

Strategisk analyse og værdiansættelse af DONG Energy A/S



Kandidatafhandling
Ronnie Duval Jensen
Studienr. 20157166
Vejleder: Henrik Nielsen

Titelblad

Kandidatafhandling

Projekttitel: Strategisk analyse og værdiansættelse af DONG Energy

Uddannelse: Cand. Merc. Økonomistyring, Aalborg Universitet

Vejleder: Henrik Nielsen

Ronnie Duval Jensen – 20157166

Afleveringsdato: 12. september 2018

Projektets sideantal: 117

Antal anslag: 193.436

Normalsider: 80,60

Abstract

DNG A/S, later DONG A/S, was created in 1972 by the government. The creation of DONG was caused by the governments desire to become less dependent of the oil imported from abroad, especially from the Middle East which was ravaged by wars.

Due to liberalization of the energy markets in Denmark, which was dictated by the government in 1999, where the decision took place in mind of EU's energy directives in 1996, the consumers got the freedom to choose any energy company as their provider, and the consumers were no longer forced to choose a local energy company as their provider. Subsequently the companies in Denmark battled for customers with purpose to grow in market share. Instead of being in direct competition with other companies, it was easier to grow market share, by buying the other companies. In 2006, DONG bought five other energy companies, named ELSAM, NESA, Københavns Energi, Frederiksberg Forsyning (supply) and Energi E2. Then DONG Energy was created and became the largest energy provider in Denmark.

The government did still have the majority of the shares in DONG Energy, therefore the DONG Energy was very affected by the political decision because the government could enforce changes in DONG Energy's strategy. The government was aiming to make the providing of energy more environmentally friendly, which forced DONG Energy to invest in offshore wind power.

The financial statement of 2012 by DONG Energy showed a large decline in equity, which forced DONG Energy to seek new capital injection. Since the government was the majority shareholder, they controlled the process. The American investment bank and two Danish pension companies together offered a capital of eleven billion Danish kroner, for 26% of the shares – based on a valuation of 31,5 billion Danish kroner. This created a massive criticism in the media and among the population, because the valuation was considered too low. But in January 2014, the sale of DONG Energy was confirmed.

This thesis contains a valuation of DONG Energy at the time where the company was offered the capital. It's assumed that the offer was based on the DONG Energy's financial statement from 2012, and then the thesis will be based on the last five financial statements up to 2012. The thesis contains a strategic study of the company, where the internal and external factors are examined.

The internal analysis is performed with value chain analysis which identifies DONG Energy's activities and forms an understanding of the organization. The external analysis is performed with a PESTEL-analysis which analyzes the macro environment in which DONG Energy is operating. The PESTEL-analysis is highlighting political, laws and economic factors that affect DONG Energy. In addition to the PESTEL-analysis, Porters five forces is used. Porters five forces illustrates the competition in market in which DONG Energy operates. The strategic analysis is summed up in a SWOT-analysis, which highlights DONG Energy's strengths, weakness, opportunities and threats.

Subsequent the thesis contains an analysis of financial statements in the years 2008 to 2012, where the key numbers are calculated and examined. Together with the strategical analysis, these historical key numbers formed the basis for DONG Energy's future budgets. These estimated values in the future budget are discussed and used for further analysis in order to make a valuation of DONG Energy.

The DCF-model is used to calculate the value of DONG Energy, and since the EVA-model is equivalent with the DCF-model, the result of the valuation of DONG Energy from the DCF-model is tested by using the EVA-model. These two models are based on WACC, which is a calculation of cost of capital and capital structure.

Indholdsfortegnelse

Abstract	2
1 Indledning	8
2 Problemformulering.....	10
3 Videnskabelig metode	10
3.1 Metodologi	11
3.1.1 Subjektivisme og objektivisme.....	11
3.1.2 Regulering og radikale forandringer	14
3.2 Afgrænsning	14
3.3 Kildekritik.....	15
4 Teoriafsnit	16
4.1 Fundamentalanalyse	16
4.1.1 Værdiansættelsesprocessen	18
4.1.2 Valg af værdiansættelsesmodel.....	19
4.1.3 Discounted cash flow-modellen.....	20
4.1.4 Economic value added-modellen.....	22
5 Selskabet DONG Energy A/S	22
5.1 DONG Energys historie	23
5.1.1 Privatisering af DONG	25
5.1.2 Kritik af salget og den politiske uro	27
5.1.3 Efter salget af DONG Energy A/S	27
5.2 DONG Energys organisation	28
5.2.1 Vision og Værdier	28
5.2.2 Ejerforhold	29

5.3	DONG Energys aktiviteter	29
5.3.1	Exploration & Production.....	29
5.3.2	Wind Power.....	30
5.3.3	Thermal Power	30
5.3.4	Energy Markets	31
5.3.5	Sales & Distribution.....	31
5.4	DONG Energys strategiplan og den grønne omstilling.....	32
5.4.1	Strategiske mål.....	32
5.5	DONG Energys økonomiske situation efter fusionen i 2006.....	35
6	Strategisk analyse	36
6.1	Værdikædeanalyse	37
6.1.1	Primære aktiviteter	38
6.1.2	Støtteaktiviteter	40
6.2	PESTEL analyse	42
6.2.1	Politiske forhold	42
6.2.2	Økonomiske forhold	44
6.2.3	Sociokulturelle forhold.....	47
6.2.4	Teknologiske forhold.....	47
6.2.5	Miljømæssige forhold	48
6.2.6	Lovgivningsmæssige forhold.....	48
6.2.7	Opsummering af PESTEL-analyse.....	50
6.3	Porters five forces	51
6.3.1	Truslen fra nye indtrængere	52
6.3.2	Trusler fra substituerende produkter	55
6.3.3	Leverandørernes forhandlingsstyrke	56

6.3.4	Kundernes forhandlingsstyrke	56
6.3.5	Rivalisering mellem konkurrenter.....	57
6.3.6	Opsummering af Porters five forces	58
6.4	SWOT analyse	59
6.5	Delkonklusion af strategisk analyse	60
7	Regnskabsanalyse	60
7.1	Ledelsespåtegning.....	61
7.2	Revisionspåtegningen	61
7.3	Anvendt regnskabspraksis.....	62
7.3.1	Business Performance versus IFRS.....	62
7.4	Hybridkapital	63
7.5	Reformulering af regnskabsopgørelserne.....	64
7.5.1	Reformulering af egenkapitalopgørelsen	65
7.5.2	Reformulering af balancen.....	65
7.5.3	Reformulering af resultatopgørelsen.....	67
7.5.4	Opsummering af de reformulerede regnskaber	68
7.6	Rentabilitetsanalyse	69
7.6.1	Niveau 1 – opdeling af driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter, samt finansielt gearing	70
7.6.2	Niveau 2 – Dekomponering af ROIC	71
7.6.3	Finansielt gearing og SPREAD.....	73
7.6.4	Opsummering af rentabilitetsanalysen	74
8	Budgettering	75
8.1	Budgetperiodens længde	76
8.2	Budgettering af driftsaktiviteter	77

8.2.1	DONG Energys forventninger.....	77
8.2.2	Vækst i omsætning	78
8.2.3	Vækst i driftsoverskud	81
8.2.4	Vækst i investeret kapital.....	84
8.2.5	Opsummering af budgettering	85
9	Værdiansættelse af DONG Energy	86
9.1	Den tilbagediskonterede cash flow	86
9.1.1	Fastlæggelse af driftens kapitalomkostninger (WACC)	87
9.2	Economic value added-model (EVA-model)	92
9.3	Værdiansættelse med DCF-modellen og EVA-modellen	93
9.4	Følsomhedsanalyse	98
9.5	Opsummering af værdiansættelsen.....	100
10	Konklusion.....	102
11	Bibliografi	104

1 Indledning

Energiselskabet Ørsted A/S blev stiftet i 1972, af staten som ønskede at Danmark skulle blive uafhængig af olien fra kriseramte lande. Ørsted har gennem sin eksistens skiftet navn 3 gange, hvor selskabet oprindeligt hed DNG A/S, og senere blev omdøbt til DONG. Efter fusionen med de 5 øvrige energiselskaber, ændret selskabet navn til DONG Energy. Gennem de sidste fire årtier har selskabet været gennem flere samfundsmæssige omvæltninger, som eksempelvis oliekriserne i 1973 og 1979 som medførte at energiselskabet satsede på naturgas, idet der fandtes store reserver af naturgas i Nordsøen. På trods af det nye forretningsområde med naturgasser blev DONG Energy særligt påvirket af konjunkturudsvingene på oliemarkedet som resulterede i at olieprisen faldt til lave niveauer gennem 1980'erne, hvilket det ligeledes påvirkede priserne på naturgassen. I to omgange måtte daværende DONG få tilført kapital af staten. Ligeledes skyldes oliens lavkonjunktur at DONG søgte nye aktivitetsområder, hvor der blandt andet blev satset på vindmøller. Senere i 90'erne kom EU med direktiver der skulle liberalisere energimarkedet for at sikre fair konkurrence på energimarkedet, idet energimarkedet er præget af høje adgangsbarrierer og dermed skabte en tendens til monopolselskaber. Liberalisering førte til konsolidering af energiselskaber, hvor formålet var at øge markedsandele. Som et led af liberaliseringen, opstod der et politisk spørgsmål om at DONG fortsat skulle være statsejet og den daværende folketing opnåede enighed om at det ville give mest mening at privatisere energiselskabet. Forudsætningen var at staten stadig skulle beholde aktiemajoriteten. Ideen med privatiseringen var oprindeligt planlagt med en børsnotering, men børsnoteringen blev udskudt flere gange på grund af, fusionen med de fem øvrige energiselskaber, folketingsvalg og finanskrisen.

I 2013 fremlagde DONG Energy en utilfredsstillende årsrapport, som afslørede en stor nedgang i egenkapitalen og på baggrund af de strategiske målsætninger i forbindelse med omstillingen til vedvarende energi, blev det nødvendigt at anskaffe kapital ude fra. Senere i samme år tilbød det amerikanske investeringsbank Goldman Sachs, sammen med to danske pensionskasser PFA og ATP, kapital til DONG Energy. Tilbuddet var baseret på en værdiansættelse på 31,5 mia. kr., hvilket det tiltrak enorm opmærksomhed fra medierne og befolkningen. Sagen udviklede sig til voldsomt, at nogle ligefrem betegnede det som en politisk skandale, idet sagen medførte mistillid til

politikere på grund af den selve proces omkring salget, særligt til det amerikanske investeringsbank som kort forinden salget oprettede skattelyselskaber.

2 Problemformulering

Som følge af gentagende forsøg på at privatisere DONG Energy, hvor processen med børsnoteringerne blev indstillet. Den første gang, hvor processen omkring børsnoteringen blev indstillet, var på baggrund af DONGs fusions med de øvrige fem energiselskaber, idet selskabet gennemgik en stor ændring og dermed var det ikke det rette tidspunkt at børsnotere. Senere blev der offentliggjort en planlagt børsnotering, men denne måtte udskydes på grund af et folketingsvalg. Den udskudt børsnotering som skulle finde sted i 2008, blev annulleret på baggrund af den finansielle uro på aktiemarkedet og dermed lød vurderingen at børsnoteringen ikke kunne forsvares da det sandsynligvis vil ende med en lav værdiansættelse. Efter finanskrisen havde lagt sig, og efterfulgt af den økonomiske opsving var det forventet at DONG Energy kunne børsnoteres til en rimelig værdi. Men børsnoteringen var umiddelbart skrinlagt. I 2012 fremlagde DONG Energy et skuffende regnskab og tvang DONG Energy til at finde ny kapital, hvilket det fik politikere til at trække i arbejdshandskerne. I 2014 blev andele af DONG Energy officielt solgt til Goldman Sachs, PFA og ATP, på baggrund af en værdiansættelse på 31,5 mia. kr. Værdiansættelsen var årsagen til den massive kritik fra medier og fra befolkningen, idet modstanderne mente at DONG Energy var langt mere værd. Hvilket det førte til flere diskussioner omkring værdien af DONG Energy.

Dette munder ud i en problemformulering der lyder således:

Hvad var DONG Energy A/S reelle værdi på salgstidspunktet?

I besvarelsen af problemformuleringen vil afhandlingen belyse DONG Energy med en strategisk og en regnskabsanalyse, med udgangspunkt i aflagte årsrapporter i perioden 2008-2012.

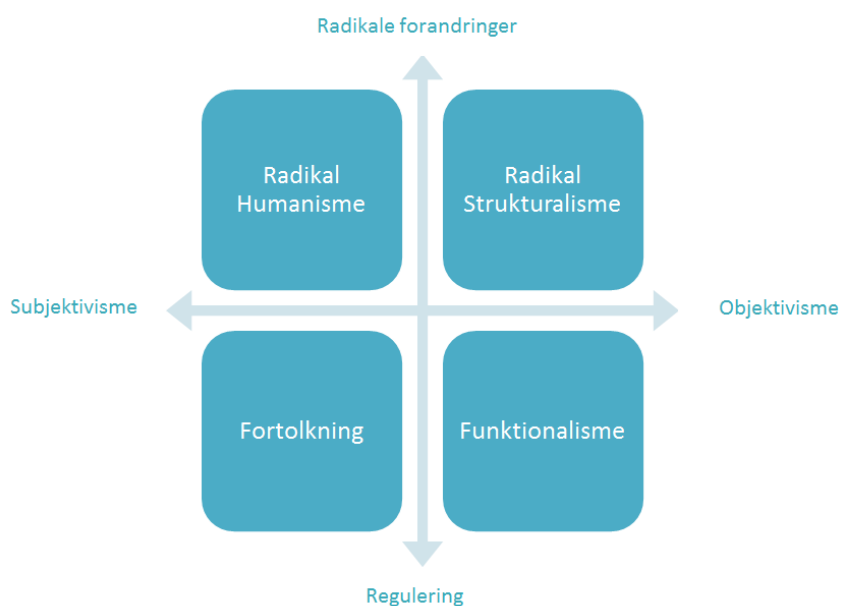
3 Videnskabelig metode

I dette afsnit vil der blive gennemgået en redegørelse af den videnskabelig metode, der er brugt i afhandlingen.

3.1 Metodologi

I denne afhandling tages der udgangspunkt i Burrell og Morgans fire sociologiske paradigmer. Der vil blive diskuteret og redegjort hvilken paradigme der benyttes i afhandlingen. Den nedenstående figur illustrerer en figur med fire rubrikker, der er opdelt fire paradigmer, som kaldes: Radikal Humanisme, Radikal Strukturalisme, Fortolkning, Funktionalisme.

Paradigmerne er stillet op efter en bestemt struktur, hvor det kan ses på figuren at de forskellige paradigmer har en bestemt plads i forhold til de to akser. Den ene akse repræsenterer hvorvidt et paradigme er tale om subjektivism eller objektivism, og den anden akse omhandler radikale forandring eller regulering.



Figur 1 - oversigt over Burrell og Morgans fire sociologiske paradigmer

3.1.1 Subjektivisme og objektivism

I den vandrette akse drejer sig om samfundsvidenskabens verdenssyn, der er opdelt i subjektivisme og objektivism. Inden man kan identificere at der er tale om subjektivisme eller

objektivisme, skal der tages udgangspunkt i fire antagelser; ontologi, epistemologi, menneskesyn og metode.

Subjektivisme		Objektivisme
Nominalisme	<i>Ontologi</i>	Realisme
Anti-positivisme	<i>Epistemologi</i>	Positivisme
Voluntarisme	<i>Menneskesyn</i>	Determinisme
Ideografisk	<i>Metode</i>	Nomotetisk

Figur 2 - Subjektivisme og objektivisme. Egen tilvirkning fra Burrell og Morgan (1979) s. 3

Ontologi: Er en tilgang som drejer sig om hvorledes virkeligheden opfattes. Individer har som udgangspunkt forskellige grundlæggende antagelser af virkeligheden. Nominalisme er den subjektive del af ontologien, hvor den objektive del kaldes realisme. I nominalisme afhænger opfattelsen af virkeligheden af det enkelte individ, hvilket betyder at individerne altid har forskellige opfattelser af virkeligheden. Virkeligheden er uafhængig af det enkelte individs opfattelse, under realisme – hvor virkeligheden eksisterer uden påvirkning fra individet. På måde har individerne en fælles antagelse af omverden. (Burrell og Morgan 1979, 4)

I denne afhandling forsøges der at være objektiv i vurderinger af DONG Energys fremtidige indtjeningsevne. Men da det er nødvendigt at foretage en reformulering af årsrapporterne og efterfølgende skal udarbejdes estimer til en budgettering af den fremtidige udvikling hos DONG Energy, vil det ikke kunne undgås at proforma-regnskabet og den efterfølgende værdiansættelse bærer præg af analytikerens subjektive vurderinger ud fra vedkommendes virkelighedsopfattelse. Dermed vurderes det at i den ontologiske tilgang, er afhandlingen overvejende præget af nominalisme.

Epistemologi: Tilgangen er kendt for erkendelsesteorien, hvor det drejer sig om individets erkendelse af omverdenen. Anti-positivisme er den subjektive del af epistemologien, og positivisme er den objektive del. Ved anti-positivisme erkender individet verdenen gennem sin egen viden, dermed skabes virkeligheden gennem individet. Mens positivisme har en mere åben tilgang på verdenen, som dermed forsøger at forklare og forudsige virkeligheden – som for eksempel kunne ske

gennem en observation – dermed er positivismen uafhængig af individets erkendelse af virkeligheden. (Burrell og Morgan 1979, 5)

Denne afhandling er præget af antipositivisme. Hvilket betyder at det ikke skal forventes at en anden analytiker vil komme frem til samme konklusion som i denne afhandling.

Menneskesyn: I denne tilgang er der tale om forholdet mellem samfundet, individet og synet på mennesker. Den subjektive del hedder voluntarisme og determinisme er den objektive del. På den subjektive del, voluntarisme, er det således at individer frit kan konstruere virkeligheden efter dem selv. Hvorimod den objektive del, determinisme, handler om individets handlinger i samfundet de befinder sig i. (Burrell og Morgan 1979, 6)

I afhandlingen er undertegnede menneskesyn voluntaristisk.

Metode: Tilgangen handler om de metoder og teorier der vil blive brugt i afhandlingen. Den subjektive del hedder ideografisk, mens den objektive del kaldes for nomotetisk. Ved den subjektive del, ideografisk metode, forsøges der at forstå individets handlinger så meget som muligt. Hvorimod ved nomotetisk metode, forsøges det at karakterisere systematiske og specifikke regler, samt mønstre. (Burrell og Morgan 1979, 6)

Afhandlingens metodologiske tilgang er præget af subjektivitet, idet der ikke forsøges at danne undersøgelsen generelle mønstre i opnåelse af resultater. Her forsøges det at forstå de enkelte forhold.

Ud fra subjektivisme og objektivisme-afsnittet, er det blevet afklaret at afhandlingens tilgang ligger på venstre side af den vandrette akse i Burrell og Morgans model med de fire sociologiske paradigmer. Det vil sige at tilgangen i afhandlingen er overvejende præget af subjektivitet.

I det næste afsnit vil der blive afklaret hvorledes afhandlingen befinder sig på den vertikale akse, i Burrell og Morgans model med de fire sociologiske paradigmer. De to sider i den vertikale akse er bestående af regulering og radikale forandringer.

3.1.2 Regulering og radikale forandringer

På den vertikale akse opdeles begreberne regulering eller radikale forandringer (Burrell og Morgan 1979, 17). Forskellen mellem begreberne, er at med radikale forandringer er mere optaget af strukturelle konflikter, modsætninger, som der forsøges at finde svar på. Mens reguleringen er mere optaget af social orden og tilfredsstillelse af individuelle og systemmæssige behov.

Da afhandlingen ikke har forsøget at komme med alternative løsninger til de modeller der anvendes til analysen af DONG Energy. Således ligger afhandlingens tilgang mere hen mod regulering og ikke radikale forandringer. Idet der arbejdes med eksisterende modeller, således at der allerede er grundlagt en struktur og afhandlingen er optaget af status quo, hvor situationen må vedblive som den er.

Ud fra redegørelsen af Burrell og Morgans fire sociologiske paradigmer, i de to tidligere afsnit, er det dermed vurderet afhandlingen ligger i mellem, funktionalismen og fortolkning. Idet funktionalismen forsøger at give rationelle forklaringer og løsningsforslag inden for arbejdsfeltet. (Burrell og Morgan 1979, 26) Dette stemmer overens med formålet af dette projekt, som tager brug af økonomiske modeller og teorier, til at finde afklaring af den eksisterende virkelighed skabt ud fra teorierne, men grundet behovet for reformuleringer af regnskaber, samt fastlæggelse af estimater kan det ikke undgåes at der forekommer subjektive præg i resultatet. Således undertegnedes udgangspunkt i afhandlingen at være objektiv som muligt og benytte gængse teorier og formler til besvarelse af problemformuleringen. Men disse kræver tillige at undertegnede estimerer nøgletal ud fra de kvalitative informationer fra den strategiske analyse.

3.2 Afgrænsning

Da afhandlingen har taget udgangspunkt i salget af DONG Energy og værdiansættelsen heraf, er afhandlingen fokuseret op de seneste fem årsregnskaber op til 2012, hvor 2012 var det seneste årsrapport før Goldman Sachs, PFA og ATP afgav tilbud. Således vil de efterfølgende årsrapporter ikke blive inkluderet i afhandlingen. Desuden kendes den efterfølgende historie allerede, derfor vil der forsøges at se bort fra den efterfølgende historie og danne et estimat af den fremtidige vækst i budgettering på et objektivt grundlag.

Denne afhandling vil heller ikke vurdere sagen fra et politisk perspektiv, og dermed vil foreholde sig neutralt til processen af salget til Goldman Sachs, PFA og ATP.

Til værdiansættelsen, vil der blive benyttet to modeller. Den tilbagediskonterede cash flow-model (DCF) og Economic value added-model (EVA). Og dermed ikke inkluderer residualindkomstmodellen (RIDO).

Regnskabsanalysen vil have sit udgangspunkt i koncernregnskabet og ikke isoleret set på moderselskabet. Dermed kan der foretages en vurdering af alle DONG Energys forretningsområder, der optræder som datterselskab til moderselskabet DONG Energy. Derfor benyttes koncernregnskabet, idet regnskaberne fra datterselskaberne bliver konsolideret til koncernregnskabet.

3.3 Kildekritik

Informationerne der er indsamlet til udarbejdelse af denne afhandling, stammer udelukkende fra sekundære data. Hvilket vil sige at informationskilderne er bestående af blandt andet, DONG Energy egne årsrapporter, nyhedssites, samt fagbøger. Det vil sige at man skal være varsom for hvilke kilder der skal inkluderes i afhandlingen, derfor er der valgt artikler som indeholder konkrete henvisninger til fakta. Ligeledes skal man som udgangspunkt være kritisk i forbindelse med DONG Energys årsrapporter, idet de kan have tendens til at formulere således at virksomheden fremstår bedre end hvad den reelt gør.

Ligeledes er der primært anvendt fagbogen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse: En praktisk tilgang", af Ole Sørensen. Ole Sørensen har publiceret flere bøger, og i nogle af de højere læreanstalter anvendes forfatterens litteratur. Bogen indeholder ligeledes de gængse teorier og modeller, som blandt andet den tilbagediskonteret cash flow-model (DCF) og vægtede gennemsnit kapitalomkostninger (WACC).

4 Teoriafsnit

4.1 Fundamentalanalyse

For at en ekstern analytiker skal kunne værdiansætte en virksomhed, gennemgås der en regnskabsanalyse, hvor der analyseres hvorledes en virksomheds kan skabe værdi for sine ejere i fremtiden. Den værdiskabende evne vurderes ud fra prognoser af virksomhedens fremtidige pengestrømme og overskud.

En regnskabsanalyse og en værdiansættelse omhandler begge om årsregnskaber, blot på forskellige perspektiver. En værdiansættelse er baseret på fremtidige årsregnskaber, hvilket vil sige at det er budgetterede årsregnskaber – såkaldte proforma-opgørelser. Dette kræver således at man som ekstern analytiker er i stand til at udarbejde fremtidige budgetterede årsregnskaber og deraf tager værdiansættelsen sit udgangspunkt i fremtidige regnskaber.

En regnskabsanalyse bygger derimod på historiske årsregnskaber, hvor regnskabsanalysen skal forsøge ved hjælp af nøgletal – såkaldte finansielle værdidrivere - afdække de faktorer der er årsag til de historiske overskud og pengestrømme. Den historiske udvikling af disse værdidrivere bliver udgangspunktet for en prognose af den fremtidige udvikling af værdidriveren, som deraf bliver ført frem i proforma-opgørelsen. Deraf kan oplysningerne i proforma-opgørelsen anvendes til at estimere en virksomheds værdi for ejerne.

Det kan være mangelfuldt at en værdiansættelse baseres udelukkende på regnskabsanalysens finansielle værdidrivere. Derfor kan der i en værdiansættelse være nødvendigt at tilføje et ekstra parameter. I en statisk verden kan de finansielle værdidrivere, som er beregnet ud fra historiske regnskaber, være tilstrækkelige at benytte og dermed videreføres til prognose af proforma-opgørelserne til de fremtidige år. Dette er en vanskelig praksis, idet verdenen er foranderlig. Derfor kræves der strategiske analyser til at supplere de historiske regnskabsanalyser, til at få et grundlæggende kendskab til virksomheden, samt til at kunne inddrage eventuelle ændringer i estimerne i de finansielle værdidrivere.

Inden for amerikansk litteratur kaldes det en fundamentalanalyse, når regnskabsanalysen suppleres med en strategisk analyse.

Formålet med den strategiske analyse er at afdække de ikke-finansielle værdidrivere i

virksomheden internt og dens relationer til omverdenen, som har stor betydning for virksomhedens værdiskabelse, samt analysere hvorledes disse påvirker de finansielle værdidrivere. Det er således vigtigt at inddrage en strategisk analyse i en estimering af en virksomheds værdi, idet der kan ske ændringer i virksomhedens strategi som blandt andet kan indebære satsning på nye produkter, omlægning i produktionen eller væsentlige ændringer i virksomhedens konkurrence- og markedsforhold. Disse forhold kan betyde at de eksisterende estimater af finansielle værdidrivere til prognose af proforma-opgørelsen skal justeres. Hvilket betyder at en regnskabsanalyse som er baseret på de historiske finansielle værdidrivere, ikke er særligt brugbare alene og skal derfor suppleres af en strategisk analyse. (Sørensen, 2012, s. 17)

Hvorat kunne være i stand til at vurdere virksomhedens evne til at skabe værdi for sine ejere. Værdiskabelse skal forstås således at der opnås afkast på sine investeringer, der overstiger kapitalomkostninger. Værdiskabelsen opnås via forskellige virksomhedsaktiviteter og for at kunne vurdere en virksomheds værdi, er der nødvendigt at forstå virksomhedens aktiviteter. Virksomhedsaktiviteterne kan deles op i tre grupper, som er generisk for alle virksomheder, driftsaktiviteter, investeringsaktiviteter og finansieringsaktiver.

Driftsaktiviteter: Skal forstås som den primære kilde til virksomhedens værdiskabelse, som består af forsyning til kunder med varer og serviceydelser. Det vil sige at driftsaktiviteter drejer sig specifikt om det kunderne køber. For eksempel en transportvirksomhed har driftsaktiviteter som pålæsning, transport og aflæsning af ting for kunderne – eventuelt også opmagasinering hvis virksomheden tilbyder dette.

Investeringsaktiviteter: Skal betragtes som køb og salg af økonomiske ressourcer, som giver virksomheden produktionskapacitet. Virksomheder behøver en form for kapacitet, før de kan forsyne kunderne med varer og serviceydelser. For at skille sig ud fra en driftsaktivitet, så kan dette eksemplificeres således at et køb af en lastbil kan være enten en drifts- eller investeringsaktivitet. Hvis virksomheden er en forhandler af lastbiler, så betragtes køb og salg af lastbiler som en driftsaktivitet. Men hvis virksomheden opererer inden for transportydelser, så betragtes lastbilen som en investeringsaktivitet.

Finansieringsaktiviteter: Finansieringsaktiviteter adskiller sig fra drifts- og investeringsaktiviteterne, da denne ikke påvirker disse aktiviteter. Dette er ikke ensbetydende

med at finansieringsaktiviteter ikke kan skabe værdi for virksomheden. Finansieringsaktiviteterne giver ejerne mulighed for at geare deres afkast. For eksempel kan en finansieringsaktivitet være at virksomheden vælger at investere dele af afkastet fra de øvrige aktiviteter til finansielle aktiver som blandt andet aktier og statsobligationer og så videre.

Det er vigtigt for en ekstern analytiker at danne en forståelse af disse virksomhedsaktiviteter, for at kunne forstå værdiskabelsen i virksomheden. Her er det problematisk at virksomhederne ikke opstiller deres årsregnskaber med adskillelse mellem drifts- og finansieringsaktiviteter. Da en ekstern analytiker eller investor ikke har et internt blik i virksomheden og derfor ikke ved hvorledes virksomheden håndterer sine drifts- og finansieringsaktiviteter.

