



Prospekt Obligasjonslån 2011

Registreringsdokument

Vardar AS
Postboks 1491, Gulskogen
3005 Drammen
Sentralbord: 32 20 15 50
Fax: 32 20 14 10
www.vardar.no

Tilrettelegger:



Drammen, 29. mars 2011

Viktig informasjon

Registreringsdokumentet har utelukkende blitt utarbeidet i forbindelse med søknad om opptak av Låntakers obligasjonslån på Oslo Børs. Finanstilsynet har kontrollert og godkjent Registreringsdokumentet i henhold til Verdipapirhandellovens § 5-7. Ny informasjon av vesentlig betydning for Selskapet eller dets datterselskaper kan bli kjent etter datering av Registreringsdokumentet, men før notering av obligasjonslån. Slik informasjon vil bli publisert som et tillegg til Registreringsdokumentet i henhold til Verdipapirhandellovens § 5-15. Verken utgivelsen eller utleveringen av Registreringsdokumentet skal, under noen omstendighet, skape inntrykk av at informasjonen heri er fullstendig eller korrekt på et tidspunkt etter datering av Registreringsdokumentet eller at Selskapets eller dets datterselskapers forretningsvirksomhet ikke kan ha blitt endret.

Det er kun Selskapet og Tilrettelegger som er berettiget til å skaffe informasjon om forhold beskrevet i Registreringsdokumentet. Informasjon som er skaffet av enhver annen person har ikke relevans i forhold til Registreringsdokumentet og skal derfor ikke bli stolt på.

Registreringsdokumentet er underlagt norsk lov, såfremt ikke annet er uttrykkelig uttalt. Enhver uenighet vedrørende Registreringsdokumentet skal bli løst ved norsk rett.

Distribusjon av Registreringsdokumentet kan være begrenset ved lov i enkelte jurisdiksjoner, dette kan gjelde eksempelvis USA og Storbritannia. Finanstilsynets' kontroll og godkjenning av Registreringsdokumentet innebærer at dokumentet kan benyttes i enhver annen EØS-stat. Ut over dette er det ikke blitt foretatt noen handling for å få tillatelse til å distribuere Registreringsdokumentet i noen jurisdiksjoner hvor slik handling er påkrevd. Enhver person som mottar Registreringsdokumentet er pålagt av Selskapet og Tilrettelegger til selv å sette seg inn i og overholde slike restriksjoner.

Dette Registreringsdokumentet er ikke et tilbud om å selge eller en anmodning om å kjøpe obligasjoner.

Innholdet i Registreringsdokumentet er ikke en juridisk, økonomisk eller skattemessig rådgivning. Enhver obligasjonseier bør konsultere med sin egen juridiske- og/eller økonomiske rådgiver og/eller skatterådgiver.

Kopier av Registreringsdokumentet kan fås ved henvendelse til Selskapet eller Tilretteleggeren.

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse	3
1. Risikofaktorer.....	4
2. Ansvarlige for dette registreringsdokumentet.....	7
3. Selskapets revisor.....	8
4. Informasjon om Vardar AS.....	8
5. Presentasjon av Vardar AS og konsernet.....	9
6. Organisasjonsstruktur.....	17
7. Fremtidsutsikter	18
8. Styre, ledelse og tilsynsorganer	19
9. Større aksjeeiere	19
10. Finansiell informasjon om utsteders forpliktelser, finansielle stilling og resultat	20
11. Dokumenter som er tilgjengelig for offentligheten.....	21
Kryssreferanseliste	21

1. Risikofaktorer

1.1 Generelt

Vardar AS (Vardar) sin konsernvirksomhet innebærer eksponering mot ulike risikofaktorer. Vardar er usteder av obligasjonene for konsernet og er derfor eksponert mot de samme risikofaktorene som datterselskapene. I tillegg til operasjonell risiko, er konsernets virksomheter eksponert for markedsrisiko (kraftpris), valutarisiko, renterisiko, likviditetsrisiko og kredittrisiko. Konsernet har etablert en risikostrategi med tilhørende risikorammer for å styre konsernets eksponering mot kraftpris, valuta og rente og benytter finansielle derivater for å sikre seg mot slike finansielle risiki.

Morselskapet, Vardar, er ikke eksponert for selskapsspesifikke risikofaktorer av vesentlig betydning.

Risikostyring generelt og styringen av markedsrisiko knyttet til kraftpris, valuta og rente spesielt er organisert som en del av konsernstabsfunksjonene.

Konsernet er organisert i seks virksomhetsområder; Energiselskapet Buskerud AS (EB) hvor Vardar eier 50 % av aksjene; vannkraft, vindkraft Norge, vindkraft utlandet, bioenergi, og eiendom. De største verdiene i konsernet er knyttet til eierandelen i EB og vannkraft sjekk VE andel. Konsernet har som overordnet policy å tilstrebe størst mulig forutsigbarhet ved å redusere alle andre risiki enn risiko knyttet direkte til forretningsområdene, til et minimum. Risiko knyttet til kraftpris, valuta og rente overvåkes og styres kontinuerlig. Konsernet unngår således stor konsentrasjon av ulike risiki.

1.2 Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er i Vardar definert som ”risiko for tap som følge av mangelfulle interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil eller eksterne hendelser”. Den operasjonelle risikoen er i hovedsak knyttet til konsernets virksomheter innen vann- og vindkraft. Vardar har lang erfaring med håndtering av operasjonell risiko gjennom ROS-analyser (risiko- og sårbarhetsanalyser) og beredskapsplaner internt og gjennom samarbeidsavtaler. ROS-analysene danner grunnlag for prioritering av risikoreduserende tiltak.

IKT-risikoen er inkludert i de overordnede beredskapsplanene. Både tilgjengeligheten av IKT-verktøy og sikkerheten i forhold til misbruk av informasjon fra konsernets databaser og analyseverktøy er viktige elementer i denne sammenheng.

Operasjonell risiko kan delvis avdekkes gjennom forsikring. Vardar har forsikringer mot ødeleggelser i egne produksjons- og nettanlegg forårsaket av for eksempel naturskader eller brann og ansvarsforsikringer for skade forvoldt overfor tredjepart.

1.3 Markedsrisiko

Markedsrisiko for Vardar er i det alt vesentlige knyttet til utviklingen i markedspris på elektrisk kraft, utviklingen i kursrelasjonen mellom norske kroner og euro, samt utviklingen i rentenivået.

Vardar benytter en prissikringsstrategi for kraftproduksjonen for å sikre forutsigbare kontantstrømmer knyttet til fremtidige kraftinntekter. Utfordringene ved å tilfredsstille kravene til sikringsbokføring i hht IFRS når det gjelder magasinverk, gjør at verdiendringene på kraftderivatene føres over resultatregnskapet.

Det er etablert strategier, systemer og rapporteringsrutiner for en samlet risikostyring av konsernet. Styret har gitt klare rammer for konsernets risikostyring. Målet med risikostyringen er forutsigbarhet med hensyn til resultatutvikling samt å oppnå maksimal inntjening på lang sikt.

