomstskatt, moms och stämpelskatt 20

Bakgrund och transaktionssteg

Överlåtelsen av WÅAB från LISAB till AB SL medför inga konsekvenser ur ett inkomstskattemässigt eller momsmässigt perspektiv. Transaktionen utlöser inte heller stämpelskatt.

Bakgrund och förutsättningar

- WÅAB driver kollektivtrafik på vatten i Stockholms skärgård. Bolaget är idag ett helägt dotterbolag till LISAB som är en koncern under SLL. WÅAB förvaltas av TN som svarar till landstingsfullmäktige. En överföring har sedan tidigare skett genom att personal från WÅAB har överförts till TN:s förvaltningsorganisation, TF. I WÅAB kvarstår numera primärt tillgångar och kontrakt.
- SL utgör en systerkoncern till LISAB innehållandes flera bolag kopplade till kollektivtrafiken i Stockholm. Även AB SL förvaltas av TN och dess personal har överförts till TF.
- För att skapa en mer sammanhållen och tydlig struktur är avsikten att föra över WÅAB från LISAB till att bli ett helägt dotterbolag till AB SL.



Transaktionssteg

1. LISAB avyttrar WÅAB till AB SL genom aktieöverlåtelse.
2. WÅAB blir helägt dotterbolag till AB SL.

Kommentarer

Inkomstskatt

- Oavsett om priset är 1 kr eller bokfört värde medför överlåtelsen av andelarna i WÅAB inga inkomstskattemässiga konsekvenser för WÅAB eller LISAB med anledning av att de anses utgöra så kallade näringsbetingade andelar.

Moms

- Transaktionen utlöser inte några momskonsekvenser.

Stämpelskatt

- Transaktionen utlöser inte någon stämpelskatt.

Inkomstskatt, moms och stämpelskatt (1 av 3)

En kapitalvinst till följd av en avyttring av andelarna i WÅAB är ej skattepliktig för LISAB. På motsvarande sätt är en kapitalförlust inte avdragsgill. Det har således ingen betydelse om köpeskillingen uppgår till bokfört värde eller till 1 kr.

Näringsbetingade andelar

- Som huvudregel gäller att en kapitalvinst som uppkommer vid avyttring av näringsbetingade andelar är skattefri. På motsvarande sätt är en kapitalförlust på sådana andelar inte avdragsgill.
- En andel i ett aktiebolag anses vara näringsbetingad under förutsättning att andelen:
  - ägs av ett svenskt aktiebolag,
  - utgör en kapitaltillgång (ej lagertillgång), och
  - är onoterad.
- Avyttring av en näringsbetingad andel kan ske till ett pris som uppgår till 1 kr eller bokfört värde, utan att några inkomstskattemässiga konsekvenser uppstår för säljaren. Notera dock att köpeskillingens storlek kan påverka hur stor del av ett eventuellt skattemässigt underskott som kan behållas efter överlåtelsen.
- Enligt vår bedömning är samtliga villkor uppfyllda vilket innebär att LISAB:s andelar i WÅAB ska anses vara näringsbetingade. En kapitalvinst är därför inte skattepliktig för LISAB, likväl är en kapitalförlust inte avdragsgill. Det har således ingen betydelse om köpeskillingen uppgår till bokfört värde eller till 1 kr.
- Transaktioner mellan bolag ska som huvudregel genomföras på affärsmässiga villkor. I en situation där en köpeskillingen överstiger ett bedömt marknadsvärde kan det aktualisera att det sker en värdeöverföring om det inte finns skäl till varför ett övervärde erläggs, t.ex. kommersiella bedömningar om framtida avkastning.
- En sådan värdeöverföring skulle kunna ses som en utdelning från köparen och ett tillskott till säljaren via den gemensamma huvudägaren i och med att det sker inom samma intressesfär. Ett tillskott ska dock inte vara skattepliktigt för WÅAB eller LISAB varför ett eventuellt övervärde inte ska leda till beskattning för LISAB eller WÅAB.
- Vi vill i sammanhanget även passa på att lyfta fram att skattefria försäljningar av näringsbetingade andelar är en vanligt förekommande företeelse på marknaden.

Skattemässigt underskott

- Som huvudregel kan skattemässiga underskott rullas vidare under en obegränsad period och kan kvittas mot framtida vinster genererade i det egna bolaget eller i andra koncernbolag med vilka det finns koncernbidragsrätt.
- Enligt inkomstdeklarationen för 2017 uppgår det inrullade underskott i WÅAB till 4 117 794 kr. Vi har förstått att överlåtelsen planeras genomföras under 2019 med syfte att behålla koncernbidragsrätten mellan WÅAB och LISAB under 2018 och därmed under 2018 kvitta hela det inrullade underskottet mot koncernbidrag från LISAB innan överlåtelsen.
- I praxis har koncernbidrag som lämnats inför en omstrukturering och som inneburit att ett underskott flyttas från ett bolag, som skulle avyttras externt, till ett annat koncernbolag underkänts, dvs. det fick inte dras av hos givaren.
- Om det koncernbidrag som ges från LISAB till WÅAB inför överlåtelsen innebär att underskottet kommer att flyttas till LISAB, dvs att det ökar ett befintligt underskott hos LISAB, rekommenderar vi att en närmare granskning av möjligheterna att genomföra en resultatutjämning görs för att undvika risken att koncernbidraget underkänns. Den fråga som då behöver utredas vidare är ifall avyttringen kan ses som koncernintern eller inte i och med att SLL inte ses som ett moderbolag.