Derfor er det nødvendigt for en ekstern analytiker at reformulere årsregnskabet til sin analyse. Hvilket betyder at poster i balancen skal reklassificeres i driftsaktiver og driftsforpligtelser, som stammer fra driftsaktiviteten. Og ud fra finansieringsaktiviteten, reklassificeres finansielle forpligtelser og aktiver. (Sørensen, 2012, s. 18 - 19)

4.1.1 Værdiansættelsesprocessen

Værdiansættelsesprocessen kan inddeles i tre forskellige faser. Den første fase er en analyse af den historiske udvikling og har formål i at danne en forståelse af virksomhedens hidtidige evne til at skabe værdi. I denne fase indsamles der relevant information om virksomheden, og en af de centrale kilder er virksomhedens årsrapporter. Ud over årsrapporter bør der også indhentes andre informationer som makroøkonomiske data, som kan have en væsentlig betydning for den pågældende virksomhed der er under analyse. Efterfølgende bliver de indsamlede informationer analyseret, hvor det hovedsageligt går ud op at danne sig en forståelse af virksomheden fra et kvalitativt perspektiv. Det betyder at den eksterne analytiker skal danne sig et overblik over hvad virksomheden beskæftiger sig med og hvorledes operationen foregår, samt hvem dens kunder og konkurrenter er. Ligeledes er det vigtigt at undersøge virksomhedens forretningsmodel og strategi, til vurdering om virksomheden opererer med en bæredygtig strategi til værdiskabelse. Derefter skal der gennemgås en regnskabsanalyse for at få afklaret de finansielle værdidrivere, som har været grundlaget for virksomhedens historiske værdiskabelse. Typisk er der "støj" i regnskabet, som tilslører virksomhedens værdiskabende evne. Derfor har regnskabsanalysens formål i at rense regnskabet for "støj", for at skabe et klarere billede af

virksomhedens værdiskabende evne.

For at præcisere, er det tidligere nævnt at værdi kan skabes ud fra virksomhedens driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Hvilket betyder at en regnskabsanalyse af den historiske værdiskabelse, kræver således en måling af rentabiliteten for både drifts- og finansieringsaktiviteten. Da årsregnskabet ikke stiller skarp forskel på disse to værdiskabende poster, er det derfor nødvendigt at reformulere de offentliggjorte balancer og resultatopgørelse til analysebrugen. Når balancer og resultatopgørelsen er reformuleret, foretages der en nøgletalsanalyse af den historiske rentabilitet og vækst. Rentabilitetsanalyse skal forsøge at give svar på niveauet på værdidrivere, som eksempelvis kan besvare størrelsen på virksomhedens overskudsgrad og hvor effektivt arbejdskapitalen anvendes. I vækstanalyse søges der afklaring om virksomhedens overskud er vedvarende og dermed vil vækstanalysen danne grundlag for prognosen for overskud og vækst i de fremtidige år. (Sørensen, 2012, s. 21 - 22)

I den anden fase af værdiansættelsesprocessen, skal løsningen fra den første fase benyttes til at udarbejde finansielle opgørelser i budgetform, hvilket vil sige proforma-opgørelse. En eksterne analytiker skal ikke blot budgettere de enkelte poster i årsregnskabet, men også benytte de nøgletal og finansielle værdidrivere der er fundet frem i en første fase i værdiansættelsesprocessen. Disse værdidrivere skaber således grundlag for forventningerne til virksomhedens værdiskabende evne i fremtiden. (Sørensen, 2012, s. 22)

Når man har færdiggjort proforma-opgørelserne, igangsættes den tredje og sidste fase af værdiansættelsesprocessen. Hvor virksomheden skal værdiansættes. Der findes en række forskellige modeller for værdiansættelse, som blandt andet regnskabsbaserede og pengestrømsbaserede værdiansættelsesmodeller. (Sørensen, 2012, s. 23)

4.1.2 Valg af værdiansættelsesmodel

Der findes adskillelige værdiansættelsesmodeller, som typisk er opdelt i to overordnede kategorier. Den kapitalbaserede og den relative værdiansættelsesmodel, Ole Sørensen (Sørensen, 2012) benytter begreberne relative og absolutte værdiansættelsesmodeller. Som ekstern analytiker må man vælge en passende værdiansættelsesmodel, da nogle af modellerne har den fordel ved at de er simple, men til tider kan simple teknikker overse vigtige dele i

værdiansættelsen. Det er således en balancegang mellem simpelhed og kompleksitet, som analytikeren skal afveje.

De relative værdiansættelsesmodeller kendetegnes ved ikke at inddrage budgettering eller proforma-opgørelser og dermed gør brug af information i et begrænset omfang. Mens det foreholder sig anderledes med absolutte værdiansættelsesmodeller, da disse inddrager budgettering som har haft udgangspunkt af en bred vifte af informationer fra historiske årsrapporter, samt virksomhedens strategi.

I den absolutte værdiansættelsesmodel, skal analytikeren forholde sig til at vælge mellem en direkte eller en indirekte model, hvilket afhænger af hvorledes analytikeren beslutter sig for at budgettere – om det er dividender, frie pengestrømme, overskud og så videre. Den direkte model beregner egenkapitalen gennem budgettering af pengestrømme der tilfalder virksomhedens ejere. Mens den indirekte model først beregner virksomhedsværdien, også kaldet Enterprise Value, og dernæst fratrækker værdien af virksomhedens forpligtelser og minoriteter for at komme frem til aktionærværdien eller egenkapitalen. (Sørensen, 2012, s. 25)

I denne afhandling bliver DONG Energy A/S værdiansat ved absolutte værdiansættelses modeller, hvilket vil sige at der tages udgangspunkt i virksomhedens historiske og fremtidige regnskaber – og dermed fokuserer på virksomhedens evne til at skabe værdi. Hvilket falder i tråd med DONG Energy A/S situation ved salgsøjeblikket og den bagvedliggende strategi i virksomheden. Værdiansættelsen foretages ved hjælp af følgende værktøjer "Discounted cash flow" (DCF) og Economic value added (EVA) med den begrundelse at DCF-modellen er en af de mest anvendte modeller til værdiansættelse. (Viallet & Hawawini, 2016, s. 487) Desuden vil DCF-modellen blive klassificeret med EVA-modellen. Disse modeller vil herom blive beskrevet.

4.1.3 Discounted cash flow-modellen

Den tilbagediskonterede cash flow-model (DCF) fokuserer på de frie pengestrømme som virksomhedens genererer. Der er to versioner af DCF-modellen, en direkte og en indirekte. Den direkte model diskonterer de frie pengestrømme til de ordinære aktionærer, mens den indirekte model diskonterer de frie pengestrømme til alle investorer.

Som nævnt i det forrige afsnit, at valget af den direkte eller indirekte model afhænger hvad analytikeren vælger at basere sin undersøgelse på.

Den indirekte model findes værdien af egenkapitalen således, at de frie pengestrømme diskonteres ud fra de vægtede gennemsnit kapitalomkostninger (WACC), hvoraf summen af de diskonterede pengestrømme i budgetperioden lægges sammen med nutidsværdien af terminalværdien, hvorefter de fratrækkes de finansielle forpligtelser, samt minoritetsinteresser, for at finde frem til værdien af den ordinære egenkapital, som er lig med værdiansættelsen af virksomheden.

Den direkte model, diskonterer den frie pengestrøm til de ordinære aktionærer, hvilket vil sige at långivernes afkastkrav ikke har indflydelse på formlen.

Den direkte og indirekte formel kan ses nedenfor:

Indirekte model:

$$= \sum_{t=1}^T = \frac{FCF_t}{(1 + r_{wacc})^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T} - NFF_0$$

FCF = Frie pengestrømme

WACC = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

T = antal af perioder i budgetperioden

g = den konstante vækstrate i terminalperioden

Direkte model:

$$= \sum_{t=1}^T = \frac{d_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{d_{r+1}}{(r_e - g)(1 + r_e)^T}$$

d_t = nettodividenden til ordinære aktionærer

g = den konstante vækst i terminalperioden

T = antal perioder i budgetperioden

r_e = egenkapitalomkostninger

4.1.4 Economic value added-modellen

EVA-modellen ligner på mange måder den tilbagediskonterede cash flow-model, hvor der tages udgangspunkt i proforma-regnskabet. Opsætningen til beregningen af selskabets værdi er stort set ens, hvor forskellen heri blot er at EVA benytter andre værdier til udregning af værdien. EVA-modellen er ækvivalent med DCF-modellen, hvor der må forventes at EVA-modellen vil vise det samme værdi af DONG Energy, som DCF-modellen.

Formlen for egenkapitalværdien via EVA ser således ud:

$$EV_0 = kap_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROIC - WACC) * kap_{t=1}}{(1 + WACC)}$$

ROIC = DO/primo netto driftsaktiver (NDA)

WACC = Vægtede gennemsnit kapitalomkostninger

kap₀ = det investerede kapital (primo NDA)

ROIC er således afkastet på det investerede, som fratrækkes de gennemsnitlige kapitalomkostninger. Det vil sige at (ROIC-WACC) fortæller den størrelsesorden virksomheden har vækstet efter kapitalomkostningerne, som multipliceres med primo nettodriftsaktiver for at finde værdien af EVA. EVA-værdien bliver efterfølgende diskonteret ud fra WACC. Således ender det med Enterprise Value findes ved at summen nutidsværdien af EVA lægges sammen med primo nettoaktiver og nutidsværdien af terminalværdi. Dernæst fratrækkes netto finansielle forpligtelser og minoritetsinteresser fra Enterprise Value, for at finde frem til værdien af ordinær egenkapital.

5 Selskabet DONG Energy A/S

I det følgende afsnit vil indeholde en redegørelse af DONG Energys historie, ejerforhold, aktiviteter, strategi og ligeledes vil de finansielle nøgletal gennem årene op til salget blive gennemgået. Det skal bemærkes at DONG Energy igennem tiden har haft flere navneændringer, for ikke at skabe forvirring, bliver DONG Energys tidligere navne omtalt i de tilhørende tidsperioder.

5.1 DONG Energys historie

Den danske stat grundlagde Dansk Naturgas A/S (forkortet DNG A/S) den 27. marts 1972, på baggrund af at embedsmændene i handelsministeriet (i dag erhvervsministeriet) udtrykte bekymring om Danmarks dybe afhængighed af olien. Danmarks energiforbrug var i denne periode i høj grad baseret på fossile brændsler som olie. På daværende tidspunkt var 90% af olien importeret fra Mellemøsten, som var hærget af konflikter og dermed anså man at der ville være større risiko for at de arabiske lande kunne lukke for olieeksporten. Handelsministeriet ønskede derfor at reducere afhængigheden af olien fra de arabiske lande og i stedet for atomkraft foretog regeringen den beslutning at satse på at indføre naturgas i den danske energiforsyning. I 1973 udbrød der krig i Mellemøsten, som udløste oliekrisen på grund af olieblokade fra de arabiske lande. Oliekrisen medførte at markante prisstigninger på olien. I december 1973 ændrede Dansk Naturgas A/S navnet til Dansk Olie og Naturgas A/S, heraf navnet DONG A/S.

Naturgassen måtte hentes fra et udenlandsk selskab, idet Danmark ikke selv producerede naturgas i Nordsøen. Men da der var stor interesse for at købe naturgas, kunne DONG A/S ikke komme i betragtning, da selskabet var for tæt knyttet til det politiske system til at kunne forhandle. Det var dermed ikke lykkedes for DONG A/S at købe naturgas. I kølvandet på oliekrisen blev der udarbejdet en energipolitik af Folketinget, hvor målsætningen var at danne en differentieret energiforsyning - hvilket betød af afhængigheden af olie skulle forebygges ved at øge forbruget af kul.

DONG A/S indgik A.P. Møller aftale om at levere gas fra Nordsøen, og i 1979 fik DONG A/S opgave fra Folketinget til at opbygge et forsyningsnet, også kaldt transmissionsnet, som skulle transportere gassen fra gasfelterne i Nordsøen til Danmark.

Op gennem midten af 1980'erne opstod der store underskud på naturgasprojektet, da gasprisen fulgte med olieprisen som var meget lav i denne periode. DONG A/S havde derfor behov for kapitalindsprøjtning fra den danske stat i 1984 og igen 1987.

I den sidste del af 1980'erne etablerede EU "Det Indre Marked" og dermed skete der ændringer i energipolitikken, hvilket betød en liberalisering af energisektoren. Da DONG A/S var et statsselskab, medførte liberaliseringen af DONG A/S over tid mistede flere privilegier – da DONG

A/S blandt andet mistede monopol-status og kunne dermed forvente konkurrence fra indenlandske såvel som udenlandske selskaber.

EU's liberaliseringsdirektiv fra 1996 blev indført i dansk lovgivning med el-reformen af 1999. El-loven skulle sikre en markedsåbning, som skulle give danskerne et frit leverandørvalg. Planen var at markedsåbningen skulle ske gradvist og skulle kulminere den 1. januar 2003, således el-markedet var helt åbent for alle danske kunder fra denne dato. (Rüdiger, 2013) (Frederiksen, 2012)

Efterfølgende fremlagde DONG A/S en strategi i slutningen af 1990'erne som skulle omdanne DONG A/S fra et gasselskab til et energiselskab og aktiviteterne skulle således dække et større område af energisektoren. Flere selskaber fusionerede sig for at blive større. Og DONG A/S havde henblik til at opkøbe distributionsselskaber i elsektoren og i 2004 bød muligheden sig. Det nordsjællandske NESA blev sat til salg, men det lykkedes dog ikke DONG A/S at opkøbe NESA – i stedet blev NESA solgt til ELSAM, som var et samarbejdsorgan for seks jysk-fynske kraftværkselskaber. Men det endte dog med at DONG A/S opkøbte med ELSAM, NESA, Energi E2, Frederiksberg Forsyning og Københavns Energi, i 2006. Fusionen var Danmarkshistoriens største.

På grund af EU lagde grund til liberalisering af el-markedet, skulle fusionen op til vurdering hos EU-Kommissionen og Konkurrencestyrelsen, for at sikre at fusionen ikke ville skade konkurrencen. EU-Kommissionen og Konkurrencestyrelsen vurderede at fusionen ville skade konkurrencen på både engros- og detailmarkedet for naturgas og øge adgangsbarrierer på disse markeder, således ville fusionen fjerne en væsentlig del af efterspørgslen på naturgas. Derfor var fusionen var betinget af at DONG A/S solgte et af de to gaslagre og i seks år bortauktionerer gas svarende til 10% af det danske forbrug i 2005.

På detailmarkedet for el, vurderede EU-Kommissionen og Konkurrencestyrelsen at fusionen ville skabe en virksomhed med en markedsandel på mellem 25% og 30%. Dermed vurderedes det at den fusionerede virksomhed ikke ville skade konkurrencen. (DONGs køb af Elsam, Energi E2, Frederiksberg Elnet og Københavns Energi, 2006)

Dermed betød det at DONG A/S fik sit nye navn DONG Energy i 1. juli 2006 og man besluttede på baggrund af den globale klimadiskussion om at vælge den grønne profil, som indebar at gennemføre en omfattende omlægning af selskabets produktion af el. Brugen af de fossile

brændsler, som gas, kul og olie skulle reduceres og planen var at i 2020 skulle 85% af al elproduktion ske ved hjælp fra vedvarende energi som vind. Her har DONG Energy investeret massivt i havmøller både i danske og udenlandske farvande.

Til trods for at DONG er et statsligt selskab har selskabet siden 1980 gradvist opnået større selvstændighed og den politiske styring er blevet mindre, således at styringen primært består i udpegningen af bestyrelsen og kontakten mellem bestyrelsesformanden og finansministeriet – som er den formelle ejer. (Rüdiger, 2013)

5.1.1 Privatisering af DONG

I 2004 indgik den daværende VK-regering aftale med Socialdemokraterne, Dansk Folkeparti, Socialistisk Folkeparti og Det Radikale Venstre, om en børsnotering af DONG A/S. På dette tidspunkt ejede staten 100% af DONG A/S og baggrunden for aftalen var, at naturgasmarkedet blev den 1. januar 2004 åbnet op for fri konkurrence – og dermed blev DONG A/S monopol på området brudt. Hvilket betød at alle naturgasforbrugere kunne frit vælge leverandør. Dette var årsagen til at VK-regeringen og de øvrige partier fandt det naturligt at få private aktionærer ind i DONGs ejerkreds, ligesom det ville understrege at DONG er underlagt de samme forretningsmæssige vilkår som sine konkurrenter. Aftalen indebar at aftalerne om naturgasinfrastrukturen skulle forblive i offentligt eje, så længe staten bevarede aktiemajoriteten. I tilfælde af aktiemajoriteten afhændes, skulle naturgasinfrastrukturen tilbagekøbes. (Finansministeriets pressemeddelse, 2004)

Børsnoteringen blev ikke realiseret i de efterfølgende år, da DONG A/S undervejs fusionerede med det jysk-fynske elsamarbejde ELSAM A/S i 2006. Som en del af fusionen afgav staten gennem en kapitalforhøjelse ene ejerskabet af DONG A/S. Ligeledes blev der indgået en aktionæroverenskomst med de nye aktionærer i selskabet. Efter fusionen ejede staten 73% af DONG A/S, og de resterende 27% var ejet af de tidligere aktionærer i ELSAM A/S og Energi E2 A/S. Jævnfør aktionæroverenskomsten var staten forpligtet til at sælge op til 30% af sine aktier ved en eventuel børsintroduktion, hvilket svarer til cirka 21,9% af de totale aktier i DONG Energy A/S – dermed ville staten tillige bevare aktiemajoriteten, da 73% fratrasket 21,9% er tilsvarende til en aktiepost på 51,1%.

De øvrige aktionærer var, jævnfør aktionæroverenskomsten, forpligtet til at stille yderligere 5,9%

af aktiekapitalen, således ville være 27,8% af aktiekapitalen til rådighed for salg i forbindelse med en børsintroduktion. (Finansudvalget, 2007)

Finanskrisen, som brød ud i slutningen af 2007, var en væsentlig årsag til at den daværende finansminister, Lars Løkke Rasmussen, besluttede at udsætte børsnoteringen. Begrundelsen var at finansministeriet vurderede på baggrund af de internationale aktiemarkeder, som var præget af betydelige fald. Og dermed var der væsentlig usikkerhed for de eksisterende aktionærer i DONG Energy A/S ville kunne opnå en salgspris, som anses for at være rimeligt. (Pressemeddelse, 2008)

Igen i 2008, måtte regeringen udskyde børsnoteringen af DONG Energy A/S med samme begrundelse for den tidligere udskydelse, hvor uroen på finansmarkederne som satte en stoppe for en børsnotering. (Dong-børsnotering er udskudt, 2008)

Børsnoteringen af DONG Energy A/S kom igen på tale i 2013, da regeringen bekræftede DONG Energy-aftalen med Venstre, Det Konservative Folkeparti og Dansk Folkeparti. Officielt var målet at lade DONG Energy A/S børsnotere. Ligeledes var det et krav at staten bibeholder aktiemajoriteten, således at el- og naturgasinfrastrukturen fortsat var under statens kontrol. (DONG Energy aftale 2013, 2013) DONG Energy A/S regnskab fra 2012 afslørede også et milliardunderskud, hvilket det må regnes for at være en væsentlig årsag til at aftalen om en børsnotering blev igangsat.

I september 2013 afgav det amerikanske investeringsbank Goldman Sachs og pensionselskaberne ATP og PFA et tilbud på køb af aktier i Dong Energy A/S, og den efterfølgende måned når Finansministeriet enighed om et kapitalindskud på 11 mia. kr. fra de tre tilbudsgivere. Samlet gav det selskaberne en ejerandel på 26% i DONG Energy A/S. Goldman Sachs erhvervede sig 19% af aktierne, for otte mia. kr. – hvor de resterende 3 milliarder kom fra ATP og PFA, som fik henholdsvis 5% og 2% af aktierne. Aktietegningen var baseret på en værdiansættelse af DONG Energy A/S på 31,5 mia. kr. Ejerstruktur blev således, at statens ejerandel faldt fra 81% til 60%, og de eksisterende mindretalsaktionærer – SEAS-NVE, SE Energi, Inero Horsens, Nyfors Entreprise og Galten Elværk – blev reduceret fra 19% til 14%. (11 mia. kr. fra private investorer til DONG Energy, 2013) Salget af DONG Energy A/S godkendes af Finansministeriet den 30. januar 2014.

(Godkendelse af kapitaludvidelse i DONG Energy, 2014) Kort forinden godkendelsen havde finansminister Bjarne Corydon afvist fire danske pensionskasser, som tilbød at træde til som investor i stedet for den amerikanske investeringsbank, Goldman Sachs.

5.1.2 Kritik af salget og den politiske uro

Salget af DONG Energy fik stor medieovervågning og fik massiv kritik, der blev organiseret demonstrationer i København og Århus (Demonstration: Stop salget af Dong, 2014), og underskriftindsamlinger mod salget (Nej tak til statens salg af DONG til Goldman Sachs, 2014). Ligeledes var der kritik mod at sælge infrastruktur (Split Dong op og bevar kontrollen med elnettet', 2013)

Med staten som hovedaktionær i DONG Energy A/S, medførte salget også politisk modstand, hvilket det endte med at Socialistisk Folkeparti (SF) valgte at forlade regeringen. SF protesterede mod at man valgte Goldman Sachs som investor fremfor de danske pensionskasser (Forstå sagen om dong salget, 2017), hvorimod finansminister Bjarne Corydon afviste kritikken og mente at "DONG-aftalen" var det bedste løsning for DONG Energy A/S og for den danske stat. (Forstå DONG sagen på fem minutter, 2014)

Et andet kritikpunkt i aftalen var, at der menes at værdiansættelsen af DONG Energy A/S på 31,5 mia. kr. var alt for lavt, med den begrundelse at en af DONG Energy A/S ejere, SEAS-NVE, før finanskrisen estimerede at DONG Energy A/S var omkring 60-65 mia. kr. værd. Tallet fremgik indirekte af SEAS-NVEs årsrapport 2006, hvor værdien af SEAS-NVEs aktiepost på 11% i DONG Energy A/S var opgjort til at være over 6 mia. kr. værd. (DONG prissat til 60-70 mia. kr, 2007)

5.1.3 Efter salget af DONG Energy A/S

Modstanderne af salget, mente at deres argument for at værdiansættelsen var for lav, blev væsentlig forstærket da DONG Energy A/S offentliggjorde prospektet for børsnoteringen i 2016. Heri fremgik det at DONG Energy A/S værdiansættes til mellem 83,5 og 106,5 mia. kr. – således at Goldman Sachs daværende aktiepost vil blive 19 mia. kr., hvilket er en betragtelig stigning fra de otte milliarder de investerede med. (Blev DONG solgt alt for billigt? Så mange milliarder scorer Goldman Sachs efter bare to år, 2016)

Den 9. juni 2016 blev DONG Energy A/S børsnoteret til en pris på 235 kr., og regnet ud fra det totale antal aktier på cirka 420 millioner, var markedsværdien på noteringstidspunktet på omkring 98,8 mia. kr.

DONG Energy A/S frasolgte sin olie- og gasaktiviteter til schweiziske INEOS for syv mia. kr., i maj 2017 og dermed sluttede de aktiviteter der har været med fra selskabets start i 1972. (DONG sælger olie- og gasforretning for op til 8,7 milliarder kroner, 2017)

I forbindelse med afhændelsen af olie- og gasaktiviteterne, valgte selskabet den 6. november 2017 at skifte navnet fra DONG Energy til Ørsted, da DONG-navnet er en forkortelse for "Dansk Olie og Naturgas", harmonerede det ikke længere med selskabets grønne profil. Da selskabet arbejder på at skabe et Danmark og en verden, der udelukkende kører på grøn energi. (Om Ørsted, 2018)

5.2 DONG Energys organisation

DONG Energy bestod i 2012 af 6.735 medarbejdere og har hovedsæde i Danmark.

DONG Energy opererede inden for tre markeder som Exploration & Production, Wind Power, Thermal Power, Energy Markets og Sales & Distribution. Selskabet var udformet således at DONG Energy reelt er et moderselskab, hvor de 5 markeder er stiftet som datterselskaber. DONG Energy fører koncernregnskab, hvor disse 5 datterselskabers regnskaber er konsolideret. Reelt er der mange flere datterselskaber, delt op i flere lokationer.

DONG Energy opererer i en geografisk tilstedeværelse som dækker over lande som Storbritannien, Norge, Holland, Tyskland, Danmark, Sverige. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 5)

5.2.1 Vision og Værdier

DONG Energy mener at det er på tide at handle og skabe en verden der kører på grøn energi og at verdenen har brug for en øjeblikkelig handling, som reducerer klimaforandringens konsekvenser. Over en tredjedel af den globale CO₂-udledning stammer fra energiproduktion, hvilket er alt for meget ifølge DONG Energy – og derfor har de allerede for ti år siden gentænkt deres forretningsstrategi, hvor de påbegyndte at omstille selskabet fra et sort til et grønt energiselskab. Blandt andet har de i forbindelse med den nye forretningsstrategi udfaset kul.

I 2012 var DONG Energy en markedsleder inden for offshore vindmøller med en markedsandel på 38% af Europas kapacitet. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 5)

5.2.2 Ejerforhold

Aktionærsammensætningen viste pr. 31. december 2012, således at den danske stat med en ejerandel på 79,96% var hovedaktionær i DONG Energy. Herudover har energiselskabet NVE-SEAS 10,88%, mens resten er fordelt ud til aktionærer i Storbritannien, Danske Institutionelle Investorer, Nordamerika, private investorer og øvrige. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 5)

5.3 DONG Energys aktiviteter

Dette afsnit er afgrænset til perioden 2006 til 2012, hvor DONG A/S fusionerede med ELSAM A/S, da der var tale om en horisontal fusion hvor disse selskaber ikke i forvejen er forbundne og ligeledes fra et regnskabsmæssigt perspektiv er det oplagt at tage udgangspunkt i fusionen, idet selskabernes aktiver og passiver blev lagt sammen.

I afsnittet vil der blive dannet et overblik over DONG Energy aktiviteter og det forventelige udvikling efterfølgende, for at give en ide om hvilke omlægninger DONG Energy har gennemgået i forbindelse med opnåelse af vision og mission. Ligeledes vil DONG Energy omstilling til vedvarende energi blive gennemgået.

5.3.1 Exploration & Production

Dette forretningsområde står for efterforskning og produktion af olie og gas i Danmark, Norge, Storbritannien, på Færøerne og i Grønland. Desuden ejer forretningsområdet en andel af naturgasledningsnettet fra de norske felter til det europæiske kontinent og Storbritannien.

I 2012 udgjorde den totale produktion af olie og gas 28,5 mio. beo., hvilket er svarende til at forretningsområdet har haft en vækst på i alt 54% i perioden 2008 til 2012.

5.3.2 Wind Power

Forretningsområdet står for udvikling, opførelse og drift af havvindmølleparker i Danmark, Storbritannien, Polen, Norge, Sverige og Tyskland. Samt har forretningsområdet ejerskab af andel i vandværkskraft i Sverige. Ifølge årsrapporten fra 2012, er installeret 1,7 GW. I 2012 udgjorde vind- og vandkraften 29% af koncernens samlede elproduktion, hvilket var mere end de 22% der blev produceret i 2011. Ligeledes steg omsætningen med 3,5 mia. kr. til 7,8 mia. kr., hvilket det indikerer at forretningsområdet er i stor vækst. DONG Energy ejer flere havvindmølleparker, hvor de tillige står for en stor del af driften. DONG Energy var i 2012 det selskab der har bygget flest havvindmølleparker og de havde et stærkt ønske om at fastholde deres position som global markedsleder, desuden vil de fortsætte med at bane vejen for havvind på nye markeder og udvikle en global forretning. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 24)

5.3.3 Thermal Power

Elproduktion fra konventionelle kraftværker, hvor der bruges fossile brændsler, har længe været presset af faldende elpriser i Europa. Dette ses ligeledes i Danmark, hvor DONG Energy har størstedelen af sine kraftvarmeværker. Således har de faldende indtægter fra elproduktionen medført større fokus på produktion af fjernvarme, da denne indtægtskilde er mere stabil på grund af langsigtede varmekontrakter med større bysamfund.

I de seneste år er der blevet stille krav fra de store varmekunder, om at deres leverancer skal dækkes af grøn energi, hvilket har været en af drivkraften til konvertering af de konventionelle kraftværker med fossiler brændsler til bæredygtig biomasse. Et kraftvarmeværk som er baseret på bioenergi, giver en fleksibel produktionskapacitet som kan fungere som supplement til den svingende energiproduktion fra vindmøller og solcelleanlæg.

Siden 2012 var der kommet mellem 0,5 til 1,0 GW stigning i bioenergiproduktion i Europa. Danmark stammede 13,4% af elproduktionen fra bioenergi, hvilket er næsten dobbelt som meget sammenlignet med Europa, hvor 7,5% af elproduktionen kom fra bioenergi. Forretningsområdet rådede over 48% af den tilgængelige termiske produktionskapacitet i Danmark og producerede en tredjedel af det danske fjernvarmeforbrug.

Der er store miljøproblemer, når de globale affaldsmængder vokser med stor hast og det forventes at det fortsætter i den nærmeste fremtid. Størstedelen af affaldet ender på lossepladser eller ude i naturen. Det betyder at samfundet går glip af muligheden for at udnytte de ressourcer affaldet kan give til blandt andet genanvendelse og energiproduktion. Mange lande er dog i gang med at omstille deres affaldssystemer og det skaber vækstpotentiale inden for grønne affaldsbehandlingsteknologier. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 5) (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 24)

5.3.4 Energy Markets

Dette forretningsområde står for optimering og afdækning af energiporteføljen, herunder engroshandel med gas og el. Energy Markets er den største omsætningspost i DONG Energys regnskab, hvilket dette også bevirkede at hele koncernens regnskab gik i minus som følge af de negative resultater fra Energy Markets.

Opgaven hos Energy Markets består af optimering og risikostyring ved hjælp af handel med energi på energibørser og med engroskunder. Forretningsområdet var i 2012 den førende engrossælger af el og gas i Danmark. Men Energy Markets er meget følsom over for udviklingen i energipriser og derfor kræver kompetente medarbejdere at vende konjunkturudsvingene til DONG Energys fordel.