1.4 Valutarisiko

Vardar har betydelige verdier i euro eller annen valuta ekvivalent til euro. Videre har Vardar mesteparten av sine inntekter i euro gjennom salg av kraftproduksjon på kraftbørsen NASDAQ OMX hvor euro ble innført som handelsvaluta fra 01.01. 2006. Vardar balanserer euroverdien mot tilsvarende gjeldsposter slik at verdiene i Vardars balanse ikke skal påvirkes av svingninger i kursrelasjonen mellom norske kroner og euro. Videre sikres kontantstrømmene knyttet til fremtidige kraftinntekter gjennom inngåelse av valutaterminer. Konsernet søker således å eliminere valutarisiko knyttet til prissikret omsetning.

Vardar har gjennom Vardar Eurus operative virksomheter i Estland og Litauen. Etter Estlands medlemskap i eurosamarbeidet fra og med 01.01.2011, er det bare inntektene fra virksomheten i Litauen som er i lokal valuta. Det er bevisst ikke gjennomført noen form for sikring av disse inntektene mot euro. Dette er gjort med bakgrunn i at det er en fast kursrelasjon mellom lokal valuta og euro, i tillegg til analyser av de ulike prosjektenes lønnsomhet ved mulig devaluering. Vurdering av mulige tiltak gjøres løpende.

1.5 Renterisiko

Renterisikoen styres ved å søke redusert rentesensitivitet ved en balansert styring av fast og flytende rente. Det er inngått rente-swapavtaler på fast rente for sikring av fremtidig kontantstrøm. Vardars rentesikringsstrategi innebærer at låneporteføljen skal ha en durasjon på mellom 1 og 5 år, hvorav mellom 30-50% av selskapets totale gjeld skal ha en durasjon på 1 år eller mer. Durasjon er den gjennomsnittelige løpetiden på et lån når en tar hensyn til både rentebindingene og tilbakebetalingen av lånet.

1.6 Kredittrisiko

Konsernets salg av den frie kraften fra Uste Nes AS går i sin helhet via kraftbørsen NASDAQ OMX og alle sikringsavtaler cleares i hht NASDAQ OMXs lovverk. Dette innebærer at NASDAQ OMX trer inn som juridisk motpart og garanterer for oppgjør, hvilket gjør at motpartsrisikoen blir redusert betydelig.

Vardar har i tillegg kredittrisiko gjennom en del lånefordringer, i alt vesentlig mot selskap som er knyttet til Vardar eiermessig enten direkte eller indirekte. En vesentlig del av dette er ansvarlig lån til Energiselskapet Buskerud AS som etter Vardar sin oppfatning er i en sunn økonomisk stilling. I tillegg finansierer Vardar i noen tilfeller byggelån i forbindelse med prosjektgjennomføring. Disse lånene forutsettes refinansiert når prosjektene er gjennomført.

1.7 Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko oppstår ved at det ikke er samsvar mellom kontantstrømmen fra virksomheten og finansielle forpliktelser. Finansielle derivater er i hovedsak knyttet til prissikring av kraftproduksjonen og utgjør således ingen likviditetsrisiko. Det stilles likevel garantier for fremtidige finansielle oppgjør mot NASDAQ OMX. Garantiansvaret er i hovedsak knyttet til differansen mellom dagens markedspriser og kontraktsprisene, og justeres daglig.

Konsernet benytter sertifikatmarkedet for kortsiktig finansiering. Konsernet har i tillegg en trekkfasilitet i bank som tjener som sikkerhet for refinansiering. Dette bidrar til å sikre tilgjengelig likviditet også i perioder hvor det kan være vanskelig å få finansiering i markedet. I tillegg søker konsernet størst mulig langsiktighet i den eksterne finansieringen.

1.8 Forsikringsrisiko

Konsernet har en operativ risikoeksponering relatert til ødeleggelser i egne anlegg som følge av for eksempel naturskader og brann. Konsernet har forsikret dette med forskjellige egenandeler. I tillegg har konsernet ansvarsforsikring som dekker eventuell skadeerstatning overfor tredjemanns liv og eiendom når skaden ikke er voldt av ansatte med forsett.

1.9 Politisk risiko

Vardar sin vindkraftsatsing i utlandet er eksponert for endringer i politiske rammebetingelser. Denne risikoen er søkt minimert ved at det kun investeres i prosjekter hvor det foreligger et rammeverk og incentiver for vindkraftutbygging. Vedtatte rammebetingelser regulerer de økonomiske støtteordningene til vindkraftprosjekter over en definert tidsperiode som er tilstrekkelig til å sikre avkastning på investeringen. Vardars investeringer i utlandet har så langt vært gjort i EU land. EUs mål innen fornybar energi, tilsier at rammevilkårene for investeringer innen fornybar energi trolig ikke vil bli dårligere enn dagens ordninger.

En nærmere gjennomgang av Vardar sine ulike risikoforhold finnes i årsregnskapet for 2009.

2. Ansvarlige for dette registreringsdokumentet

Vardar AS, Øvre Eikervei 14, 3048 Drammen er ansvarlig for innholdet i dette Registreringsdokumentet.

2.1 Ansvarserklæring

Vardar AS erklærer at opplysningene i registreringsdokumentet så langt vi kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold og at det ikke forekommer utelatelse fra registreringsdokumentet som er av en slik art at de kan endre registreringsdokumentets betydningsinnhold og at vi har gjort alle rimelige tiltak for å sikre dette.

Drammen, 29. mars 2011

Vardar AS

Johannes Rauboti

Konsernsjef

2.3 Utarbeidelse av registreringsdokument

Nordea Bank ASA v/ Nordea Markets har som tilrettelegger for selskapet bistått med å utarbeide dette registreringsdokumentet. De opplysningene som fremkommer i registreringsdokumentet er så langt Tilrettelegger kjenner til i samsvar med de faktiske forhold. Opplysningene er ikke særskilt kontrollert av Tilrettelegger, og Tilrettelegger eller ansatte hos Tilrettelegger kan derfor ikke påta seg noen slags form for ansvar for eventuelle supplerende opplysninger som blir gitt i forbindelse med presentasjon av selskapet eller av dette dokumentet. Enhver som mottar dette registreringsdokumentet bør selv vurdere innholdet i dette og sitt behov for å innhente supplerende informasjon eller søke særskilt bistand før vedkommende tar sin investeringsbeslutning.

Oslo, 28. mars 2011

Nordea Bank Norge ASA

Nordea Markets

3. Selskapets revisor

Statsautorisert revisorer
PricewaterhouseCoopers AS

Landfalløya 7, 3023 Drammen
Postboks 1621, Bedriftssenteret. NO-3007 Drammen

Foretaksregisteret: NO 987 009 713 MVA
Tlf: +47 02316
Fax: +47 23 16 10 00
www.pwc.com/no

PricewaterhouseCoopers AS er medlem av DNR – Den Norske Revisor Forening
Statsautorisert revisor Tevje Ulsbøl har vært ansvarlig fra PricewaterhouseCoopers AS
for 2009 regnskapet.

PricewaterhouseCoopers AS har vært revisor for Vardar AS for perioden som i prospektet vises til
som den historiske finansielle informasjon (de siste 2 årene)

4. Informasjon om Vardar AS

4.1 Utsteders historie og utvikling

Utsteders foretaksnavn er Vardar AS. Selskapet ble stiftet 16. desember 1996 og selskapets
organisasjonsnummer er 977 028 442. Selskapet ble stiftet under navnet Buskerud Fylkeskraft AS,
og endret navn til Vardar AS den 4. mars 2002.