Inkomstskatt, moms och stämpelskatt (2 av 3)

Enligt praxis kan avdragsrätten för koncernbidrag som lämnas av LISAB till WÅAB inför omstruktureringen nekas om det medför att ett befintligt underskott i LISAB ökar.

Skattemässigt underskott (forts.)

- Om däremot koncernbidraget används för att kvitta årets överskott i LISAB mot underskottet i WÅAB så uppstår inte motsvarande risk. Detta eftersom att koncernbidraget då används till att resultatutjämna årets resultat och inte kan ses som att det flyttas från ett bolag till ett annat.
- Ett annat alternativ är att låta ett annat bolag i LISAB-koncernen, med vilket WÅAB har koncernbidragsrätt och i vilket det finns ett skattemässigt överskott, lämna koncernbidrag till WÅAB. På så sätt undviks risken att koncernbidraget underkänns.
- För det fall det ändå kvarstår ett underskott i WÅAB vid utgången av 2018 och överlåtelsen sker under 2019 kan underskottet komma att spärras genom de så kallade belopps- och koncernbidragsspärrarna som uppstår i samband med att det sker en förändring i det bestämmande inflytandet över WÅAB.
- Beloppsspärren innebär att underskott som uppkommit i WÅAB under 2018 endast får rullas vidare till den del det inte överstiger 200 procent av köpeskillingen minskat med eventuella kapitaltillskott som mottagits tidigast två beskattningsår före det beskattningsår då ägarförändringen sker. Överskjutande del av underskottet faller bort permanent.
- För det fall WÅAB:s redovisade underskott om 4 117 794 kr för 2017 skulle kvarstå oförändrat under 2018, skulle för att beloppsspärren inte ska aktualiseras och underskottet i sin helhet ska överleva en ägarförändring under 2019, krävas att köpeskillingen uppgår till minst 2 058 897 kr (4 117 794 / 2). För det fall WÅAB under 2017 eller senare mottagit kapitaltillskott från LISAB ska köpeskillingen då öka i motsvarande mån. Om det kvarstår ett skattemässigt underskott vid avyttringen bör det säkerställas att underskotten överlever transaktionen.
- Den del av underskottet som överlever beloppsspärren blir vidare föremål för koncernbidragsspärren som innebär att underskottet inte får kvittas mot koncernbidrag från bolag i AB SL-koncernen till och med det femte året efter ägarförändringen, d.v.s. till och med 2023 förutsatt att överlåtelsen äger rum under 2019. Koncernbidragsspärren hindrar dock inte att WÅAB under denna period utnyttjar underskottet mot vinster i den egna verksamheten.
- För det fall det skattemässiga underskottet helt nollställs innan avyttringen utlöses varken beloppsspärren eller koncernbidragsspärren i WÅAB vid överlåtelsen. Däremot uppkommer en koncernbidragsspärr i eventuellt befintliga underskottsbolag i AB SL-koncernen som innebär att dessa inte kan utnyttja sina underskott från året *innan* förvärvet av aktierna i WÅAB mot koncernbidrag från WÅAB under förvärvsåret och de följande fem beskattningsåren.
- Notera även att det inkomstskattemässigt inte har någon betydelse vid vilken tidpunkt under 2019 som överlåtelsen sker.
- Sammanfattningsvis kan avdragsrätt för koncernbidrag från LISAB till WÅAB nekas om det medför att ett befintligt underskott i LISAB ökar. En alternativ lösning vore därför att i stället låta ett annat bolag i LISAB-koncernen, med vilket WÅAB har koncernbidragsrätt och i vilket det finns ett skattemässigt överskott för 2018, lämna koncernbidrag till WÅAB och därigenom helt utnyttja underskottet i WÅAB. På så sätt undviks även att de så kallade belopps- och koncernbidragsspärrarna uppstår i WÅAB i samband med ägarförändringen.

Stämpelskatt

- Vid en indirekt överlåtelse av fast egendom genom överlåtelse av aktier utgår ingen stämpelskatt.

Inkomstskatt, moms och stämpelskatt (3 av 3)

En aktieöverlåtelse av WÅAB är enklare att genomföra ur ett legalt perspektiv. En eventuell inkråmsöverlåtelse medför även vissa särskilda skattemässiga överväganden som kräver närmre granskning.

