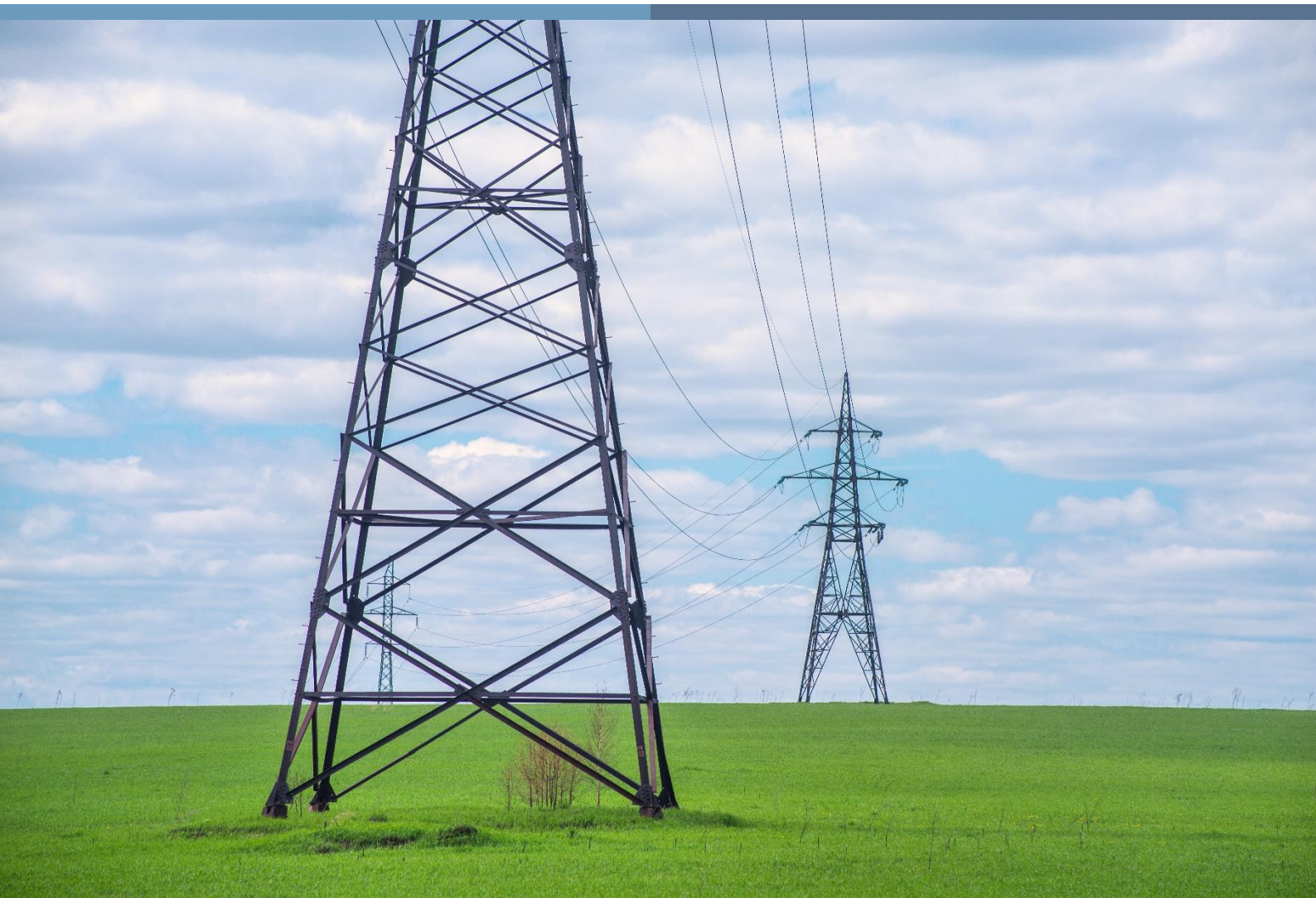


Global Infrastruktur I AS

Kvartalsrapport september 2023



OBLIGO

Innhold

Hovedpunkter	3
Nøkkeltall for Global Infrastruktur I AS per 30.06.2023	3
Verdijustert egenkapital og utbetalinger.....	4
Generelt om Selskapet	6
Porteføljeoversikt	8
Om rapporten	8

