

H.D.-studiet i Finansiering

Hovedopgave - Sommer 2010

Opgaveløser: Mark Ejlersen

Vejleder: Lennart Jønsson

Opgave nr. 23

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

Handelshøjskolen i København



Indholdsfortegnelse

1. INDLEDNING	7
1.1 PROBLEMFORMULERING.....	7
1.2 AFGRÆNSNING	7
1.3 METODE	8
1.3.1 Strukturdiagram.....	12
1.4 DATAINDSAMLING OG KILDEKRITIK.....	13
1.6 MODELKRITIK.....	14
2 BESKRIVELSE AF DONG.....	15
2.1 HISTORIE OG UDVIKLING	15
2.2 EJERFORHOLD OG EJERSTRUKTUR	15
2.3 FORRETNINGSOMRÅDER.....	16
2.3.1 Exploration & production	18
2.3.2 Generation	18
2.3.3 Energy Markets	19
2.3.4 Sales & Distribution.....	20
2.3.5 Opsummering på forretningsområder	20
2.4 KONCERNENS STRATEGI OG VISION.	21
3 STRATEGISK ANALYSE	23
3.1 PEST-ANALYSE	23
3.1.1 Politik og lovgivning	23
3.1.1.1 Klima og miljøpolitik.....	23
3.1.1.2 Energipolitik	24
3.1.1.3 Offentligt reguleret priser	26
3.1.2 Økonomi og demografi	27
3.1.2.1 Økonomisk vækst	27
3.1.2.2 Beskæftigelse/ledighed	27
3.1.2.3 Lønniveau	28
3.1.2.4 Renteudvikling.....	28
3.1.2.5 Valuta	29
3.1.2.6 Øvrige pris udviklinger.....	29
3.1.2.6.1 Oliepris	29
3.1.2.6.2 Naturgas.....	30
3.1.2.6.3 Øvrig.....	30
3.1.3 Sociale og kulturelle forhold.....	31

3.1.4 Teknologi og miljø.....	32
3.1.5 Delkonklusion.....	32
3.2 BRANCHE ANALYSE.....	33
3.2.1 Porters Five Forces	33
3.2.1.1 Konkurrencen i branchen	33
3.2.1.1.1 Analyse af branchen og Dongs placering	33
3.2.1.1.2 Analyse af de primære markeder.....	36
3.2.1.1.3 Vækstpotentiale.....	38
3.2.1.1.4 Omkostningsstruktur	39
3.2.1.1.5 Kapacitet	39
3.2.1.2 Truslen fra nye konkurrenter	40
3.2.1.3 Substituerende produkter	41
3.2.1.4 Kundernes forhandlingsstyrke.....	42
3.2.1.4.1 Antallet af kunder	42
3.2.1.4.2 Kundernes mulighed for at skifte leverandør.....	42
3.2.1.4.3 Kundernes produktkendskab	42
3.2.1.4.4 Differentiering.....	42
3.2.1.4.5 Kundernes indkøbsvolumen.....	43
3.2.1.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	43
3.2.1.5.1 Mulighed for anvendelse af substituerende råvarer.....	44
3.2.1.6 Delkonklusion	44
3.3 VÆRDIKÆDE.....	45
3.3.1 Support aktiviteter	45
3.3.1.1 Virksomhedens administrative opbygning	45
3.3.1.2 HRM.....	46
3.3.1.3 Teknologisk udvikling	46
3.3.1.4 Indkøb	47
3.3.2 Primære aktiviteter	48
3.3.2.1 Indgående logistik	48
3.3.2.2 Produktion.....	48
3.3.2.3 Udgående logistik	49
3.3.2.4 Marketing og salg	49
3.3.2.5 Service	50
3.3.3 Delkonklusion.....	50
3.4 RISIKOANALYSE.....	50
3.4.1 Operationelle risici	50
3.4.2 Markedsmæssige risici	51
3.4.3 Kreditrisici	51
3.4.4 Likviditets- og finansieringsmæssige risici	52

3.5 SWOT-ANALYSE	52
4 REFORMULERING AF REGNSKABER	54
4.1 REFORMULERING AF EGENKAPITALOPGØRELSEN	54
4.2 REFORMULERING AF BALANCEN	55
4.3 REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSEN	56
5 REGNSKABSANALYSE	56
5.1 RENTABILITETSANALYSE	56
5.1.1 Finansielle aktiviteter	58
5.1.2 Driftsaktiviteter	59
5.2 TRENDANALYSE	61
5.3 VÆKSTANALYSE	63
5.4 COMMON SIZE ANALYSE	65
5.4.1 Resultatopgørelsen	65
5.4.2 Balancen	66
5.5 ANALYSE AF FORRETNINGSOMRÅDER	66
5.6 LIKVIDITET OG SOLIDITET	68
5.7 SAMLET VURDERING AF ØKONOMISK RISIKO (DELKONKLUSION)	70
5.7.1 Driftsmæssig risiko	70
5.7.2 Finansiell risiko	70
5.7.3 Samlet bedømmelse	71
6 BUDGETTERING	72
6.1 VIRKSOMHEDENS EGNE FORVENTNINGER	72
6.2 BUDGETTERING	73
6.2.1 Omsætning	73
6.2.1.1 E&P	73
6.2.1.2 Generation	74
6.2.1.3 Energy Markets	75
6.2.1.4 S&D	75
6.2.1.5 Opsummering på omsætning	76
6.2.2 Overskudsgrad	78
6.2.2.1 Bruttoavance	78
6.2.2.1.1 Øvrige produktionsomkostninger:	79
6.2.2.1.2 Opsummering bruttoavancen	80
6.2.2.2 Udvikling i øvrige driftsomkostninger	80
6.2.3 Skattesats	81

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

6.1.5 Overskudsgrad efter skat på andre indtægter/omkostninger	81
6.1.6 Øvrige reguleringer	82
6.1.7 Aktivernes omsætningshastighed	82
6.2 WACC	83
6.2.1 Egenkapitalafkastkrav	83
6.2.1.1 Risikofri Rente	83
6.2.1.2 Beta β	83
6.2.1.3 Markedets risikopræmie	84
6.2.1.4 Likviditetstillæg	85
6.2.1.5 Selskabstillæg	85
6.2.2 Fremmedkapitalens afkastkrav.....	85
6.2.3 Egenkapital- og Fremmedkapitalandel.....	85
7 VÆRDIANSÆTTELSE	86
7.1 SCENARIO- OG FØLSOMHEDSANALYSE	87
7.2 VÆRDIANSÆTTELSEN SET I FORHOLD TIL PEER GROUP	88
8 KONKLUSION	91
9 PERSPEKTIVERING	93
10 LITTERATURLISTE	94
11 BILAG	98
BILAG 1 BESKRIVELSE AF DONG	98
BILAG 2 VALUTAKURSER	100
BILAG 3 KONKURRENTER	101
BILAG 4 MARKEDSSITUATION	103
BILAG 5 PEER-GROUP	104
BILAG 6 PRODUKTIONSMÆNGDER / POTENTIALE.....	106
BILAG 7 FORVENTNINGER TIL PRISUDVIKLING	116
BILAG 8 TRENDANALYSE.....	117
BILAG 9 TAL FRA OPGØRELSE AF PERMANENT OVERSKUD	117
BILAG 10 COMMON SIZE ANALYSE	118
BILAG 11 NØGLETAL FRA FORRETNINGSOMRÅDER	119
BILAG 12 BUDGETTERING OG VÆRDIANSÆTTELSE	120
BILAG 13 REFORMULERED E REGNSKABER	123

1. Indledning

Dong Energy A/S (herefter benævnt Dong) er en af Danmarks største virksomheder målt på omsætning og resultat. Faktisk er Dong målt ud fra 2008 regnskaber, Danmarks tredje største virksomhed målt på omsætning og fjerde største målt på resultat^{1 2}.

Koncernen Dong har igennem de seneste år været inde i en rivende udvikling. Dette illustreres økonomisk ved at nettoomsætningen er mere end 4 dobbelt og resultatet er mere end fordoblet. Dertil kommer den stigende synlighed i offentligheden ved eksempelvis en række reklamer³.

Igennem den seneste tid har der ligeledes været rygter og tale om at Dong stod foran en børsintroduktion (IPO). Eksempelvis var det ifølge flere nyhedsbureauer tæt at en børsintroduktion skulle ske i 2007/2008⁴. Denne børsintroduktion blev dog aflyst, da man på grund af finanskrisen, ikke mente at tidspunktet var det rette⁵.