5.3.5 Sales & Distribution

Dette forretningsområde står for salg og distribution af el og gas. Hvor de var Danmarks førende distributør af el og gas med markedsandele på henholdsvis 27% og 28%. Forretningsområdet står ligeledes for detailsalg i Danmark, Sverige, Holland og Storbritannien.

Områdets business drivers er bestående af udviklingen i el- og gasmarginer, samt at sikre forsyningssikkerhed som deraf giver øget kundetilfredshed. Og desuden står området også for at levere kundeservice. Sales & Distribution er således det forretningsområde der har direkte kontakt med kunderne.

5.4 DONG Energys strategiplan og den grønne omstilling

I 2006 påbegyndte DONG Energy A/S deres strategiplan om at gå fra et sort til et grønt energiselskab. Det har betydet at selskabet har gennemgået store ændringer i forbindelse med den grønne omstilling. I 2006 var DONG Energy A/S var en stor forbruger af kul, at de var blandt de mest kulintensive energiselskaber i Europa. Dengang stod den vedvarende energi kun for 13% af varme- og elforsyningen, men ambitionen er at i 2020 skal 80% af varme- og elproduktionen baseres på vedvarende energikilder, og kul skal være fuldstændigt udfaset i 2050.

De vedvarende energikilder er hovedsageligt bestående af havvindmølleparker. I 2012 har havvindmølleparkerne en kapacitet på 1,7 GW, hvor der er investeret flere mia. kr. til udbygningen. Det betød at DONG Energy var iblandt Europas største producent af vedvarende energi.

5.4.1 Strategiske mål

Dette afsnit vil opsummere alle strategiske mål hos DONG Energy i fire strategiske hovedspor.

DONG Energys forretningsstrategi tager afsæt i nogle af de helt store udfordringer på energimarkedet, da DONG Energy målrettet stræber mod at skabe mere værdi ved at levere stadigt mere ren og stabil energi uden udledning af CO₂. Udfordringen består blandt andet i at i 2111 passeret antallet af mennesker på jorden syv milliarder og antallet forventes at vokse. Dette er ensbetydende med at verdens behov for energi ligeledes vil vokse, hvilket dette er medgivende til at DONG Energy føler et ansvar for at være på forkant i omstilling til vedvarende energi, idet den voksende befolkning vil alt andet lige belaste jordens klima yderligere.

I 2012 var DONG Energys målsætning at frem mod 2020 skal udledningen af CO₂ fra produktionen af el og varme halveres i forhold til 2006.

Investeringerne vil øge DONG Energys energiproduktion og foretages primært i forretningsområderne Exploration & Production og Wind Power, da det er områderne hvor DONG Energy har de største konkurrencemæssige fordele, samt kompetencer. Og for at være beredt på fremtidens forandringer i marked og samfund, forbereder DONG Energy sine strategiske

prioriteringer således at koncernen skal målrettet arbejde med innovation for at bibeholde sit forspring i omstillingen til vedvarende energi.

5.4.1.1 De fire strategiske hovedspor:

DONG Energy deler sine ambitiøse målsætninger op i fire strategiske hovedspor, således at DONG Energy kan følge op på udviklingen derpå.

Vækst inden for vind og biomasse:

Som nævnt var målet for DONG Energy at i 2020, skal udledningen af CO₂ pr. produceret kWh være halveret i forhold til niveauet i 2006 og i 2040 skal CO₂ udledningen være reduceret til 100 g/kWh.

Dette skal opnås ved en omfattende omstilling af DONG Energys elproduktion fra fossil til vedvarende energi. Sideløbende fortsættes udbygningen af offshore vindmølleparker. De kulfyrede kraftværker skal omstilles til biomasse og ligeledes har DONG Energy foretaget investeringer i kraftværker der anvender gas i stedet for kul, idet gassen udleder væsentlig mindre CO₂.

Idet at være på forkant i omstillingen til vedvarende energiproduktion giver DONG Energy en teknologisk fordel i forhold til dens konkurrenter.

Kapaciteten for elproduktion fra vind og biomasse er fortsat stigende og anvendelsen af kul er reduceret. Udover den stigende kapacitet, har DONG Energy ambitioner om at fastholde positionen som global markedsleder inden for offshore vindmøller. DONG Energy har arbejdet med høj intensitet på at udvikle og opføre vindmølleparker i et samlebåndskoncept, hvor det gik ud på at effektivisere alle dele værdikæden i havvindmølleproduktionen.

DONG Energy lavede en omfattende aftale med Siemens om en levering af over 500 havvindmøller og ud over købet, blev installationsrederiet A2SEA, i fællesskab med Siemens, opkøbt. Disse tiltage kan hjælpe med at opføre vindmølleparkerne i en kontinuerlig proces, hvilket det ligeledes sænker omkostningerne. (DONG Energy Årsrapport, 2011, s. 10)

Vækst inden for fremskaffelse af olie og gas:

DONG Energy vil opretholde forsyningssikkerheden og indtjeningen ved at øge produktionen af olie og gas. Dette sker gennem investeringer i Exploration & Production af olie og gas fra egne felter i Nordsøen.

DONG Energy har gode kompetencer inden for efterforskning og produktion af olie og gas. DONG Energys målsætning er at disse kompetencer de har til gode, skal bidrage til at opnå en solid vækst i produktion af olie og gas, samt forøgelse af reserver ved hjælp af efterforskning. (DONG Energy Årsrapport, 2011, s. 12)

Robusthed gennem den integrerede forretningsmodel:

DONG Energys forretningsmodel er fuldt integreret med værdiskabelse i alle led af energiens værdikæde, hvor upstream med efterforskning og produktion af olie og gas, samt produktion af el. Og ved midstream med handel, engrossalg og distribution af energi og ved downstream med direkte salg af energi til slutkunderne.

Denne integrerede forretningsmodel sikrer DONG Energy robusthed og fordeling af risici for de enkelt led i værdikæden, hvor investeringer i to vækstområder som Exploration & Production og Wind Power er fordelt ud over flere lande og sker i samarbejde med flere forskellige samarbejdspartnere og dermed opnås der en fordeling af risikoen.

De to vækstområder komplementerer hinanden risikomæssigt, hvor investeringerne i Wind Power sikrer en forholdsvis stabil indtægt på grund af reguleringer og de økonomiske støtterejmer. Investeringerne i Exploration & Production har et afkast med større usikkerhed, men også med stort potentiale. Den geografiske spredning af elproduktionen fra havvindmøller og kraftværker er med til at reducere koncernens markedspriserisici. (DONG Energy Årsrapport, 2011, s. 14)

Udviklingen af fremtidens fleksible energisystem:

Idet andelen af vindenergi stiger, øges behovet for et fleksible energisystem.

I takt med afhængigheden af fossile brændsler reduceres, betyder det at andelen for en stabil energikilde ligeledes reduceres. Da vindenergi er en fluktuerende energikilde, kan det være vanskeligt at matche udbuddet med efterspørgslen. Derfor er der behov for et fleksible energisystem. DONG Energy tager aktivt del i udviklingen af fremtidens energisystem. DONG Energy er engageret i udviklingen af nye teknologier, som kan medvirke til at skabe en balance mellem elproduktionen og elforbruget.

Løsningen er blandt andet at energibehovet kunne afhjælpes ved at anlægge kabler til transmission af el til de omkringliggende markeder.

DONG Energy nævnet i årsrapporten at i fremtiden vil biomasse supplere vindkraften med at sikre en ren og stabil energi. Koncernen har i de sidste 10 år fra 2011, forsket i hvordan man kan anvende en intelligent løsning til udnyttelse af biomasse til elproduktion. (DONG Energy Årsrapport, 2011, s. 16)

5.5 DONG Energys økonomiske situation efter fusionen i 2006

I 2006 fusionerede DONG A/S med de fem andre danske energiselskaber, bestående af Elsam, Energi E2, Nesa, Københavns Energi og Frederiksberg Forsyning. Som førte til at DONG Energy A/S blev Danmarks største energiselskab og årsagen til fusionen var, at liberalisering af energimarkedet førte til øget konkurrence. Og dermed var konsolidering af energiselskaber nøglen til at øge sine markedsandele og chancer for overlevelse, hvilket betød at opkøbet af de fem andre energiselskaber fandt sted. Dermed kunne DONG Energy A/S, med sin selskabsstørrelse, konkurrere mod andre europæiske selskaber.

I forbindelse med sammenlægning af de seks energiselskaber opstod der et naturligt behov for at revurdere den eksisterende strategi. Den nye strategi bestod af tre kerneelementer.

Fremskaffelse af konkurrencedygtig gas: Formålet var at opbygge højere egenproduktion af gas, dels at supplere egenproduktionen med længerevarende indkøbsaftaler. I juni 2006 indgik DONG Energy A/S en 20-årig aftale med det russiske selskab Gazprom om gasleverancer fra og med 2011. Og DONG Energy var forpligtet til at levere gas i Storbritannien fra udgangen af 2007 og 15 år frem.

Etablering af en stabil og bæredygtig elproduktion: Strategien skulle sikre størst mulig effektivitet og fleksibilitet i valget af brændselstyper inden for termisk el- og varmeproduktion, samtidigt skulle der opbygges en større kapacitet inden for vindmølleområdet. Således havde udviklingen af CO₂-neutrale anlæg særlig høj prioritet.

Optimering af infrastrukturen og markedspositionen: Strategien gik ud på at integrere de seks energiselskaber løbende, hvor blandt andet el-kunderne fra hvert selskab skulle integreres i et fælles IT-system.

På baggrund af den øget konkurrence, forventede man stadig faldende markedsandele. Således skulle markedspositionen styrkes ved hjælp af en række nye salgskontrakter og samarbejdsaftaler i udlandet, specielt Tyskland og Holland.

Som følge af finansieringen af fusionen var på plads og der ikke var behov for at optage nye lån, opgraderede kreditrangeringsbureauerne, Moody's og Standard & Poor's, DONG Energy A/S rating. (DONG Energy A/S Årsrapport, 2006)

6 Strategisk analyse

Den strategiske analyse af DONG Energy A/S indgår i den første fase af værdiansættelsesprocessen. Analysen har formål til at identificere og beskrive de ikke-finansielle værdidrivere, såvel internt som eksternt, som har effekt på værdiskabelsen hos DONG Energy. Således bliver der i afsnittet redegjort for DONG Energys stærke og svage sider, samt give et overblik over hvilke muligheder og trusler selskabet står overfor. Med analysen kan den eksterne analytiker dermed vurdere bæredygtigheden af virksomhedens rentabilitet og foretage et realistisk skøn over den fremtidige rentabilitet og eventuelle værditilvækst. (Sørensen, 2012, s. 65)

En virksomheds evne til at genere et afkast på dens kapital, som er større end dens kapitalomkostninger, er i den grad afhængig af de ikke-finansielle værdidrivere – da styringen af virksomhedens gennem strategiplanlægning er sket på grundlag af de eksterne faktorer som udviklingen på konkurrencemarkedet. Dermed er en strategisk analyse væsentligt element i en fundamentalanalyse, da virksomhedens strategiske evner, samt mål og vision, kan have en

væsentlig betydning for proforma-årsregnskaber – som udarbejdes i den næste fase i værdiansættelsesprocessen.

I dette afsnit vil den strategiske analyse blive opdelt i en intern og en ekstern analyse.

I den interne analyse vil der blive foretaget en værdikædeanalyse, hvor DONG Energys aktiviteter vil blive belyst.

I den eksterne analyse vil værktøjet PESTEL-analysen blive anvendt, med formål til at analysere DONG Energys makromiljø, der danner de ydre rammer for selskabets erhvervsudfoldelse. (Sørensen, 2012, s. 66) Derefter vil der blive foretaget en markedsanalyse på brancheniveau ved anvendelse af Porters five forces, hvor DONG Energys position i konkurrencemarkedet vil blive analyseret. Afsnittet vil blive rundet af med en SWOT-analyse som belyser DONG Energys styrker og svagheder, samt muligheder og trusler ud fra de interne og eksterne analyser der er foretaget.

6.1 Værdikædeanalyse

I denne analyse bliver der fokuseret på den interne del i strategi-analysen, hvor DONG Energy bliver belyst internt. Det vil sige at der vil blive analyseret med Porters værdikædeanalyse. Analysen har formål i at inddele virksomhedens aktiviteter i en sekventiel kæde af såkaldte primære aktiviteter, hvor aktiviteterne har en direkte tilslutning til virksomhedens fremstilling og leveringer af dens produkter og serviceydelser. Forudsætningen for at disse aktiviteter kan bestå, kræver der tillige en række støtteaktiviteter, der hjælper med at forbedre de primære aktiviteters effektivitet. (Sørensen, 2012, s. 83 - 84)

Den eksterne analytiker kan med analysen belyse hvor i værdikæden der skabes værdi for virksomheden og ligeledes identificere virksomhedens strategiske position inden for branchen. Virksomhedens valg af strategi stiller tillige krav til virksomhedens interne kompetencer, hvilket har en afgørende betydning for virksomhedens fremtidige værdiskabende evne. (Sørensen, 2012, s. 85)

6.1.1 Primære aktiviteter

I de følgende afsnit vil DONG Energys primære aktiviteter i værdikæden blive beskrevet. Således at DONG Energys forretningsområder vil blive inddelt i kategorier, som lægger op til strukturen i Porters værdikæde.

De primære aktiviteter i Porters værdikæde er typisk opstillet således; Indgående logistik, Produktion, Udgående logistik, Marketing og salg, Service (Sørensen, 2012, s. 84)

Forretningsområderne hos DONG Energy kan ikke direkte kategoriseres efter de primære aktiviteter i Porters værdikæde, hvorfor disse aktiviteter bliver omdøbt – men DONG Energys forretningsområder bliver stadig inddelt i en sekventiel kæde som primære aktiviteter.

6.1.1.1 Efterforskning

DONG Energy var i gang med en langsigtet omstilling af sin forretning, i en retning mod grøn energi. Og sideløbende med at olie og gas gradvist bliver knappe ressourcer, er der brug for strukturelle ændringer i organisationen. Som stiller krav til forskning og udvikling i nye teknologier. Hvilket vil sige at DONG Energy prioriterer alle forretningsområderne til fordel for den grønne omstilling. For hvert område er der fastlagt ambitioner og prioriteter for fremtiden.

For at opnå visionen om at være uafhængig af fossile brændsler, er det behov for forskning i nye teknologier der kan tilbyde en stabil strøm af vedvarende energi. I 2012 kan den vedvarende energi ikke imødekomme efterspørgslen af energi, idet den vedvarende energi ikke er produktiv nok og ligeledes kunne teknologien heller ikke tilbyde stabilitet i energiforsyningen på grund af den fluktuerende efterspørgsel. Derfor fastholdes olie- og naturgasforretningen, for at opretholde en stabil forsyning af energi, samt stabil indtjening som kan muliggøre yderligere forskning i nye teknologier. Det betyder at forretningsområdet Exploration & Production er den første del af DONG Energys værdikæde, som skaber værdi til de efterfølgende forretningsområder.

Exploration & Production kan sidestilles med Porters værdikædes ”Indgående Logistik”, idet DONG Energys egenproduktion kommer fra olie- og gasudvindinger fra Nordsøen, som efterfølgende raffineres til diverse anvendelige formål. I 2012 steg olie- og gasproduktionen med 8%, således producerede DONG Energy i alt 28,5 millioner boe. Forkortelsen for ”boe”, står for tønder

olieækvivalenter, der er en definition af en enhed energi, som primært anvendes til at sammenligne forskellige former for brændsler som for eksempel olie og gas. 82% af produktionen kom fra norske felter, mens 18% kom fra danske felter. (Dong Energy Årsrapport, 2012)

6.1.1.2 Produktion

Forretningsområderne Wind Power og Thermal Power er en del af produktionen i DONG Energys værdikæde.

Thermal Power dækker over kraftvarmeværker, som producerer el og varme som er udvundet fra fossile brændsler, såsom kul, olie, gas. Desuden anvendes der også biomasse som et mere klimavenligt alternativt til de øvrige brændsler. DONG Energys kraftværker anses som en vigtig brik i det danske energisystem. På trods af kulfyrede kraftværker nyder godt af de lave priser på kul, er det stadig en del af strategien at omlægge el- og varmeproduktionen fra kul til bæredygtigt biomasse. I 2012 var 21% af produktionen i Danmark baseret på biomasse og den strategiske målsætning var at denne andel skal udgøre 40% i 2016 og skal stige til 50% i 2020. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 9)

Wind Power dækker over offshore vindkraft. I 2012 var DONG Energy markedsleder inden for offshore vindkraft og i udgangen af 2012 havde DONG Energy opført en vindkapacitet på 1,7 GW, som er svarende til en markedsandel på 38%. Ambitionen for vindenergi er høj, at DONG Energy er førende inden for udviklingen og opførelse af havvindmøller. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 8)

6.1.1.3 Distribution

Med markedsandele på 27% for distribution af el og 28% for distribution af gas i 2012, var DONG Energy Danmarks største leverandør af energi. DONG Energy solgte på daværende tidspunkt el og gas til mere end 1,1 private kunder, virksomheder og offentlige institutioner som er spredt ud over flere lande, som Danmark, Holland, Sverige og Storbritannien. Ud over at gøre energien omkostningseffektivt, er stabil forsyning og kundetilfredsheden et vigtigt element i DONG Energys downstream-aktiviteter. Således er det vigtigt for DONG Energy at fastholde et højt forsyningssikkerhed på elområdet – at DONG Energy har en målsætning om at kunderne i

gennemsnit højest må opleve et strømsvigt på 35 minutter i løbet af et år. Den stabile forsyning skal sikre god kundeoplevelse og er dermed den del i DONG Energys værdikæde der giver kunden størst værdi. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 9)

6.1.1.4 *Energihandel*

Den sidste del af værdikæden drejer sig primært om handel med energi og omfatter forretningsområderne Energy Markets og Sales & Distribution. Reelt er disse to forretningsområder tale om to forskellige salgskanaler. Disse to kanaler er sammenlignelige mellem detail og engros, hvor Energy Markets har ansvaret for salg af gas og el til professionelle aktører og handler på gasbørser, samt optimering af energiporteføljen. Mens Sales & Distribution dækker for salget af gas og el til private kunder.

Det kan hermed vurderes at med en lille produktportefølje bestående af gas og el, er en af DONG Energys svagheder. Idet kunderne frit kan vælge hvor deres el og gas skal stamme fra, derfor er det særdeles vigtigt for DONG Energy at få etableret et stærkt brand med en klar vision. DONG Energy stræber sig efter at gøre opmærksom på klimaproblemet, idet kunderne gradvist bliver mere klimabevidste. Dermed forstærker det DONG Energys brand ved at realisere strategien angående omlægning af koncernens aktiviteter, som medfører grønnere energi.

(skal på nuværende aktiviteter) I forretningsområdet Energy Market, er der fokus på at optimere DONG Energys energiportefølje, hvor der forsøges på at nedbringe og kontrollere koncernens markedsrisici. Det vil sige at det primært er handel med kontrakter.

6.1.2 *Støtteaktiviteter*

I de følgende afsnit består af en redegørelse af støtteaktiviteterne hos DONG Energy, som er de afgørende elementer for at de primære aktiviteter kan bestå. Støtteaktiviteterne skal bidrage de primære aktiviteter i værdikæden med nødvendig viden og ressourcer, som heraf giver merværdi for DONG Energys kunder.

6.1.2.1 Medarbejdernes kompetencer

DONG Energy vægter medarbejdernes kompetencer højt, som følge af forstærkning af DONG Energys position i det private marked, er det vigtigt at sætte kunden i centrum gennem uddannelse af medarbejdere – således kan de kundeorienterede processer forbedres. Det er et vigtigt led i strategien at forbedre kundeoplevelsen, derfor bibeholdes dette arbejde for at sikre kunderne den bedste kundeoplevelse. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 11)

I forlængelse af forstærkning af DONG Energys brand, anser DONG Energy ligeledes at de har et stort samfundsansvar og dermed gerne vil fremstå som et ansvarsfuldt selskab. Derfor sætter DONG Energy konstant fokus på sikkerhedskulturen for sine medarbejdere og søger at skabe gode rammer for den enkelte medarbejders udvikling. DONG Energy anser at medarbejdernes trivsel er en vigtig del af medarbejdernes kompetenceudvikling og ligeledes kan til tiltrække kompetente medarbejdere udefra. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 13)

6.1.2.2 Investeringer

Flere af DONG Energys forretningsområder er berørt af støtteaktiviteten ”investeringer”, især Wind Power, er inden for en rivende udvikling, hvor der ekspanderes i høj grad i havvindmøller. Dette kræver tillige investeringer eller kapital for at kunne opretholde ekspansionen. De øvrige forretningsområder, som også kræver investeringer er, Exploration & Production og Thermal Power. Hvor Exploration & Production har behov for nye teknologier til udforskning af oliefelter, mens i forretningsområdet Thermal Power har behov for investeringer til omlægning af kraftværker fra kul til biomasse.

2012 har været et turbulent år for DONG Energy, hvor regnskabet for 2012 ikke har været tilfredsstillende. Som primært skyldes forretningsområdet Energy Markets, da der blev hensat 2,3 mia. kr. på tre langsigtede tabsgivende gaslagerkontrakter i Tyskland, samt en hensættelse på 0,6 mia. kr. på en tabsgivende kontrakt på kapacitet i LNG-terminalen i Holland. Hvilket det førte til at årets resultat for 2012 regnskabet endte med et underskud på 4 mia. kr. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 25)

Ovenpå det dårlige regnskab i 2012, har DONG Energy iværksat en finansiel handlingsplan, som skal genetablere et stærkt økonomisk fundament for den strategiske omstilling og den fremtidige vækst. Finansieringen af planen for 2013 og 2014 skulle foregå via fem punkter;

- Frasalg af ikke-kerneaktiviteter for 10 mia. kr.
- Reduktion af ejerandele i kerneaktiviteter
- Reduktion af omkostninger med effekt på 1,2 mia. kr. i 2013
- Restrukturering af den tabsgivende gasforretning
- Tilførsel af yderligere egenkapital på minimum 6-8 mia. kr.

Det var forventningen at DONG Energys kapitalstruktur og afkast af den investerede kapital ville blive styrket, når de 5 punkter blev gennemført sammen med indtægterne fra nye aktiver, som bestod af tre nye havvindmølleparker, kom i produktion i 2013. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 5)

6.2 PESTEL analyse

En PESTEL analyse, også kaldet omverdensanalyse, anvendes til at analysere virksomhedens makromiljø, hvor formålet er at identificere alle tænkelige faktorer som har indflydelse på virksomhedens værdiskabelse. En PESTEL analyse er en forkortelse for flere makromiljøske forhold, som politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold. Disse forhold danner rammen for hvorledes DONG Energy kan udvikle sig under. (Sørensen, 2012, s. 66 - 67) En PESTEL analyse er vigtigt, idet det kan belyse de eksterne forhold der kan påvirke selskabets position og økonomi, og dermed er vigtigt at inddrage analysen i forbindelse med en værdiansættelse.

6.2.1 Politiske forhold

Politiske forhold har en særlige betydning for DONG Energy, da staten ejer aktiemajoriteten i DONG Energy og derfor kan politiske beslutninger, som for eksempel som børsnoteringen og salg af anparter til danske pensionskasser og Goldman Sachs, have en stor indflydelse på virksomheden.

6.2.1.1 *Energipolitik*

Danmark har haft energipolitik siden oliekrisen i 1970'erne, hvor energipolitikken primært handlede om forsyningssikkerhed ved at mindske afhængigheden af olien, som kom fra krigshærgede lande i Mellemøsten. Energipolitikken har gennemgået flere omlægninger igennem tiden, blandt andet i 1980'erne kom der fokus på miljøet, hvilket berørte energiselskaberne meget idet den alternative energi var langt dyrere end den traditionelle energi med fossile brændsler. (Rüdiger, Energi i forandring, 2011, s. 70)

Danmarks energipolitik er primært varetaget af Energistyrelsen, som har ansvaret for at den danske energiforsyning understøtter den ønskede udvikling og herudover udfører analyser og vurderinger af udviklingen både nationalt og international. (Om energistyrelsen, 2018)

Den 22. marts 2012 indgik SRSF-regeringen en energipolitisk aftale med Venstre, Enhedslisten, Dansk Folkeparti og Det Konservative Folkeparti. Aftalen dækker perioden 2012-2020 og skal skabe sikre rammer for den energipolitiske retning i Danmark, hvor aftalen tilvejebringer et grundlag for at foretage de nødvendige investeringer i vedvarende energi. (Energiaftalen 22. marts 2012, 2012)

Det overordnede mål i aftalen er, at Danmarks energi skal være 100% baseret på vedvarende energi og dermed uafhængig af fossile brændsler. I korte træk indeholder energiaftalen flere målsætninger for at visionen, om 100% vedvarende energi, kan realiseres. Blandt andet skal bruttoenergiforbruget reduceres med 12% i 2020 i forhold til 2006, og 35% af energien i 2020 skal være baseret på vedvarende energikilder, heraf 50% fra vindmøller. (Energiaftalen i korte træk, 2012)

6.2.1.2 *Liberalisering af energien*

I 1999 blev der vedtaget af folketinget en opfølgning af EU's eldirektiv, hvor der skulle ske en liberalisering af elmarkedet, og DONG Energy blev påvirket af elreformen. Elreformen krævede en opdeling af selskabsstrukturen, hvor der skulle ske en adskillelse mellem produktion, handel, systemansvar, transmission og distribution. Dette skulle sikre at produktionsselskaberne kom ud i

fri konkurrence, som muliggjorde at kunderne frit kunne skifte elselskaber. (Rüdiger, Energi i forandring, 2011, s. 79)

6.2.1.3 Børsnoteringen

Efter fusionen i 2006, hvor de seks energiselskaber blev til én, blev DONG Energy den største producent af energi i Danmark og med staten som hovedaktionær blev der stillet store spørgsmål til statens rolle som ejer. Og gentagende gange blev der snakket om en privatisering af DONG Energy via en børsnotering, og privatisering har flere gange været mislykket.

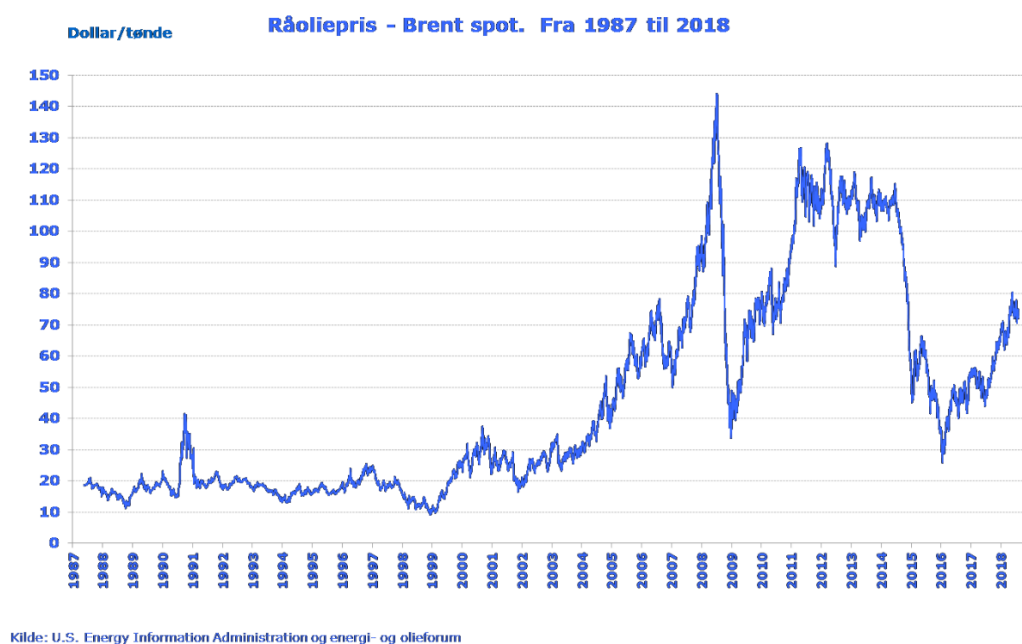
I 2003 mente et borgerligt flertal i folketinget, at det gav god mening at privatisere flere store statsselskaber – heriblandt daværende DONG. I 2004 bad daværende finansminister, Thor Pedersen, investeringsbanken N. M. Rothschild & Sons at redegøre en oplæg om hvorledes en eventuel privatisering bedst skulle foregå. Rapporten kom fem måneder senere, og ud fra rapporten besluttede regeringen at en børsnotering ville være den mest gavnlige fremgangsmåde. Det var således tale om en blød privatisering, hvor kun en del af statens ejerandel i DONG skulle sælges, hvilket vil sige at staten ville beholde mindst 51 % af aktierne og dermed stadig ville have aktiemajoriteten, fordi man ikke ville fjerne det betydelige årlige bidrag til statskassen som DONG bidrog med. Den 24. oktober 2007 blev beslutningen om at starte børsnoteringen udskudt, da statsminister Anders Fogh Rasmussen udskrev valg. I kølvandet af folketingsvalget påbegyndte finansministeriet den 8. januar 2008 med børsnoteringsprocessen, men efter ti dage måtte børsnoteringen opgives med begrundelsen at aktiemarkedet var for ustabil og derfor ville salget af DONG indbringe for lidt. (Rüdiger, Energi i forandring, 2011, s. 137 - 138)

6.2.2 Økonomiske forhold

Udviklingen i samfundsøkonomien har en væsentlig betydning for DONG Energy, idet selskabet er anhangig af råvarerne. Råvarepriserne påvirkes let af konjunkturudsvingene i samfundsøkonomien.olieprisen er for eksempel betydelig påvirket af interne uroligheder i de olieproducerede lande, som for eksempel Mellemøsten. Ligeledes kan andre faktorer påvirke

råvarepriserne, som for eksempel dollarkursen. Store olieselskaber kan tillige regulere udbuddet af olien, for at vende olieprisen til fordel for deres egen position.

