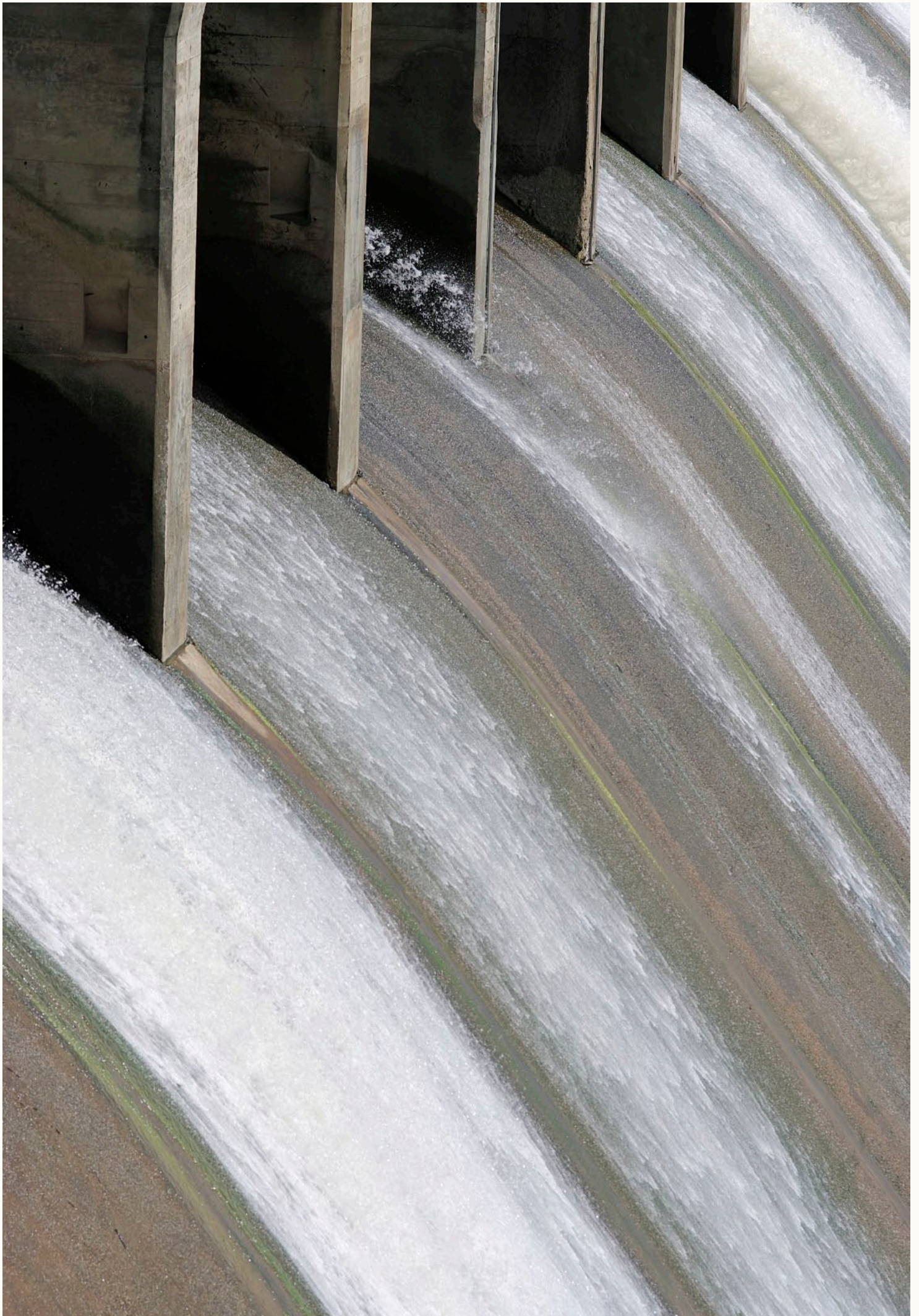


# Pareto Energy Solutions AS

2010 Kvartal 4





Pareto er en uavhengig og ledende aktør i det norske markedet for finansielle tjenester. Selskapet har kontorer i Oslo, Stavanger, Bergen, Trondheim, Kristiansand, Bryne, Singapore og New York. Pareto ble stiftet i 1986, og har utviklet seg til å bli et konsern med et omfattende produktspekter. Selskapet har cirka 450 ansatte. Den sterke utviklingen er muliggjort gjennom dedikerte og dyktige medarbeidere, skarpt fokus på å utvikle gode produkter, kontrollert vekst og ikke minst ved at våre kunder og forretningsforbindelser har vist oss tillit.

## **Pareto Project Finance AS**

Pareto Business Management AS

Pareto Securities AS

Pareto Forvaltning AS

Pareto Bassøe Shipbrokers AS

Pareto Bank ASA

Pareto Wealth Management AS

Pareto Offshore AS

Pareto Dry Cargo AS

Pareto PPN AS

JGO Shipbrokers AS

Pareto Forsikringsmegling AS



# Kursutvikling

Kursutviklingen som rapporteres for Pareto Energy Solutions AS («Fondet» og «PES») er basert på prinsipper fastsatt av European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA). EVCA setter prinsipper som anses å være markedspraksis for hvordan investeringer i ikke-børsnoterte aksjer skal verdsettes. Et av hovedprinsippene er at en investering i ikke-børsnoterte aksjer skal verdsettes til kostpris de første 12 månedene etter investeringstidspunktet, med mindre det inntreffer vesentlige hendelser som endrer verdien. For investeringer som er gjennomført for mer enn 12 måneder siden skal verdien fastsettes på grunnlag av prisingen av sammenlignbare børsnoterte selskaper justert for at verdipapiret ikke er børsnotert (likviditetsrabatt).