Da stadig flere ting tyder på at finanskrisen, er ved at være ovre for denne gang, synes det mere og mere sandsynligt at en egentlig børsintroduktion af Dong kan ske. Således spekulerer flere nyhedsbureauer i, at en børsintroduktion af Dong kan være nært forstående og muligvis allerede kan ske i 2010-2011⁶.

Det vil derfor være interessant at analysere sig frem til, hvad der på nuværende tidspunkt vil være en fair markedsværdi for Dong.

1.1 Problemformulering

Hvad er en fair markedsværdi af koncernen Dong Energy A/S?

1.2 Afgrænsning

Målgruppen for denne opgave er hovedsagligt potentielle mindre og mellemstore købere af Dong aktier. Hensigten med opgaven er derfor at give en vurdering af Dongs værdi. Det forventes, at målgruppen har et elementært kendskab til den anvendte teori, hvorfor der ikke vil være nogen dybdegående beskrivelse af den anvendte teori. Ligesom det må forventes, at

¹[http://www.largestcompanies.dk/default\\$/lev2-TopList/lev2DescDe_st%F8rste_virksomheder_\(oms%E6tning\)/AdPageId-102/list-2/cc-DK/lang-DAN/](http://www.largestcompanies.dk/default$/lev2-TopList/lev2DescDe_st%F8rste_virksomheder_(oms%E6tning)/AdPageId-102/list-2/cc-DK/lang-DAN/)

²[http://www.largestcompanies.dk/default\\$/cc-DK/lev2-TopList/lev2DescDe_st%F8rste_virksomheder_\(resultat\)/AdPageId-108/list-8/lang-DAN/](http://www.largestcompanies.dk/default$/cc-DK/lev2-TopList/lev2DescDe_st%F8rste_virksomheder_(resultat)/AdPageId-108/list-8/lang-DAN/)

³ Årsrapport Dong 2008

⁴ <http://www.marketwatch.com/story/dong-energy-to-ipo-on-omx-exchange>

⁵ <http://politiken.dk/erhverv/article460884.ece>

⁶ <http://borsen.dk/investor/nyhed/181535/>

målgruppen har en grundlæggende økonomisk forståelse. Med udgangspunkt i ovenstående vil denne afhandling blive besvaret og underbygget af materiale, som er tilgængeligt for de mindre eksterne investorer.

Dataindsamlingen vil derfor være koncentreret om materiale fra Dong, analyser fra finanshuse, samt artikler og publikationer fra diverse medier og offentlige instanser.

Afhandlingens regnskabsanalyse vil blive foretaget på baggrund af årsrapporterne fra 2005-2009.

Der vil ikke blive lavet en separat analyse af regnskaberne for de tilknyttede og associerede selskaber. Denne afgrænsning er foretaget, da det ville kræve vidtrækkende dataindsamling, der i nogle tilfælde kan blive hindret af de respektive landes lovgivning omkring offentliggørelse af regnskaberne.

Konsekvenser ved en børsintroduktion, eksempelvis omkostninger ved børsprospekt eller lign., vil ikke blive behandlet/inddraget i afhandlingen.

For at få retvisende beregninger og mulighed for fuldendelse af opgaven er det nødvendigt, at fastlægge en skæringsdato og dermed også dato for værdiansættelsen. Data fremkommet herefter lægges ikke til grund for opgavens analyser eller værdiansættelse. Årsregnskabet for 2009 er sidste benyttede regnskabskilde idet 1. kvartalsregnskab først forventes offentliggjort d. 20-05-2010. Oplysninger efter d. 15. April medtages som udgangspunkt ikke i afhandlingen.

Der er ikke taget højde for juridiske og skattemæssige forhold i forbindelse med investering i virksomheden.

1.3 Metode

Til at svare på problemformuleringen vil jeg tage udgangspunkt i kendt teori fra HD-studiet, samt en omfattende dataindsamling.

Metodevalg til besvarelse af problemformuleringen vil tage udgangspunkt i tre hovedelementer; en strategisk analyse, en regnskabsanalyse og den afsluttende budgettering/værdiansættelse. Metode til dataindsamling og kildekritik, vil blive præsenteret i afsnittet dataindsamling. Derefter vil der på de valgte værdiansættelsesmodeller, blive udarbejdet en modelkritik.

Som udgangspunkt for den videre analyse og besvarelse af problemformulering, vil jeg i opgavens indledning udarbejde en virksomhedsbeskrivelse af Dong. Dette afsnit er vigtigt på grund af det giver et godt overblik, samt en god forståelse af virksomheden og derved skaber et godt fundament for udarbejdelsen af resten opgaven.

Den strategiske analyse omfatter en række modeller, som skal beskrive de omverdensfaktorer samt interne forhold, der skal påvirke Dong i positiv såvel som negativ retning.

Jeg vil starte med at analysere de eksterne forhold, som kan påvirke Dong. Dette vil blive gjort ud fra en PEST-analyse hvor de forhold, som Dong ikke kan påvirke vil blive beskrevet. Herunder politiske og lovgivningsmæssige forhold, økonomiske og demografiske forhold, sociale og kulturelle forhold, samt de teknologiske og miljømæssige forhold.

Dernæst vil jeg foretage en analyse af den branche(er), som Dong agerer i, med udgangspunkt i modellen, Porters Five Forces. Under denne model vil jeg behandle følgende forhold, som kan betragtes som helt eller delvist påvirkelige for Dong; truslen fra nye indtrængere, herunder hvilke adgangsbarrierer der er til det/de marked(er), som Dong agerer på. Leverandørernes og kundernes forhandlingsstyrke, konkurrence fra substituerende produkter, samt den aktuelle konkurrenceintensitet i branchen.

I forlængelse af brancheanalysen er det centralt at lave en værdikædeanalyse, da det må betragtes som en central del, når man taler om kunder og leverandører. Værdikædeanalysen har til formål at kortlægge hvilke styrker, svagheder og udfordringer, som Dong har i relation til deres værdikæde. Værdikædeanalysen er derfor et godt redskab til at udarbejde en intern analyse af Dong.

Endeligt vil jeg foretage en risikoanalyse, hvor jeg vil redegøre for selskabets markedsmæssige - og virksomhedsspecifikke risici. Med risikoanalysen af Dong vil jeg få et overblik over de væsentligste risici, som Dong er eksponeret overfor. I risikoanalysen vil jeg også komme ind på hvordan Dong styrer og afdækker sine risici.

Som afslutning på den strategiske analyse vil jeg samle resultaterne sammen og placere dem i en SWOT-analyse hvor stærke sider, svage sider, muligheder samt trusler vil blive indplaceret.

Efter den strategiske analyse vil jeg udarbejde en regnskabsanalyse. Den skal vise de økonomiske resultater, som Dong har præsteret de sidste par år, samt hvordan relevante nøgletal har udviklet sig.

Som indledning til regnskabsanalysen og den senere budgettering, vil jeg foretage en reformulering af Dongs balance, egenkapital- og resultatopgørelse. Dette for at identificere drifts- og finansieringsaktiviteter og give et godt fundament for den videre analyse.

Regnskabsanalysen vil blive udarbejdet med baggrund i den udvidet Du-Pont model. Regnskabsanalysen vil omfatte en analyse af rentabiliteten, udviklingen i relevante nøgletal, likviditeten, samt en analyse af Dongs balance og hvordan den er sammensat både på aktiv- og passivside. Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i koncernen som helhed, men en nærmere analyse af de enkelte forretningsområder, vil også være relevant. Slutteligt vil jeg samle resultaterne i en vurdering af Dongs samlet økonomiske situation. Der vil derfor blive foretaget en vurdering af Dongs driftsmæssige og finansielle risiko.

Selve værdiansættelsen opdeles i en budgetteringsdel og en endelig værdiansættelse. Budgetteringsdelen har til formål at vurdere fremtidig niveau og retning for de valgte valuedrivers. Retningen for valuedrivers bestemmes med udgangspunkt i den strategiske analyse og regnskabsanalysen.

Der findes flere modeller til værdiansættelse og i praksis anvendes der ofte én model, men i denne afhandling udvælges to modeller.

DCF modellen anvendes oftest i praksis, når man læser analyser eller hører analytikere udtale sig omkring fundamentalanalyse og fair værdi. Som supplement til DCF modellen (Den Tilbagediskonteret Cash Flow-model), foretages også værdiansættelse med RIDO modellen (Residualindkomstmodellen).