6.2.2.1 Olieprisens udvikling



Figur 3 - Råoliepris 1987-2018 (Råoliepris 1987-2018, 2018)

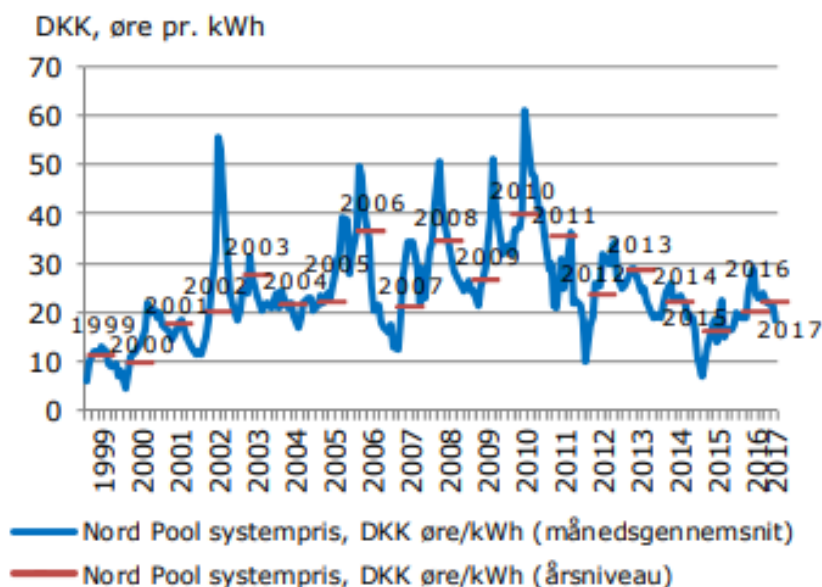
I den ovenstående graf kan det ses, at efter finanskrisen frembrud i 2008 faldt olieprisen drastisk fra en pris på næsten 150 ned til 40 amerikanske dollars per tønde. I de efterfølgende år frem mod 2011 steg olieprisen til et niveau på omtrent 110 USD.

Olieprisen var præget af meget volatilitet, hvor prisen svingede betydeligt i 2012, da den rundede 125 USD pr. tønde i marts 2012, hvorefter den faldt til 95 USD pr. tønde tre måneder senere i juni og til 112 USD pr. tønde i september. De store udsving skyldes for det meste at markedsdeltagernes skiftende vægtning af to forhold. Den ene side på de politiske spændinger mellem Iran og Vesten og på den anden side udviklingen af gældskrisen i EU, samt svagere udsigter for vækst i både Kina og USA. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 17)

Disse udsving har haft væsentlig betydning for forretningsområdet Exploration & Production, da omsætningen bliver påvirket af olieprisens udvikling, hvor en lav oliepris sætter forretningsområdet under pres.

6.2.2.2 Prisudviklingen på elmarkedet

Elprisen bestemmes af et udbud og efterspørgsel på Nord Pool, som er en nordisk børs hvor der bliver handlet elektricitet. Børsen omfatter udover Danmark også Norge, Sverige og Finland. På denne børs sælger el-producenter deres produktion til el-leverandører, hvorefter leverandørerne videresælger elektriciteten til forbrugerne og virksomhedskunderne. Elprisen påvirkes af flere faktorer, som for eksempel vejrforhold – da en stor del af elproduktionen kommer fra vindmøller og vandkraftværker, idet udbuddet vil stige hvis der er meget vind og nedbør, som vil bevirke at elprisen falder. Grundet til at elpriserne er afhængige af nedbøren er, at elproduktionen i Norge og Sverige er i væsentlig grad baseret på vandkraft. (Elpris.dk v/ Forsyningstilsynet, 2018)



Figur 4 - Spotmarkedspriser 1999 – 2017 (Energistatistik 2016 - Energistyrelsen, 2017)

Ud fra de ovenstående grafer, ses det at prisen på olie og el er meget volatil. Volatiliteten skyldes til dels verdenssituationen, hvor der er spændinger mellem Vesten og Mellemøsten som påvirker olieprisen. Og til dels vejrforholdene, som elproduktionen i de nordiske lande er i høj grad anhangige af.

6.2.3 Sociokulturelle forhold

De sociokulturelle forhold berører menneskene i omverdenen, og hvorledes DONG Energy påvirkes af dem. Primært er det politiske tiltag, som omlægninger i energipolitikken, der påvirker DONG Energys planlægning af strategi. Men da DONG Energy ligeledes driver B2C forretning, er forbrugernes adfærd vigtig at forholde sig til. Gennem tiden er de private forbrugere blevet betydeligt mere miljøbevidste, deraf er det blevet et større krav fra forbrugerne, at den energi de bruger er baseret på vedvarende energikilder. DONG Energy udtrykker i årsrapporten 2012, at de er meget bevidste om det ansvar de bærer i det danske samfund, idet DONG Energy ejer mere end en tredjedel af den danske kapacitet til elproduktion og mere end en tredjedel af de danske husholdninger modtager deres el- eller gasforsyning fra DONG Energys forsyningsnet. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 1) Dette har blandt andet ført til et initiativ fra DONG Energys side at introducere et koncept i 2012, kaldet "Dansk Vindstrøm uden merpris", med det formål at tilbyde de danske energiforbrugere en mere aktiv involvering i udbredelse af vedvarende energi. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 9)

6.2.4 Teknologiske forhold

I forbindelse med energipolitikken vision om at Danmark skal være fuldstændig uafhængig af fossile brændsler i 2050, samt bliver løbende stillet strengere krav om bedre udnyttelse af energiresourcerne og nedbringelse af udslippet af drivhusgasser. På baggrund af disse miljømæssige krav, kræves der investeringer i forskning og udvikling af nye teknologier til bedre udnyttelse af energiresourcerne. På trods af at ny teknologi typisk er et dyrt foretagende, mener DONG Energy at det er et nødvendigt skridt mod den grønne omstilling, idet den stigende benyttelse af ny teknologi vil medføre lavere priser, som følge af stordriftsfordele og masseproduktion. På den måde kan det vurderes at DONG Energy i fremtiden vil stå stærk på havvindmølleparker, når de allerede er markedsførende inden for dette felt. Ligeledes skal der også forskes og udvikles ny teknologi i forbindelse med kraftværkernes omdannelse fra kul til biomasse, hvilket der må forventes en forøgelse af investeringer.

6.2.5 Miljømæssige forhold

Det er ikke blot et krav fra regeringen og forbrugerne om at energien skal være miljøvenligt, men ligeledes at oliereserverne ikke er udtømmelige og derfor vil der opstå et gradvist større behov for alternative energikilder. Og de stigende temperaturer vi oplever globalt, har medført politiske tiltag, som energipolitiske aftaler med henblik til fremskyndelse af den grønne omstilling. Dette har tvunget DONG Energy at omlægge sine aktiviteter til at understøtte vedvarende energi, samt at øge fokus på klimaet. Det vurderes at DONG Energy kan drage forandringen til sin egen fordel, idet selskabet er forholdsvis tidligt ude med omlægning af sine aktiviteter, samt med investeringer på blandt andet havvindmøller – hvor de er den førende energiselskab inden for dette felt. Derfor vil selskabet stå stærkt i fremtiden. Desuden kan det ligeledes anses som en styrke for DONG Energy marketingmæssigt, idet forbrugerne kan se at DONG Energy er et miljøbevidst selskab. Dette er strategisk vigtigt for DONG Energy at øge sine aktiviteter og investeringer på den grønne omstilling, ellers kan det få forbrugerne til at tvivle på DONG Energy – og som konsekvens af liberalisering af elmarkedet, kan forbrugerne dermed skifte energiselskab.

6.2.6 Lovgivningsmæssige forhold

DONG Energy påvirkes af lovgivningsmæssige forhold, som omhandler blandt andet konkurrencemæssige og miljømæssige lovgivninger. Blandt andet skulle fusionen med de 5 øvrige energiselskaber først godkendes af EU-kommissionen og konkurrencestyrelsen, før fusionen kunne realiseres.

6.2.6.1 Konkurrencestyrelsen

Konkurrencestyrelsen er en myndighed som har opgave til at håndhæve den danske konkurrencelovgivning. Som nævnt tidligere, er konkurrencestyrelsen en af de myndigheder der godkender fusioner.

I forbindelse med fusionen i 2006, hvor daværende DONG opkøbte Elsam og de øvrige energiselskaber, vakte det bekymring, hos politiske og erhvervsmæssige kredse, om konkurrencen ville blive sat ud af kraft. Derfor skulle fusionen igennem en godkendelsesprocedure hos EU-

kommissionen og Konkurrencestyrelsen. På el-siden havde DONG allerede opfyldt konkurrencebetingelserne, idet svenske el-selskab Vattenfall overtog nogle af kraftværkerne og vindmøller, således var der garanteret fortsat konkurrence. Men på gas-siden var kravene ikke opfyldte og derfor stillede EU et par krav som det nye selskab, DONG Energy, skulle efterkomme. Gaslageret i Ll. Torup skulle sælges og der skulle i de efterfølgende seks år sættes 400 millioner kubikmeter gas på auktion, hvilket er tilsvarende til cirka en tiendedel af Danmarks forbrug. Formålet med dette var at et udenlandsk selskab skulle have bedre tilgængelighed til det danske marked og derved skulle det være nemmere for et udenlandsk selskab at sælge gas i de danske forbrugere. (Rüdiger, Energi i forandring, 2011, s. 132)

6.2.6.2 *Energitilsynet*

Forsyningstilsynet blev etableret den 1. juli 2018, som erstattede energitilsynet. Det nyoprettede forsyningstilsyn har overtaget alle energitilsynets hidtidige tilsynsopgaver på el-, gas- og fjernvarmesektoren. I denne afhandling omtale tilsynet med det gamle navn, og da forsyningstilsynet overtog energitilsynets opgaver, antages det at den følgende beskrivelse af energitilsynet at være gyldig. (Forsyningstilsynet: Ny myndighed, 2018)

Energitilsynets opgave er at sikre et stærkt og effektivt tilsyn med de tre forsyningssektorer som omfatter el-, gas-, og fjernvarmesektor. Hvor energitilsynet sikrer at forsyningssektorerne arbejder med høj effektivitet, som resulterer lavest mulige forbrugerpriser, samt sikrer en sikker og stabil forsyning til fordel for forbrugerne. Desuden driver energitilsynet elprisguiden, elpris.dk, som giver forbrugerne tilgængelighed om oplysninger som for eksempel elpriser. Således skaber energitilsynet gennemsigtighed i forsyningssektorerne, ved at overvåge og analysere disse sektorer. Ligeledes regulerer energitilsynet forholdene på disse markeder, hvor energitilsynet kan regulere prisen på el og naturgas, på den måde at de skal fastsættes i overensstemmelse med en indtægtsramme, som energitilsynet har fastlagt for hver virksomhed. På den måde kan energitilsynet sikre at energiforbrugerne får energi til den lavest mulige pris. (Om os - Forsyningstilsynet, 2018)

DONG Energy er på den måde underlagt lovene, som energitilsynet fører tilsyn med. Fusionen for DONG Energy blev til har skabt et naturligt monopol, som EU-kommissionen definere at en

virksomhed kan forsyne hele markedet mere effektivt end to eller flere virksomheder. (Rüdiger, Energi i forandring, 2011, s. 98)

Dermed har DONG Energy en monopollignende status, men på trods af dette kan DONG Energy ikke selv regulere priserne til deres egen fordel – det vil sige at DONG Energy ikke kan sælge deres energi til overpris i forhold til det øvrige marked, på grund af energitilsynets reguleringer.

6.2.7 Opsummering af PESTEL-analyse

Den ovenstående PESTEL-analyse, er anvendt til at belyse makromiljøet som DONG Energy befinder sig i og hvorledes DONG Energy påvirkes af de eksterne forhold. Det kan konkluderes ud fra den ovenstående analyse at de omgivende faktorer i høj grad har indflydelse på DONG Energy, hvor det påvirker DONG Energys fremtidige udfoldelse, strategi og indkomster.

I forbindelse med de politiske forhold er DONG Energy påvirket af politiske beslutninger, da staten stadig er hovedaktionær med 51 % af aktierne. Ligeledes påvirkes selskabet af politiske beslutninger om at fremskynde den grønne omstilling. Men det vurderes ikke at disse klimamål er en trussel for DONG Energy, da selskabet er på forkant med den grønne omstilling og planlægger strategiske omlægninger i selskabets aktiver, hvor kraftvarmeværker omdannes fra kulfyrede til biomassefyrede værker. Således har selskabet stor fokus på at være et miljøvenligt energiselskab og er dermed godt rustet til klimamål for 2050.

Da DONG Energy stadig opererer med gas- og olieforretningen, er selskabet følsom overfor politiske spændinger ude i verden, som har effekt på olieprisens udsving. Anses dette som en trussel, men set i lyset af at DONG Energys vision er at blive 100% uafhængig af fossile brændsler virker trusselbilledet mindre – men stadig i 2012 er gas- og olieforretningen vigtigt, i forbindelse med finansiering af nye teknologier til den grønne omstilling. DONG Energy er på forkant på markedet hvad der angår teknologiske udvikling, da de blandt andet er verdens førende inden for havvindmøller og investerer massivt i grøn teknologi, dermed vurderes det at de står stærk i fremtiden. Der er ligeledes udsving på elprisen på grund af forholdet mellem udbud og efterspørgsel, især fordi udbuddet i norden er i højere grad baseret på vind- og vandkraft – hvilket vil sige at det ikke er stabile kilder som harmonerer med efterspørgslen. Og idet at DONG Energy bevæger sig frem mod en grøn fremtid baseret på vedvarende energikilder, er det ligeledes behov

for en stabil energikilde. Siden DONG Energy investerer væsentligt teknologimæssigt, kan teknologien forhåbentlig løse problemet med de fluktuerende energikilder – som for eksempel lagring af energi i perioder, hvor udbuddet overstiger efterspørgslen.

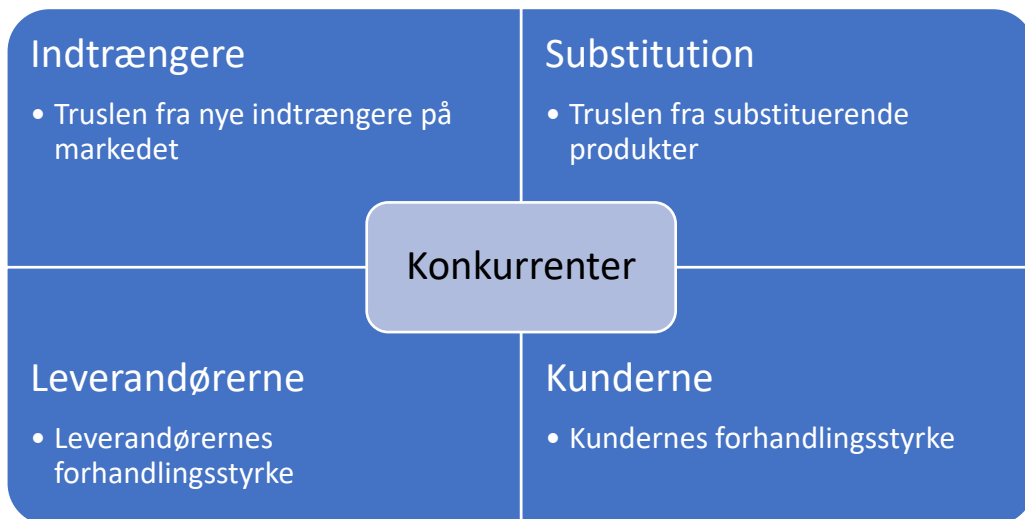
Desuden er det vigtigt for DONG Energy at brande sig som et miljøvenligt energiselskab, idet el-markedet er liberaliseret og derfor er DONG Energy afhængigt af at kunderne forbliver hos DONG Energy. Forbrugerne er efterhånden blevet mere miljøbevidste og stiller større krav til dagligdagens varer, hvor folk i stigende grad køber økologi og skærer ned på kødforbruget, for at skåne miljøet for CO₂ udslippet. Derfor skal energiforbrugerne helst associere DONG Energy med grøn energi. Dette er et kritisk punkt som DONG Energy skal leve op til, og derfor skal DONG Energys strategi i stor grad baseres på omstillingen til grønne energikilder.

6.3 Porters five forces

Det er nødvendigt at supplere omverdensanalyse, som er redegjort i forrige afsnit, med en analyse på brancheniveau. Da det er vigtigt at foretage en vurdering af en virksomheds fremtidige evne til at skabe værdi, ud fra den position virksomheden befinder sig i på konkurrencemarkedet.

Værktøjet Porters five forces belyser virksomhedens position på brancheniveau, hvor den afklarar fem konkurrencekræfter som kan påvirke virksomhedens indtjeningsmuligheder. De følgende konkurrencekræfter er: konkurrence fra eksisterende virksomheder, truslen fra nye indtrængere, truslen fra substituerende produkter, leverandørernes forhandlingsstyrke, kundernes forhandlingsstyrke. Når en virksomhed har kortlagt de fem konkurrencekræfter, kan den bedre forstå sin position og dermed kan virksomheden forbedre sin strategi og fremtidige planer.

(Sørensen, 2012, s. 69 - 70)



Figur 5 - Egen tilvirkning

6.3.1 Truslen fra nye indtrængere

Muligheden for at opnå store overskud vil naturligvis tiltrække mange nye aktører til en branche, men da de fleste brancher typisk er præget af flere faktorer som sikrer et godt fundament, sætter det typisk en barriere for nye indtrængere. Ligeledes begrænser nye indtrængere prissætningen hos de eksisterende virksomheder i branchen. (Sørensen, 2012, s. 72) Hvis de nye indtrængere har let adgang til en branche, giver det flere aktører og dermed vil de eksisterende udbydere opleve en mindsket efterspørgsel på deres udbud. Hvorimod et højere adgangsbarriere, hvor det er sværere at etablere sig på markedet, holder nye indtrængere ude. Hvilket betyder færre konkurrenter og større markedsandele for de eksisterende virksomheder i branchen.

Overordnet vurderes det umiddelbart at DONG Energy befinder sig i en branche hvor adgangsbarriererne er høje, idet det kræver som udgangspunkt produktionsaktiver for at kunne udbyde elektricitet og varme. Det kræver således en væsentlig investeringskapital og viden for at kunne opstarte et energiselskab.

DONG Energy opererer med flere forretningsområder, vil adgangsbarriererne blive vurderet inden for hvert af disse områder.

6.3.1.1 Exploration & Production

Exploration & Production er et forretningsområde som står for efterforskning, udvinding og produktion af olie og gas, som hentes ind fra havbunden ved hjælp fra bore- og

produktionsplatforme. Dette kræver naturligvis at selskabet har stor kapital til rådighed, idet der skal investeres i anlæg der kan bore, samt pumpe olie og naturgas op fra havbunden. Desuden vil der tillige være store udgifter til søgen efter olie og naturgasser, samt dertilhørende forundersøgelser af havbunden. Således er der lang proces fra efterforskning til produktion, hvilket vil sige at der kan gå lang tid før forretningen bliver rentabelt.

Det vurderes ikke at Exploration & Production er udsat for trusler af nye indtrængere, idet adgangsbarriererne er for store. Da det kræver meget stor startkapital at træde ind på markedet, og ligeledes kræver dette felt stor ekspertise og viden.

6.3.1.2 Wind Power

Wind Power er et forretningsområde med lignende vilkår som det forrige nævnte forretningsområde, Exploration & Production. Her kræves der tillige adgang til stor startkapital og viden. Forskellen fra det forrige forretningsområde er, at Wind Powers forundersøgelse forløber sig andre parametre. Idet vindmøllers støj ofte er til gene for befolkningen, men DONG Energy løser det med havvindmøller – her er genen så af det ødelægger udsigten. Ligeledes skal der findes områder med mest profitable vind, hvor det blæser mest og hvorledes vindstyrken typisk ligger på. Desuden skal der designes vindmøller, når der er tale om havvindmøller. Disse vindmøller er af nyere generation, idet de er større end de traditionelle vindmøller. DONG Energy producerer ikke selv vindmøller i den forstand, men bidrager til udviklingen. Havvindmøllerne er skiftevis blevet leveret af Vestas og Siemens.

Således vurderes det at adgangsbarriererne til Wind Power er høje, da det kræver ekspertise og viden, samt stor startkapital. Havvindmøllemarkedet er svært at trænge ind, idet området er forholdsvis nyt, så der er ikke mange steder man kan hente know-how ind og det er ekstra svært at tage markedsandele lige netop fra DONG Energy, idet DONG Energy er markedsførende hvad der angår havvindmøller.

6.3.1.3 Thermal Power

Ligesom de to foregående afsnit, er Thermal Power ligeledes et forretningsområde som kræver store investeringer i anlæg som kraftvarmeværker og dertil kræver det tillige viden og ekspertise

på området. Kraftvarmeværker producerer både el og varme, og sideløbende med strengere krav til reduktion af udslippet af drivhusgasser – har det været nødvendigt for de eksisterende energiselskaber og DONG Energy, at investere teknologi i forbindelse med omdannelse af kraftværker til at benytte biomasse i stedet for fossile brændsler. Dette er ligeledes nyt for markedet, og dermed kan det være svære for nye indtrængere at leve op til kravene, samt lave rentabel forretning ud af det. Hvis det ikke lykkedes for de nye indtrængere at gøre kraftværkerne omkostningseffektiv, går det således ud over deres kunder med stigende energipriser og dermed skifter kunderne til konkurrenterne.

Adgangsbarriererne ved forretningsområdet, Thermal Power, vurderes til at være høje. Af samme årsag som de to førnævnte forretningsområder, hvor der kræves stor startkapital og viden på området. Dermed er DONG Energy ikke særligt truet af nye indtrængere på disse tre forretningsområder.

6.3.1.4 Energy Market

Forretningsområdet Energy Markets opererer på energibørser, hvor der handles med energi, der sikrer koncernen en stabil og langsigtet indtjening ved at udjævne udsving i energipriserne.

Således er medarbejderne i forretningsområdet stort set det eneste og vigtigste aktiv, som genererer værdi for selskabet. Hvilket vil sige at der ikke kræves dyre anlægsaktiver, som kraftværker, bore- og produktionsplatforme eller havvindmølleparker. Der kræves blot en computer med internetforbindelse, hvilket er hvermandseje i dag og det betyder at etableringsomkostningerne er meget lave. På den måde vurderes adgangsbarriererne hos Energy Markets at være meget lave, og dermed anses der en stor risiko for konkurrence fra nye indtrængere.

6.3.1.5 Sales & Distribution

Aktiviteterne ved forretningsområdet Sales & Distribution er bestående selvsagt blandt andet el- og gasdistribution. Særligt ved distribution er, at leveringen af elektricitet og gas kun kan foregå gennem et transmissionsnet, som er drevet og ejet af Energinet og dermed står for

forsyningssikkerheden i Danmark. Energiselskaberne betaler tariffer for at benytte transmissionsnettet. Og da det ikke er energiselskaberne der ejer transmissionsnettet, er det dermed lettere for nye indtrængere at benytte selvsamme transmissionsnet. Således vurderes adgangsbarriererne i dette forretningsområde som værende lave.

6.3.2 Trusler fra substituerende produkter

Da energiproduktionen er en af de store synder i Co2 regnskabet, er der naturligvis øget fokus i omlægning til brugen af vedvarende energi. Som kræver nye teknologier og energimarkedet udvikler sig konstant, hvor der udvikles nye metoder til bedre udnyttelse af vedvarende energi og der udvikles og forskes ligeledes i substituerende energikilder. De substituerende energikilder er blandt andet solenergi, geotermisk energi, men udbuddet er ikke stort på vores breddegrader. Men eksempelvis forskes der i udnyttelse af energi fra bølgegang på havet, som ikke er så udbredt – men dette kan muligvis ændre sig i fremtiden.

DONG Energy investerer massivt i forskning og udvikling i grøn energi, og er dermed på forkant hvad der angår omlægning fra fossile brændsler til vedvarende energi. Idet DONG Energy allerede har fokus på vedvarende energi og har foden inde i grøn energi, har de den fordel at de hurtigt kan opnå omkostningsreduceringer og optimeringer i produktionen. Som eksempelvis er DONG Energy førende hvad der angår havvindmølleparker, vil de formentlig være hurtigst til at opnå omkostningsreduceringer ved hjælp af stordriftsfordele i samarbejde med deres leverandører.

Prisen for vedvarende energi er stadig høj og da DONG Energy er blandt de førende, vil det blive svært for nye aktører at komme ind på markedet eller præsentere et produkt der er mere energieffektiv eller omkostningseffektiv end de eksisterende produkter. Ligeledes besværliggør den høje pris for ny teknologi, at nye aktører kan skabe en rentabel forretning ud af det.

Truslen fra substituerende produkter anses ikke for at være stor, til dels fordi vedvarende energi er stadig en dyr teknologi og for ny til at erstatte de fossile brændsler. Og til dels at DONG Energy allerede er på forkant i den grønne omstilling, således det er svært for konkurrenter at skabe et produkt der overtrumfe DONG Energys eksisterende produkter eller hvad de har på tegnebordet.

6.3.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke

DONG Energy er et stort selskab, hvor deres forretningsområder dækker over flere dele i værdikæden. På trods af DONG Energy egenhændigt kan varetage flere af deres aktiviteter, er de stadig i stor grad afhængigt af leverandørernes samarbejde. Som eksempelvis til opbygning af havvindmølleparker, har DONG Energy i 2012 indgået en rammeaftale med Siemens Energy om levering af offshore vindmøller til havvindmølleparken Westermøst Rough i Storbritannien. Ligeledes ejer DONG Energy og Siemens henholdsvis 51 % og 49 % af selskabet, A2SEA, som ejer og opererer fartøjer, der benyttes til at installere offshore vindmøller. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 8) Da Siemens Energy har stået for en stor del af leverancen af offshore vindmøller, antages det at DONG Energy er tilfredse med Siemens Energy som leverandør. DONG Energy har haft Vestas som leverandør til Horns Rev havvindmøllepark, men i 2012 er Vestas ude af leverandør-billedet. Da DONG Energy gentagende gange har valgt Siemens Energy som leverandør, antages det samarbejdet er styrket over flere samarbejdsprojekter, og derfor ville et skift af leverandør muligvis besværliggøre processen i opbygning af vindmølleparker. Dermed vurderes det at Siemens Energy står relativt godt i forhandlingsstyrken, da der ikke er mange producenter af vindmøller og dermed ses konkurrencen på dette felt som værende lavt. Men da vindmøllesektoren er i rivende udvikling, kan det ske pludselige ændringer, hvor konkurrenten Vestas kan præstere en markant bedre vindmølle og derfor kan Siemens Energy ikke føle sig garanteret på et fortsat fremtidigt samarbejde med DONG Energy.

Leverandører af olie og naturgas vurderes til at have en svag forhandlingsstyrke og på sigt vil forhandlingsstyrken blive endnu svagere, idet DONG Energy vil reducere CO2 udslippet og minimere brugen af fossile brændsler, som kul og naturgas.

6.3.4 Kundernes forhandlingsstyrke

På baggrund af liberalisering af energimarkedet, som muliggjorde at energikunderne frit kunne vælge imellem energiselskaber som leverandør, er kundernes forhandlingsstyrke blevet lidt større.

Kunderne har ikke substituerende energikilder at vælge, ud over solceller på taget – hvilket formentligt ikke er nok til at være selvforsynende med elektricitet. Derfor er kunderne nødsaget til at vælge en af de energiselskaber der er tilgængelige. Selvom liberalisering har ført til frit valg for kunderne, så er priserne på strømmen stort set bestemt af energiselskaberne. Hvilket vil sige at der ikke laves individuelle aftaler med kunderne, men derimod at kunderne får et udvalg at abonnementer at vælge imellem.

Ofte ses der ikke stor forskel på energiselskabernes priser, og dermed vurderes det ikke at kunderne har en stærk forhandlingsstyrke. På trods af dette skal DONG Energy stadig har fokus på den grønne omstilling, idet kunderne bliver mere miljøbevidste.

6.3.5 Rivalisering mellem konkurrenter

Rentabiliteten i en branche påvirkes primært af rivalisering mellem de eksisterende virksomheder. I nogle brancher konkurreres der primært på priser, som driver priserne tæt på marginalomkostningerne – sommetider under, afhængig aggressiviteten. I andre brancher, er prisen ikke det afgørende element, i stedet konkurreres der på andre dimensioner som eksempelvis på innovation og mærkeloyalitet. (Sørensen, 2012, s. 71)

DONG Energys er den største energiudbyder på det danske marked, hvor de mindre energiselskaber i Danmark ikke selv har kapacitet til blandt andet udvinding af råstoffer. Derfor anses det at DONG Energy har større fordele ud over den største markedsandel. Derfor vurderes det at DONG Energy har bedst mulighed for profitmaksimering i forhold til sin mindre konkurrenter i Danmark. Derfor anses det ikke at DONG Energy position er truet i det danske marked. Og derfor bør konkurrenceperspektivet ses ud over de danske grænser, da en stor del af DONG Energy aktiviteter foregår uden for Danmarks grænser – her er konkurrencesituationen for DONG Energy en ganske anden.

Generelt er DONG Energy ikke i blandt de største energiselskaber på det internationale marked. DONG Energy er med i en gruppe af en række mellemstore selskaber bestående af, Fortum, Centrica, Statkraft og Vattenfall. Disse selskaber er mere regionalt orienterede, som DONG Energy.