For selskaper som er eiet i mer enn tolv måneder skal verddivurderingen av Fondets investeringer («porteføljeselskapene») fastsettes av styret etter anbefaling fra kapitalforvalter Pareto Forvaltning AS (PF), og skal være basert på de til enhver tid gjeldende prinsipper for verdsettelse utarbeidet av EVCA. Det gjøres oppmerksom på at verddivurderinger gjennomføres to ganger årlig (årsrapporten og halvårsrapporten) med kvartalsvise justeringer.

## FORUTSETNINGER FOR VERDIFASTSETTELSEN

Verdsettelsen av selskapene i denne rapporten er basert på følgende:

- Master Marine og RMI. Fastsatt av styret etter anbefaling fra kapitalforvalter
- AquaLyng. Fastsatt av styret etter anbefaling fra kapitalforvalter
- Scanergy. Basert på siste transaksjonskurs
- Armada Seismic. Ekstern verddivurdering pga. vesentlige endringer
- Drilltek. Vurdert til kostpris da investeringen er under 12 måneder

- Niri. Vurdert til kostpris da investeringen er under 12 måneder

## SAMMENDRAG AV VIKTIGE HENDELSER I FJERDE KVARTAL 2010

Forvalterne av fondet vurderer utviklingen fra tredje til fjerde kvartal som positiv.

- Drilltek Ltd. Ny investering på USD 6 millioner (USD 2 millioner i aksjeemisjon og USD 4 millioner som et konvertibelt lån)
- Niri AS. Ny investering på NOK 2 millioner (PES har utover dette sikret seg en rett til å kjøpe aksjer for ytterligere NOK 13 millioner til fastsatt pris)
- Master Marine mistet sin 7-mnd kontrakt på Scira. Fartøy nr. 2 ble sjøsatt
- Scanergy. Innføringen av grønne sertifikater fra 2012 er en meget positiv driver
- Armada Seismic bekrefter langsiktige intensjonsavtaler på begge fartøyene med Dolphin Group.