I forbindelse med værdiansættelsen skal jeg ligeledes bestemme egenkapitalomkostningen, herunder beta på Dong. Dernæst beregnes prisen på fremmedkapital, fordelingen mellem egenkapital og fremmedkapital og som afslutning herpå, kan WACC beregnes, hvilket er en central parameter i værdiansættelsen. Når ovenstående er udarbejdet kan værdien af Dong udregnes med baggrund i modelvalg, budgettering og WACC.

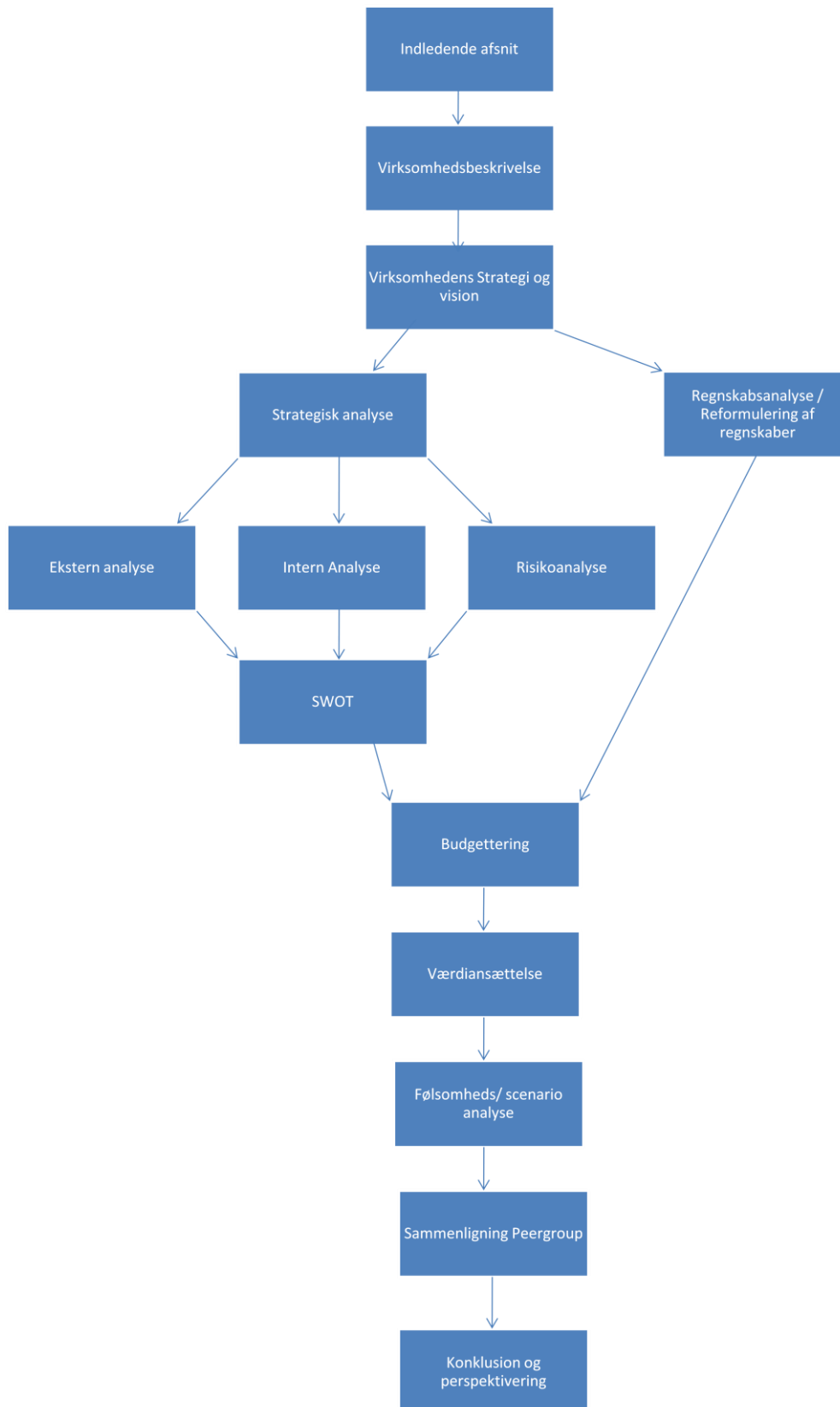
Når jeg har fundet en værdi på koncernen, vil jeg teste resultaterne i en følsomheds- og scenarioanalyse, så jeg kan se hvordan værdien af Dong påvirkes ved ændring i valuedrivers og WACC.

I relation hertil vil det også være relevant, at sammenholde den fremfundne værdi med lignende selskaber, som er børsnoteret. Det vil derfor være relevant at udarbejde en multiple-analyse og sammenligne Dong med en udvalgt peer-group.

Slutteligt vil de beregnede værdier perspektiveres og sammenholdes med de udmeldelser, eksterne analytikere har fremsat i forbindelse med den tidligere planlagte børsnotering af DONG Energy. Forskellene i værdierne diskuteres og det vurderes, hvorvidt den værdi jeg har beregnet kan defineres som en fair pris.

1.3.1 Strukturdiagram

Tankerne med hvordan afhandlingen skal opbygges og besvares illustreres nedenfor:



1.4 Dataindsamling og kildekritik

Til at beskrive Dong koncernen, deres forretningsområder, produkter, visioner og mål, vil jeg primært anvende information tilgængeligt på Dongs hjemmeside.

Til den strategiske analyse vil jeg vurdere hvilke forhold, der kan påvirke Dong og give min vurdering af i hvilken retning forholdene vil udvikle sig, og hvordan Dong vil blive påvirket heraf. Informationerne vil jeg indhente hos store anerkendte udbydere af information, herunder OECD og IMF samt forskellige øvrige politiske og økonomiske organer. Under den strategiske analyse vil jeg endvidere anvende information fra Dongs eget udarbejdede materiale, dog vil jeg behandle og vurdere det med kritiske øjne.

Regnskabsanalysen vil tage afsæt i det materiale, som jeg kan indhente fra Dong – altså deres årsrapport.

Da Dong ikke er børsnoteret giver det en række udfordringer i selve værdiansættelsen, eksempelvis ved fastlæggelse af WACC'en. Jeg vil som udgangspunkt søge løsningen på dette i undervisningsmateriale fra HD faget M&A and Valuation.

Udover ovenstående kilder, vil jeg søge inspiration og fremgangsmåder i analyser udarbejdet af de større danske pengeinstitutter, herunder Danske Bank, Nordea, Jyske Bank, Handelsbanken og Spar Nord Bank. Til besvarelse af opgaven vil jeg endvidere anvende teorier fra diverse undervisningsmaterialer på HD-studiet.

Mange informationer stammer fra Dongs egen hjemmeside, årsrapporter og andet informationsmateriale, og kan derfor være farvet. Årsrapporterne er dog blåstemplet af revisorer og med Dongs professionelle status, er det usandsynligt, at der fremgår direkte urigtige oplysninger af materialet. Information indhentet fra banker, medier, internet og andre inspirationskilder kan have en skjult dagsorden. Bankernes analyser kan forsøge, at give et billede af en bestemt retning for at skabe omsætning. Nyhedsmedierne vil lave gode historier (overskrifter) og større instanser som IMF og centralbanker har et politisk pres over skuldrene, der gør at de vil forsøge at påvirke tingene i positiv retning. Det er vigtigt at have ovenstående for øje og derfor have en kritisk tilgang til tingene.

1.6 Modelkritik

Jeg anvender 2 forskellige værdiansættelsesmodeller, nemlig Discounted Cash Flow modellen (DCF), og residualindkomstmodellen (RIDO). Der er umiddelbart nogle styrker og svagheder ved begge modeller, hvilket jeg vil forholde mig til i dette afsnit:

<u>Styrker</u>	<u>Svagheder</u>
1) Absolut værdiansættelse Man får et resultat, som fortæller hvad hver aktie skal være værd – det er nemt at forholde sig til. 2) Beregningerne tager udgangspunkt i frit cash flow Der måles på pengestrømme og forskellige regnskabsprincipper får dermed mindre betydning. 3) Penges tidsværdi respekteres Modellen tager højde for at penge i dag er mere værd end i morgen. 4) WACC WACC gør, at modellen tager højde for kapitalstruktur og risiko	1) Ikke intuitiv Der kræves et betydeligt kendskab til sektoren og selskabet. 2) Budgetperioden Svært at bestemme hvor langt frem i tiden man skal budgettere. 3) Vækst i terminalperioden Svært at bestemme hvor stor en vækst der skal regnes med vil finde sted i terminalperioden. 4) Terminalværdiens størrelse Terminalværdien kan udgøre en væsentlig andel af selskabets værdi. 5) Modellen er følsom Ændringer i f.eks. vækstrater, marginer og WACC kan give store værdiudsving.