Markedet domineres af seks store internationale selskaber, som EDF, Enel, GDF Suez, E.ON, RWE og Iberdrola. (Dong Energy Årsrapport, 2009, s. 6)

Inden for vindkraft opererer DONG Energy kun med havvindmøller, og i dette segment havde DONG Energy i 2012 en markedsandel i Europa som udgjorde 38 %. På trods af DONG Energy er markedsleder inden for dette felt, skal der tages højde for at offshore vindmøller er et relativt nyt område og dermed er kapaciteten ikke relativt stort. Området anses for at have store vækstmuligheder, som kan tiltrække de store selskaber – og dermed kan billedet af markedsandelene hurtigt ændres. Men DONG Energy har den fordel at de har flere års erfaring inden for området, samt bedre muligheder for at opnå stordriftsfordele.

6.3.6 Opsummering af Porters five forces

DONG Energy konkurrerer i princippet på to markeder. Nogle selskaber beskæftiger primært med udvinding eller produktion af energi, mens andre udelukkende sælger energien til slutkunderne. DONG Energy gør begge dele.

Der kræves stor startkapital og know-how i forbindelse med udvinding og produktion af energi, må det siges at dette er grunden til at markedet er bestående af relativt få udbydere. Hvilket det ligeledes betyder at adgangsbarrieren til markedet er høje og derfor er der minimal risiko for nye indtrængere. Grundet DONG Energys størrelse i Danmark, anses det at det er svært for de eksisterende konkurrenter at stjæle markedsandele – men dette udelukker ikke at udenlandske konkurrenter kan true DONG Energy i det danske marked.

På Wind Power-området, hvor man sigter mod den grønne omstilling, er der størst vækstpotentiale. Da det forventes at de traditionelle energifremstillinger med fossile brændsler udfases i fremtiden. Dermed vurderes det også at konkurrencen er største inden for Wind Power, men DONG Energy har allerede erfaring og er godt etableret i havvindmøller, hvor de i 2012 var markedsleder med en markedsandel på 38 %. Hvilket må anses som en af DONG Energys styrker.

Truslen fra substituerende produkter er lille, og DONG Energy er på forkant i den teknologiske udvikling, så de er formentligt hurtige til at reagere, hvis der skulle opstå et produkt der kan true deres position.

Kunderne vurderes til at have en lille forhandlingsstyrke, på trods af liberalisering af energimarkedet har medført et bredere udvalg af leverandører for kunden. Idet der ikke stor konkurrence mellem energiselskaberne i Danmark, således vil kunderne ikke få meget ud af at skifte selskab, økonomisk set.

6.4 SWOT analyse

Formålet med SWOT-analysen er at opsummere en virksomheds strategiske situation, hvor den betragter virksomhedens interne styrker og svagheder og dens eksterne muligheder og trusler. Analysen er et brugbart værktøj, som hjælper med at overskueliggøre en virksomheds strategiske situation. Ofte bliver analysen visualiseret gennem en tabel eller matrix, da den hurtigt ville blive uoverskuelig i almindelig tekst.

SWOT-analysen af DONG Energy, vil blive illustreret nedenfor.

Styrker • Stor markedsandel i Danmark • Markedsleder inden for offshore vindmøller • Produktionsmuligheder • Adgangsbarrierer på markedet • Udvikling af produkter • Teknologiske udvikling • Gode kompetencer i hele værdikæden • Forkant på den grønne omstilling • Politisk støtte til vindmøller	Svagheder • Afhængige af få produkter • Energitilsynets reguleringer, påvirker indtjeningssevnen. • Behov for kapital til udvidelse af Wind Power • Beskedne markedsandel i EU • Nedjustering af kreditrating
Muligheder • Fremtidige miljøkrav • Mulighed for udvidelse til de øvrige EU-lande • Flere havvindmølleparker	Trusler • Negativ omtale • Udsving i priserne på gas og el, samt andre råstoffer

	• Nye energieffektive/omkostningseffektive produkter • Politiske beslutninger
--	--

Ud fra SWOT-analysen kan det ses at DONG Energy, på baggrund af den store markedsandel, står i en stærk position. Samt at DONG Energy er blevet markedsleder inden for havvindmøller, hvilket det afspejler DONG Energy vision om grøn energi. På baggrund af DONG Energys strategiplan, har ført til at selskabet er på forkant hvad der angår miljøvenlige teknologier, samt fremtidige lovgivninger inden for miljøet – således vil eventuelle strengere krav falde til DONG Energys fordel i forhold til dens konkurrenter.

6.5 Delkonklusion af strategisk analyse

7 Regnskabsanalyse

Formålet med en regnskabsanalyse er, at den eksterne analytiker kan vurdere hvorvidt en virksomheds regnskabsføring fanger de forretningsmæssige aktiviteter der ligger bag. Ofte ses det at virksomhedernes hidtidige overskud og rentabilitet ikke bliver afspejlet korrekt i virksomhedernes årsopgørelser, på grund af regnskabsmæssige støj som blandt andet systematiske rapporteringsvalg af ledelsen med formål til at opnå specifikke mål. Dermed kan det være risikabelt at overføre det regnskabsmæssige støj i finansielle modeller, som en proforma-opgørelse, idet støjen kan forplante sig til usunde prognoser, forkerte vurderinger og investeringsanbefalinger. (Sørensen, 2012, s. 129)

Det er derfor nødvendigt at reformulere virksomhedens finansielle opgørelser, for at den eksterne analytiker kan identificere hvilke aktiviteter der skaber reel værdi for virksomheden. De finansielle

nøgletal fra det reformulerede resultatopgørelser og balancer skal sammen med den strategiske analyse give data til de budgetterede proforma-opgørelser.

I denne afhandling bliver de seneste fem årsrapporter til og med 2012, taget i betragtning. Hvilket vil sige at årsrapporterne fra 2008 til 2012. Det vurderes at værdiansættelsen skal tage sin udgangspunkt fra 2012, idet DONG Energy blev budt, af blandt andet Goldman Sachs, i efteråret 2013.

I de efterfølgende afsnit vil de væsentlige poster i årsrapporterne gennemgås og der vil blive foretaget en vurdering af den anvendte regnskabspraksis igennem disse år, samt en gennemgang af revisionspåtegningerne, som er revisorernes udtalelse om hvorvidt årsrapporterne afspejler DONG Energys økonomiske stilling og om der er diverse forhold der skal tages kritisk stilling til.

7.1 Ledelsespåtegning

Ledelsesberetningen indeholder en underskrift af ledelsens medlemmer, som betyder at ledelsen har ansvaret for at årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse regnskabslovgivningen.

DONG Energys ledelse har ingen bemærkninger i forbindelse med årsrapporten og efter deres opfattelse indeholder årsrapporten en retvisende redegørelse for udviklingen i selskabets aktiviteter, økonomiske forhold.

7.2 Revisionspåtegningen

En revisorpåtegning er en revisors underskrift på at årsregnskabet giver et retvisende billede, således kan en revisionspåtegning anses som et kvalitetsstempel af årsrapporterne.

Gennemgangen af revisionspåtegningerne i årsrapporterne fra 2008 – 2012, viser at samtlige konklusioner, der er afgivet af revisorerne at selskabets årsregnskaber giver et retvisende billede af selskabets finansielle opgørelse af aktiver og passiver, samt pengestrømme og årets resultater. Og ligeledes at årsrapporterne er i overensstemmelse med regnskabsstandarden, International Financial Reporting Standards (IFRS)

7.3 Anvendt regnskabspraksis

I anvendt regnskabspraksis i årsrapporten, skal der være en beskrivelse af DONG Energys regnskabsmetoder og dens anvendelse i praksis, hvilket vil sige en beskrivelse af hvorledes mellemregningerne foregår, for at komme frem til det endelige resultat. DONG Energy opstiller koncernregnskab, hvor resultatopgørelserne fra datterselskaberne er implementeret – således det giver et overskueligt billede af hvilke af koncernens forretninger er rentable eller opnår det ønskelige afkast. Årsregnskabet for koncernen aflægges i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards (IFRS) som godkendt af EU. Ligeledes aflægges koncernregnskabet i overensstemmelse med de danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede og statslige aktieselskaber. Årsregnskabet er udarbejdet efter det historiske kostprincip, på nær de afledte finansielle instrumenter i handelsbeholdning, finansielle instrumenter klassificeret som disponible for salg og CO₂-kvoter i handelsbeholdningen der måles til dagsværdi. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 49)

7.3.1 Business Performance versus IFRS

DONG Energy har siden 2011 valgt at tilføje business performance som et alternativ resultatmål, der supplerer det ordinære regnskab som er opgjort efter IFRS (International Financial Reporting Standards). Formålet er, at resultatet opgjort efter business performance skal afspejle selskabets interne styring af risici og sikre større transparens i regnskabsaflæggelsen. Det fungerer således ved at helt eller delvist fastlåse værdierne fra selskabets produktion, samt køb og salg af energi for at undgå påvirkninger fra udsvingene af markedspriserne.

Selskabets risikostyring består i, at der indgås aftaler om faste priser i forbindelse med køb og salg af el og gas, med henblik til at reducere risici omkring fremtidige afregningspriser, samt stabilisere pengestrømme. Efter IFRS skal disse kontrakter klassificeres som finansielle kontrakter, hvilket betyder at kontrakternes markedsværdi løbende reguleres i resultatopgørelsen. Ifølge selskabet, vil det sige at IFRS kan give anledning til store udsving af i resultatopgørelsen. Forskellen mellem business performance og IFRS påvirker omsætningen og vareforbrug, hvilket vil sige at nøgletal som ROCE ligeledes påvirkes, idet dette regnes ud fra EBIT. Hos DONG Energy er den interne

rapportering og de ledelsesmæssige beslutninger heraf, baseret på business performance-resultaterne og dermed ikke IFRS. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 49)

I denne afhandling tages der udgangspunkt i resultatopgørelser opgjort efter IFRS, for at bibeholde valid sammenligning med tidligere resultatopgørelser før business performance blev introduceret.

7.4 Hybridkapital

Under balancen i DONG Energys årsrapporter fremgår posten, hybridkapital. Som er en alternativ kapital til traditionelle fremmedkapital, hvor hybridkapitalen er et lån i form af obligationer, som virksomheden udsteder. Hybridkapitalen er egentligt et almindeligt banklån med særlige vilkår, hvor en hybridkapital i princippet aldrig kan opsiges. En hybridobligation er således en aftale mellem obligationsejeren og virksomheden, hvor obligationsejeren påtager sig en risiko for at selskabet kan gå konkurs, hvor obligationsejeren går glip af yderligere renteindtægter og desuden mister sin investering, fordi obligationsejeren er efterstillet de øvrige kreditorer, på nær aktionærer. Det betyder at der ikke er risiko for at banken vil gøre krav på kapitalen og således bliver hybridkapitalen opfattet som en del af virksomhedens egenkapital. (Business.dk - Fakta egenkapital, hybrid kernekapital, 2009)

Formålet med hybridkapitalen er at styrke selskabets kapitalgrundlag, samt at finansiere selskabets investeringer og opkøb. DONG Energy har udstedt hybridobligationer med 1.000 års løbetid og pr. 31 december 2012 DONG Energy udstedt hybridkapital med en hovedstol på 9.664 millioner kroner, hvoraf hybridkapitalen er opdelt i to. De to hybridkapitaler har en hovedstol på 4.460 og 5.204 millioner kroner og forfalder henholdsvis i år 3005 og 3010. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 66)

Vilkårene for DONG Energys hybridkapital er således, at renter af hybridkapitalen afregnes årligt, DONG Energy har mulighed for at undlade eller udskyde rentebetalinger til obligationsejerne. For hybridkapitalen med forfald i 3010, er DONG Energy forpligtet til at udskyde rentebetalingen til obligationsejerne, hvis DONG Energys kreditrating hos Standard & Poor's nedjusteres til BB+ eller derunder. Hybridkapitalen med forfald i år 3005 har en årlig kuponrente til 5,5% i de første 10 år, hvorefter renten vil blive variabel med 3 måneders EURIBOR +3,2%. Denne hybridobligation blev udstedt i juni 2005, hvilket vil sige at renten bliver variabel i år 2015. Hybridkapitalen med forfald i

3010 blev udstedt i januar 2011 og kuponrenten er ligeledes fastlåst i de første 10 år, hvorefter den skifter til en variabel rente med 12 måneders EURIBOR +5,5%. Kuponrenterne og skatteeffekten indregnes direkte i egenkapitalen, hvilket betyder at rentebetalinger indgår i pengestrømsopgørelsen på samme måde som udbyttebetalinger under finansieringsaktivitet. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 76)

I denne afhandling betragtes hybridkapitalen som en fremmedkapital, på trods af at selskabet ikke behøver at tilbagebetale hybridkapitalen til långiveren. Selvom hybridkapitalen optræder som en del af egenkapitalen, har hybridkapitalen ikke de samme karakteristika og vilkår som egenkapitalen. Da virksomheden selv bestemmer hvorledes det skal gå med udbyttebetalinger fra egenkapitalen, mens hybridkapitalen indebærer årlige renteomkostninger på samme vilkår som de øvrige fremmedkapitalsposter.

7.5 Reformulering af regnskabsopgørelserne

I de efterfølgende afsnit vil der være en redegørelse af reformulering af årsregnskaberne fra DONG Energy, hvor der fokuseres på at klassificere regnskabsposterne i de officielle balancer og resultatopgørelser. Regnskabet bliver opdelt i to dele, hvor den ene del er driftsaktiviteterne som skaber reelle værdi for selskabet og kunderne. Disse aktiviteter omfatter selskabets primære aktiviteter, såsom produktion og salg. Den anden del er, finansieringsaktiviteten, som er en sekundær aktivitet med henblik til at understøtte selskabets primære aktiviteter, ved blandt andet af fremskaffe kapital til investeringer og køb af materialer, samt forskning.

Formålet med reformulering af regnskabsopgørelserne, er at danne et solidt kendskab og forståelse for, hvorledes virksomheden genererer sit overskud gennem driftsaktiviteterne eller finansieringsaktiviteterne. Gennem de reformulerede regnskabsopgørelser, kan den eksterne analytiker danne sig en bedre forståelse og identifikation af de værdiskabende drivere i selskabet, da disse som regel ikke kan læses ud fra de officielle regnskabsopgørelser.

7.5.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

I kraft af DONG Energys hybridkapital og minoritetsinteresser indregnes som en del af egenkapitalen i årsrapporten, er det nødvendigt at reformulere egenkapitalen, hvor alle transaktioner og posteringer opsummeres. Hvilket betyder at en reformulering af egenkapitalopgørelsen gør det muligt for den eksterne analytiker at opgøre den egenkapital der tilhører aktionærene.

Tabel 1 - Reformuleret egenkapitalopgørelse

Mio. kr.	2012	2011	2010	2009	2008
Egenkapital primo	40.250	39.705	36.618	38.055	34.077
Transaktioner med ejerne	-2.634	-2.768	-197	-1.537	-1.469
Årets resultat	-5.126	4.250	4.464	1.138	4.815
Reguleringer af egenkapital	-379	-531	-1.348	-1.034	682
Minoritetsinteresser	1.310	-406	168	-4	-50
Totalindkomst	-4.195	3.313	3.284	100	5.447
Egenkapital ultimo	33.421	40.250	39.705	36.618	38.055

Kilde: Egen tilvirkning med data fra årsrapporterne fra 2008-2012 – se bilag

Det kan ses fra den ovenstående tabel, at egenkapitalen er steget med to mia. kr. i perioden fra 2008 til 2011, svarende til en samlet stigning på 5%, hvorefter egenkapitalen faldt med knap otte mia. kr.. Bortset fra faldet i egenkapitalen i 2009, som skete i kølvandet af finanskrisen, er faldet på syv milliarder i 2012 betragtet som værende alvorligt.

Posten reguleringer af egenkapital, består af posteringer af indtægter, omkostninger og gevinster/tab som ikke er resultatført i resultatopgørelsen. Dette skal forstås således at hvis et investeringsaktiv stiger i værdi, så anses dette som en gevinst for selskabets aktionærer. På den måde bliver egenkapitalen reguleret, i stedet for at gevinsten blive posteret på resultatopgørelsen. Denne type posteringer kaldes for "dirty surplus".

7.5.2 Reformulering af balancen

Formålet med reformuleringen af balancen er at identificere de forskellige kilder til rentabiliteten, som klassificeres som driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. For at afdække hvorledes

virksomhedens evne er til at skabe overskud, skal man via en reformulering adskille finansieringsaktiviteterne fra driftsaktiviteterne. (Sørensen, 2012, s. 158)

I de officielle balancer, er alle driftsaktiver og finansielle aktiver blandet sammen under aktiver, mens driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser findes under passer. Ved en reformulering af balancen skal der identificeres hvilket af balancens poster er et driftsaktiv eller driftsforpligtelse, samt hvilket er et finansielt aktiv eller forpligtelse.

Netto driftsaktiver ligger på aktivsiden og er summen af anlægskapital og arbejdskapital.

Anlægskapitalen er bestående af immaterielle driftsaktiver, materielle driftsaktiver, andre langfristede driftsaktiver, langfristede driftsforpligtelser.

Mens arbejdskapitalen er bestående af kortfristede driftsaktiver og kortfristede gældsforpligtelser.

Netto driftsaktiver er et udtryk for den investerede kapital og afspejler det samlede beløb, som er investeret i virksomheden af dens investorer.

På passivsiden, findes netto finansielle forpligtelser som er omfattet af finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. På passivsiden suppleres netto finansielle forpligtelser med ordinær egenkapital og minoritetsinteresser for at balancere med aktivsiden.

Den reformulerede balance kan skitseres således: (Sørensen, 2012, s. 159)

+ Immaterielle driftsaktiver	+ Ordinær egenkapital
+ Materielle driftsaktiver	+ Minoritetsinteresser
+ Andre langfristede driftsaktiver	
- Langfristede driftsforpligtelser	
= Anlægskapital	- Finansielle aktiver
	+ Finansielle forpligtelser
+ Kortfristede driftsaktiver	= Netto finansielle forpligtelser
- Kortfristede driftsforpligtelser	
= Arbejdskapital	
 Anlægskapital + Arbejdskapital = Netto driftsaktiver	

	Ordinær egenkapital + minoritetsinteresser + netto finansielle forpligtelser = Samlet finansiering
--	--

Tabel 2 - Reformuleret balance

Mio. kr.	2012	2011	2010	2009	2008
Totale driftsaktiver	140.712	141.399	125.198	112.109	102.204
Totale driftsforpligtelser	55.383	56.106	48.128	40.538	40.772
Netto driftsaktiver (NDA)	85.329	85.293	77.070	71.571	61.432
Totale finansielle aktiver	18.882	12.674	12.141	8.443	3.881
Totale finansielle forpligtelser	63.733	49.765	45.991	43.294	27.211
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	44.851	37.091	33.850	34.851	23.330
Minoritetsinteresser	7.057	7.952	3.515	102	47
Egenkapital	33.421	40.250	39.705	36.618	38.055

Kilde: Egen tilvirkning med data fra årsrapporterne fra 2008-2012 – se bilag

Den ovenstående tabel viser en simpel reformuleret balance, hvor det kan ses at balancen omgrupperet på den måde, hvor driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter opdelt som aktiver og passiver.

Hybridkapitalen optræder i den reformuleret balance som en finansiell forpligtelse, og ikke som en del af egenkapitalen. Fordi hybridkapitalen indebærer renteomkostninger og derfor bliver betragtet som en finansiell forpligtelse, som de øvrige poster som kreditinstitutter og obligationer.

7.5.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Formålet med at reformulere den officielle resultatopgørelse er at blive i stand til at spore kilderne til virksomhedens totalindkomst, ved at opdele netto driftsaktiver og netto finansielle forpligtelser, da disse skal indgå i beregningen af nøgletal til vurderingen af rentabiliteten af virksomhedens drifts- og finansielle aktiver. Totalindkomsten består af nettooverskuddet fra resultatopgørelsen, samt anden totalindkomst i form for posteringer direkte på egenkapitalen – som også kaldes for "dirty-surplus". Overskuddet i resultatopgørelsen er ikke fuldstændig og derfor indebærer reformulering af resultatopgørelsen, at føre "dirty-surplus"-poster ind i

resultatopgørelsen. På den måde bliver resultatopgørelsen fuldstændig, og det endelige økonomiske resultat bliver totalindkomst til de ordinære aktionærer.

Tabel 3 - Reformulering af resultatopgørelsen

Mio. kr.	2012	2011	2010	2009	2008
Nettoomsætning	65.924	58.437	54.598	49.262	60.777
Driftsoverskud før skat (EBIT)	-5.562	7.915	7.836	3.559	7.955
Skat af driftsoverskud	-941	-3.654	-2.997	-1.269	-2.924
Driftsoverskud efter skat (NOPAT)	-6.503	4.261	4.839	2.290	5.031
Driftsoverskud fra anden totalindkomst efter skat	2900	9	411	-617	2187
Samlet driftsoverskud efter skat	-3.603	4.270	5.250	1.673	7.218
Netto finansielle omkostninger efter skat	-1902	-551	-2134	-1569	-1721
Totalindkomst før minoritetsinteresser	-5.505	3.719	3.116	104	5.497
Minoritetsinteresser	1310	-406	168	-4	-50
Totalindkomst	-4.195	3.313	3.284	100	5.447

Kilde: Egen tilvirkning med data fra årsrapporterne 2008-2012 – se bilag

I den ovenstående tabel ses posten ”driftsoverskud fra anden totalindkomst efter skat, som er bestående af bevægelser i egenkapitalen. ”Dirty-surplus” er bevægelser som blandt andet værdireguleringer af sikringsinstrumenter og valutakursreguleringer, som oprindeligt ikke er bogført i den officielle resultatopgørelse. Således bliver disse bevægelser medtaget i totalindkomsten efter en reformulering af resultatopgørelsen.

Der således dannet et klart overblik over DONG Energys indtægter fra drifts- og finansieringsaktiviteterne, samt egenkapitalbevægelser som oprindeligt ikke er bogført i resultatopgørelsen.

7.5.4 Opsummering af de reformulerede regnskaber

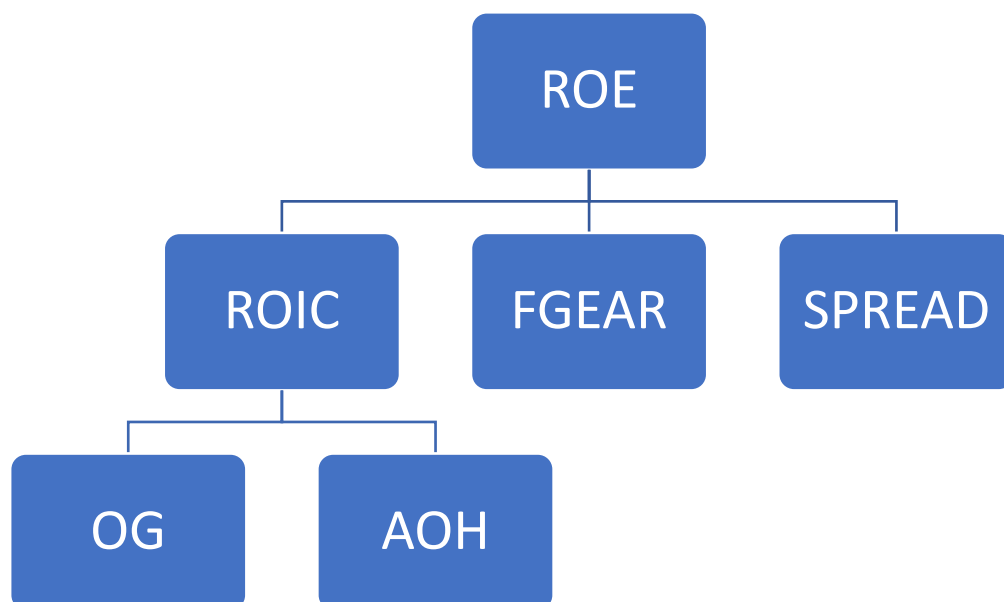
Når man skal skønne over DONG Energys fremtidige rentabilitet, er det nødvendig at fokusere på omkostninger og indtægter, som man regner med at være tilbagevendende for virksomheden, mens der forsøges at se bort fra engangsposter, idet disse er umulige at forudse og derfor ikke kan budgetteres i en proforma-opgørelse. Reformuleringen af regnskaberne, har muliggjort at identifikation af DONG Energys værdidrivere er, hvor blandt andet drifts- og finansaktiviteter er delt op. Således man har et klart overblik over hvilke dele i DONG Energy der giver selskabet

værdi. Disse komponenter skal dermed indgå i beregningen af nøgletal til vurdering af rentabiliteten fra drifts- og finansielle aktiviteter.

7.6 Rentabilitetsanalyse

I de følgende afsnit vil der blive foretaget en rentabilitetsanalyse, som har formål til at afklare hvad der driver egenkapitalforrentningen (ROE) og væksten, da det er forudsætningen for at kunne udarbejde en budgettering. Analysen tager udgangspunkt i historiske finansielle udvikling, for at afklare hvilken vej DONG Energy bevæger sig hen mod.

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i en udvidet DuPont pyramide, med en opstilling af nøgletal og hvorledes disse relaterer til hinanden. Den udvidede DuPont pyramide ser således ud:



Med DuPont-pyramiden dekomponeres nøgletallene ROE og ROIC, således at nøgletallene er inddelt i tre niveauer – hvor de lavere niveauer er hæftet sammen med de overliggende niveauer. ROE afhænger således af udviklingen i ROIC, Return On Invested Capital – som er et mål for hvorledes virksomheden er i stand til at skabe profit ud fra de tilgængelige ressourcer, nettoaktiver. ROIC afhænger ligeledes af nøgletallene overskudsgraden (OG) og netto driftsaktivernes omsætningshastighed (AOH). ROIC forbedres, hvis dens underliggende værdidrivere forbedres. Forbedring kan ske ved for eksempel overskudsgraden, som måler overskud pr. salgskrone, øges eller ved at forøge netto driftsaktivernes omsætningshastighed

(AOH). ROIC er den højeste niveau i DuPont pyramiden, som har formål til at måle driftsaktivernes værdidrivere. Det ses dog at ROE ligger højere end ROIC, dette skyldes at ROE er ligeledes afhængig af den finansielle aktivitets værdidrivere (FGEAR), som fremgår i den højre side af træstrukturen. (Sørensen, 2012, s. 210 - 211)

7.6.1 Niveau 1 – opdeling af driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter, samt finansiell gearing

Som den ovenstående figur illustrerer, kan ROE nedbrydes i tre faktorer, som ligger på niveau et. De tre faktorer hedder ROIC, FGEAR og SPREAD og udgør fælles egenkapitalforrentningen, ROE. Formlen for samspillet at de tre faktorer er således:

$$ROE = ROIC + (FGEAR \times (ROIC - r))$$

Først vil grenen omkring driftsaktiver, hvori ROIC vil blive behandlet og benyttet til beregning, efterfulgt af en redegørelse for en dekomponering af, ROIC som kommer ind på overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH). Dernæst vil der være en redegørelse af grenen omkring den finansielle aktivitets værdidrivere.

ROE kan naturligvis udregnes på andre måder end den ovenstående formel. Den mest simple formel for ROE er:

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}}$$

Totalindkomsten skal forstås som totalindkomsten for DONG Energys aktionærer, hvilket vil sige at man udelader minoritetsinteressernes andel og beløbende skal være efter skat. Der tages ligeledes udgangspunkt i gennemsnitlig egenkapital, i stedet for egenkapital opgjort ultimo.

Tabel 4 – ROE for DONG Energy i et historisk overblik

Beregning af ROE	2012	2011	2010	2009	2008
Egenkapital primo	40.250	39.705	36.618	38.055	34.077
Egenkapital ultimo	33.421	40.250	39.705	36.618	38.055
Gennemsnitlig egenkapital	36.836	39.978	38.162	37.337	36.066
Totalindkomst	-4.195	3.313	3.284	100	5.447
Egenkapitalens forrentning (ROE)	-11,39%	8,29%	8,61%	0,27%	15,10%

Kilde: Egen tilvirkning

Som den ovenstående tabel illustrerer, kan det ses at udviklingen af ROE ikke har været stabil. Her kan de underliggende værdidrivere, jævnfør DuPont pyramiden, afklare hvor og hvilke værdidrivere der påvirker de store udsving. I de følgende afsnit vil alle nøgletal, som optræder i DuPont pyramiden, blive beregnet.

Afkast på netto driftsaktiver (ROIC), som viser virksomhedens evne til at udnytte den investerede kapital. ROIC bliver udregnet ved hjælp af det samlede driftsoverskud og gennemsnitlige netto driftsaktiver, som er opgjort på totalindkomstbases samt efter skat i den reformulerede resultatopgørelse. (Sørensen, 2012, s. 211 - 212)

$$ROIC = \frac{\text{Samlet driftsoverskud (DO)}}{\text{Gennemsnitlig netto driftsaktiver (NDA)}}$$

Tabel 5 - ROIC for DONG Energy i et historisk overblik

Beregning af ROIC	2012	2011	2010	2009
Gennemsnitlige netto driftsaktiver	85.311	81.182	74.321	66.502
Samlet driftsoverskud	-3.603	4.270	5.250	1.673
Afkast på netto driftsaktiver (ROIC)	-4,22%	5,26%	7,06%	2,52%

Kilde: Egen tilvirkning

For en god ordens skyld, skal det bemærkes at beregningen af ROIC kun rækker sig over en periode på 4 år. Dette skyldes at der er taget udgangspunkt i årsrapporterne fra 2008 til 2012, og derfor kan det ikke lade sig gøre at udregne et gennemsnitlig netto driftsaktiver for 2008, da der skal bruges oplysninger fra årsrapporten 2007. Den fireårige periode vurderes til at være tilstrækkelig til at danne grundlag for en vurdering af virksomhedens fremtidige situation.