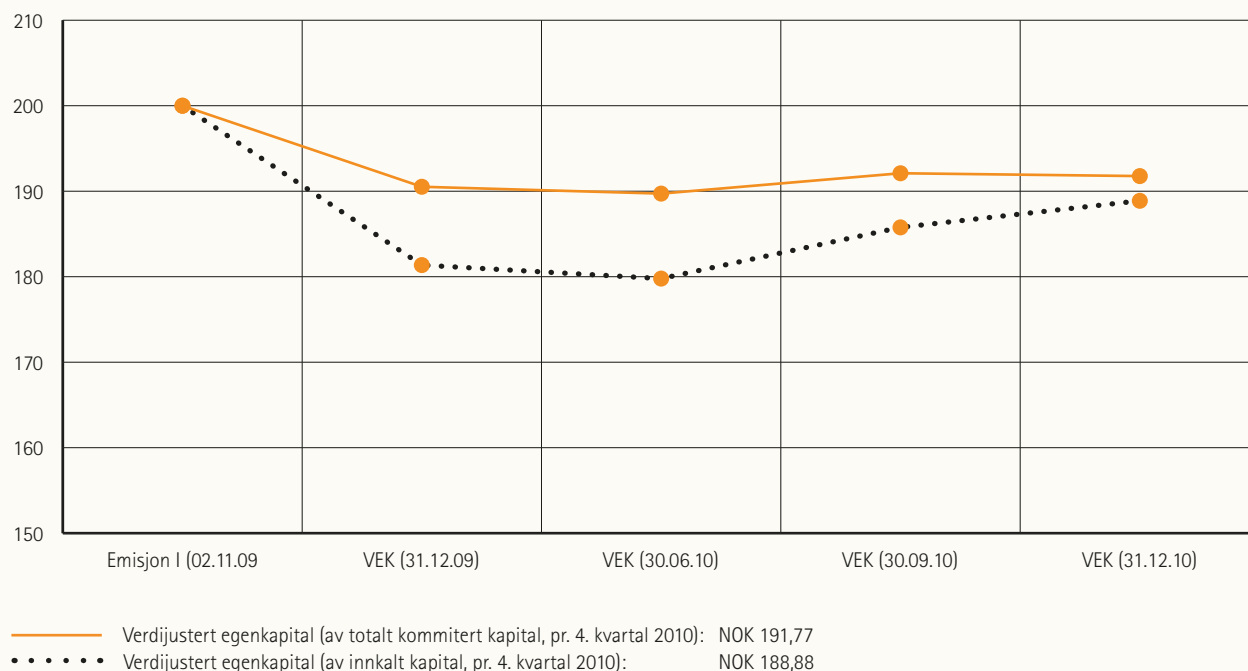
## INVESTERINGSMANDAT

Fondet har nå etablert en portefølje på seks underliggende porteføljeselskaper som i all hovedsak leverer eller faser inn energieffektive og/eller utslippsreducerende løsninger.

Dette er i tråd med mandatet hvor fondet primært vil investere i selskaper innenfor bransjene; Oil Service/Oil Technology, Shipping, Energy (fornybar og alternativ energi), men kan også investere inntil 20 % i andre bransjer. Fondet skal primært investere i porteføljeselskaper med base i Norge, men kan også investere i utenlandske selskaper. Maksimalt 25 % av Totalt Kapitalinnskudd kan investeres i selskaper utenfor Europa og USA.

Fondet har i utgangspunktet ikke anledning til å oppta lån eller andre former for fremmedkapitalfinansiering,

## Kapitalutvikling Pareto Energy Solutions AS



## Porteføljeoversikt pr. fjerde kvartal 2010

PROSJEKT / SELSKAP	SEGMENT	EIERANDEL	INVESTERT (MNOK)	SISTE VERDIVURDERING
MasterMarine	Oljeservice	1 %	4	2
Rector Marinus Invest	Oljeservice	13 %	26	19
AquaLyng	Prosessindustri	Konv. len	24	27
Scanergy AS (Conseptor Renew.)	Vann, vindkraft	14 %	32	32
Armada Seismic	Seismikk	5 %	23	29
Drilltek Ltd	Oljeservice	17 %	35	35
Niri AS	Fisk	4 %	2	2

med mindre generalforsamlingen samtykker med 2/3 flertall. Kapitalforvalter skal fortløpende vurdere realisasjon av investeringene. Fondet skal søke å få realisert alle investeringene innen 2015.