Hovedpunkter

- Vedtaket til Skatteetaten, som Selskapet har sendt inn klage på gjelder for årene 2016 og 2017. Selskapet har nå mottatt varsel om bokettersyn for årene 2019 og 2020. Dette er første steg på veien for tilsvarende prosess som Skatteetaten har hatt på årene 2016 og 2017.
- Verdijustert egenkapital (VEK) per aksje stiger i kvartalet med 1,3 prosent. Siste VEK per aksje er beregnet til 4,77 kroner eller 1,85 kroner dersom man hensyntar innbetalt og beregnet skatt ved et tap i skattesaken.
- Selskapet betalte ut 0,469 kroner per aksje i juni.
- Selskapet har kun én aktiv investering, AIRRO, med investeringer i India. Fondet har indikert realisering av samtlige investeringer i løpet av året, og har gjort finansielle endringer i noen av porteføljeselskapene for å klargjøre de for salg.
- Selskapet har siden etablering hatt en avkastning på 111 prosent og betalt ut totalt 16,629 kroner per aksje.

Nøkkeltall for Global Infrastruktur I AS per 30.06.2023*

GEOGRAFISK FORDELING AV INVESTERINGENE	
Asia (India)	100 %
Øvrige	0 %
INVESTERINGER OG UTBETALINGER (NOK MILLIONER)	
Investeringer i porteføljen i 2023	0,0
Utbetalinger fra porteføljen i 2023	0,0
AVKASTNING OG MULTIPLER	
Årlig avkastning målt fra siste emisjon (IRR)	6,8 %
Rebasert årlig avkastning målt fra VEK per 30.09.2018 (IRR) ²	11,3 %
Total verdi av innbetalt kapital (TVPI)	211 %
Utbetalinger målt mot innbetalt kapital (DPI)	164 %
Gjenværende verdi av innbetalt kapital (RVPI)	47 %
EIENDELER (NOK MILLIONER)	
Rapportert verdi investeringsportefølje ¹	83
Kontantbeholdning ¹	152
Avsetning for latent avkastningsbasert honorar ²	16
MANDAT	
Etableringsår	2007
Forventet avviklingsperiode	
SENESTE VERDIJUSTERTE EGENKAPITAL (VEK) ¹	
Utvikling siste kvartal	1,3 %
Utvikling siste år	2,2 %
Utvikling siste tre år	0,8 %
HISTORISKE UTBETALINGER (NOK PER AKSJE)	
2008	0,200
2011	0,100
2012	0,300
2014	0,100
2015 (0,28 i juni og 0,28 i november)	0,560
2016	0,750
2017	0,500
2018 (4,40 i april og 0,43 i oktober)	4,830
2020 (2,36 i april og 1,20 i juli)	3,560
2021 (1,56 i juni, 0,83 i juni og 2,87 i desember)	5,260
2023	0,469
Totalt	16,629

* Tabellen er satt opp basert på at Selskapet vinner skattesaken.

¹ Eiendeler reflekterer verdiene i investeringsselskapet Global Infrastruktur 2007 AS.

² Startdato for beregning av latent avkastningsbasert honorar er 30. september 2018. Den rebaserte årlige avkastningen (IRR) legges til grunn for profittdeling mellom aksjonærer og forvalter på nærmere bestemte vilkår. Beregningsmekanismen står beskrevet i selskapets kvartalsrapport av juni 2018.

Verdijustert egenkapital og utbetalinger

Innledning

VEK per aksje i Global Infrastruktur I AS (GI I AS) stiger det seneste kvartalet 1,3 prosent til 4,77 kroner etter utbetalingen i juni, eller 1,85 kroner dersom man hensyntar innbetalt og beregnet skatt ved et tap i skattesaken. Verdien av investeringsporteføljen øker med 2% dette kvartalet. VEK påvirkes positivt av endringer i valuta.

Investeringsporteføljen

Investeringsporteføljen eies gjennom det underliggende investeringsselskapet Global Infrastruktur 2007 AS (GI 2007 AS), og består av to fondsinvesteringer hvorav det ene fondet har realisert alle sine investeringer.

GI 2007 AS mottok ingen utbytter i løpet av kvartalet og det har ikke blitt gjort noen nye investeringer i porteføljen.

Selskapets største verdier er knyttet til avsetning for potensiell ekstra skatt. Selskapets kontaktbeholdning er plassert i pengemarkedsfond.

Utviklingen i valuta

Investeringsporteføljen påvirkes av endringer i valuta ettersom porteføljens eiendeler, herunder de underliggende fondene, er nominert i henholdsvis euro og amerikanske dollar. I siste kvartal har kronen svekket seg med 2,6 prosent mot euro og 2,7 prosent mot amerikanske dollar. Ser man på valuta isolert påvirker dette VEK positivt. Valutakursene er avlest i Norges Bank per 30. juni 2023.