Den ovenstående tabel viser moderate udsving i ROIC, hvor den starter i 2009 på 2,52% og den forholdsvis lave ROIC, må siges at være forårsaget af finanskrisen som brød ud i 2007/2008. I de efterfølgende år stiger ROIC til et fornuftig niveau i 2010 og 2011, hvorefter den falder drastisk til et negativ afkast på -4,22%.

7.6.2 Niveau 2 – Dekomponering af ROIC

ROIC kan nedbrydes i to underliggende værdidrivere, i en overskudsgrad (OG) og omsætningshastighed (AOH). Formlen ser således ud:

$$ROIC = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Gennemsnitlig nettodriftsaktiver}} = \left(\frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}} \right) \times \left(\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gennemsnitlig nettodriftsaktiver}} \right)$$

Den del hvor det samlede driftsoverskud divideres med nettoomsætningen, er beregningen for overskudsgraden (OG). Overskudsgraden belyser virksomhedens evne til at skabe overskud fra hver omsætningskrone skabt af dens driftsaktivitet.

Den del som dividerer nettoomsætningen med gennemsnitlige nettodriftsaktiver, er beregningen for omsætningshastigheden. Som viser hvor meget virksomheden genererer i omsætningen pr. krone der er investeret i nettodriftsaktiverne.

Tabel 6 - Overskudsgrad for DONG Energy i et historisk overblik

Beregning af OG	2012	2011	2010	2009	2008
Nettoomsætning	65.924	58.437	54.598	49.262	60.777
Samlet driftsoverskud	-3.603	4.270	5.250	1.673	7.218
Overskudsgrad	-5,47%	7,31%	9,62%	3,40%	11,88%

Kilde: Egen tilvirkning

Den ovenstående tabel viser en oversigt over DONG Energys overskudsgrad i årene 2009-2012. Igen kan man se at 2009 er et af de mindre gode år på grund af finanskrisen, hvor nettoomsætningen faldt med knap 19% og overskudsgraden faldt fra 11,88% til 3,4%.

Det andet element, der tilsammen udgør ROIC, er aktivernes omsætningshastighed.

Overskudsgraden fortæller hvor meget der er tilbage af hver krones salg, når alle driftsomkostningerne er fratrasket. I tilfælde af at en virksomhed står i den situation at det er vanskeligt at forbedre overskudsgraden, som følge af driftsomkostningerne følger proportionalt med omsætningen. Således kan virksomheden forbedre sit ROIC, ved at arbejde på aktivernes omsætningshastighed (AOH). (Sørensen, 2012, s. 217)

Tabel 7 - Aktivernes omsætningshastighed for DONG Energy i et historisk overblik

Beregning af AOH	2012	2011	2010	2009
Nettoomsætning	65.924	58.437	54.598	49.262
Gennemsnitlige netto driftsaktiver	85.311	81.182	74.321	66.502
Omsætningshastighed	0,77	0,72	0,73	0,74

Kilde: Egen tilvirkning

Den ovenstående tabel viser, at DONG Energy har en stor mængde driftsaktiver i forhold til dens omsætning, hvilket vil sige at DONG Energys AOH er lav. Her ses det at omsætningshastigheden har været stabil gennem analyseperioden 2009-2012. Dette skyldes at på trods af øget omsætning, har DONG Energy ligeledes forøget deres nettodriftsaktiver.

7.6.3 Finansiell gearing og SPREAD

Efter redegørelsen af ROIC, som har fokus omkring driftsaktiviteterne, vil det efterfølgende afsnit dreje sig om de finansielle aktiviteter i DONG Energy. Den finansielle gearing viser forholdet mellem de nettofinansielle omkostninger (NFO) og gennemsnitlig egenkapital (EK).

FGEAR beregnes med formlen:

$$FGEAR = \frac{\text{Gennemsnitlig nettofinansielle forpligtelser}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}}$$

Tabel 8 - Finansiell gearing for DONG Energy i et historisk overblik

Beregning af FGEAR	2012	2011	2010	2009
Gennemsnitlige nettofinansielle forpligtelser	40.971	35.471	34.351	29.091
Gennemsnitlige egenkapital	36.836	39.978	38.162	37.337
Finansiell gearing (FGEAR)	111,23%	88,73%	90,01%	77,91%

Kilde: Egen tilvirkning

Den ovenstående tabel viser at den finansielle gearing hos DONG Energy steget fra 2009 til 2012, hvilket vil sige at det skyldes en kombination af den stigende nettofinansielle forpligtelser, samt et stort fald i egenkapitalen i 2012. Den stigende nettofinansielle forpligtelser skyldes primært af en stigende mængde lånekapital. Tabellen viser at DONG Energy er en virksomhed med relativ stor gæld i forhold til egenkapitalens størrelse. Men det er typisk inden for denne branche DONG Energy opererer i.

Det andet nøgletal, SPREAD, udtrykker forskellen mellem ROIC og r, som fortæller hvorvidt virksomheden skaber værdi af den finansielle gearing. ROE er et mål for den samlede afkast til virksomhedens aktionærer, som er overskuddet efter drifts- og finansielle omkostninger. ROIC måler rentabiliteten fra driftsaktiviteterne i virksomheden, mens r er benævnt som den gennemsnitlige lånerente i %. Således fratrækkes ROIC med r, for at finde SPREAD. (Sørensen, 2012, s. 212) Formlen for r ser således ud:

$$r = \frac{\text{Nettofinansielle omkostninger (NFO)}}{\text{Gennemsnitlig nettofinansielle forpligtelser (NFF)}}$$

Tabel 9 - SPREAD for DONG Energy i et historisk overblik

Beregning af SPREAD	2012	2011	2010	2009
Gennemsnitlige nettofinansielle forpligtelser	40.971	35.471	34.351	29.091
Netto finansielle omkostninger efter skat	1.902	551	2.134	1.569
Afkast på netto driftsaktiver (ROIC) (tabel 5)	-4,22%	5,26%	7,06%	2,52%
R (gennemsnitlig lånerente i %)	4,64%	1,55%	6,21%	5,39%
SPREAD (ROIC-r)	-8,87%	3,71%	0,85%	-2,88%

Kilde: Egen tilvirkning

Det kan ses på den ovenstående tabel, at SPREAD kun har været positiv i år 2010 og 2011, hvor den er negativ i 2009 og 2012. Et negativ SPREAD er lig med at den finansielle gearing ikke tilføjer værdi for selskabet og selskabet dermed helst være foruden den finansielle gearing. Årsagen er at ROIC er lavere end r , og dermed trækker den samlede egenkapitalforrentningen (ROE) ned. Derfor bør ROIC være højere end r , for at give større ROE og dermed kommer virksomhedens aktionærer til gode.

7.6.4 Opsummering af rentabilitetsanalysen

De seneste fire årsrapporter op til 2012, er blevet analyseret. Og hermed kan det konkluderes at den globale finanskrisen har haft en indflydelse på DONG Energy i 2009, hvor DONG Energys nøgletal fra årsrapporterne ikke har været tilfredsstillende. Nedgangen skyldes blandt andet også forøgelse af investeringer som blev finansieret ved kreditlån, hvor de investerede driftsaktiver var under opbygningen og endnu ikke giver afkast. Dermed overgik ROIC ikke de finansielle låneomkostninger. I de efterfølgende to år kom DONG Energy på rette vej, hvor de fik løftet nøgletallene op på et tilfredsstillende niveau. Nedgangen i 2012 er analyseperiodens værste, som primært skyldes forretningsområdet Energy Markets, ikke indtjente som forventet og ligeledes måtte der foretages store nedskrivninger i flere forretningsområder, som eksempelvis Exploration & Production.

Det kan ses at aktivernes omsætningshastighed (AOH) ligger i et forholdsvis lavt niveau i alle årene i analyseperioden, og dette skyldes virksomhedstypen og branchen. DONG Energy har ikke et

varelager, som skal omsættes hurtigst muligt for at give afkast. DONG Energy har i stedet store produktionsanlæg, og på grund af fortsatte investeringer som giver en forøgelse af driftsaktiver betyder det at aktivernes omsætningshastighed vil forblive lavt. Men det er naturligt at DONG Energy har et lavt omsætningshastighed. Da DONG Energy ikke rigtigt kan ændre på aktivernes omsætningshastighed, er de derfor anhängige af overskudsgradens bevægelser, idet den afgør størrelsen på ROIC.

FGEAR er steget i analyseperioden, at i 2012 var den finansielle gearing på 111%, hvilket betyder at gælden overstiger selskabets egenkapital. Dette er umiddelbart alarmerende, men det ses at de nettofinansielle forpligtelser har foretaget forøgelser af denne størrelse før 2012. Her skyldes den markante stigning i den finansielle gearing, at egenkapitalen blev reduceret i 2012, hvilket det ændrede forholdet mellem forpligtelserne og egenkapitalen. Det kan desuden ses på den reformulerede balance at den langfristede gæld steg fra 17 milliarder i 2008 til 48 milliarder i 2012, hvilket er en stigning på næsten 30 mia. kr.. Dermed vurderes det umiddelbart også at DONG Energy står i en stærk position i fremtiden, hvad der angår vedvarende energi.

Rentabilitetsanalysen har givet indblik i den historiske udvikling hos DONG Energy og dermed har dannet grundlag til videre analyse.

8 Budgettering

Det næste trin i en værdiansættelse af DONG Energy, er budgetteringen. Selve budgetteringen skal ikke opfattes som en selvstændig analyse, men snarere som en opsummering af hvad vi har erfareret ud fra de tidligere analyser i de forrige afsnit – som består af strategianalyse, regnskabsanalyse og rentabilitetsanalyse. Således har disse foregående analyser skabt et grundlag til at kunne foretage et estimat af de fremtidige budgetter, som også kaldes proforma regnskaber. Budgettestimatet tager hensyn til flere faktorer i DONG Energys position, både eksternt og internt, som kan påvirke DONG Energy i fremtiden.

8.1 Budgetperiodens længde

Først skal der gøres overvejelser om budgethorisonten længde, fordi flere teoretiske værdiansættelsesmodeller baseres på neddiskontering af en uendelig pengestrøm. Hvilket dette ikke er praktisk muligt, idet det vil kræve en uendelig lang kolonnerække i regnearket. Derfor skal der i stedet budgetteres i en begrænset periode. Længden af budgetperioden afhænger af hvor langt hvor lang en tidshorisont en ekstern analytiker kan forudsige variationer før de opnår en steady-state tilstand, hvorfra det forventes en konstant vækst ikke længere afviger sig fra væksten af resten af samfundet og dermed giver det ikke mening for analytikeren at forecaste fremadrettet. Dette kaldes ligeledes for terminalperioden, som er slutåret for budgetteringsperioden. I DONG Energys tilfælde vurderes det på baggrund af vækstudsigter for branchen og DONG Energys konkurrencemæssige fordele. Branchens vækstudsigter vurderes til at være lave, idet branchen ikke længere er præget af fokus på forøgelse af markedsandele via konsolidering af selskaber, som det var før DONG Energys tilblivelse. Desuden da branchen sælger et smalt produktsortiment af energi, i form for olie, gas og elektricitet, vurderes branchen at være moden og dermed har en lav vækstudsigt.

DONG Energy vurderes til at have en konkurrencemæssig fordel, idet DONG Energy er på forkant hvad der angår det vedvarende energi. På trods af at de nye alternative energikilder er et dyrt foretagende, vil DONG Energy forvente at kunne opnå stordriftsfordele og nedbringe omkostningerne i forbindelse med udvidelser i havvindmølleområdet. De høje adgangsbarrierer ind til markedet er ligeledes høje, og derfor anses det at DONG Energy har en konkurrencemæssig fordel, på baggrund af DONG Energys markedsandele i Danmark og DONG Energys position som markedsførende i offshore vindkraft. Men da teknologien udvikler sig med rivende hast, kan der på relativt kort tid komme udfordringer til DONG Energy og i takt med at DONG Energys leverandører, i forbindelse med stordriftsfordele, efterhånden kan tilbyde billigere produkter vil de andre store spillere på energimarkedet formentligt hoppe med på havvindmøller.

Konkurrencemæssig fordel	Vækstudsigter for branchen		
	Lav	Medium	Høj
Ingen	5 år	10 år	20 år
Ja, på kort sigt	5 år	10 år	20 år
Ja, på langt sigt	10 år	20 år	20 år

Kilde: (Sørensen, 2012, s. 252), og egen tilvirkning

Den ovenstående tabel viser en vejledende oversigt over budgetperiodens længde. I DONG Energys tilfælde vurderes det på baggrund af lav vækstudsigt for branchen og en konkurrencemæssig fordel på kort sigt, at en budgetteringsperiode på mellem 5 og 10 år er rimeligt. Da DONG Energy har opsat strategiske mål for 2020, anses en budgetteringsperiode på 8 år som værende passende. Budgetteringsperioden vil dække over årene 2013-2020, og 2020 er terminalperioden.

8.2 Budgettering af driftsaktiviteter

De budgetterede regnskaber, proforma regnskaber, har sit udgangspunkt i reformulerede regnskaber og nøgletal fra de forrige afsnit. Disse budgettal danner grundlag for det fremtidige budget. I proforma regnskaberne forudsættes det, at posterne i regnskabet vokser med en konstant vækstrate.

Tre poster er valgt til budgettering af driftsaktiviteten, som vurderes til at give et retvisende billede af DONG Energys økonomiske udvikling. Posterne der involverer i budgetteringen er:

1. Væksten i omsætningen
2. Væksten i driftsoverskuddet
3. Væksten i investeret kapital

Først vil DONG Energys omsætning blive budgetteret, efterfulgt af en budgettering af driftsoverskuddet og til sidst en budgettering af væksten i investerede kapital. (Sørensen, 2012, s. 254)

8.2.1 DONG Energys forventninger

På baggrund af den utilfredsstillende regnskab i 2012, havde DONG Energy iværksat en omfattende handlingsplan, som skulle genetablere et solidt økonomisk fundament for den fortsatte vækst og strategiske omstilling af koncernen. Handlingsplanen indebar frasalg af ikke-kerneaktiver for 10 mia. kr., reduktion af ejerandele i kerneaktiviteter, reduktion med omkostninger med effekt på 1,2 mia. kr., restrukturering af den tabsgivende gasforretning, samt

tiltag der skulle styrke kapitalstrukturen, herunder tilførsel af egenkapital på minimum 6-8 mia. kr. Nettoinvesteringer var forventet at være på omkring 25-30 mia. kr. over en toårig periode i 2013 og 2014. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 27)

8.2.2 Vækst i omsætning

Tabel 10 - Nettoomsætning for Dong Energy i et historisk overblik

Mio. kr.	2012	2011	2010	2009	2008
Nettoomsætning	65.924	58.437	54.598	49.262	60.777

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses i den ovenstående tabel, at nettoomsætningen for DONG Energy har været gennem nogle store udsving i perioden 2008-2012, hvor der ikke umiddelbart kan se en tendens.

Udsvingene skyldes flere faktorer, som blandt andet makroøkonomiske situationer som finanskrisen der medførte til de faldende energipriser. Grundet DONG Energys størrelse, hvor de opererer på flere forretningsområder, kan udsvingene til den samlede nettoomsætning skyldes de forskellige forretningsområders udsving og disse udsving vanskeliggør opstillingen af proforma regnskaberne. Den strategiske analyse kan være behjælpelig med at forecaste DONG Energys økonomiske udvikling, men da DONG Energy er midt i en grøn omstilling, bevirker det ligeledes at der er store forskelle i de respektive forretningsområders fremtidsudsigter. Derfor vil det give mest mening at opstille proforma regnskaber for hver af DONG Energys forretningsområde. Den nedenstående tabel viser et overblik over omsætningen i de respektive forretningsområder.

Tabel 11 - Omsætning i hvert forretningsområde hos DONG Energy

Nettoomsætning i Mio. kr.	2012	2011	2010	2009	2008
Exploration & Production	11.871	9.931	8.224	6.579	7.114
Wind Power	7.774	4.520	2.947	1.676	1.453
Thermal Power	8.980	10.231	11.330	10.818	13.890
Energy Markets	41.416	36.211	31.764	28.201	38.087
Sales & Distribution	17.061	13.178	14.185	13.386	15.595

Kilde: Egen tilvirkning

Det skal bemærkes at posten "øvrige aktiviteter/elimineringer" ikke er medtaget, da den dækker over samtlige forretningsområder.

8.2.2.1 *Exploration & Production*

Dette forretningsområde beskæftiger sig med efterforskning og produktion af olie og gas, dermed er området følsom overfor konjunkturmæssige udsving i olie- og gaspriserne. Det ses på tabellen at omsætningen faldt i 2009, på grund af faldene olie- og gaspriser samt faldende efterspørgsel. Men i de efterfølgende år har nettoomsætningen været stigende. Omsætningen i 2012 er det højeste i analyseperioden.

Omsætningen forventes stige, som følge af produktionsstart på olie- og gasfelterne Oselvar og Marulk, samt reparation af Siri-platformen vil medføre øget produktion. Det vurderes ikke at der løbende vil komme uregelmæssigheder i produktionen hos Exploration & Production. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 23)

Omsætningen i forretningsområdet Exploration & Production er i perioden 2008-2012 steget med 67% og har haft en gennemsnitlig årlig vækst på 13,65%. Væksten er skabt som følge af flere produktionsanlæg og der planlægges yderligere produktionsanlæg. Men det bliver ikke i samme omfang som tidligere, grundet DONG Energys omstilling til vedvarende energi. Og antagelsen om at efterspørgslen af olie vil falde til fordel for mere miljøvenlige kilder, forventes det dermed at væksten i omsætningen aftages i budgetteringsperioden. DONG Energy formulerer at målsætningen for produktionen hos Exploration & Production skal være på 150.000 boe/dag i 2020, hvor den i 2012 var på 78.000 boe/dag, som er nærmest en fordobling. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 6) Hvilket det svarer til en årlig vækst på 8,5%, hvis antagelsen om at olie- og gasprisen ligger på samme niveau som i 2012.

8.2.2.2 *Wind Power*

Omsætningen steg i 2012 med lidt over 3 milliarder, hvoraf størstedelen vedrørte indtægter fra enterprisekontrakter i forbindelse med opførelse af havvindmølleparkerne Anholt og Borkum Riffgrund 1. På baggrund af Dong Energys strategi og målsætninger omkring vedvarende energi som Wind Power, samt den voksende omsætning i de sidste 5 år og grøn energi bliver efterhånden

mere efterspurgt, vurderes det at DONG Energy vil opleve en fortsat stigning i omsætningen hos Wind Power.

DONG Energy forventer ligeledes selv at fremtiden hos dem hovedsageligt består af aktiviteter omkring vedvarende energi, især vindkraft. DONG Energy stræber efter at bibeholde sin markedsposition som markedsleder inden for offshore vindkraft. Hvilket det styrker argumentet for at omsætningen vil være støt stigende fremadrettet fra 2012. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 24)

DONG Energys strategiske mål omkring offshore vindmøller lyder således, at den installerede kapacitet skal i 2020 skal være på 6,5 GW, hvor den er 1,7 i 2012. Dette er svarende til en årlig vækst på 18,25%.

8.2.2.3 Thermal Power

Thermal Power producerer både varme og elektricitet. Det forventes at DONG Energy løbende omdanner kraftværkerne til at bruge biomasse fremfor kul, og derfor må der til tider forventes produktionsstop i de enkelte kraftværker under omdannelse fra kul til biomasse, hvilket bevirker at omsætningen kan falde. Men generelt er målsætningen med Thermal Power, at det skal være et supplement til vindkraften og dermed vil omsætningen løbende tilpasse havvindmøllernes fluktuerende produktion. Derfor forventes det ikke at elproduktionen fra segmentet vil stige, men derimod falde i takt med stigende vindkraft-kapacitet. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 24)

Det ses i omsætningstabellen (tabel 11), at omsætningen for Thermal Power har været faldende i perioden 2008-2012, hvor der i gennemsnit har været en årlig tilbagegang på 10,33%. Og på baggrund af stigende kapacitet i vindkraft, skønnes tilbagegangen at fortsætte med samme hast i budgetteringsperioden.

8.2.2.4 Energy Markets

Energy Markets er den største omsætningspost hos DONG Energy, hvor den udgjorde knap 48 % af den samlede omsætning. Hos Energy Markets beskæftiges der med handel af energi på børser og

med kontrakter, hvilket er grunden til at prisudviklingen af råvare er afgørende for Energy Markets-området. På baggrund af DONG Energys forventninger om at elpriser vil stige i de efterfølgende år, antages det at omsætningen ligeledes vil stige. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 27) Omsætningen steg med næsten 9% i perioden 2008-2012, hvilket det giver en gennemsnitlig årlig vækst på 2,11%. Det skal dog bemærkes at omsætningen faldt drastisk i 2009, som følge af finanskrisen. Dermed er væksten højere hvis det ses isoleret på periode 2009-2012, hvor den gennemsnitlige vækst lander på 13,66%. Denne vækst anses for at være for højt, idet væksten tager udgangspunkt fra et unormalt niveau i 2009. Derfor skønnes væksten i budgetteringsperioden at være imellem 13% og 2%, hvilket det giver 7,5%.

8.2.2.5 Sales & Distribution

Dette forretningsområde genererer sin omsætning ved at sælge elektricitet og gas, og er dermed påvirket af udsving i priserne på el og gas. I forbindelse med omstillingen til vedvarende energikilder, forventer DONG Energy at styre produkt- og serviceoplevelsen for forbrugerne, idet de er blevet mere miljøbevidste. DONG Energys ønsker at fastholde høj forsyningssikkerhed og udvikle intelligente distributionsløsninger, må siges at være en fordel for forbrugerne og dermed styrker DONG Energys position om energiselskab. På trods af omsætningen generelt har været nogenlunde jævnt i årene 2008-2012, vurderes det at dette segment vil opleve en vækst i omsætningen i de efterfølgende år. Da DONG Energys grønne profil vil på sigt gavne koncernen, idet det frie energimarked tillader forbrugerne at skifte energiselskab og dermed er der større sandsynlighed for at DONG Energy vinder markedsandele.

Det antages at segmentet vil opleve en vækst på 5% i budgetteringsperioden.

8.2.3 Vækst i driftsoverskud

I dette afsnit tages der udgangspunkt i driftsoverskuddet i de reformulerede regnskaber, hvor der primært fokuseres på omkostningerne. Posten "driftsoverskud fra en anden indkomst" dækker over poster som blandt andet indtægter fra kapitalandele i associerede virksomheder,

værdireguleringer og valutareguleringer og dermed ikke har nogle præcis underliggende drivere. Posten medregnes ikke i den officielle resultatopgørelse, men derimod bogføres i egenkapitalen.

Tabel 12 - Samlet driftsoverskud hos DONG Energy i et historisk overblik

Mio. kr.	2012	2011	2010	2009	2008
Driftsoverskud efter skat (NOPAT)	-6.503	4.261	4.839	2.290	5.031
Driftsoverskud fra anden totalindkomst efter skat	2.900	9	411	-617	2.187
Samlet driftsoverskud efter skat	-3.603	4.270	5.250	1.673	7.218

Kilde: Egen tilvirkning

Den ovenstående tabel viser udviklingen af driftsoverskuddet i årene fra 2008 til 2012. Hvor der eksempelvis kan ses at der skete et stort fald i det samlede driftsoverskud i 2009 i forhold til 2008, som en stor del skyldes faldet i posten "driftsoverskud fra anden totalindkomst efter skat".

8.2.3.1 Exploration & Production

Det forventes at omkostningerne hos Explorations & Production stige, i takt med at de planlagte felter i Storbritannien og Norge bliver taget i brug, samt når Siri-plattformen er blevet repareret. Omkostningerne forventes at følge med mængden af produktionen, således forventes det at omkostningerne vil stige i samme takt med omsætningen.

8.2.3.2 Wind Power

I forbindelse med udvidelserne af havvindmølleparker, forventes det ligeledes stigende omkostninger i forbindelse med den daglige drift. Idet DONG Energy er på forkant inden for offshore vindkraft, hvor de tilhørende omkostninger i forbindelse med udvidelserne antages at være høje i den første periode. DONG Energy samarbejder med Siemens Wind Power, i opførelsen af havvindmølleparker, og dette partnerskab vurderes til at føre til lavere omkostninger i takt med samarbejdet skrider frem. Desuden er der andre leverandører i forbindelse med opførsel af vindmøller, og her kan der opstå stordriftsfordele når udvidelserne af havvindmølleparker accelereres i fremtiden, som fører til lavere enhedsomkostninger. DONG Energys strategiske målsætning inden for Wind Power er blandt andet at omkostninger for hver produceret MWh skal under 100 EUR i 2020. Det vurderes at omkostningerne i dette segment vil stige i takt med

vindkapaciteten øges, men efterhånden vil væksten i omkostningerne falde som følge af lavere enhedsomkostninger.

8.2.3.3 Thermal Power

Omkostningerne hos forretningsområdet Thermal Power forventes at være faldende i takt med omsætningen falder. Udover den faldende omsætning og omkostninger, forventes det at Thermal Power stadig påvirkes af råvarepriser såfremt kraftværkerne endnu ikke fuldstændig har erstattet de fossile brændsler med biomasse. DONG Energy forventer at råvarepriserne vil stige i fremtiden, og dermed vil det have den effekt på kraftværkerne, hvor driftsoverskuddet mindskes. Dette anses således at omstilling til biomasse, vil medføre stigende driftsoverskud.

8.2.3.4 Energy Markets

Et af fokusområderne for fremtiden er at, genskabe indtjening i koncernens mid-stream-aktiviteter, som for tiden er tabsgivende. DONG Energy udtrykker i årsrapporten at dette primært skal ske via genforhandlinger af de langsigtede gaskøbsaftaler for at opnå priser, der afspejler de ændrede forhold på gasmarkedet, hvor olie- og gaspriserne ikke længere følger hinanden. Et andet fokusområde er optimering af LNG-terminalen i Rotterdam, hvor kapaciteten søges udnyttet bedre. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 10)

På trods et negativt EBITDA på 4,6 mia. kr. i 2012, forventes det at forretningsområdet igen giver overskud fremadrettet. Idet tabet i 2012, skyldes engangsforekomster som hensættelser af tabsgivende gaslagerkontrakter i Tyskland. Det er vanskeligt at fastsætte udviklingen af omkostningerne i dette forretningsområde, derfor skønnes det at omkostningerne vil følge i samme vækstrate som omsætningen.

8.2.3.5 Sales & Distribution

Som nævnt i PESTEL-analysen, regulerer Energitilsynet distributionen af energien i Danmark. Dermed kan Energitilsynet indirekte styre DONG Energys indtjening, eller direkte diktere DONG

Energys priser på energi, hvis disse findes for høje i forhold til markedet. Det vurderes ikke at forretningsområdet vil opleve nogen særlig vækst udover væksten i samfundet.

8.2.3.6 DONG Energys ambitioner

På trods af ambitionen om omstilling til vedvarende energi, finder DONG Energy det nødvendigt at udvide forretningsområdet Exploration & Production, hvor produktionen skal fordobles i 2020 i forhold til 2012. Da teknologien bag vedvarende energikilder er forholdsvis dyr, således skal Exploration & Produktion understøtte Wind Power med kapital. Missionen er således at Exploration & Production afhændes når Wind Power og de øvrige områder er selvforsynende. DONG Energys vision er at de fortsat vil være markedsleder inden for omstillingen af energisystemet i retning af mere vedvarende og bæredygtig energi. Det går ikke alene ud på at styrke DONG Energys grønne profil, men også styrke den økonomiske værdi inden for de pågældende områder. DONG Energy har sat nogle strategiske mål og pejlemærker frem mod 2020, som skal sikre DONG Energys rolle som en markedsledende og værdiskabende energikoncern i Nordeuropa. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 6)

Disse pejlemål er primært bestående af nøgletal for de forskellige forretningsområder, samt for koncernen overordnet set. DONG Energy har ambitioner om at deres ROCE skal være over 10% i 2016 og over 12% i 2020, hvilket er en stor stigning fra -7,4% i 2012.

Målet for EBITDA skal være omkring 20 mia. kr. i 2016, hvor den var på 8,6 mia. kr. i 2012. Der er ikke fastlagt et mål for 2020. DONG Energy vil nedbringe sin nettogæld/EBITDA forhold fra 4,1 til mindre end 2,5 i 2016 og 2020, som vil ske via en forventet stigning i EBITDA. Dette vurderes til at være en udfordring for DONG Energy, da det er nødvendigt at investere kapital i omstillingen til vedvarende energi, hvilket det med stor sandsynlighed bliver finansieret ved lån og dermed øger nettogælden.

8.2.4 Vækst i investeret kapital

DONG Energys ambitioner om at være et af de førende energikoncerner inden for vedvarende energi, hvoraf målsætningen er at koncernen skal være fuldstændig fri for fossile brændsler i 2050.

Ved at være en af firstmovers inden for offshore vindkraft har sin bekostning, da nye teknologi som regel er dyrt i begyndelsen og derfor kræver omstillingen naturligvis massive investeringer.

Det forventes at investeringerne er en kontinuerlig proces, hvor der fortsat investeres i eksempelvis anlæg og fartøjer, der fører til en mere omkostningseffektiv opførsel af havvindmøller. Samt teknologier som anlæg der kan behandle usorteret affald, hvor der trækkes organiske dele ud af affaldet, samt giver mulighed for en effektiv genanvendelse af tilbageværende plastik, metal og glas. (Dong Energy Årsrapport, 2012, s. 10)

Derfor forventes det at væksten i investeret kapital vil være støt stigende.