### DIREKTEAVKASTNING

Tidspunktet for eventuelle utbetalinger fra Fondet vil i stor grad avhenge av eventuelle utbetalinger fra porteføljeselskapene. Midler fra foretatte investeringer skal ikke reinvesteres og vil bli utbetalt løpende til investorene innenfor aksjelovens regler. Dette innebærer at det ikke vil være fokus på utdelinger i investeringsperioden, men at man vil gjøre utdelinger direkte til aksjonærene ved realisasjon av porteføljeselskapene.

### INVESTERINGSTAKT OG KAPITALUTVIKLING

Fondet hentet inn NOK 216 millioner i kommitert kapital

i desember 2008. Fondet er lukket for ytterligere emisjoner.

Fondet har i løpet av fjerde kvartal vurdert femten selskaper og besluttet å investere i to av disse. Fondet har ved utgangen av fjerde kvartal 2010 syv investeringer fordelt på seks unike porteføljeselskaper. Med investeringer på totalt MNOK 146 og opsjoner på ytterligere MNOK 20, totalt ca. 80 % av fondets total kapital, anser styret og forvalterne fondet som fullinvestert. Fondet ser ikke for seg nye selskaper, men setter av betydelig midler til eventuelle oppfølgingsinvesteringer i underliggende portefølje. Hovedbegrunnelsen for dette er den positive og sterke veksten man ser i porteføljeselskapene.

PES er utelukkende egenkapitalfinansiert.

### ANNENHÅNDSOMSETNING

Det har i løpet av 2010 ikke vært omsatt aksjer i Pareto Energy Solutions AS



## MASTER MARINE

### MASTER MARINE AS OG RECTOR MARINUS INVEST AS

- Master Marine er et norsk, offshore-serviceselskap etablert i 1997
- Selskapet har to multi-service-fartøy under konstruksjon
- Service Jack nr. 1 («Haven») har kontrakt med Conoco Phillips på Ekofisk og er et flotell med ca. 450 enkeltlugarar
- Service Jack nr. 2 er et tilsvarende fartøy med færre lugarar, større løftekapasitet og større dekksplass
- Hovedaksjonær er Nordic Capital eier i overkant av 80 % av Master Marine AS

### RISIKO OG SUKSESSFAKTORER

- Byggerisiko
- Drift av fartøyene
- Fremtidige kontrakter og ratenivå

### STATUS

Selskapet har på bakgrunn av et opprør på verftet i Indonesia i april 2010 tatt «Haven» til Eydehavn for ferdigstillelse. «Haven» ankom Eydehavn 4. august.

- Selskapet har i løpet av høsten og vinteren avdekket flere feil og mangler på leveransen fra verftet, noe som har medført forsinkelser. Conoco Phillips har i perioden arbeidet tett med Master Marine da Conoco har behov for boligfartøyet på Ekofisk. Endelig overleveringsdato er fortsatt ikke fastsatt

- «Haven» går ut på en minimums treårskontrakt med Conoco Phillips

Service Jack #2 har fortsatt utfordringer. Fartøyet har historisk ligget foran plan, men urolighetene på det Indonesiske verftet samt gjeldsproblemene til verftseier Dry Docks World har medført lengre forsinkelser også på fartøy nr. 1.

- Scira (Statoil/Statkraft), har på bakgrunnen av lav progresjon kansellerte sin syv måneders kontrakt
- Master Marine har fremforhandlet en «clean-break» og vurderer fortløpende videre progresjon på verftet da Master Marine har en refund-garanti ved en eventuell kanselering av fartøyet. Garantien ble stilt ved kontraktsinngåelse i 2007, og er stilt av en godt kapitalisert Singaporsk bank.
- Fartøyet ble i fjerde kvartal sjøsatt og verftet arbeider i øyeblikket med installasjon av thrustere og ben.