Selskapets hovedkontor er i Drammen kommune i Norge, med besøksadresse Øvre Eikersvei 14,
3048 Drammen. Postadressen er Vardar AS, Postboks 4091 Gulskogen, 3005 Drammen.
Telefonnummeret til sentralbordet er 32 20 15 50.

Konsernets virksomhet er underlagt Aksjeloven.

5. Presentasjon av Vardar AS og konsernet

5.1 Hovedvirksomhet

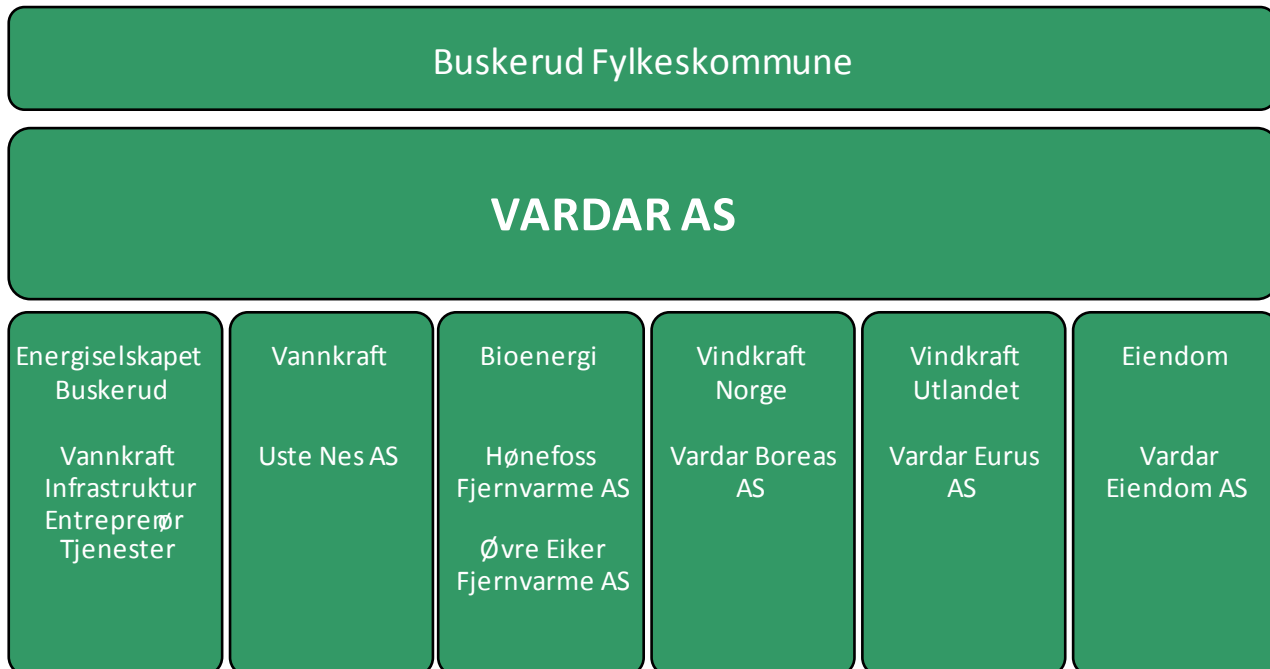
Vardar AS (Vardar) er lånetager og står ansvarlig for all virksomhet innen for konsernets virksomhet. Vardars hovedkontor ligger i Drammen.

Vardar er et holdingselskap eid av Buskerud Fylkeskommune og kommunene i Buskerud. Buskerud Fylkeskommune eier 100% av A-aksjene selskapet.

Selskapets visjon er å utvikle verdier for aksjonærene gjennom aktivt eierskap knyttet til de investeringer som gjøres. Investeringene omfatter virksomhet innen vannkraft, vindkraft, bioenergi og eiendom. Ved utgangen av 2010 var det totalt 8 ansatte i Vardar konsernet, dvs. i Vardar AS, Uste Nes AS, Hønefoss Fjernvarme AS og Vardar Eurur AS.

Konsernet består av virksomhetsområdene Energiselskapet Buskerud, Vannkraft, Vindkraft Norge, Vindkraft Utlandet, Bioenergi og Eiendom. Ettersom det er relativt få ansatte i Vardar-konsernet er konsernfunksjonene delvis organisert i konsernstab og delvis fordelt til nøkkelpersoner i datterselskaper. Dette bidrar til å holde de administrative kostnadene nede samtidig med at nødvendig spisskompetanse innen finans, risiko, forretningsutvikling, HR, mv. er tilgjengelig og kan utnyttes optimalt for konsernet som helhet.

Vardar har følgende organisasjonskart:



Vardar Boreas AS og Vardar Eurur AS har eierinteresser i flere selskaper (ikke vist i oversikten). Se punkt 6 for en detaljert oversikt over Vardar og virksomhetsområdenes totale eierinteresser.

5.2 Mål og hovedstrategier

Vardar visjon er å bidra til å øke tilgangen på ren, fornybar energi.

Vardar arbeider etter en utviklingsstrategi hvor hovedmålet er å sikre og videreutvikle aksjonærverdier gjennom:

- Aktivt eierskap i de virksomhetene hvor selskapet har eierinteresser;
- Utvide eksisterende fornybar energiproduksjon og søke nye energirelaterte prosjekter der rammebetingelser og markedssituasjonen gir grunnlag for utvikling av nye forretningsmuligheter;
- Søke å påvirke myndighetene til å skape forutsigbare rammebetingelser for bransjen;
- Søke partner(e) som kan løfte Vardar finansielt, industrielt og kompetansemessig og således bidra til å realisere selskapets utviklingsstrategier.

Vardar konsernet tilstreber å gi så korrekt og relevant informasjon som mulig om utviklingen i konsernets virksomheter.

5.3 Beskrivelse av virksomhetsområdene

5.3.1 Virksomhetsområdet Energiselskapet Buskerud AS

Ettersom Energiselskapet Buskerud AS (EB), hvor Vardar AS eier 50% av aksjene, utgjør en relativt stor andel av verdiene i selskapet, er det inntatt en beskrivelse av EBs ulike virksomhetsområder i dette dokumentet.

EB har fire virksomhetsområder; Produksjon, Infrastruktur, Tjenester og Entreprenør. Disse er kort presentert nedenfor. For nærmere informasjon om EB og EBs virksomhet, se www.eb.no
Finansiell informasjon om EB for minst de siste to år finnes på selskapets hjemmeside, se: http://www.eb.no/Toppmeny/Om-EB/Finansiell_informasjon.aspx for årsrapport for 2009.

5.3.1.1 Produksjon

Forretningsområdet Produksjon består av datterselskapet EB Kraftproduksjon AS og de tilknyttede selskapene Hadeland Kraft AS, Hellefoss Kraft AS og Norsk Grønnkraft AS.