Moms

- En försäljning av aktier är undantaget från moms. Däremot skulle en överföring av övriga tillgångar kunna anses som momspliktiga om förutsättningarna för verksamhetsöverlåtelse inte är uppfyllda. En verksamhetsöverlåtelsen blir inte föremål för moms om hela eller en klart avgränsad del av verksamheten överlåts och om förvärvaren efter förvärvet kan fortsätta bedriva samma verksamhet som överlåtaren bedrev. I detta fall är det en självständig verksamhet som överlåts, där förvärvaren SL AB har för avsikt att bedriva verksamheten vidare och där SL AB skulle haft avdragsrätt för eventuell moms på överlåtelsen. Vår bedömning är därför att förutsättningarna för en momsfri verksamhetsöverlåtelse är uppfyllda.

Omstrukturering genom inkråmsöverlåtelse

- En alternativ lösning till en aktieöverlåtelse av WÅAB är att enbart överlåta verksamheten i WÅAB genom en så kallad inkråmsöverlåtelse. En aktieöverlåtelse är dock i det här fallet att föredra. Ur ett skattemässigt perspektiv innebär en inkråmsöverlåtelse fler överväganden som kräver en närmare granskning. Ur ett legalt perspektiv är en aktieöverlåtelse också enklare att genomföra eftersom avtal m.m. inte behöver föras över separat utan ingår i överlåtelsen av aktierna. Sammanfattningsvis är det därför vår uppfattning att en överlåtelse av aktierna är enklare att genomföra än alternativen.
- Vi har förstått att utgångspunkten är att omstruktureringen ska ske genom överlåtelse av aktierna i WÅAB och att en alternativ lösning genom inkråmsöverlåtelse i nuläget inte är aktuell.

Bilagor

Bilagor **23**

1 Begränsningar 24

2 Tillhandahållen information 25

3 Värderingsmetoder 26

4 Avkastningskrav 27

5 Lönsamhetsanalys jämförelsebolag 30

6 Beskrivning av jämförelsebolag 31

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.
- Kopior av, eller utdrag ur, denna Rapport får ej framställas utan vårt tillstånd till andra än Bolagets ägare, företagsledning och dess rådgivare.

Tillhandahållen information

Erhållet från bolaget

- Som underlag för uppdragets genomförande har vi haft tillgång följande material:
  - Årsredovisningar för Bolaget avseende räkenskapsår 2015-2017

  Excel-filer;
  - 2.1, 2.4, 2.5 WÅAB. Utfall 2017 Prognos 2018 Budget 2019-2022.xlsx
  - 2.2 RR 2015.xlsx
  - 2.2 RR 2016.xlsx
  - 2.2 RR 2017. xlsx
  - RR201808.xlsx
  - BR 201808.xlsx
  - Anläggningsregister WÅAB 201809.xlsx

  PDF-filer
  - 4.3 556087-9859 Waxholms Ångfartygs AB Skatt2018.pdf
  - 4.4 Slutlig budget 2018 WÅAB.pdf
  - Roslagens Sjötrafik AB 2017-01-01 - 2017-12-31 Annual report.pdf
  - SL, Överföring av Waxholmsbolaget till AB SL-koncernen.pdf
  - Waxholms Ångfartygs AB - värdering av rörelsen.pdf

  Word-filer
  - 5.4 Investeringsprognos.docx

Andra informationskällor

- Utöver ovanstående material har vi även använt information från publika källor samt externa databaser, bl a Bloomberg, Capital IQ[1] och Bolagsverket.
- Materialet har kompletterats med muntliga och skriftliga uppgifter lämnade av :
  a) Trafikförvaltningen Stockholms läns landsting inkl. WÅAB: Lars Gereholt, Mikael Hedlund och Richard Borgström, och
  b) Landstingsstyrelsens förvaltning Stockholms läns landsting: Henrik Normark och Ulf Sjöberg.

(ovan ”Företagsledningen”)

[1]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.

Värderingsmetoder

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.

Avkastningskrav

Vägd kapitalkostnad (WACC)

- Vid en avkastningsvärdering härleds värdet genom en diskontering av bolagets förväntade framtida kassaflöde. Den kalkylränta som används ska reflektera investeringens relativa risk samt tidsvärdet av pengar.
- Då kassaflödena prognostiseras utan beaktande av finansiella poster ska den kalkylränta som tillämpas återspegla en vägd kapitalkostnad för eget kapital samt lånefinansiering efter skatt, s k WACC (Weighted Average Cost of Capital).
- Den generella formeln för WACC presenteras till höger. För en uppskattning av WACC erfordras bedömning av kostnad för långfristig lånefinansiering, avkastningskrav på eget kapital samt skuldsättningsgrad (finansieringsmix).