Begge fartøyene virker å være attraktive eiendeler som vil operere i et marked/segment hvor kapasiteten er begrenset. Forsinkelsene på Service Jack nr. 2 kan ikke utelukke en kanselering av fartøyet, da progresjonen er lavere enn forventet og Master Marine ikke har noen forpliktelser ovenfor fremtidige kunder. Verdimeisig har styret fastsatt en aksjekurs på NOK 0,45 per aksje etter verdivurdering/anbefaling fra forvalter. Verdien er sterkt rabattert i forhold til sammenlignbare selskaper, men usikkerhetene rundt de faktiske kostnadene (ikke ferdigstilte 2010 regnskaper i Master Marine) og utviklingen på fartøy nr. 2 har



medført en høy rabatt. Siste emisjon på EUR 130 millioner ble gjennomført på 60 øre. Rector Marinus Invest vurderes tilsvarende til NOK 7,20 pr. aksje (kostpris NOK 10).



#### AQUALYNG AS

- Norsk selskap etablert i 1998
- Selskapet har lengre erfaring innen avsaltningsanlegg (saltvann til ferskvann)
- Verdensledende teknologi på avsalting, med en energieffektivitet ca. 98 %
- Hovedprosjekt i Kina er et samarbeid med Beijing Enterprise Water Group Limited. BEWGL er et stort, børsnotert selskap i Hong Kong med store konkurransefortrinn innen leveranse av ferskvann til industriområdene i Kina.
- Pareto Energy Solutions har gitt selskapet et lån med rett til 8 % av selskapet
- Selskapets største aksjonær er Staur Private Equity med 41 %

#### RISIKO OG SUKSESSFAKTORER

- Evnen til å ferdigstille prosjektene til avtalt tid og budsjett
- Tilfang av nye prosjekter
- Juridisk risiko i avtaleverket
- Verdens vilje og evne til å kjøpe ferskvann som åpenbart blir en større og større mangelvare i flere land

#### STATUS

Saltvann til ferskvannsrensing er en meget energikrevende prosess hvor AquaLyng besitter avansert membran, ventil, materialteknologi som gir renseprosessen verdensledende energieffektivitet. Kostnadene ved å omgjøre saltvann til ferskvann har vært sterkt fallende og AquaLyng kan anslagsvis gjennomføre dette til USD 0,5 pr 1.000 liter vann. Av verdens vannreserver er anslagsvis 97,5 % saltvann og 2,5 % ferskvann. Av ferskvannet er igjen anslagsvis 70 % fra isbreer samt permanent is- og snødekke.

Selskapet fokuserer på få og store prosjekter hvor forretningsmodellen er salg av ferskvann. AquaLyng vil konsentrere seg om den svært sterke veksten som er forventet i Kina, hvor selskapet har fått et meget sterkt fotfeste. Anlegget i Coafeidian som er en industriby rett utenfor Beijing, er et anlegg på 50.000 kubikkmeter ferskvann pr. dag hvor kineserne garanterer kjøp av 90 % av det produserte ferskvannet i 30 år. Anlegget er klart til produksjon i tredje kvartal i 2011. AquaLyng har her mulighet for ytterligere 50.000 kubikkmeter i fase to. Utviklingen i Kina er noe (ikke betydelig) etter planen. Fasiliteten er nå under hus slik at byggingen kan fortsette igjennom vinteren.

Aqualyng og BEWGL har etablert Aqualyng China Limited med 50 % eierinteresse hver. Det er store planer for Aqualyng China Limited de neste årene. Det forventes betydelig ordreinngang i løpet av de neste to årene med anlegg fra 50.000–200.000. Samlet arbeides det med prosjekter på ca 1.000.000 kubikkmeter (risket) i Kina som blir avklart over de neste 5–6 år.