De fleste af svaghederne ved modellerne kan elimineres, ved at lave en grundig strategisk analyse, og derigennem sikrer at man rammer et realistisk niveau for valuedriverers gennem budgetperioden og terminalperioden. Det er klart at terminalværdien vil have en stor betydning i værdiansættelsen, da selskabets levealder formentlig langt overstiger den budgetterede periode. At modellen er følsom i forhold til ændringer i valuedrivers og WACC er naturligt, og det afspejles i høj grad også af volatiliteten på aktiemarkedet. Jeg mener derfor, at man kan opnå en fair og realistisk værdiansættelse, hvis man anvender ovenstående modeller grundigt og gennemarbejder sine budgetforudsætninger og estimater for terminalperioden.

2 Beskrivelse af Dong

2.1 Historie og udvikling⁷

Dong er en af Nordeuropas førende energikoncerner⁸. Dong Energy A/S er et holdingselskab (moderselskab) for en større koncern med diverse forretningsområder. Dong har hovedsæde i Danmark, de beskæftiger ca. 6000 medarbejdere og omsatte i 2009 for knap 50 mia. kr.

Dong blev i sin oprindelige form stiftet af den danske stat d. 27. marts 1972. Dengang var det under navnet Dansk Naturgas A/S. I 1973 skiftede selskabet navn til Dansk Olie og Naturgas A/S, idet selskabet ikke kun beskæftigede sig med gas, men nu også med olie. Efter en årrække med udvikling af koncernen, skiftede selskabet i 2002 igen navn, denne gang til Dong. Efter en større fusion i 2006, blev det nye navn og det nuværende selskab/koncern skabt, Dong Energy A/S.

Dong blev oprindeligt skabt for at være igangsætter og inspirator for energiaktiviteter i Danmark. I første omgang skulle selskabet stå for efterforskning og indførelsen af naturgas i Danmark. Derfra udviklede det sig dog hurtigt og efter få år, beskæftigede virksomheden sig også med olie, oplagring og salg af energi. Igennem årene og indtil nu, har Dong udviklet sig hastigt fra i starten, at beskæftige sig med naturgaskilder, efterforskning, salg af energi, samt gas- og olieproducent til, nu at være en omfattende energikoncern med flere forskellige forretningsområder. Den udvikling som Dong har gennemlevet, måles ikke kun på forretningsområder, men også økonomisk på resultater og balancestørrelse. Mere om dette senere i afsnittet regnskabsanalyse.

Dongs vækst/udvikling er sket gennem dels organisk vækst og gennem fusioner og opkøb. Nogle af de vigtigste milepæle, samt yderligere historie, kan ses i bilag 1.

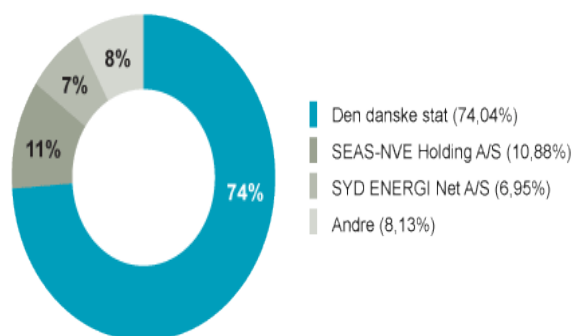
2.2 Ejerforhold og ejerstruktur

Dong er et aktieselskab og ejes derfor af aktionærerne. Aktiekapitalen er ved regnskabet for 2009 opgjort til 2.937.099.000 kr. fordelt på aktier à nom. 10 kr. (hvilket blev ændret i 2008 fra stykstørrelse 1000 kr. til nu 10 kr.) Der er derfor samlet 293.709.900 stk. aktier. Ingen aktier er tildelt særlige rettigheder.

⁷ Dongenergy.com > Om Dong

⁸ Udsagn Årsrapport 2009

Den største aktionær i Dong er den danske stat med 74,04 %. Denne ejerandel udgjorde ved udgangen af 2009 72,98 %, men er i februar 2010 øget til de nuværende 74,04 %. Den resterende andel er SEAS-NVE med 10,88 %, SYD Energi Net med 6,95 % og øvrige aktionærer for i alt 8,13 %. Se i øvrigt figur 1.



Figur 1 Ejerskab Dong Energy A/S, Kilde, www.dongenergy.com

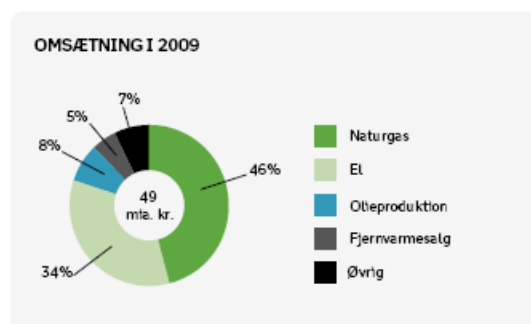
Oprindeligt blev Dong stiftet af staten, hvorfor de også oprindeligt var ene aktionær. I forbindelse med den store fusion i 2006, blev der dog ændret på ejerforholdene, så de nu

afspejler illustrationen ovenfor. Ca. 26-27 % af aktierne skiftede fra den danske stat til 9 andre selskaber i kraft af deres ejerskaber af selskaber som var involveret i fusionen.

Ud fra ovenstående kan det derfor konkluderes at Dong er statsejet. Som et statsejet aktieselskab er Dong underlagt en række krav som minder om de anbefalinger/krav som forefindes for børsnoterede virksomheder. Med den baggrund har Dongs ledelse valgt at følge de anbefalinger for god selskabsledelse (corporate Governance), der er udarbejdet af komiteen, som er nedsat NASDAQ OMX København. Ligeså aflægger Dong regnskab på de samme betingelser som børsnoterede virksomheder, herunder også betingelserne i IRFS (International Financial Reporting Standards)⁹. Ovenstående er betryggende for de oplysninger som Dong afgiver i deres årsrapport.

2.3 Forretningsområder

Som tidligere nævnt er Dong, efter eget udsagn, en af Nordeuropas største energikoncerner. Dong beskæftiger sig med en lang række områder i relation til energi og dækker aktiviteter i hele energiens værdikæde. Koncernen beskæftiger sig med at fremskaffe, producere, distribuere og handle energi, samt dertil knyttet produkter. Markedsområdet tager udgangspunkt i Nordeuropa.

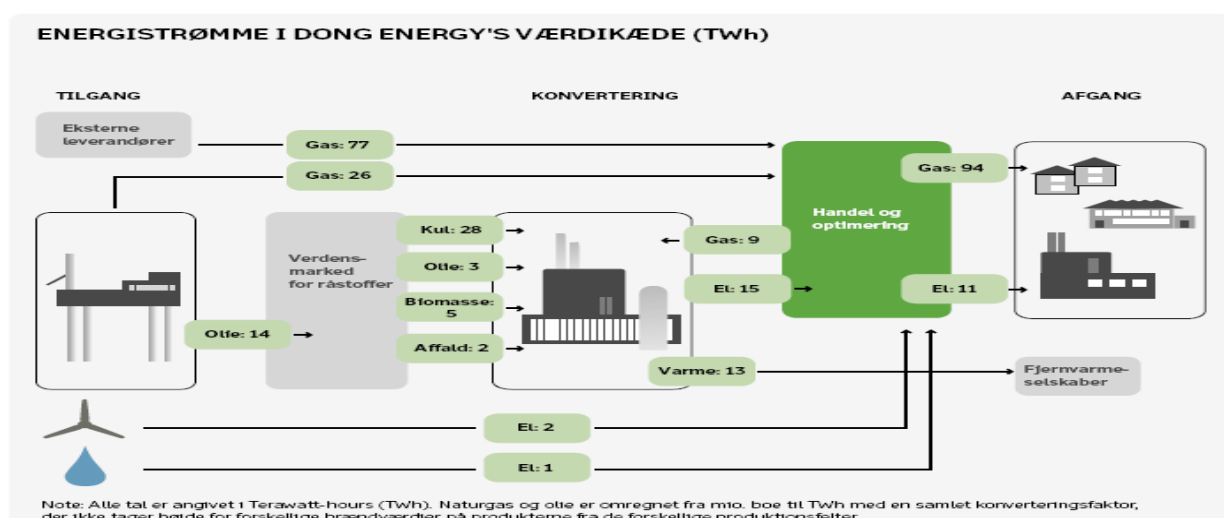


Figur 2 Dongs omsætningsfordeling 2009, kilde Årsrapport 2009 s. 7

⁹ Årsrapport 2008 s. 50, 56, 57 og 61

I det efterfølgende vil jeg skitsere, Dongs forretningsmodel og give en kort beskrivelse af de forskellige forretningsområder.