8.2.5 Opsummering af budgettering

På trods af det samlede driftsoverskud i en stor grad bliver påvirket af posten "Driftsoverskud fra anden totalindkomst", bliver denne ikke budgetteret, da det er vanskeligt at identificere de underliggende drivere og dermed næsten umuliggør budgettering af posten. Ole Sørensen (Sørensen, 2012, s. 259) nævner at budgettering af disse poster, kræver at analytikeren ofte er nødt til at budgettere som en andel af salget ud fra en ide om, at beløbene varierer med virksomhedsstørrelsen. I tabel 12, som illustrerer et overblik over den samlede driftsoverskud, kan det ses at posten "Driftsoverskud fra anden totalindkomst" ikke på nogen måde følges med udviklingen af DONG Energys driftsoverskud fra salg. Dette er årsagen til at andre indkomster ikke bliver budgetteret.

Der henvises til bilag 7, hvor fremtidsudsigterne for salgsvæksten og de tilhørende omkostninger, samt investeret kapital er blive estimeret. Der er blevet argumenteret for hvorledes de forskellige forretningsområder vil vækste og med hvilken hastighed. Det kan ses på proforma regnskabet at det er primært Exploration & Production og Wind Power der vil bidrage DONG Energy med stor vækst, mens de øvrige afdelinger, som Energy Markets og Sales & Distribution vil have en forholdsvis beskeden vækst. Thermal Power vil fortsat have tilbagegang, og her er det antaget at tilbagegangen er konstant. Aktivernes omsætningshastighed vurderes tillige til at have et konstant niveau, idet DONG Energy fortsat udvider både Exploration & Production og Wind Power, hvilket det opretholder netto driftsaktiverne på et højt niveau. Men det er også branchens karakteristika at selskaberne har en lav omsætningshastighed, idet der er behov for store produktionsanlæg før der kan leveres produkter til forbrugerne.

Da der tages udgangspunkt i at værdiansætte koncernen, før den fik kapitalindsprøjtning til egenkapital, vurderes den finansielle gearing at være konstant i budgetteringsperioden. På trods af at den har været stigende i de seneste år op til 2013, antages det at selskabet er varsomme for at den finansielle gearing ikke bliver højere. Det estimeres ligeledes at den finansielle gearing ikke vil falde, idet DONG Energy er midt inde i en omstilling til vedvarende energi, og derfor er det nødvendigt at fortsætte investeringerne.

9 Værdiansættelse af DONG Energy

I dette afsnit vil der blive redegjort en værdiansættelse af DONG Energy med udgangspunkt i de budgetterede proforma-regnskab. Budgettallene fra proforma-regnskabet benyttes til at estimere DONG Energy værdi ved hjælp af værdiansættelsesmodellen ”den tilbagediskonterede cash flow” (DCF-model). Den tilbagediskonterede cash flow-model, fokuserer på virksomhedens cash flow og driftens kapitalomkostninger. Resultatet fra den tilbagediskonterede cash flow-model, bliver klassificeret med EVA-modellen, som er forkortelse for Economic value added. Til forskel fra den tilbagediskonterede cash flow-model, fokuserer EVA-modellen på andre begreber der er kendt fra regnskabsanalysen, såsom afkastningsgraden (ROIC) og netto driftsaktiver (investeret kapital, NDA).

Værdiansættelsesanalysen bliver rundet af med følsomhedsanalyse, da en medfølger en vis usikkerhed forbundet med en værdiansættelse, idet værdiansættelsen er baserede på skønsmæssige budgettal. Følsomhedsanalysen vil dermed kunne påvise hvilke ændringer i de skønsmæssige budgettal har indflydelse på DONG Energys værdi.

9.1 Den tilbagediskonterede cash flow

DCF-modellen fokuserer på de fremtidige frie pengestrømme, som tilbagediskonteres på baggrund af kapitalomkostninger. Den frie pengestrøm er beregnet ud fra forskellen mellem driftsoverskuddet efter skat (DO) og ændring i netto driftsaktiver (NDA). Den nedenstående formel illustrerer udregningen af den frie cash flow.

$$FCF = DO - \Delta NDA$$

Når den frie cash flow er beregnet, er det muligt at beregne DONG Energys værdi, ved at tilbagediskontere den frie cash flow og dette kræver således at kende kapitalomkostningerne, benævnt WACC.

For en detaljeret beskrivelse, henvises der til teoriafsnittet.

9.1.1 Fastlæggelse af driftens kapitalomkostninger (WACC)

Som nævnt er WACC et afgørende element for at udregne den tilbagediskonterede cash flow, som anvendes til at beregne DONG Energys værdi. WACC står for Weighted average cost of capital, som er et udtryk for omkostninger der er forbundet med fremskaffelse af kapital til virksomheden. Fremskaffelse af kapital sker gennem to kanaler, den ene er virksomhedsejerne og den anden er kreditinstitutter. De gennemsnitlige kapitalomkostninger tager højde for afkastkravene fra både ejerne og kreditinstitutter. Således er WACC et mål for de gennemsnitlige kapitalomkostninger, som ejerne har krav på ved sin investering, samt kreditinstitutternes lånerente. Formlen for WACC ser således ud:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} \times r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} \times r_g$$

(Sørensen, 2012, s. 46)

Fortolkningen af formelen lyder således, at V_0^E udtrykker markedsværdien af egenkapitalen, mens V_0^{NFF} udtrykker markedsværdien af netto finansielle forpligtelser. V_0^{EV} udtrykker markedsværdien af virksomheden, som er summen af markedsværdien af egenkapitalen og markedsværdien af netto finansielle forpligtelser – med andre ord netto driftsaktiver. I princippet kunne V_0^{EV} , skiftes ud med NDA. r_e står for ejernes afkastkrav, mens r_g er de finansielle omkostninger efter skat.

(Sørensen, 2012, s. 46)

9.1.1.1 Fastlæggelse af kapitalstrukturen

Da kapitalomkostningerne af driften er et udtryk for hvad ejerne og kreditinstitutter har krav på for at investere i virksomheden, skal der anvendes markedsværdier for finansielle forpligtelser og

egenkapitalen ved fastlæggelse af kapitalstrukturen. DONG Energys finansielle forpligtelser og egenkapital kan aflæses på den reformulerede balance.

Tabel 13 - DONG Energy kapitalstruktur i et historisk overblik

Mio. kr.	2012	2011	2010	2009	2008
Netto driftsaktiver (NDA)	85.329	85.293	77.070	71.571	61.432
Egenkapital	33.421	40.250	39.705	36.618	38.055
Egenkapital andel	39%	47%	52%	51%	62%
Finansielle forpligtelser	44.851	37.091	33.850	34.851	23.330
Finansielle forpligtelser andel	53%	43%	44%	49%	38%
Minoritetsinteressers andel	8%	9%	5%	0%	0%

Kilde: Egen tilvirkning

Det kan ses ud fra den ovenstående tabel, at der har været en jævn fordeling af egenkapitalen og de finansielle forpligtelser i årene 2009 til 2011, hvorefter DONG Energys egenkapital faldt, som betød at fordelingen af egenkapitalen og finansielle forpligtelser lå henholdsvis på 43% og 57%. Estimatet for den langsigtede kapitalstruktur for DONG Energy, vurderes umiddelbart til at fortsætte med samme fordeling som den seneste tal viser i 2012. Idet DONG Energy er under omstilling til vedvarende energi, og det kræver fortsat finansiering til udvidelserne af havvindmølleparker. Derfor lyder den fremadrettet kapitalstruktur således, at egenkapitalen vil have en andel på 39%, mens finansielle forpligtelser vil have en andel på 53%. Det skal bemærkes at minoritetsinteresserne udgør en del af netto driftsaktiver sammen med egenkapitalen og de finansielle forpligtelser. Minoritetsinteresser medregnes ikke, idet der ikke er tilhørende afkastkrav eller omkostninger.

9.1.1.2 Fastlæggelse af ejernes afkastkrav

Til fastlæggelse af ejernes afkastkrav anvendes CAP-modellen (Capital Asset Pricing Model). Modellen tager udgangspunkt i sammenligningen mellem afkastet på den pågældende virksomhed og afkastet på hele aktiemarkedet. Egenkapitalomkostningerne er således ejernes afkastkrav, som anvendes til at diskontere pengestrømme, hvorfor egenkapitalværdien findes. Sammenhængen mellem ejerafkastkravet og markedsrisikoen kan jævnfør CAPM skrives som:

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

På den vestre side af ligningen ses r_e , som er ejernes afkastkrav. Denne er summen af de andre komponenter. r_f er den risikofrie rente. β er beta, som er en risikovurdering i forhold til den resterende markedsportefølje. $E(r_m)$ betyder forventet afkast ved investering i markedsportefølje, mens en udvidelse af denne i form for $E(r_m) - r_f$ udtrykker markedets risikopræmie. (Sørensen, 2012, s. 43 - 44)

Den risikofrie rente er teoretisk set lig med renten på nul-kuponobligationer, der matcher tidshorisonten på pengestrømme der skal diskonteres. Generelt anbefales der at anvende den effektive rente for den 10-årige statsobligation som estimat for den risikofrie rente. Hvilket det også anses for at være passende med den 8-årige periode der er budgetteret for.

Tabel 14 - Oversigt over den 10-årige statsobligation i 2008 - 2012

	2008	2009	2010	2011	2012
10-årig statsobligation	4,30%	3,58%	2,81%	2,90%	1,23%

Kilde: (Penge og kapitalmarked, Danmarks statistik, 2018), samt egen tilvirkning

Det kan ses at renten faldt kraftigt i 2012, og dermed vanskeliggør at give et estimat over den fremtidige risikofrie rente. Faldet kan skyldes en kortvarig uro på markedet, og derfor er det vanskeligt at vurdere den videre bevægelse af den risikofrie rente. Der tages således udgangspunkt i den sidste kendte værdi, 1,23%.

Beta er risikovurderingen af DONG Energy i forhold til den resterende markedsportefølje. Eftersom DONG Energy ikke var børsnoteret i 2012, og det er kun muligt at beregne beta for noterede virksomheder. På den baggrund gøres der brug af en common sense-metode, hvor der foretages en kvalitativ vurdering af DONG Energys samlede risiko, bestående af en driftsmæssig og en finansiell risiko, som efterfølgende konverteres til et beta-estimat. (Sørensen, 2012, s. 46)

Tabel 15 - Oversigt over beta værdier

Driftsmæssig risiko	Finansiell risiko	Samlet Risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,4 - 0,6
Lav	Neutral	Lav	0,6 - 0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85 - 1,15
Neutral	Lav	Lav	0,6 - 0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85 - 1,15

Neutral	Høj	Høj	1,15 - 1,4
Høj	Lav	Neutral	0,85 - 1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15 - 1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4 +

Kilde: (Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder, 2003, s. 59), samt egen tilvirkning

Betaværdierne skal forstås således at en værdi på 0, er tilsvarende en risikofri investering. En betaværdi på under 1, svarer til en investering med mindre risiko end markedsporteføljen. Mens 1 svarer til samme risiko som markedsporteføljen. Og alt betaværdi over 1, svarer til at investeringen har højere risiko end markedsporteføljen.

Den ovenstående tabel muliggør at give et estimat for betaværdien hos DONG Energy. Det vurderes på baggrund af såvel den driftsmæssige og finansielle risiko at DONG Energys betaværdi lander på 1,15. På trods af at staten ejer 51%, som giver en form for sikkerhed hvor staten formentligt vil være klar til gribe an, hvis selskabet kommer ud for alvorlige problemer. Men grunden til det dårlige regnskab i 2012, som satte gang i forberedelserne til at indhente yderligere kapital, indikerer at finansministeriet ikke længere var interesseret i skyde kapital ind i DONG Energy. Da DONG Energy mistede en stor del af egenkapitalen, som følge af regnskabet 2012, samtidig med at selskabet var inde i en fase, hvor der skulle investeres massiv i havvindmølleparker. Således øgedes behovet for en solid kapitalgrundlag, for at kunne realisere investeringerne.

På baggrund af dette, vurderes det at DONG Energy havde en forhøjet risiko i forhold til markedet. Og derfor vurderes betaværdien at være på 1,15.

Endvidere mangler der markedets risikopræmie ($E(r_m) - r_f$). Risikopræmien er det tillæg, som investorerne vil kræve for at investere i aktier i forhold til at investere i statsobligationer, som anses som værende risikofri investering. Der findes flere metoder for at estimere markedets risikopræmie, hvor blandt andet risikopræmien beregnes ud fra et estimat af historiske data på aktiemarkedet. Eller spørge en række investorer om deres skøn over risikopræmien, hvor man efterfølgende tager et gennemsnit herfra. Det findes ikke et "rigtig" svar på størrelsen af risikopræmien. Ole Sørensen nævner en dansk undersøgelse i 2011, som spurgte investorerne om

deres risikopræmien og svaret blev 5,4%. (Sørensen, 2012, s. 44)

Idet værdiansættelsen tager udgangspunkt i år 2013, vurderes det at risikopræmien ikke har ændret sig over to år fra det tidspunkt undersøgelsen blev foretaget. Derfor anvendes der en risikopræmie på 5,4%.

Således bliver estimatet af egenkapitalomkostninger (r_e) udregnet:

$$r_e = 1,23\% + 1,15 \times 5,4\% = 7,44\%$$

Resultatet af egenkapitalomkostningerne (CAPM) er således: $r_e = 7,44\%$

9.1.1.3 Fastlæggelse af finansielle forpligtelsers afkastkrav

Långiverne vurderer virksomhedens risikoprofil og fastsætter renten, som er långivernes afkastkrav, herefter. Det vil sige at hvis virksomhedens risikoprofil vurderes at være høj, fastsættes der en højere rente. På den måde kræver långivere et risikotillæg, for at kunne kompensere for situationer hvor virksomhedens ikke kan tilbagebetale lånet. Formlen for finansielle forpligtelsers afkastkrav ser således ud:

$$r_g = (r_f + r_s)(1 - t_s)$$

Den risikofrie rente (r_f) kan igen ses i denne formel. Hvor den adderes med (r_s), som er den selskabsspecifikke risikotillæg. Dernæst bliver den multipliceret med selskabets skatteprocent (t_s), hvorefter resultatet bliver til finansielle forpligtelsers afkastkrav (r_g).

Standard & Poor's nedgraderede DONG Energys kreditrating fra "A-" til "BBB+", dette har naturligvis en påvirkning på lånerenten fremadrettet.

DONG Energys gennemsnitlige lånerente i 2012, var på 4,43%. På baggrund af lånerenten kan den selskabsspecifikke risikotillæg udregnes. Den risikofrie rente kan ses på den 10-årige statsobligation i tabel 14.

Som nævnt tidligere, vurderes faldet unormalt og dermed vurderes at renten vil stige igen i de efterfølgende år, hvorfor renten er på 1,7%. Udregningen af den selskabsspecifikke risikotillæg, sker således at den gennemsnitlige lånerente bliver fratrasket den risikofrie rente, og således er resultatet for den selskabsspecifikke risikotillæg ($4,43\% - 1,7\% = 2,73\%$)

Til videre udregning af finansielle forpligtelsers afkastkrav ser således ud

$$r_g = (1,23\% + 2,73\%) * (1 - 0,25) = 2,97\%$$

9.1.1.4 Udregning af WACC

Efterfulgt af en estimering af kapitalstruktur, ejernes afkastkrav og de finansielle forpligtelsers afkastkrav, kan vægtet gennemsnit kapitalomkostninger udregnes. Som efterfølgende kan bruges til diskontering af DONG Energys frie cash flow til beregning af DONG Energys værdi.

Oversigten af kapitalstruktur, ejernes afkastkrav og de finansielle forpligtelsers afkastkrav er opstillet nedenfor:

Kapitalstruktur Egenkapital/Forpligtelser:	39%/53%
Ejernes afkastkrav:	7,44%
Finansielle forpligtelsers afkastkrav	2,97%

Beregningen af WACC ser således ud:

$$WACC = 39\% * 7,44 + 53\% * 2,97 = 4,48\%$$

9.2 Economic value added-model (EVA-model)

ROIC er afkast på det investeret kapital, som udregnes på baggrund af driftsoverskuddet og netto driftsaktiver. Og kap står for det investeret kapital, det bogførte værdi. (EVA-modellen, skat.dk, 2018)

EVA-modellen tager således udgangspunkt i det investerede kapital og kapitalomkostningerne. Beregningen af EVA foregår ved følgende formel:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times \text{Investeret kapital}$$

Det investerede kapital er lig med netto driftsaktiverne.

For en detaljeret beskrivelse, henvises der til teoriafsnittet.

9.3 Værdiansættelse med DCF-modellen og EVA-modellen

I dette afsnit vil der blive redegjort en værdiansættelse af DONG Energy med den tilbagediskonterede cash flow-model. I de forrige afsnit blev det gjort klart, at forudsætningen for at kunne værdiansætte med DCF-modellen var at, fastlægge kapitalomkostningerne, benævnt WACC. Beregningen af WACC krævede at man kender virksomhedens kapitalstruktur, samt ejerne og långivernes afkastkrav.

Beregning af den frie cash flow, forudsætter ligeledes en udarbejdelse af et budget. I dette tilfælde er der udarbejdet en 8-årige budgetperiode fra 2013 – 2020. 2020 er det sidste år, og kaldes for terminalperioden.

Budgettallene er udarbejdet på baggrund af væksttal, som er estimeret ud fra historiske årsrapporter, samt på baggrund af den strategiske analyse, hvor der inddrages estimater af DONG Energys forventninger og strategi i budgettallene.

Tabel 16 - Estimerede væksttal for DONG Energys forretningsområder

	Exploration & Production	Wind Power	Thermal Power	Energy Markets	Sales & Distribution	Øvrige aktiviteter/elimineringer
År						
E2013	8,00%	35,00%	-10,33%	7,50%	5%	7,50%
E2014	10,00%	32,00%	-10,33%	7,50%	5%	7,50%
E2015	11,00%	25,00%	-10,33%	7,50%	5%	7,50%
E2016	8,00%	22,00%	-10,33%	6,50%	5%	6,50%
E2017	7,00%	15,00%	-10,33%	6,50%	4%	6,50%
E2018	6,00%	11,00%	-10,33%	5,00%	3%	5,00%
E2019	5,00%	8,00%	-10,33%	4,00%	3%	4,00%
2020E	4,00%	8,00%	-10,33%	2,00%	2%	2,00%

Kilde: Egen tilvirkning

Den ovenstående tabel viser de estimerede væksttal for DONG Energys forretningsområder. Her kan det ses at både Exploration & Production og Wind Power, forventes en stor vækst. Særligt forretningsområdet Wind Power, forventes at vokste med stor hast. Tilføjes for alle forretningsområderne, på nær Thermal Power, er at væksten aftager i takt med årene. Dette skyldes steady-state begynder i terminalperioden, hvilket vil sige at fra dette punkt vil væksten

være konstant. Derfor kan det ikke lade sig gøre at have en stor vækst i terminalperioden, idet der er grænser for hvor meget en virksomhed kan vækste sin omsætning i forhold til resten af samfundet.

Tabel 17 – Proforma-regnskab for DONG Energy 2013 - 2020

Mio. kr.		Budgetår							Terminalår
	2012	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	2020E
Resultatopgørelse									
Exploration & Production		12.821	14.103	15.654	16.906	18.090	19.175	20.134	20.939
Wind Power		10.495	13.853	17.317	21.126	24.295	26.968	29.125	31.455
Thermal Power		8.052	7.221	6.475	5.806	5.206	4.668	4.186	3.754
Energy Markets		44.522	47.861	51.451	54.795	58.357	61.275	63.726	65.000
Sales & Distribution		17.914	18.810	19.750	20.738	21.567	22.214	22.881	23.338
Øvrige aktiviteter/elimineringer		-22.766	-24.474	-26.309	-28.019	-29.841	-31.333	-32.586	-33.238
Nettoomsætning i alt		71.038	77.374	84.337	91.352	97.675	102.967	107.466	111.249
EBIT (DO før skat)		5.456	5.943	6.478	7.017	7.502	7.909	8.254	8.545
NOPAT (DO efter skat)		4.092	4.457	4.858	5.263	5.627	5.932	6.191	6.409
Balance									
Netto driftsaktiver (NDA) (Nettoomsætning / AOH)	85.329	92.257	100.486	109.529	118.639	126.850	133.724	139.566	144.479
Delta NDA		6.928	8.229	9.043	9.110	8.211	6.874	5.842	4.913
Netto finansielle forpligtelser (NFF)		48.580	52.913	57.675	62.472	66.796	70.416	73.492	76.079
Egenkapital (NDA - NFF)	33.421	43.677	47.572	51.854	56.167	60.054	63.308	66.074	68.400
Pengestrømsopgørelse									
Samlet driftsoverskud (DO efter skat)		4.092	4.457	4.858	5.263	5.627	5.932	6.191	6.409
- Ændringer i netto driftsaktiver (Delta NDA)		6.928	8.229	9.043	9.110	8.211	6.874	5.842	4.913
FCF		-2.836	-3.771	-4.185	-3.848	-2.584	-942	349	1.495
AOH		0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Nøgletal		E2013	E2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
EBIT-margin (før skat)		7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Skattesats		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Finansiell gearing		1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11

Kilde: Egen tilvirkning

Den overstående tabel, som viser den budgetterede proforma-regnskab. Det skal bemærkes at EBIT er udregnet fra et EBIT-margin, som er blevet beregnet ud fra et gennemsnitlig i de fra de reformulerede regnskaber med årene 2008 – 2012. EBIT-margin er beregnet således, at DONG Energys EBIT divideres med den totale nettoomsætning, for at komme frem til den procentvise EBIT-margin. Denne EBIT-margin forventes at forholde sig på et konstant niveau gennem de budgetterede år.

Tabel 18 - Simple DCF-model

DCF-model, Mio. kr.			
År	FCF	Diskonteringsfaktor	DCF
E2013	-2.836	0,96	-2.714
E2014	-3.771	0,92	-3.455
E2015	-4.185	0,88	-3.670
E2016	-3.848	0,84	-3.230
E2017	-2.584	0,80	-2.076
E2018	-942	0,77	-725
E2019	349	0,74	257
E2020	1.495		
Terminalværdi	156.643		
Sum nutidsværdi	-15.612		
+ Nutidsværdi af terminalværdi	115.297		
= Enterprise Value	99.685		
- Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	48.580		
= Værdi af egenkapital	51.105		
- Værdi af minoritetsinteresser	8.244		
= Værdi af ordinær egenkapital	42.861		

Kilde: Egen tilvirkning, en detaljeret model kan ses på bilag 5

Den ovenstående tabel viser der en simpel udgave af den oprindelige DCF-model, der er udarbejdet. FCF er det frie cash flow, som kendes ved at fratrække driftsoverskuddet efter skat (DO) med ændringerne på netto driftsaktiver, som er forskellen på primo NDA og ultimo NDA. For at diskontere den frie pengestrøm, multipliceres disse med diskonteringsfaktoren.

Diskonteringsfaktoren er udregnet med hjælp fra WACC og formlen for eksempelvis 2015 ser således ud, $\text{diskonteringsfaktor} = 1/(1 + WACC)^3$. Formlen står i tredje potens, da 2015 er

det tredje år i perioden. Således kendes DCF og disse værdier lægges sammen, således værdien bliver værdien af den samlet frie pengestrøm -15.589. Terminalværdien kendes ved den sidste værdi af den frie pengestrøm i budgetteringsperioden, hvilket vil sige værdien der ligger i terminalperioden og i dette tilfælde er værdien 1.495. Denne værdi divideres med WACC fratrasket væksten i terminalperioden. Væksten er den procentvise forskel mellem driftsoverskuddet (DO) fra 2019 og 2020. Efterfølgende bliver nutidsværdien af terminalværdien beregnet med diskonteringsfaktoren i 2019, som har en værdi på 0,733. Hvilket vil sige at nutidsværdien af terminalværdien er 108.948.

DONG Energys Enterprise Value er summen af samlet DCF og nutidsværdi af terminalværdi. Efterfølgende bliver netto finansielle forpligtelser trukket fra, for at kende værdien af egenkapitalen. Da egenkapitalen indeholder minoritetsinteresser, bliver de også fratrasket. Således kender vi den endelige værdi af ordinær egenkapital, hvilket er svarende til DONG Energys værdi.

Værdien af minoritetsinteresser ændres efter Enterprise Value, idet minoritetsinteresserne antages at have en fast andel af netto driftsaktiver. Udregningen af minoritetsinteressernes værdi ser således ud.

Tabel 19 - Udregning af minoritetsinteressernes værdi

Bogført værdi minoritetsinteresser	7.057
/ Bogført værdi NDA	85.329
= Andel af minoritetsinteresser	8,3%
* Værdi af NDA (Enterprise Value)	99.685
= Værdi af minoriteter	8.244

Kilde: Egen tilvirkning

Det kan ses DONG Energys værdi ifølge DCF-modellen, er beregnet til at være lidt under 43 mia. kr.

DCF-modellen vil blive efterfulgt af en EVA-model, som skal bekræfte DONG Energys værdi.

Tabel 20 - Simple EVA-model

EVA-model, Mio. kr.			
År	EVA	Diskonteringsfaktor	Nutidsværdi EVA
E2013	229	0,96	262
E2014	281	0,92	301
E2015	309	0,88	317
E2016	304	0,84	303
E2017	256	0,80	255
E2018	189	0,77	196
E2019	137	0,74	152
E2020	90		
Terminalværdi	17.077		
Investeret kapital (Primo NDA)	85.329		
+ Sum nutidsværdi	1.786		
+ Nutidsværdi af terminalværdi	12.570		
= Enterprise Value	99.685		
- Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	48.580		
= Værdi af egenkapital	51.105		
- Værdi af minoritetsinteresser	8.244		
= Værdi af ordinær egenkapital	42.861		

Kilde: Egen tilvirkning, en detaljeret model kan ses på bilag 6

Den ovenstående tabel viser en simple udgave af en EVA-model. Der henvises til bilag 5 og bilag 6 for en mere specificeret DCF- og EVA-model.

Der er flere ligheder i DCF- og EVA-modellen, i forbindelse med udregning af en virksomheds værdi. EVA-modellen beregnes således, at EVA kendes ved at multiplicere forskellen af ROIC og WACC med primo netto driftsaktiver. ROIC er driftsoverskuddet divideret med primo nettodriftsaktiver, mens WACC allerede er beskrevet i de forrige afsnit. Efterfølgende bliver EVA diskonteret med samme diskonteringsfaktor som der blev udregnet ved DCF-modellen. Dernæst bliver det diskonteret EVA værdier summeret. Terminalværdien udregnes på samme måde som ved DCF-modellen, hvor man benytter det sidste værdi af diskonteret EVA-værdi som findes i terminalperioden. Enterprise Value er således summen af investeret kapital (Primo netto driftsaktiver), summen af EVA i nutidsværdi, samt nutidsværdien af terminalværdi. Efterfølgende bliver Enterprise Value fratrasket netto finansielle forpligtelser og minoritetsinteresser, for at finde frem til værdien af ordinær egenkapital.

Resultatet af den ordinære egenkapital er ifølge EVA-modellen ligeledes lidt under 43 mia. kr.

9.4 Følsomhedsanalyse

Da værdiansættelsen af DONG Energy er beregnet på baggrund af budgetterede estimater af subjektiv karakter, hvor estimater af parametrene størrelse kan have en stor indflydelse på det endelige resultat. Således er der usikkerhed i forbindelse med resultatet af værdiansættelsen, derfor giver det mening at foretage en følsomhedsanalyse, hvor parametrene bliver belyst. Der bliver primært fokuseret på parametrene der danner grundlag for WACC, det vil sige blandt andet kapitalstruktur, ejernes og långivernes afkastkrav, virksomhedens beta.

I analysen vil parametrene værdier blive ændret med henblik til at belyse hvor stor en effekt disse ændringer har på resultatet af DONG Energys værdi. Parametrene bliver ændret individuelt, for danne et klart billede af hvor stor en indflydelse de individuelle parametre har på det endelige resultat.

Tabel 21 - Følsomhedsanalyse af kapitalstruktur

Kapitalstruktur	-5%	0	5%
Egenkapital	34%	39%	44%
Finansielle forpligtelser	58%	53%	48%
DONG Energys værdi	77.074	42.861	21.572
Ændring	34.214	0	-21.288

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår i den ovenstående tabel, at en forskydning på 5% af forholdet mellem egenkapitalen og de finansielle forpligtelser har en indflydelse på DONG Energys værdi. En stigning i egenkapitalen vil således resultere i et fald af DONG Energys værdi. Dette skyldes at kapitalstrukturen påvirker udfaldet på WACC, samt forskellen på ejernes og de finansielle forpligtelsers afkastkrav. I tilfælde af ejernes og de finansielle forpligtelsers afkastkrav skulle være det samme, ville kapitalstrukturen ikke have nogen betydning for WACC.

Tabel 22 - Følsomhedsanalyse af Beta

Beta	- 0,10	- 0,05	-	0,05	0,10
Beta	1,00	1,10	1,15	1,20	1,25
DONG Energys værdi	74.816	56.839	42.861	31.684	22.547
Ændring	31.956	13.979	0	-11.177	-20.313

Kilde: Egen tilvirkning

Beta er en del af CAPM, som beregner ejernes afkastkrav. Således at jo højere betaværdi er ensbetydende med højere risiko og deraf kræver ejerne ligeledes højere risikopræmie for at ofre sin investering. CAPM-beregningen påvirker udfaldet af WACC, som igen påvirker diskonteringsfaktoren i de to kapitalværdiansættelsesmodeller. I den ovenstående tabel, kan det ses at betaværdien har en stor påvirkning på værdien af DONG Energy, hvor en højere betaværdi resulterer en lavere virksomhedsværdi. Det skal bemærkes at betaværdien medfører en vis usikkerhed, idet den udelukkende er baseret på en subjektiv vurdering ud fra kvalitative informationer.