Status i skattesaken som gjelder endring av ligningen for 2016 og 2017

Skatteetaten kom i første kvartal 2023 med sitt endelige vedtak i skattesaken knyttet til Selskapets datterselskap GI 2007 AS. Dette vedtaket var på linje med utkastet til vedtak de sendte i 2020. Vedtaket medfører en endring av ligningen for GI 2007 i årene 2016 og 2017. Selskapet har nå mottatt varsel om bokettersyn for årene 2019 og 2020. Dette er allerede tatt høyde for i tilbakeholdt kapital.

Saken gjelder vurderingen om to av fondene som GI 2007 har investert i, JPMorgan Infrastructure Investments Fund og Macquarie European Infra-

structure Fund III, er omfattet av fritaksmetoden eller ikke.

Skatteetaten legger i sitt vedtak til grunn at fondene ikke er omfattet av fritaksmetoden, noe som medfører en betydelig økning av skattbar inntekt.

Selskapets styre hadde i etterkant av dette, sammen med forvalter, samtaler med GI 2007s juridiske rådgiver og fattet beslutningen om å klage på Skatteetatens vedtak, denne klagen er nå sendt.

Det er vanskelig å estimere saksbehandlingstiden for Skatteklagenemnda, men det må i alle fall påregnes ett års saksbehandlingstid før Skatteklagenemnda fatter et vedtak i saken.

Skatteetaten vil oftest innrette seg etter Skatteklagenemndas vedtak, men dersom en av partene ønsker å ta saken videre til retten må det tas ut stevning innen seks måneder. Det vil da kunne ta ca. et år før saken kommer opp for tingretten. Dersom saken skulle gå helt til Høyesterett vil man måtte regne med at det tar om lag 3 år fra vedtak i Skatteklagenemnda til dom i Høyesterett. Fra klagen sendes inn til Skatteklagenemnda vil det altså kunne ta 4 til 5 år før en dom i Høyesterett foreligger, dersom saken skulle gå så langt.

Den totale ekstra beskatningen som følge av Skatteetaten syn på saken er estimert til å utgjøre NOK 2,92 per aksje i Selskapet. Dette beløpet inkluderer både den ekstra skatten for alle årene samt renter frem til innbetalingsdato. Skatteetaten har i sitt vedtak kommentert at det ikke vil bli ilagt tilleggsskatt i denne saken. Styret og Obligo mener Selskapet har en sterk sak, men velger å vise utfallsrommet i beregnet VEK, med henholdsvis medhold og tap i skattesaken.

Avviklingen av selskapet

Mandatperioden for GI 2007 AS og GI 1 AS ble i 2018 forlenget til 30. september 2021. På grunn av skattesaken kan verken GI 2007 AS eller GI 1 AS avvikles og siden denne prosessen har dratt ut i tid ble det på generalforsamlingen i juni 2022 vedtatt en ny forlengelse av Selskapets levetid, frem til 31. desember 2023. Gitt fremdriften i saksbehandlingen hos Skatteetaten er det lite trolig at Selskapet vil kunne avvikles i løpet av 2023.

Styret har tidligere ønsket å se på muligheten for å selge den siste investeringen, Asian Infrastructure & Related Resources Opportunity Fund (AIRRO), men grunnet lav prisindikasjon valgte styret å beholde investeringen og vente ut realiseringer av porteføljeselskap i tiden man venter på svar fra Skatteetaten.

Den indikerte rabatten om andelene hadde blitt solgt i annenhåndsmarkedet er ikke inkludert i beregningen av Selskapets VEK, kun den rapporterte VEK fra AIRRO, og aksjonærene i GI I AS må dermed påregne at det kan inntreffe en rabatt til dagens VEK dersom ikke alle investeringene blir realisert før skattesaken er avgjort og Selskapet avviklet.