Figur 2 viser Dongs omsætning fordelt ud på forskellige produkter. Som det ses udgør indtjening relateret til naturgas den største del af omsætningen. El udgør den næststørste del af omsætningen. Det kan derfor konkluderes at el og naturgas er Dongs kerneforretning og primære aktiviteter, da de udgør 80 % af omsætningen tilsammen. De resterende 20 % af omsætningen relaterer sig til produktion og salg af olie, salg af fjernvarme, som er en afledt faktor af el produktionen og til sidst øvrige aktiviteter, som er afledt af kerneforretningerne.

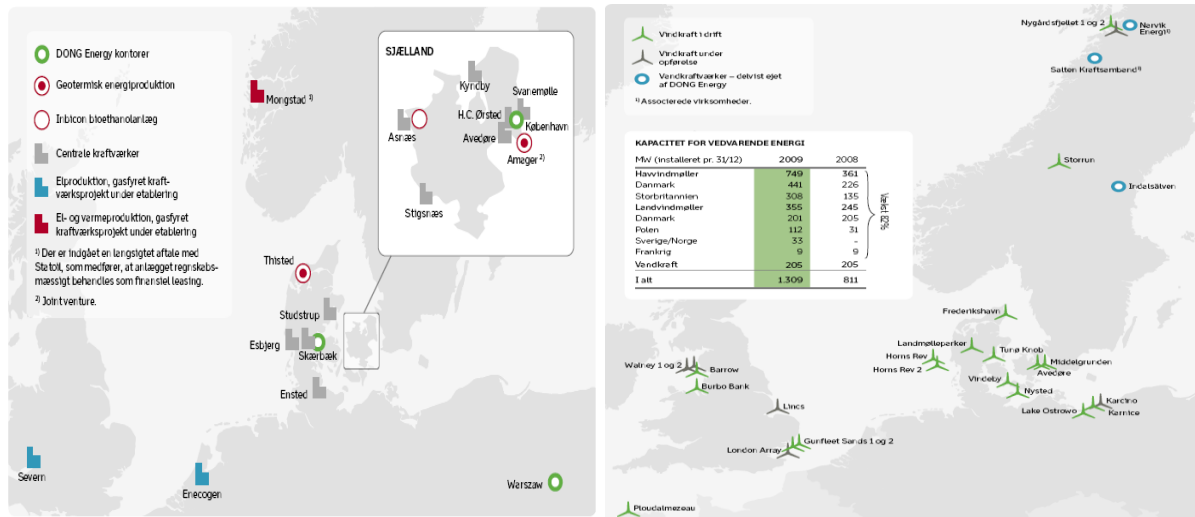


Figur 3 Overblik over Dongs forretningsmodel, kilde årsrapport 2009 s. 9

Figur 3 skitserer Dongs forretningsmodel. Her ses det hvordan energiaktiviteterne bevæger sig rundt i koncernen. Eksempelvis ses det, at naturgassen leveres fra egen produktion og eksterne leverandører, hvorefter det dels anvendes på egne kraftværker og dels sælges videre. Elektriciteten leveres dels via egne kraftværker og dels via egne vedvarende energikilder (vindmøller og vandkraft), hvorefter det sælges videre. Det ses også at den producerede olie sælges på verdensmarkedet (oliebørserne). Det bemærkes at kraftværkerne køber råstofferne til brug for produktionen eksternt, når der ses bort fra gas, eksempelvis købes olie og kul på verdensmarkedet. Som tidligere beskrevet ses det ligeledes på illustrationen at varmen fra kraftværkerne sælges videre.

Dong Energys forretningsområder (organisation) er delt op i 4 hovedområder/divisioner, som i det efterfølgende vil blive beskrevet.

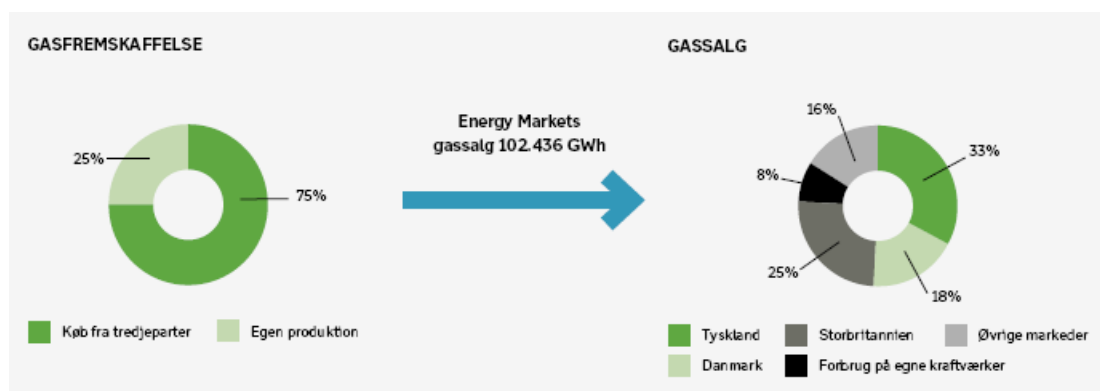
miljøvenlig, dels gennem mere miljøvenlig brændsel og dels gennem vedvarende energi. Denne fokusering illustreres også ved, at produktionen fra vedvarende energi steg med 9 % i 2009 og nu udgør 16 % af koncernens samlede el produktion¹².



Figur 6 Dongs eksisterende kraftværker, vandkraftværker og vindmøller, samt dem som er under etablering. Kilde årsrapport 2009 s. 43 og 45.

2.3.3 Energy Markets

Dette forretningsområde beskæftiger sig med at optimere Dongs energiportefølje. Forretningsområdet er derfor bindeleddet mellem koncernens fremskaffelse af energi og koncernens salg af energi og området skal være med til at forbedre forsyningssikkerheden. Der handles naturgas og el med producenter og engroskunder, samt på de europæiske energibørser. Figur 7 illustrerer Energy Markets forretningsmodel indenfor segmentet gas.



Figur 7 Gasfremskaffelse og salg, kilde årsrapport 2009 s. 50

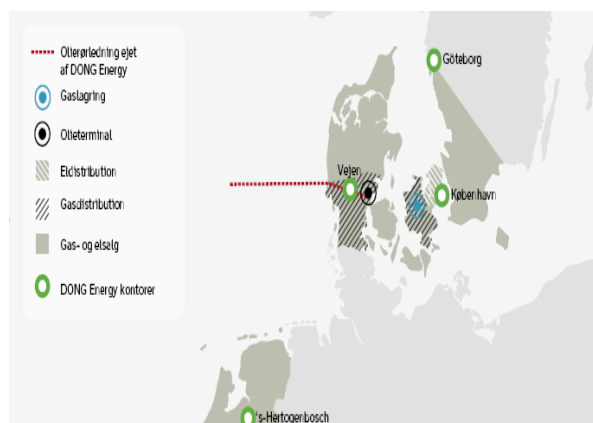
¹² Årsrapport 2009 s. 23

Det ses på figur 7 at Dong selv femskaffer ca. 25 % af det gas som sælges videre, dels til egne kraftværker og dels til eksterne kunder/markeder. Det er også dette forretningsområde som varetager koncernens kommercielle og ejermæssige interesser vedrørende infrastrukturaktiviteter, eksempelvis naturgasrørledninger. Salget af naturgas faldt i 2009 mens salget af el lå på niveau med 2008.