Kostnad för långfristig lånefinansiering

- I beräkningen av den vägda kalkylräntan måste hänsyn tas till kostnaden för extern finansiering, såsom lånefinansiering. Den använda låneräntan ska motsvara bolagets kostnad för långfristig extern finansiering.
- Den generella formeln avseende kostnad för långfristig lånefinansiering presenteras till höger. Låneräntan beräknas genom att addera en riskpremie till den riskfria räntan. Riskpremien ska återspegla den lånemarginal, utöver den riskfria räntan, långivare skulle kräva för att bevilja långfristiga lån till Bolaget.

$$WACC = K_s * (d\%) + K_e * (e\%)$$

WACC	Vägd kalkylränta
K_s	Kostnad för långfristig lånefinansiering (efter skatt)
s%	Andel lånefinansierat kapital
K_e	Kostnad för eget kapital (Avkastningskrav på eget kapital)
e%	Andel eget kapital

$$K_s = (R_f + lånemarginal) * (1 - skattesats)$$

K_s	Kostnad för långfristig lånefinansiering (efter skatt)
R_f	Riskfri ränta
Lånemarginal	Skillnaden mellan Bolagets låneränta och den riskfria räntan
Skattsats	Bolagets genomsnittliga skattesats

Avkastningskrav (forts)

Avkastningskrav på eget kapital

- Avkastningskravet på eget kapital fastställs vanligtvis med utgångspunkt från Capital Asset Pricing Model (”CAPM”). Enligt CAPM beräknas avkastningskravet på eget kapital som den riskfria räntan plus en förväntad marknadspremie, utöver den riskfria räntan, multiplicerad med ett mått för marknadsrisken (Beta). Beta är ett mått som speglar en tillgångs risk i förhållande till marknadens risk.
- Empiriska studier visar att den renodlade CAPM kan underskatta riskpremien för investeringar i bolag med marknadsvärden under ca 5 miljarder kr. Mot bakgrund av detta har vi valt att fastställa avkastningskravet på eget kapital med tillämpning av en CAPM-baserad modell där hänsyn tas till såväl storlek som eventuella bolagsspecifika riskfaktorer. Modellen presenteras till höger.

Skuldsättningsgrad

- Skuldsättningsgraden ska uttrycka en optimal relation mellan lånefinansiering och finansiering med eget kapital, till marknadsvärden, för den aktuella rörelsen.
- Lånefinansieringen ska härvid kunna erhållas utan andra säkerheter än i bolagets tillgångar och aktier. Bolag med låga materiella tillgångar och litet rörelsekapital i relation till rörelsens marknadsvärde, såsom många kunskapsföretag, värderas i allmänhet utifrån antaganden om mycket låg eller ingen skuldsättning.

$$K_e\,(R_e) = R_f + \beta * (R_m - R_f) + SS_p + CS_p$$

R_e	Avkastningskrav på eget kapital
R_f	Riskfri ränta (långsiktig)
β	Beta (mäter en tillgångs risk relativt marknadsrisken)
$(R_m - R_f)$	Marknadspremie (den riskpremie som generellt erfordras på aktiemarknaden utöver den riskfria räntan)
SS_p	Storleksrelaterat riskpremietillägg (baseras på empiriska studier)
CS_p	Specifikt riskpremietillägg (beaktar Bolagets unika risksituation)

Avkastningskrav (forts)