Hendelser i porteføljen

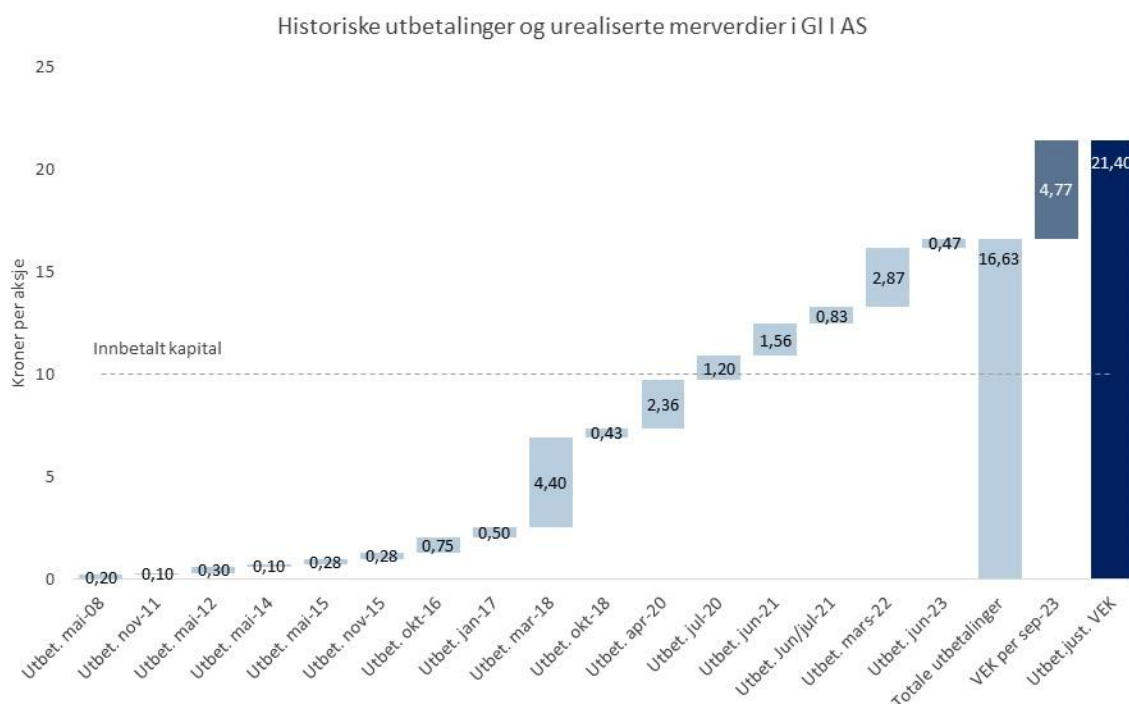
AIRRO har kommunisert at de ønsker å sette opp et «continuation vehicle» for investeringen i Leap

Green, denne prosessen er fortsatt i en tidlig fase og de ser fortsatt på andre løsninger for å realisere denne investeringen.

AIRRO jobber også med refinansiering og restrukturering av flere av sine porteføljeselskap for å gjøre realiseringene enklere og mer attraktive. De forventer en realisering av Soma Tollways i løpet av tredje kvartal 2023, når det gjelder de andre gjenværende porteføljeselskapene så har de kommunisert forventet realisering i løpet av 2023.

Tilbud om salg av aksjer i annenhåndsmarkedet

Styret og Obligo Investment Management AS er kjent med at aksjonærer i selskapet blir kontaktet, enten per post eller telefon, av aktører som ønsker å kjøpe aksjene til en pris under beregnet VEK per aksje. Aksjonærer i selskapet må på selvstendig grunnlag ta stilling til slike fremsatte tilbud.



Generelt om Selskapet

Om Selskapet

GI I AS ble stiftet i 2007, og konsernet har en opprinnelig innbetalt egenkapital på cirka to milliarder kroner, hvilket gjør konsernet til ett av Nordens største investeringsselskaper innenfor infrastruktur. Kapitalen har blitt investert i fem ulike infrastrukturfond som har blitt valgt gjennom en grundig utvelgelsesprosess med hensikt å skape en god geografisk og strategisk diversifisert portefølje.

I juli 2017 solgte konsernet 60,3 prosent av sine underliggende fondsandeler. Salget ble gjennomført i forbindelse med at alle aksjonærer ble tilbudt å selge sine aksjer.

GI I AS har som langsiktig målsetning å skape avkastning med begrenset risiko. Selskapet har også målsetting om årlige utbetalinger til aksjonærene. Konsernet har oppnådd en god geografisk spredning med sine investeringer.

Levetid

Selskapet kan ikke avvikes før det foreligger en endelig avgjørelse i skattesaken og styret foreslo derfor til generalforsamlingen i juni 2022 å forlenge Selskapets levetid. Generalforsamlingen vedtok styrets forslag om forlengelse av levetiden frem til 31. desember 2023.