2.3.4 Sales & Distribution

Det sidste forretningsområde er ligeledes det sidste led i Dongs forretningsmodel, se evt. figur 3. Dette forretningsområde sørger for salg og distribution af energi til slutbrugeren og har derfor ansvaret for en stabil og effektiv forsyning dertil. Forretningsområdet forsyner mere end 1 million private, offentlige og erhvervskunder med el og naturgas. Derudover ejer og drives der et 26000 km stort distributionsnet til el og naturgas, et naturgaslager og en olierørledning. Dette forretningsområde køber al deres energi fra forretningsområdet Energy Markets. Forretningsområdet har aktiviteter i Danmark, Sverige og Holland.

Forretningsområdet har ligesom resten af koncernen en mission om at andelen af CO₂ neutral energi skal øges. Derfor er en del af dette forretningsområdes aktiviteter klimapartnerskaber, som indgås med diverse



Figur 8 aktiviteter for Sales & Distribution, kilde årsrapport 2009 s. 57

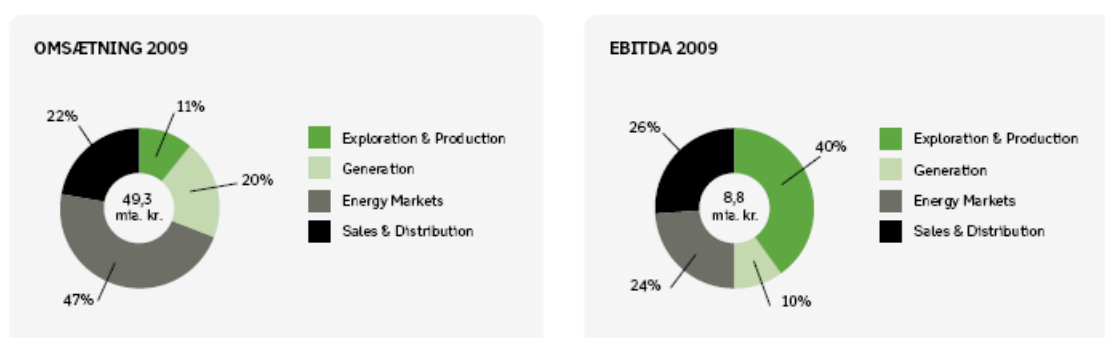
kunder og samarbejdspartnere, med henblik på individuelle løsninger der skal nedbringe CO₂ udslip. I 2009 rundede Dong 36 partnerskaber. Yderligere klimapartnerskaber blev eksempelvis indgået med Toms, Mærsk, Rockwool, Siemens, Codan og Århus kommune. I partnerskaberne samarbejdes der også på tværs af Dong koncernen. Eksempelvis med forretningsområdet generation mht. affaldssortering. Figur 8 illustrerer forretningsområdets aktiviteter. Forretningsområdets salg af el faldt med 6 % i 2009, mens salget af naturgas steg med 6 %.

2.3.5 Opsummering på forretningsområder

I det efterfølgende vil jeg kort beskrive forretningsområderne set i sammenhæng med koncernen som helhed.

Som tidligere beskrevet illustrerer hvert forretningsområde, efter Dongs udsagn, et led i energiens værdikæde. Koncernen som helhed, er som beskrevet i indledningen, i konstant udvikling og det er tankerne at virksomheden skal vækste. Alle forretningsområder kan som det ses, arbejde uafhængigt af hinanden, hvorfor hvert forretningsområde har deres egne mål og ambitioner om at vækste.

Figur 9 illustrerer hvad hvert forretningsområde bidrager med af omsætning og EBITDA i forhold til koncernen som helhed. Energy Markets bidrager med den største del af den samlede omsætning. Men indtjeningsmarginerne hos Energy Markets, er ikke så gode som på nogle af de andre forretningsområder, i det Energy Markets er det 3 største forretningsområde når der ses på EBITDA. Det er værd at bemærke at indtjeningsmarginerne på Exploration & Production er forholdsvis gode, da deres andel af omsætningen (11%) er væsentlig lavere end deres andel af EBITDA (40 %).



Figur 9 Fordeling af forretningsområdernes bidrag til omsætning og EBITDA, kilde årsrapport 2009 s. 18

2.4 Koncernens Strategi og vision.

For at forstå hvordan en virksomhed agerer og hvordan den vil udvikle sig, så er det vigtigt at forstå virksomhedens mål og vision, samt hvordan de vil nå dette ved strategier og værdier.

Dongs vision/mission er følgende:

” At levere stabil energi uden CO2. Det er målet, vi pejler efter, og som vi hver dag arbejder os hen imod gennem nye investeringer og løbende tilpasninger.¹³”

Måden Dong vil arbejde sig hen imod sit mål er defineret ved følgende værdisæt:

13

http://www.dongenergy.com/da/om_dong_energy/kort%20om%20dong%20energy/pages/vores%20vision.aspx

Målrettet

Vi driver en effektiv virksomhed, der fokuserer på at skabe værdi.

Ansvarlig

Vi tager hensyn til mennesker, miljø og markeder i alle vores handlinger.

Lydhør

Vi er åbne for nye måder at se tingene på og parate til at handle derefter.

Som det ses centrerer Dongs vision sig meget om at skabe miljøvenlig energi. Med udgangspunkt heri har Dong udarbejdet strategiplaner, som skal sikre at co2 udledning mindskes samtidig med at virksomheden vokster. De ligger i den forbindelse mange kræfter i at udvikle forretningen og måden hvorpå energi fremskaffes, hvilket har gjort det nærliggende at udarbejde deres slogan, ”energi i forandring”.

Dong har udarbejdet en brochure som forklarer om strategier for forskellige forretningsområder og koncernen som helhed, brochuren hedder energi i forandring og kan findes på Dongs hjemmeside. Den langsigtede strategi og overordnet strategi som også ligger i tråd med visionen, hedder 85/15 strategien. Denne går ud på at der ved udarbejdelsen af strategien var 85 % af Dongs el og varme som blev produceret af fossile brændstoffer primært kul. Målet er at udledningen af co2 over de næste 30 år skal reduceres til 15 % af det nuværende niveau. Målet skal nås med mere vedvarende energi, her specielt havvindmølleparker, mere stabil forsyning af naturgas, innovativ efterforskning og investeringer i udvikling af kraftværker med henblik på reduktion af co2. På den økonomiske side er der følgende strategi:

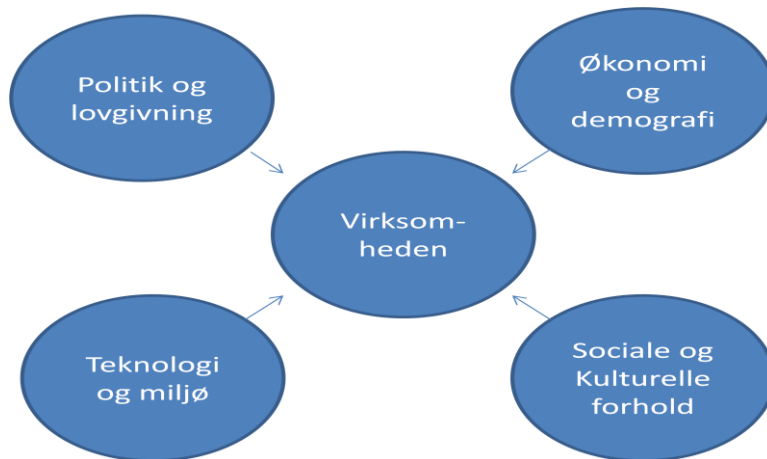
”Den langsigtede målsætning for vores kapitalstruktur er, at den justerede rentebærende nettogæld skal svare til omkring 3 gange pengestrømme fra driftsaktivitet. Den justerede nettogæld er defineret som den regnskabsmæssige nettogæld tillagt 50% af hybridkapitalen”.

Dertil er det en målsætning at fastholde en rating på minimum BBB+ / Baa1 (S&P, og Moodys). Dong har netop fået opgraderet deres rating fra S&P til A-. For at sikre attraktive lånevilkår arbejder Dong på at centraliserer låneoptagelse i moderselskabet. Derudover har Dong søgt adgang til bankmarkedet og eurobond markedet for at sikre sig attraktive lånevilkår og fastholde et stærkt likviditetsberedskab i committede lånetilsagn.