På sikt forventes det at Aqualyng vil bli børsnotert eller vil kunne være en attraktiv oppkjøpskandidat. I tillegg har selskapet mulighet til å fokusere på hoveddriften ved å selge ut enkelte av forretningsområdene.

Investerings- og eierbetingelsene for PES er godt regulert gjennom aksjonæravtale. Verdiøkningen tilsvarer rentesatsen på PES sitt konvertible lån.



#### SCANERGY AS

- Scanergy er et selskap etablert i 2007 med hovedkontor i Asker
- Selskapet er et rent utviklingselskap innen små vannkraftverk (Norge) og vindkraft (Sverige)
- Selskapet har en signert portefølje på 220 GWh vannkraft og 1001 GWh vindkraft i tillegg en stor prospektportefølje. Historisk blir ca. 75 % av vannkraftprosjektene i Norge byggegodkjent. Det er imidlertid viktig å være klar over tidsforsinkelsen fra grunneiers aksept til byggetillatelse som kan strekke ut i tid, typisk to til fire år
- Alpiq (Sveits' største kraftselskapet) sitt datterselskap i Norge vil være kjøper av alle vannkraftverkene samt deler av vindporteføljen i Sverige. Bakgrunnen for avtalen er at Alpiq ønsker å øke sin tradingportefølje av ren kraft. Alpiq har derfor inngått bindene kjøpsavtaler med Scanergy til fastsatte priser (regnestykket er sensitivt til langsiktige kraftpriser)
- Pareto Energy Solutions eier 14 %. Eierbetingelsene er godt regulert i en aksjonæravtale.

#### RISIKO OG SUKSESSFAKTORER

- Evnen til å erverve attraktive lokaliseringer
- Utviklingstiden fra signert kontakt til byggetillatelse
- Prisingen og innføringen av grønne sertifikater fra og med 2012

#### STATUS

Scanergy fortsetter sine positive utvikling av vann- og vindprosjekter. En ny verdidriver i fjerde kvartal var Terje Riis-Johansen og Maud Olofssons (energiministere) signering av et felles, grønt, sertifikatsystem fra 2012. For Scanergy har innføringen av grønne sertifikater i 2012 blitt operasjonelt akseptert av Alpiq. Signeringen har blant annet medført salg av Geitåni (vann) og Tyssvær (vind) nå i fjerde kvartal. Resultatet for 2010 vil dermed bli bedre enn forventet.

Selv om enkelte prosjekter kan ta noe lengre tid enn antatt (refererer blant annet til diskusjoner rundt kraftlinjen i Hardangerfjorden) har selskapet og selskapsstrukturen begynt å sette seg. Med fire utviklingselskaper i Sverige på vind og to utviklingselskaper på vann i Norge,

er selskapet godt rustet for veksten som forventes innen sektoren.

I løpet av siste halvår har Scanergy sin avtale med Alpiq blitt styrket, hvor det Sveitsiske kraftselskapet forsetter å betale for utviklingen av vindprosjekter i Sverige (økt fra seks til åtte prosjekter). Scanergy har også sikret seg 16 % eierskap i børsnoterte Boretech AB, etter overføring av Scanergy sin kompetanse og turbinteknologi.

Selv om selskapet har hatt en god og positiv utvikling, vurderes aksjen fortsatt til kost da hovedeier har vært pålagt av ekstern bank å selge seg ned under 50 % eierskap. Dette har i løpet av tredje og fjerde kvartal medført salg av et mindretalls aksjer til kostpris (NOK 600 pr. aksje).