Tabel 23 - Følsomhedsanalyse af risikopræmie

Risikopræmie	-0,50%	-0,25%	-	0,25%	0,50%
Risikopræmie	4,90%	5,15%	5,40%	5,65%	5,90%
DONG Energys værdi	77.530	57867,09	42.861	31.037	21.484
Ændring	34.669	15.006	0	-11.824	-21.377

Kilde: Egen tilvirkning

Dette parameter drejer sig igen om ejernes afkastkrav, hvor en højere risikopræmie vil føre til et højere WACC, som deraf påvirker beregningen af DONG Energys værdi. I CAPM er markedets risikopræmie og beta tæt forbundne, hvoraf de adderes med den risikofrie rente. I modsætningen til beta, kan risikopræmien estimeres ud fra kvantitative informationer ved hjælp af eksempelvis investorernes besvarelser af spørgeskemaer.

Den ovenstående tabel viser at en forhøjelse af risikopræmien, vil føre til at DONG Energys værdi vil falde.

Tabel 24 - Følsomhedsanalyse af den risikofrie rente

Risikofrie rente	-0,20%	-0,10%	-	0,10%	0,20%
------------------	--------	--------	---	-------	-------

Risikofrie rente	1,03%	1,13%	1,23%	1,33%	1,43%
DONG Energys værdi	64.984	52.925	42.861	34.335	27.022
Ændring	22.123	10.064	0	-8.526	-15.839

Kilde: Egen tilvirkning

Den risikofrie rente er baseret på den 10-årige statsobligation, hvilket er en gængs metode at fastlægge den risikofrie rente. Den risikofrie rente indgår i beregningen af både ejernes og de finansielle forpligtelsers afkastkrav. Som WACC deraf har udgangspunkt i beregningen af den vægtede gennemsnit kapitalomkostninger. Det kan ses at den risikofrie rente har en stor effekt på resultatet af DONG Energys værdi.

9.5 Opsummering af værdiansættelsen

I de forrige afsnit er der blevet redegjort for flere komponenter der skulle anvendes af de kapitalværdibaserede modeller. Begge modeller indeholdte en diskonteringsfaktor, som estimerede nutidsværdien af cash flowet eller economic value added. Diskonteringsfaktoren afhænger af nøgletallet WACC.

WACC er de vægtede gennemsnit kapitalomkostninger. Hvor der blev redegjort for ejernes og långivernes afkastkrav, der betragtes som omkostninger for anskaffelse af kapital. Ejernes afkastkrav blev udregnet på baggrund af CAPM (Capital Asset Pricing Model), hvor der blev benyttet nøgletal som risikofrie renter, beta og ejernes risikopræmie. For långivernes afkastkrav findes der ligeledes en formel, hvor afkastkravet udregnes med nøgletal som risikofri rente, selskabsspecifikke risikotillæg, samt skattetaksten. Långivernes afkastkrav kunne dog aflæses i DONG Energys årsrapport 2012. Idet egenkapitalen og fremmekapitalen er forskellige størrelser, var det ligeledes nødvendigt at fortage en analyse af kapitalstrukturen, hvorfra der skulle fastlægge et estimat for den fremtidige kapitalstruktur.

Den tilbagediskonterede cash flow-model (DCF) og Economic Value Added-model (EVA) er ækvivalente, således vil disse to kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller give samme resultat under de samme budgetforudsætninger. Derfor bliver EVA-modellen benyttet for at bekræfte resultatet fra DCF-modellen.

Begge kapitalværdibaserede modeller i det forrige afsnit viser det samme resultat, og dermed kan det siges at der er mindre sandsynlighed for at der forefindes fejl i udarbejdelse af modellerne i Excel.

Den efterfølgende følsomhedsanalyse fokuserede på flere parametre som indgik i beregningen af ejernes afkastkrav og långivernes afkastkrav, som deraf havde indflydelse på WACC.

Følsomhedsanalysen belyste hvorledes korrektionerne i parametrene påvirkede DONG Energys værdi, og det kunne konkluderes at der er tale om relativ små korrektioner som gav store udslag i den endelige virksomhedsværdi. Det skal bemærkes at parametrene er fastlagt på baggrund af en række estimater ud fra både kvantitative og kvalitative informationer. Derfor kan det ikke siges at den beregnet virksomhedsværdi er indiskutabelt, idet de fastlagte parametre er til dels præget af en subjektiv vurdering.

For at sammenligne med afhandlingens værdiansættelse af DONG Energy med den værdiansættelse som salget i 2014 var baseret på, kan det ses at denne afhandling vurderer DONG Energys værdi at være 10 mia. kr. højere end den officielle værdiansættelse. Men det bør tages i mente, at afhandlingens værdiansættelse er præget af en vis subjektivitet i estimaterne. Desuden kan det ses på følsomhedsanalysen, at små korrektioner forårsager store udsving i resultatet af værdiansættelsen. Eksempelvis et beta på 1,2 vil resultere i en værdiansættelse på 31,684 mia. kr.

10 Konklusion

I denne afhandling er der foretaget en værdiansættelse af som er blevet gjort på baggrund af en fundamentanalyse, som består af en strategisk analyse og en regnskabsanalyse, der dannede et grundlag for den fremtidige budgettering, som også er kaldt for et proforma regnskab. Proforma regnskabet dannede således fundament for de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodellerne DCF og EVA.

Den strategiske analyse er opdelt i to, hvor der belyses DONG Energys interne og eksterne forhold gennem udarbejdelse af modellerne værdikædeanalyse, PESTEL, Porters five forces og en SWOT-analyse. Den strategiske analyse tog udgangspunkt i en værdikædeanalyse, hvor opgaven bestod i at identificere de primære aktiviteter og dens støtteaktiviteter. Således for at danne en forståelse for hvilke af virksomhedens aktiviteter skaber værdi.

Efterfølgende blev der udarbejdet en ekstern analyse i form for en PESTEL analyse, som belyste makromiljøet som DONG Energy opererer i, hvor det blev konkluderet at de omgivende faktorer i høj grad har en indflydelse på DONG Energy. Da blandt andet de politiske beslutninger kan gennemtvinge ændringer i DONG Energys strategi. Ligeledes opererer DONG Energy i 2012 i høj grad med olie og gas, og derfor er DONG Energy følsomt over for konjunkturudsving på råvarepriserne. På trods af at DONG Energy gradvist bliver mere uafhængigt af råvarer som olie og gas, forventes det at de vedvarende energikilder giver udsving da vejret ikke er en stabil energikilde.

Porters five forces belyste DONG Energys eksterne forhold på branche niveau, hvor eventuelle trusler blev identificeret. Det kunne konkluderes at DONG Energy opererer i et marked med høje adgangsbarrierer, som gør det svært for eventuelle nye indtrængere at træde ind på markedet, idet denne type branche kræver en stor startkapital til rådighed, og ud over kapital kræves der tillige megen viden på forhånd, for at kunne operere i sådanne markeder. Således er det vurderet at DONG Energys position ikke er truet.

Den strategiske analyse blev opsummeret i en SWOT-analyse, hvor DONG Energys styrker, svagheder, muligheder og trusler blev kortlagt. DONG Energy blev vurderet til at være en stærk virksomhed, idet de er på forkant hvad der angår vedvarende energi og særligt i Wind Power-

området, blev der sørget for at effektivisere opførelserne af offshore vindmøller ved hjælp af et tæt samarbejde med Siemens.

Regnskabsanalysen er fokuseret på de seneste fem årsrapporter op til 2012, hvor regnskabsposterne efterfølgende blev reklassificeret. Her viser det sig at egenkapitalsforrentningen (ROE) har været præget af store udsving i analyseperioden. På trods af en stabil vækst i nettoomsætningen, ses det på investeringernes afkast ROIC, at det ligeledes har været præget af udsving. Dette gjorde det vanskeligt at fastlægge et estimat af den økonomiske udvikling i forbindelse med budgetteringen.

Grundet vækstudsigter inden for havvindmøller, blev det besluttet at anvende en budgetteringsperiode på 8 år, hvor terminalperioden begynder i 2020. Budgetteringen blev opstillet på baggrund af tre nøgletal, bestående af væksten i omsætningen, væksten i driftsoverskuddet og væksten i investeret kapital. Budgetteringen er gjort på baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalyserne, hvor det blev estimeret at både Exploration & Distribution og Wind Power vil vokse med høj vækst, hvorefter væksten gradvist aftager.

Efterfølgende kunne de budgetterede regnskaber anvendes til værdiansættelse af DONG Energy. DONG Energy blev værdiansat ved anvendelse af to kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller, den tilbagediskonterede cash flow-model og economic value added-model. Begge værdiansættelsesmodeller var anhangig af diskonteringsfaktoren WACC, som blev beregnet ud fra en række estimer. De kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller, værdiansatte DONG Energy til en værdi på 42,861 mia. kr. Hvilket er knap 11 mia. højere end den officielle værdiansættelse da DONG Energy blev solgt. Det bør tages in mente, at de kapitalværdibaserede modeller er delvist præget af subjektive estimer fra analytikeren.

11 Bibliografi

11 mia. kr. fra private investorer til DONG Energy. (2. Oktober 2013). Hentet fra Finansministeriets pressemeddelelse: <https://www.fm.dk/nyheder/pressemeddelelser/2013/10/11-mia,-d,-kr,-d,-fra-private-investorer-til-dong-energy>

Blev DONG solgt alt for billigt? Så mange milliarder scorer Goldman Sachs efter bare to år. (26. maj 2016). Hentet fra BT.dk: <https://www.bt.dk/politik/blev-dong-solgt-alt-for-billigt-saa-mange-milliarder-scorer-goldman-sachs-efter-ba>

Burrell, G., & Morgan, G. (1979). *Sociological Paradigms and Organisational Analysis: Elements of the sociology of corporate life*. Ashgate Publishing.

Business.dk - Fakta egenkapital, hybrid kernekapital. (19. Januar 2009). Hentet fra Business.dk: <https://www.business.dk/finans/fakta-egenkapital-hybrid-kernekapital-og-supplerende-kapital>

Demonstration: Stop salget af Dong. (29. januar 2014). Hentet fra Facebook begivenhed: <https://www.facebook.com/events/799007153449476/>

(2006). *DONG Energy A/S Årsrapport.*

DONG Energy aftale 2013. (2013). Hentet fra Finansministeriet: <https://www.fm.dk/temaer/dong/boersnotering-besluttet-allerede-i-2004/dong-energy-2013-aftale>

(2009). *Dong Energy Årsrapport.*

(2011). *DONG Energy Årsrapport.*

(2012). *Dong Energy Årsrapport.*

DONG prissat til 60-70 mia. kr. (7. Maj 2007). Hentet fra Børsen.dk: http://penge.borsen.dk/artikel/1/108811/dong_prissat_til_60-70_mia_kr.html

DONG sælger olie- og gasforretning for op til 8,7 milliarder kroner. (24. Maj 2017). Hentet fra Berlingske Business: <https://www.business.dk/energi/dong-saelger-olie-og-gasforretning-for-op-til-87-milliarder-kroner>

Dong-børsnotering er udskudt. (29. Oktober 2008). *TV2 Nyheder*, s.

<http://nyheder.tv2.dk/nyheder/article.php/dongb%C3%B8rsnotering-er%2A2dudskudt/id-17413593.html>.

DONGs køb af Elsam, Energi E2, Frederiksberg Elnet og Københavns Energi. (29. Marts 2006).

Hentet fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen:

<https://www.kfst.dk/media/13632/20060329-afgoerelse-dongs-koeb-af-elsam-energi-e2-frberg-elnet-og-kbhs-energi.pdf>

Elpris.dk v/ Forsyningstilsynet. (2018). Hentet fra Elpris: http://elpris.dk/#/article/nord_pool

Energiaftalen 22. marts 2012. (22. Marts 2012). Hentet fra Energistyrelsen:

<https://ens.dk/ansvarsomraader/energi-klimapolitik/politiske-aftaler-paa-energiomraadet/energiaftalen-22-marts-2012>

Energiaftalen i korte træk. (2012). Hentet fra Energistyrelsen:

https://ens.dk/sites/ens.dk/files/EnergiKlimapolitik/faktaark_1_energiaftalen_kort_fortalt.pdf

Energistatistik 2016 - Energistyrelsen. (2017). Hentet fra Energistyrelsen:

<https://ens.dk/sites/ens.dk/files/Statistik/estat2016.pdf>

EVA-modellen, skat.dk. (2018). Hentet fra Skat.dk: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813239>

(2003). *Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder*. FSR - Danske revisorer.

Finansministeriets pressemeddelse. (7. 10 2004). Hentet fra Bred aftale om vilkårene for salg af aktier i DONG A/S: <https://www.fm.dk/nyheder/pressemeddelelser/2004/10/bred-aftale-om-vilkaarene-for-salg-af-aktier-i-dong-as>

Finansudvalget. (27. November 2007). *Aktstykke 53*. Hentet fra Finansministeriet:

<https://www.ft.dk/samling/20072/aktstykke/aktstk.53/aktstykket/408854.pdf>

Forstå DONG sagen på fem minutter. (28. Januar 2014). Hentet fra TV2 Nyheder:

<http://nyheder.tv2.dk/politik/2014-01-28-overblik-forst%C3%A5-dong-sagen-p%C3%A5-fem-minutter>

Forstå sagen om dong salget. (17. Maj 2017). Hentet fra Altinget.dk:

<https://www.alinget.dk/artikel/tidslinje-forstaa-sagen-om-dong-salget>

Forsyningstilsynet: Ny myndighed. (2018). Hentet fra Forsyningstilsynet:

<http://energitilsynet.dk/om-os/forsyningstilsynet/organisation/forsyningstilsynet/>

Frederiksen, U. G. (1. Februar 2012). *Liberaliseringen af den danske el.* Hentet fra

danmarkshistorien.dk: <https://danmarkshistorien.dk/leksikon-og-kilder/vis/materiale/liberaliseringen-af-den-danske-el/>

Godkendelse af kapitaludvidelse i DONG Energy. (30. januar 2014). Hentet fra Finansministeriets

Pressemeddelelser: <https://www.fm.dk/nyheder/pressemeddelelser/2014/01/godkendelse-af-kapitaludvidelse-i-dong-energy>

Nej tak til statens salg af DONG til Goldman Sachs. (2014). Hentet fra Skrivunder.dk:

https://www.skrivunder.net/nej_tak_til_statens_salg_af_dong_til_goldman_sachs

Om energistyrelsen. (2018). Hentet fra Energistyrelsen: <https://ens.dk/om-os/om-energistyrelsen>

Om os - Forsyningstilsynet. (2018). Hentet fra Forsyningstilsynet: <http://energitilsynet.dk/om-os/>

Om Ørsted. (2018). Hentet fra Ørsted.dk: <https://orsted.dk/Privat/Om-os/Om-orsted/Udforsk-historien>

Orsted.com. (2018). Hentet fra <https://orsted.com/>

Penge og kapitalmarked, Danmarks statistik. (2018). Hentet fra Danmarks statistik:

<https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>

Pressemeddelelse. (21. Januar 2008). Hentet fra Finansministeriets pressemeddelelser:

https://www.fm.dk/nyheder/pressemeddelelser/2008/01/dong-energy-as_-boersnoteringsprocessen-indstilles

Rüdiger, M. (2011). *Energi i forandring.*

Rüdiger, M. (2013). *DONG Energy A/S (tidligere DONG A/S).* Hentet fra danmarkshistorien.dk:

<https://danmarkshistorien.dk/leksikon-og-kilder/vis/materiale/dong-energy-as-tidligere-dong-as/>

Råoliepris 1987-2018. (2018). Hentet fra Drivkraft Danmark:

<http://www.drivkraftdanmark.dk/~media/graffer/Gitte/2018-08-10/1987%20og%20frem.ashx>

Split Dong op og bevar kontrollen med elnettet'. (2013). Hentet fra Ingeniøren.dk:

<https://ing.dk/artikel/genlaes-lederen-der-advarer-om-saelge-sjaellands-elnet-sammen-med-dong-165200>

Sørensen, O. (2012). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse: En praktisk tilgang*. København: Gjellerup/Gads forlag.

Viallet, C., & Hawawini, G. (2016). *Finance for executives: Manageing for value creation*.

(2017). *Ørsted A/S Årsrapport*.

Ørstedes vision og værdier. (2018). Hentet fra Ørsted.dk: <https://orsted.com/da/About-us/About-orsted/Our-vision-and-values>

Bilag 1

Reformuleret egenkapitalopgørelse

Mio. kr.	2012	2011	2010	2009	2008
Egenkapital primo	40.250	39.705	36.618	38.055	34.077
Transaktioner med ejere:					
Betalt udbytte	-1.457	-2.203	-481	-1.926	-1.469
Udbytte minoritetsinteresser	-1.061	-16	-16		0
Tilgang minoritetsinteresser	-83	96	475	-43	0
Afgang minoritetsinteresser	-33	-41	-175	432	0
Regulering frasalg		-604			
	-2.634	-2.768	-197	-1.537	-1.469
Totalindkomst:					
Årets resultat	-5.126	4.250	4.464	1.138	4.815
Valutakursreguleringer	215	247	752	1.322	-1.996
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-225	-553	-2.356	-2.582	4.001
Skat af anden totalindkomst	180	169	590	677	-887
Rente af hybridkapital	-549	-269	-334	-451	-451
Andre reguleringer		-125			15
Totalindkomst inkl. Minoritetsinteresser	-5.505	3.719	3.116	104	5.497
Minoritetsinteresser	-1.310	406	-168	4	50
Totalindkomst. Ekskl. Minoritetsinteresser	-4.195	3.313	3.284	100	5.447
Egenkapital tilhørende dong auktionærer	33.421	40.250	39.705	36.618	38.055

Bilag 2

Reformuleret balance

Mio. kr.	2012	2011	2010	2009	2008
Driftsaktiver (DA)					
Immaterielle aktiver	2.425	2.729	2.751	3.152	2.721
Grunde og bygninger	3.806	4.142	2.859	3.013	2.949
Produktionsanlæg	70.671	65.438	57.502	50.827	40.646
Efterforskningsaktiver	1.401	1.611	975	2.997	2.784
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	266	282	205	267	216
Materielle aktiver under opførelse	20.163	23.037	19.144	13.026	7.400
Kapitalandele i associerede virksomheder	3.055	3.226	2.919	3.605	3.306
Udskudt skat	294	181	404	281	13
Tilgodehavender, lang	3.777	3.314	2.862	3.596	1.980
Varebeholdninger	3.794	4.244	3.091	3.064	3.918
Tilgodehavender, kort	26.528	32.492	31.614	27.783	36.073
Selskabsskat	189	19	27	422	11
Aktiver bestemt for salg	4343	684	845	76	187
Driftsaktiver i alt	140.712	141.399	125.198	112.109	102.204
Driftsforpligtelser (DF)					
Udskudt skat	6.975	9.336	8.188	6.666	5.461
Pensionsforpligtelser	13	15	22	21	38
Hensatte forpligtelser, lang	12.496	11.936	9.418	7.260	5.466
Andre gældsforpligtelser, lang	3.337	2.329	1.688	1.970	1.624
Hensatte forpligtelser, kort	597	517	444	212	229
Andre gældsforpligtelser, kort	29.925	30.825	27.584	24.370	27.447
Selskabsskat	1.859	763	621	39	420
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	181	385	163	0	87
Driftsforpligtelser i alt	55.383	56.106	48.128	40.538	40.772
Finansielle aktiver (FA)					
Andre kapitalandele	382	418	374	1.374	85
Værdipapirer	14.914	9.914	7.620	2.570	753
Likvide beholdninger	3.586	2.342	4.147	4.499	3.043
Finansielle aktiver i alt	18.882	12.674	12.141	8.443	3.881
Finansielle forpligtelser (FF)					
Hybrikapital	9.538	9.538	8.088	8.088	8.088
Kreditinstitutter og obligationer, lang	48.563	34.715	33.506	33.408	17.011

Kreditinstitutter og obligationer, kort	5.632	5.512	4.397	1.798	2.112
Finansielle forpligtelser i alt	63.733	49.765	45.991	43.294	27.211
Minoritetsinteresser	7.057	7.952	3.515	102	47
Egenkapital	33421	40250	39705	36618	38055

Bilag 3

Reformuleret resultatopgørelse

Mio. kr.	2012	2011	2010	2009	2008
Exploration & Production	11.871	9.931	8.224	6.579	7.114
Wind Power	7.774	4.520	2.947	1.676	1.453
Thermal Power	8.980	10.231	11.330	10.818	13.890
Energy Markets	41.416	36.211	31.764	28.201	38.087
Sales & Distribution	17.061	13.178	14.185	13.386	15.595
Øvrige aktiviteter og elimineringer	-21.178	-15.634	-13.852	-11.398	-15.362
Nettoomsætning	65.924	58.437	54.598	49.262	60.777
Vareforbrug	-47.557	-31.375	-31.436	-41.303	-48.793
Andre eksterne omkostninger	-8.177	-7.884	-6.365	-665	-776
Personaleomkostninger	-3.639	-3.593	-2.946	-3.735	-3.253
EBITDA	6.551	15.585	13.851	3.559	7.955
Afskrivninger	-12.113	-7.670	-6.015		
EBIT	-5.562	7.915	7.836	3.559	7.955
Skat	-941	-3.654	-2.997	-1.269	-2.924
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	-6.503	4.261	4.839	2.290	5.031
Andre nettodriftsindtægter	608	10	238	198	49
Resultat ved salg af virksomheder	2.675	225	905	-62	917
Resultatandele i associerede virksomheder	-553	36	77	74	-48
Årets værdiregulering	-590	-912	-979	-1.911	4.237
Værdiregulering overført til nettoomsætning	14	300	-1.052	-999	-1
Værdiregulering overført til vareforbrug	-62	-88	-128	76	0
Værdiregulering overført til finansielle poster	413	147	8	8	-84
Valutakursreguleringer	215	247	752	1.322	-1.996
Amortisering af hybridkapital		-125			
Skat	180	169	590	677	-887
Driftsoverskud fra anden totalindkomst efter skat	2.900	9	411	-617	2.187
Samlet driftsoverskud efter skat	-3.603	4.270	5.250	1.673	7.218
Renteindtægter fra likvide beholdninger mv.	545	642	356	280	865
Renteindtægter og kursgevinster fra værdipapirer til dagsværdi	361	513	376	205	53
Valutakursgevinster	2339	2.815	2.531	2.050	1.763
Værdiregulering af afledte finansielle instrumenter	351	1.818	137	80	20
Modtagne udbytter	0	0	0	0	1
Øvrige finansielle indtægter	96	23	7	47	0
Finansielle indtægter	3692	5811	3407	2662	2.702
Renteomkostninger vedrørende gældsforpligtelser	-2355	-1.921	-2.227	-1.619	-1.579

Overført til aktiver	661	373	328	282	38
Renteelement af hensatte forpligtelser	-286	-176	-196	-176	-174
Kurstab fra værdipapirer til dagsværdi	-98	-22	-73	-31	-13
Valutakurstab	-2569	-2.658	-2.677	-2.169	-2.037
Værdiregulering af afledte finansielle instrumenter	-389	-1.654	-152	-100	-148
Tab på finansielle forpligtelser				-150	-25
Nedskrivning på andre kapitalandele disponible for salg				-52	-4
Øvrige finansielle omkostninger	-9	-35	-5	-9	-30
Skat og rente af hybridkapital	-549	-269	-539	-207	-451
Finansielle omkostninger	-5594	-6362	-5541	-4231	-4423
Netto finansielle omkostninger	-1902	-551	-2134	-1569	-1721
Totalindkomst før minoritetsinteresser	-5.505	3.719	3.116	104	5.497
Minoritetsinteresser	1310	-406	168	-4	-50
Totalindkomst	-4.195	3.313	3.284	100	5.447

Bilag 4

8 års budget

Mio. kr.									Terminal år
	2012	E2013	E201 4	E201 5	E201 6	E201 7	E2018	E201 9	2020E
Resultatopgørelse									
Exploration & Production		12.821	14.10 3	15.65 4	16.90 6	18.09 0	19.17 5	20.1 34	20.939
Wind Power		10.495	13.85 3	17.31 7	21.12 6	24.29 5	26.96 8	29.1 25	31.455
Thermal Power		8.052	7.221	6.475	5.806	5.206	4.668	4.18 6	3.754
Energy Markets		44.522	47.86 1	51.45 1	54.79 5	58.35 7	61.27 5	63.7 26	65.000
Sales & Distribution		17.914	18.81 0	19.75 0	20.73 8	21.56 7	22.21 4	22.8 81	23.338
Øvrige aktiviteter/elimineringer		-22.766	- 24.47 4	- 26.30 9	- 28.01 9	- 29.84 1	- 31.33 3	- 32.5 86	-33.238
Nettosomsætning i alt		71.038	77.37 4	84.33 7	91.35 2	97.67 5	102.9 67	107. 466	111.249
EBIT (DO før skat)		5.456	5.943	6.478	7.017	7.502	7.909	8.25 4	8.545
EBAT (DO efter skat)		4.092	4.457	4.858	5.263	5.627	5.932	6.19 1	6.409
Balance									
Netto driftsaktiver (NDA) (Nettoomsætning / AOH)	85.329	92.257	100.4 86	109.5 29	118.6 39	126.8 50	133.7 24	139. 566	144.479
Delta NDA		6.928	8.229	9.043	9.110	8.211	6.874	5.84 2	4.913
Netto finansielle forpligtelser (NFF)		48.580	52.91 3	57.67 5	62.47 2	66.79 6	70.41 6	73.4 92	76.079
Egenkapital (NDA - NFF)	33.421	43.677	47.57 2	51.85 4	56.16 7	60.05 4	63.30 8	66.0 74	68.400
Pengestrømsopgørelse									
Samlet driftsoverskud (DO efter skat)		4.092	4.457	4.858	5.263	5.627	5.932	6.19 1	6.409

- Ændringer i netto driftsaktiver (Delta NDA)		6.928	8.229	9.043	9.110	8.211	6.874	5.842	4.913
FCF		-2.836	3.771	4.185	3.848	2.584	-942	349	1.495
AOH		0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Nøgletal		E2013	E2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
Ebit-margin (før skat)		7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Skattesats		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Finansiell gearing		1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11

Bilag 5

DCF-modellen

DCF-model, Mio. kr.	Indeværende periode	Budgetperiode							Terminalperiode
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Periode		1	2	3	4	5	6	7	8
Driftsoverskud efter skat (DO)		4.092	4.457	4.858	5.263	5.627	5.932	6.191	6.409
Netto driftsaktiver (NDA)	85.329	92.257	100.486	109.529	118.639	126.850	133.724	139.566	144.479
Ændring i NDA (ΔNDA)		6.928	8.229	9.043	9.110	8.211	6.874	5.842	4.913
Frit cash flow (FCF) (DO-ΔNDA)		2.836	3.771	4.185	3.848	2.584	-942	349	1.495
Diskonteringsfaktor (1/(1+wacc)^periode)		0,957	0,916	0,877	0,839	0,803	0,769	0,736	
Nutidsværdi FCF (DCF)		2.714	3.455	3.670	3.230	2.076	-725	257	
Sum nutidsværdi FCF	-15.612								
+ Nutidsværdi af terminalværdi	115.297								
= Enterprise value	99.685								
- Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	48.580								
= Værdi af egenkapital	51.105								
- Værdi af minoritetsinteresser	8.244								
= Værdi af ordinær egenkapital	42.861								
Terminalværdi									156.643
WACC:							4,48%		

Bilag 6

EVA-modellen

EVA	Indeværen de periode	Budgetperiode							Terminalperi ode
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
		1	2	3	4	5	6	7	8
ROIC (DO/ primo NDA)		4,80%	4,83 %	4,83 %	4,80 %	4,74 %	4,68%	4,63 %	4,59%
ROIC - WACC		0,32%	0,36 %	0,36 %	0,33 %	0,27 %	0,20%	0,15 %	0,12%
EVA ((ROIC- WACC)*primo NDA)		274	329	362	361	318	255	206	163
Diskonteringsfaktor (1/(1+wacc)^period e		0,957	0,91 6	0,87 7	0,83 9	0,80 3	0,769	0,73 6	
Nutidsværdi EVA		262	301	317	303	255	196	152	
Sum nutidsværdi EVA 1.786,43 + Investeret kapital i alt (primo NDA) 85.329 + Nutidsværdi af terminalværdi <u>12.570</u> = Enterprise value 99.685 - Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser <u>48.580</u> = Værdi af egenkapital 51.105 - Værdi af minoritetsinteresser 8.244 = Værdi af ordinær egenkapital <u>42.861</u>									
terminalvæ rdi 17.077 WACC: 4,48%									

Bilag 7

Vækstudsigter for hver forretningsområde

									Terminalår
	2012	E2013	E2014	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	2020E
Exploration & Production		8,00%	10,00 %	11,00 %	8,00%	7,00%	6,00%	5,00 %	4,00%
Wind Power		35,00%	32,00 %	25,00 %	22,00 %	15,00 %	11,00 %	8,00 %	8,00%
Thermal Power		- 10,33%	- 10,33 %	- 10,33 %	- 10,33 %	- 10,33 %	- 10,33 %	- 10,3 %	-10,33%
Energy Markets		7,50%	7,50%	7,50%	6,50%	6,50%	5,00%	4,00 %	2,00%
Sales & Distribution		5%	5%	5%	5%	4%	3%	3%	2%
Øvrige aktiviteter/elimineringer		7,50%	7,50%	7,50%	6,50%	6,50%	5,00%	4,00 %	2,00%