Strukturen

Porteføljen er organisert slik at selskapene GI I AS og det svenske søsterselskapet Global Infrastruktur 1 AB (GI 1 AB), i felleskap eier investeringsselskapet GI 2007 AS. Eierbrøken ble justert i juli 2017 som følge av gjennomføringen av tilbudet til aksjonærene om salg av aksjer. GI 1 AB eier 38,7 prosent og GI I AS eier de resterende 61,3 prosent av GI 2007 AS.

GI I AS har totalt 51 572 021 utestående aksjer.

Investeringsmandat

GI I AS er et unotert aksjeselskap, etablert i 2007 og registrert i Norge. Selskapets formål er å investere i kommersielle infrastrukturprosjekter på global basis via investeringsselskapet GI 2007 AS.

Avkastningsmål

Selskapets målsetting er netto egenkapital-avkastning før skatt tilsvarende minst 10 prosent per år, målt som gjennomsnitt over perioden selskapet har virksomhet. Det gis ingen garanti for at avkastningsmålet blir nådd.

Periodiske utbetalinger

I henhold til prospekt har Selskapet en målsetting om årlige utbetalinger til aksjonærene. Basert på selskapets økonomiske situasjon vurderer styret om det kan gjøres årlige utbetalinger. Det er generalforsamlingen i Selskapet som eventuelt vedtar utbetalinger. Det gis ingen garanti for at selskapet betaler ut årlige beløp til aksjonærene.

Prinsipper for verdsettelse

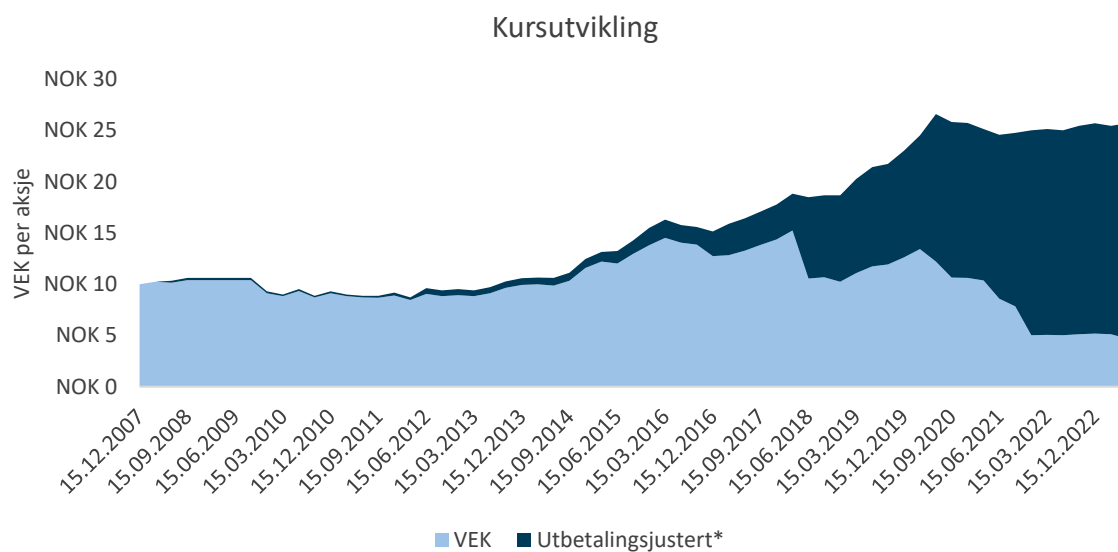
Verdien av investeringsporteføljen baseres på løpende rapporter fra underliggende fondsforvaltere som avgis kvartalsvis eller halvårlig. Disse rapportene utarbeides med basis i internasjonale prinsipper og gjennomgår på årlig basis kontroller av uavhengige tredjeparter.

Verdsettelsen gjøres normalt med bakgrunn i enten neddiskontert kontantstrøm (DCF) eller ved å bruke ulike multippelanalyser basert på sammenlignbare selskaper, eller en kombinasjon av disse to.

Underliggende fond rapporterer verdien i euro, amerikanske dollar og britiske pund.

Aksjekursen i selskapet beregnes basert på underliggende investeringsportefølje, justert for bankinnskudd, fordringer, lån og latent skatt. I tillegg justeres det for utbetalt utbytte i perioden mellom verdsettelsen og rapportering til aksjonærer. Det er avsatt for avkastningsbasert honorar til forvalter i VEK.