EB Kraftproduksjon AS, som ble et heleid datterselskap av Energiselskapet Buskerud AS etter at E-CO Vannkraft AS sine 30% av aksjene ble kjøpt 30. juni 2009, har 100 prosent eierskap i 15 kraftstasjoner med en samlet årlig beregnet midlere produksjon på 2.042 GWh. I tillegg har selskapet direkte og indirekte eierskap i flere mindre kraftverk som til sammen produserer 838 GWh årlig hvorav selskapets andel er 418 GWh.

EB Kraftproduksjon AS forestår driften av totalt 21 kraftverk i Drammen- og Numedalsvassdraget. Det er fem reguleringsforeninger i de vassdrag som selskapet har kraftverksinteresser i.

For de kraftverkene som EB Kraftproduksjon AS har eierskap i, utgjør EB Kraftproduksjons andel av normal årsproduksjon 2.523 GWh (10 års gjennomsnitt). For 2009 var kraftproduksjonen 2.407 GWh.

EBs mål er å samordne all produksjonsvirksomhet nedstrøms Krøderen, Randsfjorden, Sperilen og Norefjorden i Buskerud.

Produksjonsvirksomhetens strategi er å arbeide systematisk med driftsoptimalisering, rehabilitering og oppgradering av kraftverk og magasiner knyttet til vassdragene i Buskerud.

EBs strategi innenfor småkraftverk i Buskerud er å ta en selvstendig rolle innenfor utbygging og drift av småkraftverk, mens satsningen på dette området i landet for øvrig skjer gjennom eierskapet i Norsk Grønnkraft AS.

EB ønsker å utvikle nye operative og eiermessige samordninger med andre produsenter i regionen og deltar også i et samarbeid med andre produsenter for å utrede mulighetene for å investere i vannkraft i utlandet.

EB arbeider for å utvide eksisterende vannkraftproduksjon og utnytte EBs fallrettigheter der rammebetingelser og markedssituasjonen gir grunnlag for realisering av lønnsomme prosjekter. I desember 2009 ble det vedtatt å igangsette utbygging av Embretsfoss Kraftverk (Prosjektet Embretsfoss 4). Prosjektet har en kostnadsramme på 700 mnok og vil etter planen ferdigstilles i 2013. Utbyggingen, som vil øke kraftproduksjonen med 120 GWh, skjer i samarbeid med E-CO Vannkraft AS. Kraftverket vil være eid av et eget selskap hvor EB og E-CO vil eie 50 % hver.

Ved utgangen av året 2009 hadde forretningsområdet 49 ansatte (tallet inkluderer ikke tilknyttede selskaper).

5.3.1.2 Infrastruktur

Forretningsområdet Infrastruktur omfatter EBs aktiviteter innen kraftnett, fjernvarme og fibernett, og består av datterselskapet EB Nett AS og de tilknyttede selskapene Hadeland EnergiNett AS og Drammen Fjernvarme AS. EB Nett AS eier regionalnett i Buskerud fylke, distribusjonsnettet i Drammen kommune, Kongsberg kommune og Nedre Eiker kommune. Hadeland Energi AS eier distribusjonsnettet i kommunene Gran, Lunner og Jevnaker.

EBs engasjement innen utbygging og drift av fjernvarmeanlegg gjøres gjennom eierskapet i selskapene Drammen Fjernvarme og Miljøvarme VSEB AS (sistnevnte rapporteres under forretningsområde "Forretningsutvikling og finansielt eierskap").

EB er pådriver for bredt regionalt samarbeid om drift, utvikling og eierskap til energi- og fibernett. Målsetningen er å sikre kompetanse for rasjonell og effektiv nettdrift og å skape forretningsmessig tyngde for å kunne utvide tjenestespekteret.

Innen Infrastruktur er langsiktige og forutsigbare rammebetingelser viktig. EB arbeider for rammebetingelser som sikrer tilfredsstillende avkastning på nettinvesteringer, og som samtidig gir sterke incentiver for strukturell og operativ effektivisering. Dette arbeidet skjer i utstrakt samarbeid med bransjeorganisasjonene og andre aktører i markedet.

For å øke effektiviteten i tilsynsvirksomheten gjennom markedsløsninger og skape et fagmiljø for videre vekst, har EB etablert tilsynsselskapet – El-Tilsynet AS (dette selskapet rapporteres under forretningsområde "Forretningsutvikling og finansielt eierskap").

EB har i lengre tid hatt fremtidsrettede og miljøriktige energiløsninger som viktige strategier, men rammebetingelsene for å utvikle dette i storskala har hittil vært begrensende. I lys av klimautfordringene og de klimamål som er konkretisert, har konsernets satsning på miljøenergi blitt vesentlig styrket i løpet av 2009.

EB har bygget fiberoptisk bredbånd til store deler av Drammen, Nedre Eiker og Kongsberg. I Hadelands-kommunene er Hadeland Energis fiberutbygging fullført.

Ved utgangen av året 2009 var det 64 ansatte i forretningsområdet Infrastruktur (inkluderer ikke ansatte i tilknyttede selskaper).

5.3.1.3 Tjenester

EB har som mål å forenkle og forbedre hverdagen til sine kunder. Dette oppnås ved å tilby komplette energi- og bredbåndprodukter og yte god kundeservice fra en og samme leverandør.

Forretningsområdet Tjenester består av datterselskapene EB Kontakt AS, EB Kundeservice AS og EB Fibernett AS og det tilknyttede selskapene Hadeland og Ringerike Bredbånd tilbyr bredbåndstjenester (internett, TV og telefoni) over egen fiberinfrastruktur til kunder i Drammen. Gjennom Hadeland og Ringerike Bredbånd AS (17 prosent direkte, 41,5 prosent indirekte) deltar EB i utbyggingen av bredbåndsnettet i Hadelandskommunene.

Forretningsområdet Tjenester omfatter også salg av strøm til sluttbrukere.

Markedet er primært husholdnings- og næringskunder i nedre Buskerud.

EB har i løpet av 2009 videreført utbyggingen av fiberoptisk bredbånd i kommunene Drammen, Kongsberg og Nedre Eiker og har startet utbygging i Øvre Eiker kommune.

I samarbeid med lokale aktører ønsker EB å utvide engasjementet i Buskerud-regionen. Både operativt samarbeid og medeierskap i lokale tjenesteselskaper, er viktig for å realisere synergier innen kompetanse og systemer.

Det er etablert en effektiv organisasjon for salg/marked, kundeservice, drift og utbygging av fiberbredbånd. Denne er tilrettelagt for videre vekst og samarbeid med andre aktører innen strøm- og fiberbredbånd.

EB har som mål å styrke kundetilfredsheten og har satt i gang et systematisk arbeid for å styrke denne.

Per 1. januar 2010 var det 80 ansatte i forretningsområdet Tjenester (tallet inkluderer ikke ansatte i tilknyttede selskaper).

5.3.1.4 Entreprenør

Forretningsområdet Entreprenør består av datterselskapene EB Energimontasje AS, Hadeland NettPartner AS og EB Elektro AS samt de tilknyttede selskapene B-Tek AS og NordiConsult AS. EBs satsning på entreprenørvirksomhet har sin bakgrunn i konsernets rendyrking av nettselskaperes kjernevirksomhet og EBs ambisjon om å utvikle en konkurransedyktig virksomhet i et spennende entreprenørmarked.