Skuldsättningsgrad och beta

Bolag	S / E	S / (S+E)	Aktiebeta månatlig	Tillgångsbeta månatlig	R2 Månatlig	Punkter Månatlig	Aktiebeta veckovis	Tillgångsbeta veckovis	R2 Månatlig	Punkter Månatlig	Applicerad Beta	Applicerad Beta
Färjetrafik												
AS Tallink Grupp	0,65	0,39	0,45	0,27	0,01	60,00	0,68	0,41	0,07	104,00	e.t.	e.t.
DFDS A/S	0,43	0,30	0,79	0,55	0,08	60,00	0,73	0,51	0,11	104,00	Veckovis	0,51
Fjord1 ASA	0,41	0,29	0,52	0,37	0,02	15,00	0,71	0,50	0,07	66,00	e.t.	e.t.
Fjord Line AS	0,67	0,40	0,74	0,44	0,00	60,00	-0,42	-0,25	0,06	104,00	e.t.	e.t.
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.	0,56	0,36	1,27	0,82	0,23	60,00	1,22	0,79	0,29	104,00	Månatlig	0,82
Lokaltrafik												
MTR Corporation Limited	0,10	0,09	0,64	0,58	0,27	60,00	0,63	0,58	0,25	104,00	Månatlig	0,58
The Go-Ahead Group plc	0,00	0,00	0,43	0,43	0,00	60,00	0,72	0,72	0,04	104,00	e.t.	e.t.
Nobina AB	0,58	0,37	0,63	0,40	0,03	38,00	0,92	0,58	0,08	104,00	e.t.	e.t.
National Express Group PLC	0,46	0,32	0,71	0,49	0,10	60,00	0,68	0,46	0,12	104,00	Veckovis	0,46
Torghatten ASA	0,67	0,40	0,39	0,23	0,00	60,00	0,00	0,00	0,01	104,00	e.t.	e.t.
Energi												
Skånska Energi AB	0,07	0,06	0,63	0,59	0,07	60,00	0,12	0,12	0,02	104,00	e.t.	e.t.
E.ON SE	0,19	0,16	0,84	0,70	0,17	60,00	1,02	0,86	0,24	104,00	Månatlig	0,70
Fortum Oyj	0,26	0,21	0,98	0,77	0,31	60,00	1,01	0,80	0,28	104,00	Månatlig	0,77
Ørsted A/S	0,03	0,03	0,71	0,69	0,10	26,00	0,60	0,58	0,07	104,00	e.t.	e.t.
Veolia Environnement S.A.	0,95	0,49	0,82	0,42	0,22	60,00	0,00	0,00	0,24	104,00	Månatlig	0,42
Välfärdsföretag												
AcadeMedia AB (publ)	0,44	0,31	1,12	0,78	0,12	26,00	0,87	0,60	0,13	104,00	Veckovis	0,60
Humana AB	0,45	0,31	0,78	0,54	0,04	29,00	0,90	0,62	0,14	104,00	Veckovis	0,62
Capio AB (publ)	0,54	0,35	1,28	0,83	0,29	38,00	0,82	0,53	0,09	104,00	e.t.	e.t.
Ambea AB (publ)	0,41	0,29	1,37	0,97	0,24	17,00	0,95	0,68	0,17	74,00	e.t.	e.t.
Internationella Engelska Skolan i Sverige Holdings II AB (publ)	0,00	0,00	0,64	0,64	0,02	23,00	0,61	0,61	0,04	100,00	e.t.	e.t.
Genomsnitt	**0,39**	**0,26**	**0,79**	**0,58**	**n.a.**	**n.a.**	**0,58**	**0,46**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**0,61**
Median	**0,44**	**0,30**	**0,73**	**0,57**	**n.a.**	**n.a.**	**0,69**	**0,58**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**0,60**

Källa: CapitalIQ

Analys av lönsamhet för jämförelsebolag (forts)

Företag	EBITDA Marginal					EBIT Marginal				
	2014	2015	2016	2017	Genomsnitt	2014	2015	2016	2017	Genomsnitt
Färjor & transport										
AS Tallink Grupp	16,3%	20,2%	15,9%	16,5%	17,2%	7,7%	11,9%	7,6%	7,6%	8,7%
DFDS A/S	11,0%	14,9%	18,5%	18,5%	15,8%	5,1%	8,9%	11,9%	12,2%	9,5%
Fjord1 ASA	19,7%	21,8%	30,2%	34,9%	26,7%	10,4%	12,4%	20,0%	25,7%	17,1%
Fjord Line AS	-7,7%	5,2%	17,5%	23,0%	9,5%	-24,1%	-11,2%	3,4%	9,2%	-5,7%
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.	27,9%	26,6%	28,5%	29,2%	28,0%	18,1%	16,6%	19,3%	19,6%	18,4%
Genomsnitt	**13,4%**	**17,7%**	**22,1%**	**24,4%**	**19,4%**	**3,4%**	**7,7%**	**12,4%**	**14,9%**	**9,6%**
Median	**16,3%**	**20,2%**	**18,5%**	**23,0%**	**17,2%**	**7,7%**	**11,9%**	**11,9%**	**12,2%**	**9,5%**
Kollektivtrafik										
MTR Corporation Limited	45,2%	41,6%	35,0%	34,6%	39,1%	36,6%	32,4%	25,9%	25,8%	30,2%
The Go-Ahead Group plc	5,9%	5,6%	6,5%	6,2%	6,1%	3,5%	3,4%	4,8%	4,3%	4,0%
Nobina AB	5,6%	6,5%	6,2%	n.a	6,1%	3,4%	4,8%	4,3%	n.a	4,1%
National Express Group PLC	14,2%	16,6%	15,8%	15,7%	15,6%	7,4%	9,4%	8,7%	8,4%	8,5%
Torghatten ASA	13,1%	14,0%	14,4%	13,5%	13,8%	5,7%	6,4%	7,8%	6,6%	6,6%
Genomsnitt	**16,8%**	**16,9%**	**15,6%**	**17,5%**	**16,1%**	**11,3%**	**11,3%**	**10,3%**	**11,3%**	**10,7%**
Median	**13,1%**	**14,0%**	**14,4%**	**14,6%**	**13,8%**	**5,7%**	**6,4%**	**7,8%**	**7,5%**	**6,6%**
Välfärd										
AcadeMedia AB (publ)	9,8%	8,7%	8,9%	8,5%	9,0%	7,3%	6,6%	6,7%	6,2%	6,7%
Humana AB	7,0%	6,5%	6,2%	5,8%	6,4%	6,5%	5,8%	5,4%	4,9%	5,6%
Capio AB (publ)	8,4%	7,4%	7,7%	7,3%	7,7%	4,1%	3,8%	4,0%	3,6%	3,9%
Ambea AB (publ)	5,3%	7,1%	7,0%	10,3%	7,4%	3,3%	5,3%	5,1%	8,5%	5,5%
Internationella Engelska Skolan i Sverige Holdings II AB (publ)	13,4%	12,8%	12,5%	9,3%	12,0%	10,3%	9,9%	9,8%	6,5%	9,1%
Genomsnitt	**8,8%**	**8,5%**	**8,4%**	**8,2%**	**8,5%**	**6,3%**	**6,3%**	**6,2%**	**5,9%**	**6,2%**
Median	**8,4%**	**7,4%**	**7,7%**	**8,5%**	**7,7%**	**6,5%**	**5,8%**	**5,4%**	**6,2%**	**5,6%**
Mindre båt/turism (legala enheter)										
AB Gbg-Styrsö Skärgårdstrafik	23,0%	26,1%	25,3%	21,9%	24,1%	16,2%	18,4%	17,1%	13,9%	16,4%
Strömma Turism & Sjöfart AB	14,5%	11,1%	19,0%	15,3%	15,0%	4,0%	4,3%	7,8%	8,7%	6,2%
Blidösundsbolaget AB	6,8%	6,3%	8,9%	15,7%	9,4%	4,9%	4,0%	6,1%	12,6%	6,9%
Roslagens Sjötrafik AB	26,9%	19,5%	36,9%	13,2%	24,1%	25,9%	8,3%	25,1%	-1,4%	14,5%
Genomsnitt	**17,8%**	**15,7%**	**22,5%**	**16,5%**	**18,1%**	**12,8%**	**8,8%**	**14,0%**	**8,5%**	**11,0%**
Median	**18,7%**	**15,3%**	**22,1%**	**15,5%**	**19,5%**	**10,6%**	**6,3%**	**12,5%**	**10,7%**	**10,7%**