3 Strategisk analyse

3.1 Pest-analyse

PEST-analysen har til formål at afdække de udfordringer og muligheder, som Dong står over for med hensyn til udviklingen i forskellige eksterne(omverdens) forhold, som virksomheden ikke har indflydelse på. Nedenfor ses PEST-modellen illustreret:



Figur 10 Illustration af Pest-modellen, kilde Ole Sørensen, s. 83

3.1.1 Politik og lovgivning

Politik og lovgivningsmæssige forhold har selvsagt stor betydning for enhver virksomhed. Ændringer i forhold som skat/afgifter, arbejdsmarkedspolitik, konkurrence- og monopollovgivning, rente-(finanspolitik) samt øvrige politiske forhold vil mere eller mindre altid være enten en mulighed eller trussel for enhver virksomhed herunder også Dong. For især Dong må klima, miljø- og energipolitikken siges at være i centrum. Hvorfor der i det efterfølgende vil blive fokuseret på dette.

3.1.1.1 Klima og miljøpolitik

Da Dongs absolut vigtigste strategi omhandler miljø og om at blive mere klimavenlig, må dette punkt betegnes som værende en central faktor for koncernen. Dong leverer som udgangspunkt produkter som er ens uanset om de er produceret på en klimavenlig eller forurenende måde. På baggrund heraf er det centralt for Dong, at det skal være rentabelt at investere i grøn energi. Herunder er det vigtigt at kunderne ønsker at købe et produkt, som er produceret klimavenligt, ligesom at det er afgørende at det offentlige fortsat vil bidrage hertil via tilskud. I 2009 fik Dong i alt 817 mio. kr. i offentlige tilskud.

Der er aktuelt meget fokus på klima- og miljø, senest har der i december været klimatopmødet i København, COP 15. Denne fokusering er en god mulighed for Dong på flere områder. I og med at Dong positionere sig i medierne, som en klimavenlig energileverandør, er det ikke utænkeligt at dette vil kunne tiltrække en række kunder og investorer. Derudover er det en mulighed at dette vil øge efterspørgslen efter klimavenlige produkter, som naturgas og energirådgivning, som Dong også har i produktporteføljen.

De hotteste emner blandt befolkningen er også de emner politikkerne fokuserer på. På denne baggrund, samt det seneste politiske stormøde i København er det også tænkeligt, at der fra politisk side fortsat vil være offentlige tilskud til klimavenlig energi. Det er heller ikke utænkeligt at disse tilskud i fremtiden vil øges.

Aktuelt er det Kyoto-protokollen, der er gældende i forhold til begrænsning af CO₂-udledning. Kyoto-protokollen er gældende frem til 2012. Kyoto-protokollen forpligter de deltagende lande til, at reducere emissionen af drivhusgasser med 8% i forhold til 1990-niveauet. Derudover er det hensigten at de globale drivhusgasemissioner på længere sigt skal nedbringes med ca. 70% i forhold til 1990-niveauet¹⁴. Aftalen er gældende indenfor Dongs markedsområde.

Det var meningen at Kyoto-protokollen, skulle afløses af en bindende juridisk aftale, med mere ambitiøse mål i forbindelse med COP 15, dette skete dog ikke. I stedet blev der indgået en hensigtserklæring, med 12 punkter omhandlende klima, med deltagelse af en række lande i FN regi¹⁵. Det er meningen at denne erklæring indenfor det næste stykke tid, skal forhandles mere på plads således at der kommer flere bindende mål for nedbringelse af CO₂. I sommeren 2010 skal der på den baggrund afholdes et topmøde i Tyskland. Udfaldet heraf, opfølgningen på COP 15 og den fortsatte fokusering på klima/miljø, kan få stor betydning for det offentliges investeringer i virksomheder som Dong¹⁶.

3.1.1.2 Energipolitik

Energipolitikken er i tråd med klimapolitikken – dog favner det om andet end bare fokusering på nedbringelse af CO₂-udledning. Energipolitikken har ligeledes et meget stort fokus både nationalt og internationalt, og var derfor også et emne, der blev berørt under COP 15 i

¹⁴ Europaparlamentets og rådets direktiv s. 2, Bruxelles d. 16 september 2003

¹⁵ <http://nyhederne.tv2.dk/article/27266330/>

¹⁶ <http://www.information.dk/telegram/219306>

december 2009. Formålet med den fælles energipolitik, er aktuelt fokuseret på at reducere forbruget af fossile brændstoffer og erstatte disse med vedvarende energikilder. Men det er også at sikre gode handelsvilkår for el, olie o. lign., samt sikre at forsyningssikkerheden opretholdes. Handelsvilkår og samhandel er centralt i EU og på verdensplan (WTO) og konstant i udvikling og globalisering¹⁷¹⁸.

Den 13. november 2008 vedtog EU-kommissionen sin 2. strategiske energirededgørelse om energisikkerhed og energisolidaritet. Denne ligger i forlængelse af den 1. redegørelse fra 2007. Der er fem centrale punkter i den nye handlingsplan¹⁹:

- 1) Infrastruktur og en varieret energiforsyning.
- 2) Eksterne forhold.
- 3) Olie- og naturgaslagre og mekanismer i krisehåndtering.
- 4) Energieffektivitet.
- 5) Bedre udnyttelse af EU's egne energikilder.

Ligeså er der i forbindelse hermed også vedtaget en klima-/ og energipakke, som indeholder følgende centrale punkter²⁰:

- 1) Direktiv om fremme af vedvarende energikilder.
- 2) Direktiv til ændring af EU's kvotehandelssystem.
- 3) Beslutning om reduktion af drivhusgasudledning fra ikke-kvotebelagte sektorer.
- 4) Direktiv om CO₂-opsamling og lagring i undergrunden (CCS).

Derudover blev der også vedtaget en liberaliseringspakke med stor betydning for handelsvilkår og det indre marked, pakken har disse centrale budskaber²¹.

¹⁷[http://www.ens.dk/da-DK/Politik/Dansk-klima-og-energi-](http://www.ens.dk/da-DK/Politik/Dansk-klima-og-energi-politik/regeringens-klimaogenergipolitik/Sider/regeringens-klima-og-energipolitik.aspx)

[politik/regeringens-klimaogenergipolitik/Sider/regeringens-klima-og-energipolitik.aspx](http://www.ens.dk/da-DK/Politik/Dansk-klima-og-energi-politik/regeringens-klimaogenergipolitik/Sider/regeringens-klima-og-energipolitik.aspx)

¹⁸ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2007:0001:FIN:DA:PDF>, s. 25

¹⁹ <http://www.kemin.dk/da-DK/KlimaogEnergi/EUklimaogenergipolitik/andenstrategiskenergirededg%C3%B8relse/Sider/Forside.aspx>

²⁰ <http://www.kemin.dk/da-DK/KlimaogEnergi/EUklimaogenergipolitik/klima-ogenergipakken/Sider/Forside.aspx>

²¹ <http://www.kemin.dk/DADK/KLIMAOGENERGIPOLITIK/EUSKLIMAOGENERGIPOLITIK/INDREMARKEDFORELOGGAS/Sider/Forside.aspx>

- 1) Direktiv om fælles regler for det indre marked for elektricitet.
- 2) Direktiv om fælles regler for det indre marked for gas.
- 3) Forordning om oprettelse af etagentur for samarbejde mellem energimyndigheder.
- 4) Forordning om netadgang i forbindelse med grænseoverskridende elektricitetsudveksling.
- 5) Forordning om adgang til naturgastransmissionsnet.

En del af ovenstående punkter blev besluttet ifm. udarbejdelsen af den fælles energipolitik for EU i år 2007²².

Som det ses ovenfor er der en række tiltag, som for Dong er yderst relevant. Liberaliseringen af det indre marked for handel med energi er af vigtighed for forretningsområdet Energy Markets, og muligheden for fremadrettet at markedsudvikle. Tiltagene om at fremme vedvarende energi, er også positivt for Dong og deres forretningsmodel/strategi, mens tiltagene om CO2 kvoter o. lign. er negativt. Derudover ses det også af tiltagene, at der ligger en beskyttelse af det hjemlige EU-marked, hvilket mindsker konkurrencen fra aktører udenfor EU. Der har i Danmark været en liberalisering af energimarkedet. Dette har på gasmarkedet kostet nogen markedsandele for Dong, hvorfor liberaliseringen også kan være en trussel. I den forbindelse forsøger Dong derfor at sprede aktiviteterne geografisk²³.