Gjennom de siste årene har montasjeaktivitetene i flere energiselskaper i nedre Buskerud, blitt samlet i EB Energimontasje AS. I 2006 ble Hadeland NettPartner AS organisatorisk og ledelsesmessig innlemmet i forretningsområdet og i 2008 kjøpte EB Energimontasje AS 60 prosent av aksjene i EB Elektro AS. Selskapene har forretningskontor i Mjøndalen, Hokksund og på Jaren, samt avdelingskontor i Hokksund, Kongsberg og på Jessheim.

Forretningsområdets hovedprodukt er totalleveranser av elektro-entreprenørtjenester som omfatter utbygging, rehabilitering og drift- og vedlikeholdsoppgaver for energiselskaper og større energibedrifter. Virksomheten utfører alle typer arbeid fra svakstrømsanlegg og fiberteknologi til 440 kV høyspentanlegg.

Hoveddelen av selskapenes oppdrag foregår i det sentrale Østlandsområdet. Det har blitt arbeidet med å etablere ryddige ansvarsforhold og sikre god økonomistyring i virksomheten. Videre har det blitt gjennomført tiltak for å sikre ytterligere effektivisering og økt profesjonalisering i markedsarbeidet.

Virksomhetens største utfordring blir å beholde og rekruttere kompetent arbeidskraft. De som lykkes med det, vil også være de aktører som vil lykkes best i markedet.

EB vil søke partnerskapsløsninger med andre aktører i bransjen for å kunne ta ut ytterligere markedsmessige, kompetansemessige og kostnadmessige samordningsgevinster.

Per 1. januar 2010 var det 156 ansatte i forretningsområdet Entreprenør (tallet inkluderer ikke ansatte i tilknyttede selskaper).

5.3.2 Vardar: Virksomhetsområde Vannkraft

Vardars egen vannkraftproduksjon består av det heleide datterselskapet Uste Nes AS. Selskapet eier 2/7 av produksjonen i kraftverkene Usta og Nes i Hallingdal, Buskerud. Øvrige eiere er E-CO Energi AS med 4/7 og Akershus Energi AS med 1/7. Kraftanleggene ble i hovedsak bygget i perioden 1962-1967, med ferdigstilling av Usta og Nes i hhv. 1965 og 1967.

Vardars eierskap av produksjonen i Usta og Nes kraftverkene utgjør om lag 600 GWh per år, hvorav ca. 300 GWh er kraft som kan omsettes i det frie markedet. Vardars andel av midlere produksjon av vannkraft i Usta og Nes har de siste 5 årene vært på 651 GWh. Driften av kraftverkene forestås av E-CO Energi i henhold til avtale i sameiet.

I 2009 ble utbyggingen av Stolvassdammen, som er en del av reguleringsanleggene til Nes kraftverk, slutført til en samlet kostnad på ca NOK 150 mill.

All fri kraft fra Usta og Nes kraftverkene omsettes gjennom kraftbørsen NASDAQ OMX. NASDAQ OMX står ansvarlig for oppgjøret noe som medvirker til å begrense motpartsrisikoen. Risikoen knyttet til endringer i kraftprisen ivaretas av Vardar sitt eget risikosystem, herunder sikring mot valutakurser i henhold til definerte rammer ettersom omsetning av kraft hos NASDAQ OMX skjer i euro.

Strategi for virksomhetsområde Vannkraft

Virksomhetsområdet Vannkraft kjennetegnes av at det ligger betydelig realverdier til grunn for virksomheten. Kjernen i den strategi som ligger til grunn for virksomheten er at de verdier som er etablert skal utvikles i et langsiktig perspektiv.

5.3.3 Vardar: Virksomhetsområde Bioenergi/fjernvarme

Vardar sin satsing innen bioenergi/fjernvarme skjer gjennom 50% eierskap i Øvre Eiker Fjernvarme (stiftet 2003) og det heleide datterselskapet Hønefoss Fjernvarme AS (stiftet 2007). Selskapene eier og drifter fjernvarmeanleggene i hhv. Vestfossen og på Hønefoss.

Anlegget på Hønefoss består av en varmesentral som benytter rå flis som brensel, med en installert effekt på 7,7 MW. Anlegget leverer fjernvarme til kunder i søndre del av Hønefoss. I mai 2008 ble det besluttet å bygge ut fjernvarme nord for Hønefoss bru (fase II), og denne utbyggingen pågår.

Det vurderes et større avfallsforbrenningsanlegg på Ringerike sammen med Ringeriks Kraft og Norske Skog Follum i tilknytning til Follums fabrikanlegg på Ringerike.

Øvre Eiker Fjernvarmes anlegg i Vestfossen består av en biosentral med installert effekt på 840 kW. I 2008 fikk selskapet tildelt konsesjon for bygging av fjernvarmeanlegg i Hokksund, et anlegg som antas å få en samlet varmeleveranse på i overkant av 8 GWh/år.

Den primære målgruppen for Vardar sin bioenergivirksomhet er større bygg, leilighetsbygg/borettslag, forretningsbygg og offentlige bygg i tillegg til privatboliger langs trasen. Kundepotensialet kan økes vesentlig dersom flere bygg konverteres til vannbåren varme. OED sin tiltakspakke for Enova i 2009 som bl.a. skal gå til støtteordninger for vannbåren varme, antas å ha en positiv virkning på markedspotensialet.

Strategi for virksomhetsområde Bioenergi/fjernvarme

Hønefoss Fjernvarme har som mål å bli en profesjonell aktør innen forretningsområdet bioenergi og fjernvarme i Ringerike kommune. Selskapet har som formål å produsere og distribuere varmeenergi basert på fornybare kilder.

5.3.4 Vardar: Virksomhetsområde Vindkraft Norge

Vardar sin satsing innen vindkraft i Norge skjer gjennom deleierskap i vindkraftselskapene Kvalheim Kraft DA (33,33%) og Zephyr AS (16,67%), samt eierandeler i prosjektselskapene Haram Kraft AS (35%) og Sula Kraft AS (50%). Alle eierandelene Vardar har innen vindkraft i Norge vil etter hvert bli organisert under det heleide datterselskapet Vardar Boreas AS, ved utgangen av 2010 er det kun Kvalheim Kraft DA som ligger under Vardar Boreas AS.

På Mehuken, som ligger på Kvalheimsfjellet i Vågsøy kommune i Sogn og Fjordane, har Kvalheim Kraft produsert vindkraft siden 2001. 5 turbiner produserer ca 12 GWh per år med vindkraft.

I juni 2008 ble Kvalheim Kraft tildelt konsesjon for utbygging av 8 turbiner på til sammen 18,4 MW (fase II) på Mehuken. Etter at fase II ble ferdigstilt i 2010 er den totale produksjonen per år på ca. 65 GWh. Støtte på til inntil 93 mnok er tildelt fra Enova. Totale investeringer i fase II er beregnet til 250 mnok. Investeringene utover støtten fra Enova deles likt mellom eierne. Anlegget ble satt i drift høsten 2010.