#### GCRIEBER

#### ARMADA SEISMIC ASA

- Armada Seismic er et nyetablert datterselskap av børsnoterte GC Rieber med hovedkontor i Bergen
- GC Rieber kjøpte i juni 2010 tilbake to av sine originale «Arrow» (seismikk-båter) som etter forsinkelser hadde blitt kansellert av PGS i 2009. Rieber har i løpet av mai/juni 2010 forhandlet med verft og banker og kommet til enighet om en gunstig kjøpspris på fartøyene (inkl. alt utstyr om bord)
- Seismikkfartøyet NB 532 er i utgangspunktet ferdigstilt mens NB 533 forventes levert tidlig i 2012
- Armada Seismic ASA består av nevnte to båter. GC-Rieber Shipping eier 65 %
- Pareto Energy Solutions eier 5 % av Armada

#### RISIKO OG SUKSESSFAKTORER

- Ferdigstillelse av fartøy nr. 1 og 2.
- Langsiktig drift av selskapet

#### STATUS

Den 29. november sikret selskapet seg gode og lange intensjonsavtaler med Dolphin Group. Den 21. desember ble avtalen fast etter at Dolpin Group hadde lyktes med å oppkapsalisere selskapet med ytterligere USD 60 millioner.

Dagratene er i gjennomsnitt USD 50,000 (høyere ved utøvelse av opsjonene). Fartøy nr.1 vil gå på en minimums fem års kontrakt, mens fartøy nr. 2 på en minimums fire-års kontrakt. På nevnte ratenivåer vil fartøyene være fullt tilbakebetalt på fem til seks år. Oppstart på fartøy nr. 1 forventes i april 2011, mens fartøy nr. 2 forventes i operasjon fra juli 2012. Kontraktene vurderes som gode for begge parter da Armada har en lav anskaffelseskost på fartøyene.

Da fartøyene ikke er i drift, har ABG Sundal Collier har et konservativt verdierstatimat på NOK 25 pr. aksje (kostprisen til PES var NOK 20).

#### DRILLTEK LTD

- Drilltek er et service-selskap innen mud-logging, kjerneanalyser samt geologiske analyser til olje- og gassmarkedet. I tillegg har selskapet betydelige ambisjoner om salg av barytt. Barytt et tungt mineral som er hovedbestanddelen i borevæske som bidrar til å holde brønntrykket i balanse.
- Selskapet fokuserer i første omgang på det sterkt voksende mexicanske samt colombianske markedet. Selskapet er tuftet på tilsvarende forretningsmodell som ResLab, som i sin tid ble solgt til Weatherford med betydelig gevinst. Gründerne bak Drilltek er de samme som i sin tid etablerte ResLab.
- Drilltek har oppnådd flere betydelige kontrakter og er i kraftig organisk vekst. I tillegg arbeides det med muligheten for et identifisert oppkjøpsobjekt innen samme forretningsområde. Selskapet er p.t. uten gjeld og er skalerbart ved økt aktivitet. Mye av utstyret forventes leaset for å redusere kapitalbehovet.

PES har investert følgende i Drilltek hvor investerings- og eierbetingelsene er godt regulert gjennom aksjonæravtale:

- MUSD 2 i aksjer
- MUSD 4 i konvertibelt lån med 12 % p.a. rente, hvor
  - MUSD 2 kan konverteres til aksjer innen 31.3.12
  - MUSD 2 kan konverteres til aksjer innen 31.3.13
- 20.000 warrents som kan utøves innen 31.12.11.

#### RISIKO OG SUKSESSFaktorER

- Evnen til å vinne kontrakter innen mud-logging og kjerneanalyser
- Ratenivåer på kontraktene
- Driftsmessig håndtere betydelig organisk vekst
- God likviditetsstyring
- Gjennomføring av eventuelle oppkjøp
- Landrisiko

- Meget sterk vekst innen oljeinvesteringer og produksjon i Colombia og Mexico

#### STATUS

Selskapet har på relativt kort tid vist stor evne til å generere kontrakter samt bygge opp betydelig med mud-loggingkontrakter både i Mexico og Colombia. Omsetningsmessig er det forventet betydelig vekst for 2011 med MUSD 40+ i omsetning med en tilfredsstillende driftsmargin. Utfordringen blir i stor grad å balansere kapitalbehovet ved veksten med den løpende kontantstrømmen fra driften. Selskapet har stort fokus på dette og ingen gjeld av betydning utover gjelden til PES.