Jämförelsebolag (Beta)

Description of peer group companies

Company	Description
AS Tallink Grupp	AS Tallink Grupp, together with its subsidiaries, provides marine passenger and cargo transportation services in the Baltic Sea.
DFDS A/S	DFDS A/S provides ferry shipping services and transport solutions in Europe.
Fjord1ASA	Fjord1ASA, together with its subsidiaries, operates passenger ferries and other passenger boats in Norway.
Fjord Line AS	Fjord Line AS, a shipping company, engages in the transportation of passengers and freight between Norway, Sweden, and Denmark.
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.	Norwegian Cruise Line Holdings Ltd., together with its subsidiaries, operates as a cruise company.

Source: Capital IQ

Description of peer group companies

Company	Description
MTR Corporation Limited	MTR Corporation Limited, together with its subsidiaries, designs, constructs, operates, maintains, and invests in railways in Hong Kong, Australia, Mainland of China, Sweden, the United Kingdom, and internationally.
The Go-Ahead Group plc	The Go-Ahead Group plc provides bus and rail passenger transportation services in the United Kingdom and Singapore.
Nobina AB	Nobina AB, through its subsidiaries, provides public transportation services in Sweden, Norway, Denmark, and Finland.
National Express Group PLC	National Express Group PLC provides public transport services in the United Kingdom, Continental Europe, North Africa, North America, and the Middle East. The company operates through UK, German Rail, ALSA, and North America segments.
Torghatten ASA	Torghatten ASA provides transportation services through ferries, speedboats, buses, and airplanes in Norway.

Source: Capital IQ

Jämförelsebolag

Description of peer group companies

Company	Description
Skånska Energi AB	Skånska Energi AB produces and supplies renewable energy in Sweden.
E.ON SE	E.ON SE operates as an energy company in Germany, the United Kingdom, Romania, Hungary, the Czech Republic, Sweden, the United States, Poland, Italy, Denmark, and internationally.
Fortum Oyj	Fortum Oyj, together with its subsidiaries, engages in the generation and sale of electricity and heat primarily in the Nordic countries, the Russian Federation, Poland, and the Baltic Rim area.
Ørsted A/S	Ørsted A/S develops, constructs, and operates offshore wind farms, bioenergy plants, and waste-to-energy solutions.
Veolia Environnement S.A.	Veolia Environnement S.A. designs and provides water, waste, and energy management solutions worldwide.