Obligo gjør ingen egne vurderinger i forbindelse med kursfastsettelsen. Som en følge av at Obligo og styret bestrider skatteetatens vedtak, og at Selskapet har klaget på vedtaket, er innbetalt skatt medtatt som fordring ved beregning av VEK. Det er følgelig heller ikke gjort fratrekk for potensielt vedtak om ytterligere innbetaling av skatt for de senere årene, men i oppgitt VEK fratrasket skatt er all potensiell ekstraskatt inkludert.



* Beregnet verdiutvikling forutsetter at utbetalingene følger samme avkastning som selskapet.

Kursfastsettelsesformelen er vist under (alle tall i NOK millioner):

$$K = \frac{RFV + VD - LS + NAK - LG + EH - SH}{A}$$

$$K = \frac{51,0 + 0,0 - 0,0 + 210,8 - 0,0 + 0,0 - 16,0}{51,6} = 4,77 \text{ kroner per aksje}$$

Forklaring til kursfastsettelsesformelen:

- Aksjekurs (K)
- Rapportert fonds verdi (RFV)
- Verdivurdering direkteinvesteringer (VD)
- Latent skatt (LS)
- Netto arbeidskapital (NAK)
- Langsiktig gjeld (LG)
- Ikke avskrevne emisjonshonorar (EH)
- Avsatt suksesshonorar forutsatt at Selskapet vinner skattesaken (SH)
- Antall aksjer utstedt (A)

Porteføljeoversikt

Tabellen under viser en oversikt over de fond som det er kommittert kapital til og siste verdsettelse per 30. juni 2023 (alle beløp i millioner).

Fond	Valuta	VEK
JPMorgan Infrastructure Investments Fund*	Amerikanske dollar	0,0
Asian Infrastructure & Rel. Opportunity (AIRRO)	Amerikanske dollar	7,4
Barclays Integrated Infrastructure Fund (BIIF)**	Britiske pund	0,0
Macquarie European Infrastructure Fund III ***	Euro	0,3
SteelRiver Infrastructure Fund North America ****	Amerikanske dollar	0,0

*Investeringen i fondet er innløst og utbetalt per desember 2021

** Investeringen i BIIF er solgt og fullt ut realisert per juni 2021.

*** Fondet har solgt alle sine investeringer og er under avvikling.

**** Fondet har solgt alle sine investeringer og er avviklet per november 2021.

Porteføljen oppnådde en god diversifisering, både med hensyn på geografisk og segmentert eksponering samt i antall fond og forvaltere, men nå som porteføljen for det meste er realisert vil diversifiseringen naturlig nok reduseres. Oversikten under viser hvilke investeringer som er igjen i porteføljen per 30.06.23.

Selskap	Forvalter	Geografi	Sektor
Urealisert			
SevenHills Healthcare	AIRRO	India	Sykehus, apotek og helsetjenester (nedskrevet til null)
Leap Green Energy	AIRRO	India	Produksjon av strøm (vind)
Nandi Economic Corridor Enterprises	AIRRO	India	Motorveier
Soma Tollways	AIRRO	India	Motorveier
Diligent Power Private Ltd.	AIRRO	India	Varmekraftverk (termisk energi)

Om rapporten

Denne rapporten er utarbeidet av Obligo Investment Management AS. Rapporten er basert på kilder som Obligo Investment Management AS anser som pålitelige, men Obligo Investment Management AS kan ikke garantere at informasjonen i rapporten er riktig eller fullstendig.

Alle opplysninger om fremtiden er basert på en rekke forutsetninger og gir ingen garanti for fremtidig utvikling. Denne usikkerheten er knyttet til både forhold i markedet og til selskapet GI I AS. Endringer i markedet kan forekomme raskt og kan få stor betydning for aksjekursen i GI I AS. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.

Obligo Investment Management AS tar ikke ansvar for direkte eller indirekte tap eller kostnad som måtte oppstå som følge av anvendelsen av denne rapporten. Investorer er kjent med at det finnes risiko for tap på investeringer i finansielle instrumenter, og Obligo Investment Management AS garanterer ikke for et visst resultat.

Denne rapporten skal ikke oppfattes som noe tilbud eller anbefaling om kjøp eller salg av aksjer i GI I AS. Denne rapporten er tiltenkt selskapets aksjonærer og ikke for offentlig distribusjon.

Obligo Investment Management AS
PB 1753, 0122 Oslo, Norge
www.obligogroup.com

OBLIGO