Vindkraftselskapet Zephyr AS hvor Vardar eier 1/6 sammen med EB (1/6), Østfold Energi AS (1/3) og Dong Energy fra Danmark (1/3), har gjennom 2010 videreutviklet sin portefølje av vindkraftprosjekter. Av selskapets 7 meldte prosjekter er alle tatt til behandling hos NVE. Det foreligger program for konsekvensutredning for 3 av prosjektene.

Prosjektet eid av Haram Kraft AS mottok i desember 2009 endelig konsesjon for bygging av vindkraftanelgg på Haramsfjell i Møre og Romsdal fylke. Konsesjonen tillater bygging av en vindpark med totalt installert effekt på inntil 66 MW. Sula Kraft sitt prosjekt på Ytre Sula er under behandling hos NVE hvoretter det eventuelt vil bli igangsatt et program for konsekvensutredning.

Strategi for virksomhetsområde Vindkraft Norge

Utviklingen av nye vindkraft prosjekter hvor Vardar eventuelt skal delta, vil primært skje gjennom Zephyr AS. Dette selskapet vil være ansvarlig for både utvikling, utbygging og drift. Geografisk vil fokus være på prosjekter sør for Nordland fylke. Det er ikke planlagt igangsetting av nye vindkraftprosjekter før grønne sertifikater eller lignende er kommet endelig på plass.

5.3.5 Vardar: Virksomhetsområde Vindkraft Utlandet

Vardar sin satsing på fornybar energi i utlandet skjer innen vindkraft i Baltikum gjennom datterselskapet Vardar Eurus AS. Vardar eier 90% av selskapet mens Nordic Environmental Finance Corporation, NEFCO eier 10%.

Vardar Eurus var i 2008 den største vindkraftprodusenten i Estland med en markedsandel på ca. 60% målt etter installert effekt.

Vardar Eurus AS har eierinteresser i flere vindkraftanlegg i Baltikum som enten er i drift eller under bygging, herunder:

Vardar Eurus vindkraftprosjekter i Baltikum

Status pr. 31.12.2010

Land	Vindpark	Selskap	Status	MW	GWh/år	Eierandel	
						Freenergy	Vardar Eurus
Estland	Pakri	OÜ Pakri Tuulepark	Drift	18,4	56,0	10 %	90 %
	Viru Nigula	OÜ Viru Nigula Tuulepark	Drift	24,0	64,6	0 %	100 %
	Tooma	OÜ Tooma Tuulepark	Drift	24,0	67,3	50 %	50 %
	Vanaküla	OÜ Vanaküla Tuulepark	Drift	9,0	24,0	0 %	100 %
	Virtsu I	OÜ Roheline Ring Tuulepargid	Drift	1,2	3,4	75 %	25 %
	Virtsu II	OÜ Roheline Ring Tuulepargid	Drift	6,9	16,2	75 %	25 %
	Virtsu III	OÜ Roheline Ring Tuulepargid	Drift	6,9	18,1	75 %	25 %
	Esivere	OÜ Roheline Ring Tuulepargid	Drift	8,0	19,3	75 %	25 %
	Aseri	OÜ Aseriaru Tuulepark	Bygging	24,0	66,1	50 %	50 %
Totalt Estland				122,4	334,98		
Latvia	Dundaga	UAB Enercon SIA	Utvikling	25,3	65,6	50 %	50 %
Totalt Latvia				25,3	65,6		
Litauen	Sudenai	UAB Vejo Elektra, UAB Lariteksas	Drift	14,0	36,2	50 %	50 %
	Mockiai	UAB Eurolanas, UAB Iverneta	Drift	12,0	35,9	50 %	50 %
	Silute	UAB Silute Vejo Projectai	Utvikling	100,0	282,0	50 %	50 %
	Ciuteliai	UAB Najouti Eergia	Bygging	40,0	110,5	50 %	50 %
	Silale	UAB Vejo Elektra, UAB Lariteksas	Bygging	14,0	40,9	50 %	50 %
Totalt Litauen				180,0	505,4		

Vindkraftinvesteringene foretas stort sett sammen med det estiske investeringsfondet Freenergy AS. Utvikling, implementering og drift av prosjektselskapene skjer gjennom operatørselskapet Nelja Energia OÜ i Estland.

Selv om rammebetingelsene i Baltikum er noe forskjellig mellom de ulike landene ligger de vesentlig bedre til rette for utvikling av vindkraft enn det som er tilfelle i Norge. Støtten til Vindkraft i Baltikum skjer gjennom to ”regimer”, enten via ”feed-in” tariffen eller gjennom produksjonsstøtte.

Prinsippene for organisering av vindkraftvirksomheten i Baltikum er bl.a. som følger:

- Tett samarbeid med AS Feenergy (investerer normalt på 50/50 basis)
- Prosjektselskapene normalt ”single purpose selskaper” uten ansatte
- Alle prosjektselskapene er datterselskaper eller tilknyttede selskaper der regnskapet konsolideres inn i Vardar Eurus konsernregnskap
- Prosjektselskapene administreres av management selskapet OÜ Nelja Energia
- OÜ Nelja Energia har hovedkontor i Tallinn (Estland) og datterselskaper med kontor i hhv. Riga (Litauen) og Vilnius (Latvia).

Strategi for virksomhetsområde Vindkraft Utlandet

Vardar Eurus sin strategi er å utnytte de rammebetingelser som finnes for å ivareta utvikling av eksisterende investeringer, samt identifisere muligheter for utvikling, bygging og drift av nye anlegg for fornybar energi i Baltikum i samarbeid med partnere eller alene.

5.3.6 Vardar: Virksomhetsområde Eiendom

Vardar Eiendom AS er 99,2% eid av Vardar AS og har som hovedoppgave å sørge for effektiv drift og utleie av egne eiendommer. Dette gjøres ved at selskapet forvalter eiendomsverdiene og yter driftstjenester til leietagerne.

Eiendomsporteføljen består av to kontorbygg i Drammen og et kombinert administrasjons- og produksjonsbygg i Hurum.

Vardar Eiendom henvender seg kun til markedssegmentet for næringseiendommer, og har med sin høye utleiegrad ikke vært negativt utsatt for de endringer som har fulgt av finanskrisen. Porteføljen består av solide firmaer og leieavtalene har i hovedsak løpetid på mer enn 3 år.

Per 1.1.2008 ble hver enkelt eiendom skilt ut i eget selskap (fisjon med påfølgende tingsinnskudd) med regnskapsmessig og skattemessig kontinuitet.

Strategi for virksomhetsområde Eiendom

På samme måte som i kraftbransjen er eiendom kjennetegnet av at det ligger betydelige realverdier til grunn for virksomheten. Vardar sin strategi for virksomhetsområdet er å arbeide langsiktig, dog slik at det kontinuerlig er fokus på å utvikle gode relasjoner og god kommunikasjon med eksisterende og potensielle leietakere.