Source: Capital IQ

Description of peer group companies

Company	Description
AcadeMedia AB (publ)	Academedia AB (publ) operates as an independent education provider in northern Europe.
Humana AB	Humana AB provides private care services Sweden and Norway.
Capio AB (publ)	Capio AB (publ), through its subsidiaries, provides healthcare services in Europe.
Ambea AB (publ)	Ambea AB (publ), through its subsidiaries, primarily provides residential care services for people with disabilities and elderly care in Sweden and Norway.
Internationella Engelska Skolan i Sverige Holdings II AB (publ)	Internationella Engelska Skolan i Sverige Holdings II AB (publ) engages in the education business.

Source: Capital IQ

Ordlista

Uttryck	Definition
Bolaget	Waxholms Ångfartygs AB
CAGR	Genomsnittlig årlig tillväxt/Compound annual growth rate
WACC	Avkastningskrav/Weighted Average Cost of Capital
DCF	Diskonterat kassaflöde/Discounted cash flow
EBIT	Rörelseresultat före räntor och skatt/ Earnings before interest and tax
EBITA	Rörelseresultat före räntor,skatt och nedskrivningar/ Earnings before interest, tax and amortisation
EBITDA	Rörelseresultat avskrivningar// Earnings before interest, tax and depreciation & amortisation
2016 LTM	Rullande tolv månader, september 2015-augusti 2016/ Last Twelve Months
EV	Rörelsevärde/ Enterprise value
OH-Kostnader	Overheadkostnader

Ordlista (forts)

Uttryck	Definition
Ks	Kostnad för långfristig lånefinansiering (efter skatt)
Ke	Kostnad för eget kapital
PwC	Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB
Värderingsdatum	2018-09-01
WACC	Weighted average cost of capital / Vägd kalkylränta
TN	Trafiknämnden
TF	Trafikförvaltningen
SLL	Stockholms läns landsting
Uppdragsgivaren	Stockholms läns landsting / Trafikförvaltningen
WÅAB	Waxholms Ångfartygs AB
SL	SL AB
RKTM	Den regionala kollektivtrafikmyndigheten / SLL

Ordlista (forts)

Uttryck	Definition
Investeringarna	Investeringar mellan 2000-2028
E29	Offentlig upphandling av båttrafik 2014
E39	Pågående upphandling under 2017/2018 avseende nyupphandling
LISAB	Landstingshuset i Stockholm AB

Waxholms Ångfartygs AB

Org.nr 556087-9859

BOLAGSORDNING

Denna bolagsordning har fastställts av landstingsfullmäktige 2015-02-17, § 28 (LS 1411–1392) och reviderats av regionfullmäktige 2019-05-07 (RS 2019–0218)

§ 1 Firma

Bolagets firma är Waxholms Ångfartygs Aktiebolag.

§ 2 Säte

Styrelsen ska ha sitt säte i Stockholm.

§ 3 Verksamhetsföremål

Bolaget har till föremål för sin verksamhet att inom Stockholms län anordna kollektivtrafik på vatten, bedriva rederirörelse samt äga och förvalta egendom.

Bolaget är skyldigt att utföra de uppdrag som bolaget tilldelas av sin ägare och regionfullmäktige i Region Stockholm. Verksamheten ska bedrivas åt ägaren/i ägarens ställe.

§ 4 Ändamål med verksamheten

Bolagets syfte är att anordna den lokala och regionala kollektiva sjötrafiken som Region Stockholm ansvarar för.

Bolaget ska bedriva sin verksamhet med iakttagande av den kommunala likställighetsprincipen samt i ekonomiskt hänseende enligt följande:

- Verksamhet som gäller förvaltning av egendom ska bedrivas på affärsmässig grund.

- Övrig verksamhet ska bedrivas med tillämpning av den kommunala självkostnadsprincipen.

§ 5 Fullmäktiges rätt att ta ställning

Bolaget ska bereda fullmäktige i Region Stockholm möjlighet att ta ställning innan sådana beslut i verksamheten som är av principiell beskaffenhet eller annars av större vikt fattas.

§ 6 Aktiekapital

Aktiekapitalet ska utgöras av lägst fem miljoner (5 000 000) kronor och högst 20 miljoner (20 000 000) kronor.

Om bolaget försätts i likvidation ska bolagets tillgångar tillfalla AB Storstockholms Lokaltrafik.

§ 7 Antalet aktier
Antalet aktier ska uppgå till lägst 50 000 och högst 200 000 aktier.

§ 8 Styrelse
Styrelsen ska bestå av tre ledamöter. Ledamöterna väljs av fullmäktige i Region Stockholm. Bland de valda ledamöterna utser regionfullmäktige ordförande och vice ordförande i styrelsen.

§ 9 Revisorer
För granskning av bolagets årsredovisning jämte räkenskaper samt styrelsens och verkställande direktörens förvaltning utses av bolagsstämman en revisor med suppleant.

Revisorns och suppleantens uppdrag gäller till slutet av den ordinarie bolagsstämma enligt 9 kap. 21 § 1 st aktiebolagslagen som hålls under det fjärde räkenskapsåret efter revisorsvalet.