#### NIRI AS

- Niri er et teknologi- og fiskeopprettselskap med hovedkontor i Måløy og i Dublin, Irland.
- Selskapet og gründer har i 20 år drevet utvikling av oppdrett av fisk på land
- Selskapet har fått et godt fotfeste i Irland, men har så langt ikke fått tillatelse til landoppdrett av laks i Norge

#### RISIKO OG SUKSESSFaktorER

- Tid og kostnad ved å bygge anlegget
- Teknologirisiko ved skalering av anleggene i Irland
- Langtidsavtaler på leveranse av fisk

#### STATUS

Selskapet har utviklet et meget effektivt anlegg for oppdrett av laks på land. Anlegget har allerede meget overbevisende resultater i Frankrike, men skal nå skaleres i Irland.

PES har valgt å ta minimalt med risiko da selskapet er i en relativt tidlig fase og utenfor primærsektoren til fondet. PES har sikret seg en rett til å kjøpe aksjer for min. NOK 13 millioner på allerede avtalte nivå om selskapet lykkes i sine planer. PES sitter i styret til selskapet for å følge utviklingen på nært hold.

---

Kvartalsrapporten er utelukkende ment for informasjonsformål, og må ikke under noen omstendighet betraktes som et tilbud om eller en oppfordring til å handle aksjer i Selskapet. Det gis ingen garantier og det aksepteres intet ansvar for tap, direkte eller indirekte, som oppstår som følge av at leseren agerer på bakgrunn av informasjon, meninger eller estimater som finnes i dette dokumentet.

Informasjonen i dette dokumentet, herunder uttrykte oppfatninger eller prognoser, er innhentet fra eller basert på kilder som vi har vurdert som pålitelige. Vi kan imidlertid ikke garantere for informasjonens nøyaktighet, tilstrekkelighet eller fullstendighet.

Noe av informasjonen i dokumentet kan inneholde prognoser eller fremoverskuende uttalelser vedrørende fremtidige hendelser eller fremtidige resultater i markeder eller selskaper. Faktiske hendelser og resultater kan avvike substansielt fra dette. Pareto Project Finance AS aksepterer ikke ansvar for tap som oppstår som følge av bruk av slik informasjon.

Det understrekes at den historiske kursutviklingen og de avkastningsmål det er referert til ikke innebærer noen garanti for framtidig avkastning. Det understrekes også at avkastningen / kursutviklingen kan variere som følge av svingninger i valutakursene. Vi gjør oppmerksom på at i dagens urolige marked er det stor usikkerhet knyttet til verdilurderingene da det er ingen eller veldig få transaksjoner som er gjennomført. Fremgangsmåten ved beregning av VEK er nærmere beskrevet i Pareto Project Finance AS' markedsrapport av november 2010. Risikofaktorer og kostnadsstruktur er nærmere beskrevet i prospektet (Informasjonsmemorandum) utarbeidet i forbindelse med emisjoner i Selskapet.

---



# Pareto Project Finance AS

Dronning Mauds gate 3  
P.O. Box 1396 Vika  
N-0114 Oslo, Norway

Tel: +47 22 87 87 00  
Fax: +47 22 87 88 00  
www.pareto.no

Org. nr: 838583512

Til aksjonærene i Pareto Energy Solutions  
Investor ASA

## PARETO ENERGY SOLUTIONS INVESTOR ASA - 4. KVARTAL 2010:

Pareto Energy Solutions Investor ASA sitt eneste formål er å investere i Pareto Energy Solutions AS (PES), og eier p.t. 14 % i dette investeringsselskapet.

PES sitt investeringsmandat er å investere i oljeservice/oljeteknologi og energi (fornybar og alternativ energi), men har mandat til å investere inntil 20 % av sin kapital i andre bransjer. Forvalter av PES er Pareto Forvaltning AS. Kvartalsrapport for PES ligger vedlagt.

Verdijustert egenkapital (31.12.2010):	91,77 kr
Siste omsatte kurs (11.02.2011):	70,00 kr
Siste ligningsverdi (31.12.2010)	80,10 kr