5.4 Markedet

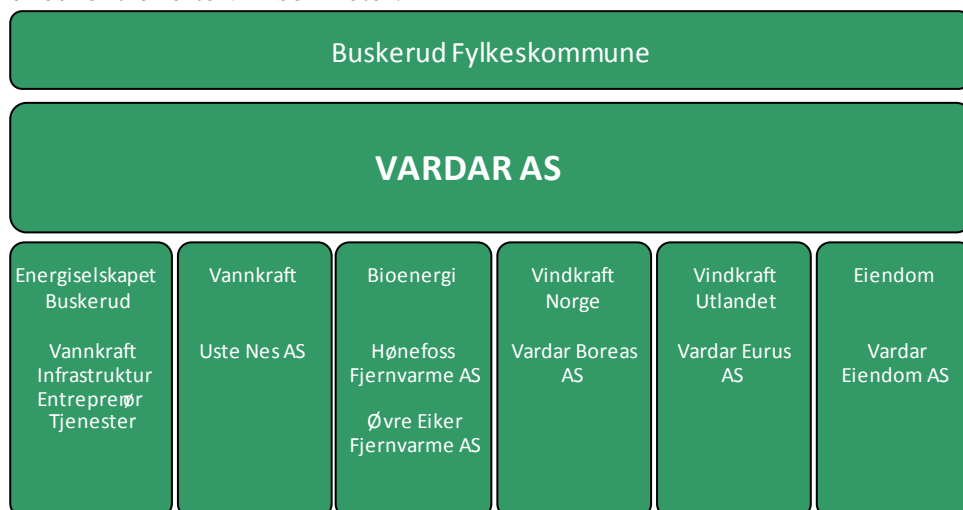
5.4.1 Konkurransen og etterspørsel

Vardars produkter er hovedsakelig knyttet til salg av ren fornybar energi. Klimautfordringene og målene verden står ovenfor, tilsier at etterspørsel etter disse produktene ikke kommer til å bli mindre etter hvert som årene går. Det forventes at prisen på produktene kommer til å holde seg på et nivå som gjør at gjennomførte investeringer kommer til å opprettholde sin lønnsomhet.

6. Organisasjonsstruktur

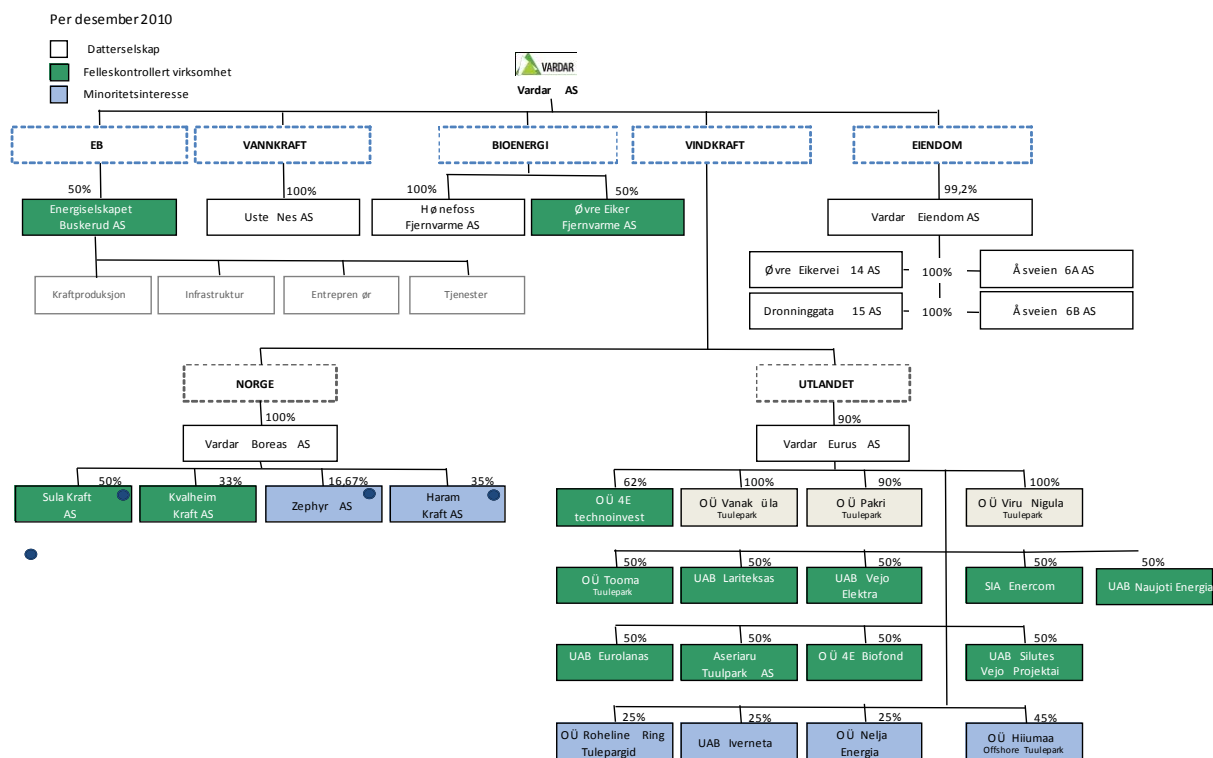
6.1 Organisasjonsstruktur

Vardar AS (utsteder) er morselskap i konsernet som er organisert i seks virksomhetsområder: Energiselskapet Buskerud, Vannkraft, Bioenergi, Vindkraft Norge, Vindkraft Utlandet og Eiendom. Den operative virksomheten finner sted i en rekke hel- og deleide datterselskaper samt i felleskontrollerte virksomheter.



6.1.1 Eierskaper i konsernet fordelt på virksomhetsområder

Eierskaper i konsernet er vist nedenfor. Det gjøres oppmerksom på at det kun er Kvalheim Kraft som formelt er lagt inn under Vardar Boreas AS per desember 2010, mens øvrige selskaper under Vindkraft Norge foreløpig er eid av Vardar AS direkte. Planen er å overføre også disse eierandelene til Vardar Boreas AS.



I oversikten over er datterselskaper vist i hvitt, felleskontrollert virksomheter vist i grønt, mens selskaper hvor Vardar eller selskapets datterselskaper har minoritetsinteresser er vist i lyse blått.

6.1.2 Konsernets avhengighet av datterselskapene

Vardar AS er finansiert ved utbytte og renter på ansvarlige lån til datterselskaper og tilknyttede selskaper. Det er ingen formelle restriksjoner på kontantstrøm fra datterselskapene. Kontantstrømmen fra det felleskontrollerte selskapet EB til Vardar består av renter på ansvarlig lån og utbytte. Samlet sett er disse kontantstrømmene av vesentlig betydning for Vardar. Det ansvarlige lånet forrentes etter prinsippet om armlengdes rente som gjenspeiler markedsforhold og risiko. All rente er betalbar og forfaller til betaling hvert år. Utbytte fastsettes av styret i EB innenfor avtalte rammer og gjeldende lovgivning. Utbyttet vil normalt øke med økt resultat i EB.

7. Fremtidsutsikter

Vardar AS er et holdingsselskap som har som visjon å utvikle verdier ved å utøve et aktivt eierskap i datterselskaper og tilknyttede selskaper. Selskapets kjernevirksomhet er å investere i, og være langsiktig eier i energiproduksjonsvirksomhet basert på fornybare energikilder.

Vardar AS har eierskap til vannkraft i Buskerud, direkte og indirekte. Dette eierskapet gir et finansielt grunnlag for satsing på ny fornybar energi. Det arbeides i alt vesentlig med investeringer innenfor områdene vindkraft og bioenergi.