§ 10 Lekmannarevisor
Regionfullmäktige ska utse lägst en och högst sju lekmannarevisor (-er).

Lekmannarevisor väljs för den tid motsvarande mandatperiodens längd, räknat från årsskiftet efter det år då allmänna val ägt rum.

§ 11 Kallelse till bolagsstämma
Kallelse till bolagsstämma och andra meddelanden till aktieägaren ska ske genom rekommenderade brev med posten tidigast fyra och senast två veckor före stämman.

§ 12 Ärenden på årsstämma
Årsstämma hålls en gång om året inom sex månader efter räkenskapsårets utgång.

På årsstämman ska följande ärenden behandlas:

1. Stämmans öppnande
2. Val av ordförande vid stämma
3. Upprättande och godkännande av röstlängd
4. Val av protokolljusterare
5. Godkännande av dagordning
6. Prövning av om stämman blivit behörigen sammankallad
7. Framläggande av årsredovisningen, revisionsberättelsen, och lekmannarevisorns granskningsrapport
8. Beslut om
a) fastställande av resultaträkning och balansräkning
b) dispositioner av bolagets vinst eller förlust enligt den fastställda balansräkningen
c) ansvarsfrihet för styrelseledamöterna och verkställande direktören
9. Fastställelse av arvoden åt styrelsen, revisorn och lekmannarevisorn med suppleanter
10. Anteckning om regionfullmäktiges val av styrelseordförande, vice ordförande samt styrelseledamöter, lekmannarevisor och lekmannarevisorsuppleant, då sådana val har förrättats

11. Val av revisor och revisorssuppleant, då sådant val ska förrättas
12. Övriga ärenden som ankommer på stämman enligt aktiebolagslagen (2005:551) eller bolagsordningen

§ 13 Bolagsstämmans kompetens

Beslut i verksamheten som är av principiell beskaffenhet eller annars av större vikt ska alltid fattas av bolagsstämman.

§ 14 Räkenskapsår

Bolagets räkenskapsår ska vara kalenderår.

§ 15 Inspektionsrätt

Regionstyrelsen i Region Stockholm äger rätt att ta del av bolagets handlingar och räkenskaper samt i övrigt inspektera bolaget och dess verksamhet.

§ 16 Ändring av bolagsordningen

Denna bolagsordning får ej ändras utan godkännande av regionfullmäktige i Region Stockholm.

AVTAL OM ÖVERLÅTELSE AV AKTIER

Mellan **Landstingshuset i Stockholm AB,** org.nr 556477-9378, med adress c/o Region Stockholm, Box 22550, 104 22 Stockholm (”**Säljaren**”) och **AB Storstockholms lokaltrafik,** org.nr 556013-0683, med adress Lindhagensgatan 100, 105 73 Stockholm, (”**Köparen**”) har denna dag ingåtts detta avtal om överlåtelse av samtliga aktier i Waxholms Ångfartygs AB.

1. ÖVERLÅTELSE

På de villkor som anges i detta avtal överlåter Säljaren till Köparen den fullständiga och obelastade äganderätten till samtliga aktier (80.000 st.) (“**Aktierna**”) i Waxholms Ångfartygs AB, org. nr. 556087-9859, (“**Bolaget**”).

2. KÖPESKILLING M.M.

Den totala köpeskillingen för Aktierna uppgår till 38 605 000 kronor (”**Köpeskillingen**”). Köpeskillingen är fast och kan inte justeras. Köpeskillingen ska regleras på sätt som Säljaren anvisar. Genom överlåtelsen avstår Säljaren oåterkalleligen från rätt till återbetalning av medel från Bolaget enligt villkorade aktieägartillskott som Säljaren tidigare gjort.

3. ÖVERLÅTELSEDAG/TILLTRÄDE

Aktierna skall överlåtas till Köparen denna dag, dvs den [**Ange datum för överlåtelsen**] 2019. Säljaren ska denna dag även överlämna övriga handlingar rörande Bolaget, såsom aktiebok och eventuella aktiebrev till Köparen.

4. BEFINTLIGT SKICK

Aktierna överlåtes i befintligt skick och Säljaren har eller ska inte ställa några garantier eller andra utfästelser angående Aktiernas beskaffenhet. Köparen har inte rätt att åberopa köplagens fel- och skadeståndsregler eller andra fel- och skadeståndsrättsliga principer eller framställa andra krav med anledning av överlåtelsen av Aktierna enligt detta avtal.

_____

LEGAL#17556610v1

Detta Avtal har upprättats i två (2) likalydande exemplar varav parterna tagit var sitt.

Stockholm [**datum**]	Stockholm [**datum**]
LANDSTINGSHUSET I STOCKHOLM AB	AB STORSTOCKHOLMS LOKALTRAFIK
_____ [**namnförtydligande**]	_____ [**namnförtydligande**]
_____ [**namnförtydligande**]	_____ [**namnförtydligande**]