På kort sikt synes tyngdepunktet av investeringene å komme i Baltikum gjennom datterselskapet Vardar Eurus, men på litt lenger sikt forventes det at støtteordninger for vindkraft i Norge vil gjøre det attraktivt å foreta investeringer også her.

Vardar vil bygge videre ut Hønefoss Fjernvarme i takt med nye lønnsomme kundetilknytninger. Selskapet er godt posisjonert for videre utvikling og ekspansjon innenfor kjernevirksomheten. I Baltikum har datterselskapet Vardar Eurus AS etablert en solid posisjon innenfor området vindkraftproduksjon. På grunn av stadig økende målsettinger innenfor fornybar energi i de enkelte land, forventes en fortsatt positiv utvikling av Vardar Eurus også i årene som kommer. Det er i øyeblikket flere prosjekter under utførelse og kraftproduksjonen vil øke vesentlig i 2011 sammenlignet med 2010.

Både 2009 og 2010 var preget av lite vind, spesielt i 1. kvartal. Lønnsomhetsanalysene for de enkelte prosjekter er basert på grundige analyser av egne måleserier som langtidskorrigeres mot nærliggende meteorologiske målestasjoner. Det forventes derfor at produksjonen over tid vil være mer i tråd med de analyser som ble foretatt i forkant, noe også erfaringene fra 2008 viser som statistisk sett var et år i nærheten av normalen.

8. Styre, ledelse og tilsynsorganer

8.1 Styret

Styret i selskapet består av følgende personer:

Navn	Posisjon i styret	Stilling
Svein Marfi	Styreleder	Direktør NAV Pensjon/NAV
Mette Lund Stake	Nestleder	Gruppeleder Høyres fylkestingsgruppe/Buskerud
Nils Petter Undebakke	Styremedlem	Fylkesvaraordfører, gruppeleder (SP) Buskerud
Marit Linda Verde	Styremedlem	Ass. Fylkesrådmann/Buskerud
Lise Jenny Løff	Styremedlem	Medlem av fylkestinget (A), Buskerud

Forretningsadresse på hele styret: Øvre Eikersvei 14, 3048 Drammen

8.2 Konsernledelsen

Selskapets ledelse består pr. april 2011 av følgende personer:

Navn	Stilling
Johannes Rauboti	Konsernsjef
Iren Bogen	CFO
Tor Ottar Karlsen	Direktør, HR og forretningsutvikling
Kjetil Bockmann	Daglig leder, Hønefoss Fjernvarme AS
Kristin Ankile	Direktør Vindkraft Norge
Egil Smevoll	Innovasjonssjef

Forretningsadresse på hele konsernledelsen: Øvre Eikersvei 14, 3048 Drammen

8.3 Interessekonflikter

Det foreligger ingen mulige interessekonflikter mellom de forpliktelser personene nevnt over i punkt 8.1 og 8.2 har overfor Vardar AS, og deres private interesser og/eller andre forpliktelser.

9. Større aksjeeiere

Buskerud fylkeskommune eier 100% av A-aksjene i Vardar AS, som igjen eier 50% av aksjene i Energiselskapet Buskerud AS. B-aksjene i Vardar er eid av 21 kommuner i Buskerud, hvor Drammen Kommune er største eier av B-aksjer med sine 16,03 %.

10. Finansiell informasjon om utsteders forpliktelser, finansielle stilling og resultat

10.1 Historisk finansiell informasjon

Vardar AS har børsnoterte obligasjonslån og er av denne grunn pålagt å avlegge konsernregnskapet i samsvar med International Financial Reporting Standard (IFRS) fra og med 2007. Vardar sitt konsernregnskap er for 2008 og 2009 er utarbeidet etter IFRS, mens morselskapet sitt regnskap følger regnskapsprinsippene definert i NGAAP.

Resultatregnskap, balanse og kontantstrømoppstilling

I henhold til "Commission Regulation (EC) No 809/2004 of 29 April 2004" som implementerer "Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council" kan informasjon i et prospekt inntas ved henvisning.

På grunn av kompleksiteten i den historiske finansielle informasjonen inntas derfor slik informasjon inkludert noter ved henvisning til Årsrapport 2008 og 2009: <http://www.vardar.no/omaarsrapp.htm>

Halvårsrapporter publiseres via børsmeldinger: <http://www.vardar.no/presseborsmeld.htm>

Navn	Årsrapport 2008	Årsrapport 2009	Halvårsrapport 2010
Resultatregnskap konsern	s. 48	s. 49	s. 6
Resultatregnskap Vardar AS	s. 86	s. 88	s. 12
Balanse konsern	s. 49-50	s. 50	s. 7
Balanse Vardar AS	s. 87-88	s. 89	s. 13
Kontantstrømoppstilling konsern	s. 52	s. 53	s. 9
Kontantstrømoppstilling Vardar AS	s. 89	s. 91	s. 16
Regnskapsprinsipper	s. 54-69	s. 55	s. 10
Regnskapsprinsipper	s. 91-92	s. 93	s. 16
Noter Konsern	s. 70-85	s. 67	s. 10
Noter Vardar AS	s. 93-97	s.95	s. 16
Revisjonsberetning	s. 98	s. 101	N/A

10.2 Regnskaper

Inngår i punkt "11.1 Historiske regnskapsopplysninger."

10.3 Revisjon av historiske årsregnskapsopplysninger

10.3.1 Erklæring om revisjon

Den historisk finansielle informasjonen, årsregnskap for 2008 og 2009 er revidert. Halvårsregnskapet er ikke revidert.

10.3.2 Alder for siste regnskapsopplysninger

Siste reviderte regnskapsår er 2009.

10.4 Retts- og voldgiftssaker

Vardar AS har ikke vært innblandet i forvaltningssaker, retterganger eller voldgiftssaker de siste 12 måneder (og utsteder er heller ikke kjent med at det er anlagt eller varslet saker), som kan få eller som i den senere tid har hatt vesentlig innvirkning på Vardar AS og/ eller konsernets finansielle stilling eller lønnsomhet.

10.5 Vesentlige endringer i utstедers finansielle stilling eller markedsstilling

Det har ikke skjedd vesentlig vesentlige endringer i konsernets finansielle stilling eller markedsstilling siden utløpet av siste regnskapsperiode som det er offentliggjort enten revidert finansiell informasjon eller delårsinformasjon for.

11. Dokumenter som er tilgjengelig for offentligheten

Følgende dokumenter er tilgjengelig ved henvendelse til utsteder eller på www.vardar.no.

- (a) utstедers stiftelsesdokument og vedtekter;
- (b) alle rapporter, brev og andre dokumenter, historisk finansiell informasjon, vurderinger og ekspertuttalelser som er utarbeidet på anmodning fra utsteder, som helt eller delvis inngår i registreringsdokumentet, eller som det vises til i registreringsdokumentet;
- (c) historisk finansiell informasjon om utsteder eller, dersom det dreier seg om et konsern, historisk finansiell informasjon om både utsteder og utstедers datterselskaper for hvert av de to regnskapsårene forut for offentliggjøringen av registreringsdokumentet.

Kryssreferanseliste

Referanse i registreringsdokumentet	Referer til
Kapittel 10	Årsrapport 2008, 2009 og halvårsrapport for 2010