3.1.1.3 Offentligt reguleret priser

En del af Dongs afregningspris er bestemt af offentligt reguleret priser, hvilket specielt er essentielt for forretningsområdet Sales & Distribution, hvor 9 % af naturgassalget og 45 % af el salget er reguleret. Derudover er distributionsaktiviteterne offentligt reguleret. Det er klart at dette både kan være en trussel og en mulighed for Dong, i det de kan være beskyttet mod prisfald eller ikke få udbytte af prisstigninger, hvis der i stedet blev handlet på det frie marked. Mest af alt ser jeg dog denne regulering som en ulempe for Dong i og med at priserne ved offentligt reguleret ting typisk ikke vil være høje, da det vil forfordele et statsejet selskab. Priserne må derfor formodes at være i den lave ende, hvilket også illustreres i den nye elforsyningslov for 2009^{24 25}, hvor afregningspriserne blev sænket²⁶.

²² <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2007:0001:FIN:DA:PDF>

²³ Årsrapport 2007 s. 34

²⁴ http://www.ens.dk/da-DK/Info/Lovstof/gaeldende_love/Documents/Lov_386_26052009.pdf

²⁵ <http://www.energitilsynet.dk/lovgivning-og-anmeldelse/elektricitet/loveogbek-el/bekendtgoerelse-om-indtaegtsrammer-for-netvirksomheder-og-regionale-transmissionsvirksomheder-omfattet-af-elforsyningsloven/>

3.1.2 Økonomi og demografi

3.1.2.1 Økonomisk vækst

Det største fokus for mange erhvervsvirksomheder i dag er, hvorledes konjunkturerne vil udvikle sig de kommende år i kølvandet på finanskrisen. Det har vist sig, at virksomhederne er tilbageholdene med investeringerne, da der er stor usikkerhed om det fremtidige indtjeningspotentiale.

Denne konjunkturedgang og efterfølgende tilbageholdenhed påvirker også Dong i væsentlig grad. Konjunkturedgangen vurderes derfor også af ledelsen til at være en af hovedårsagerne til det lave resultat i 2009²⁷.

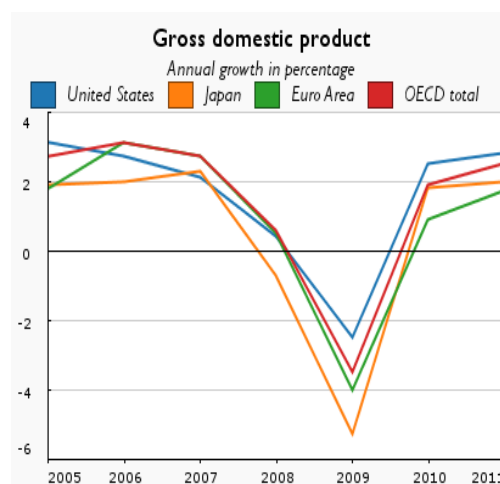
Det er derfor interessant at se på hvordan den økonomiske vækst forventes at udvikle sig.

OECD's forventninger til den fremtidige vækst i økonomien, ses i figur 11. Grafen viser, at OECD forventer at den økonomiske vækst var på sit laveste i 2009, og at væksten i økonomien igen vil være positiv i 2010 og stige ind i 2011²⁸.

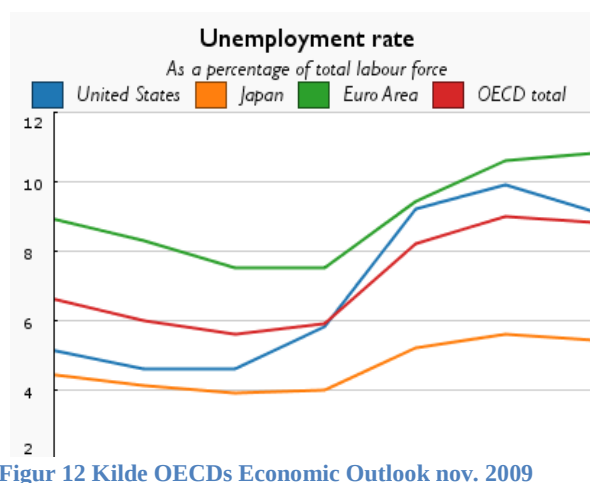
3.1.2.2 Beskæftigelse/ledighed

Derudover er ledigheden også af betydning, da en større ledighed vil reducere forbruget i samfundet, og derigennem reducere forbrug af energi. Omvendt vil en stigende arbejdsløshed umiddelbart også betyde at Dong kan fremskaffe arbejdskraft væsentlig billigere.

OECD har fremlagt følgende realiserede ledighedstal, samt deres forventninger til udviklingen i ledigheden de næste par år:



Figur 11 Kilde OECDs Economic Outlook November 2009



Figur 12 Kilde OECDs Economic Outlook nov. 2009

²⁶ Årsrapport 2009 s. 56

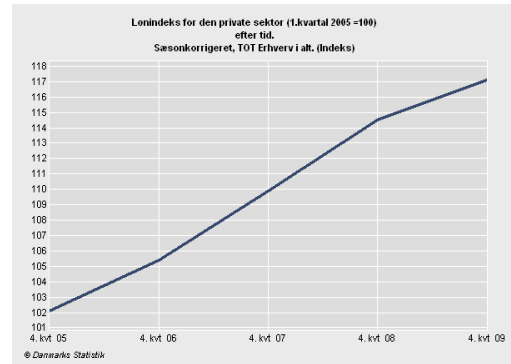
²⁷ Årsrapport 2009 s. 16

²⁸ http://www.oecd.org/departement/0,3355,en_2649_34573_1_1_1_1_1_1,00.html

Som man kan se af figur 12 forventes ledigheden at fortsætte sin stigning de næste par år. Dette vurderes at have en negativ indflydelse på Dongs afsætningsmuligheder.

3.1.2.3 Lønniveau

Lønniveauet har stor betydning for Dongs omkostninger. Figur 13 viser udviklingen i lønniveauet over de seneste 4 år i Danmark, hvor Dong har hovedsæde og hvor det primære medarbejderantal er. Som det ses stiger niveauet betragteligt hvilket er negativt for Dong. Når diverse overenskomster skal genforhandles, sker det derfor

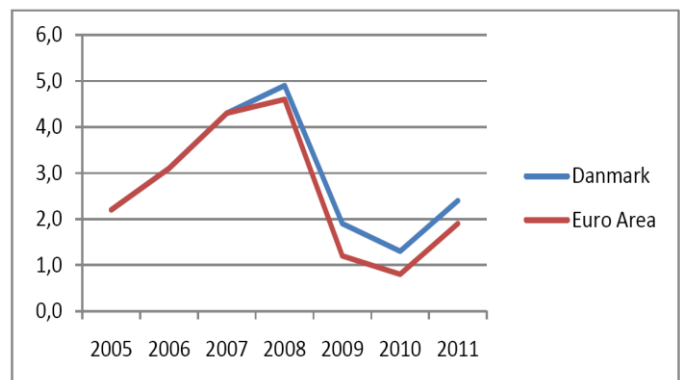


Figur 13 Lønniveau kilde Danmarks Statistik

med udgangspunkt i et væsentlig højere niveau. Den økonomiske krise og den stigende ledighed gør dog, at arbejdsgiverne står stærkt i forhandlingerne, hvilket vurderes at ligge en dæmper på de fremtidige lønstigninger.

3.1.2.4 Renteudvikling

Renteniveauet har traditionelt også en stor betydning, når der skal foretages investeringer. En lav rente tilskynder ofte til flere investeringer, både for virksomheder og for den almene borger. Det hænger naturligvis sammen med, at en lavere rente gør det billigere at låne penge og vil øge antallet af investeringsmuligheder. Antallet af



Figur 14, forventet renteudvikling, egen tilvirkning på baggrund af data fra OECD

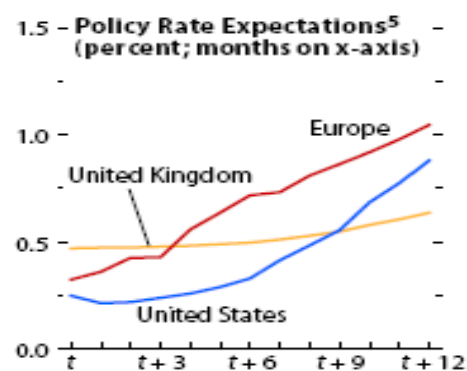
attraktive investeringer stiger naturligvis, når omkostningerne ved at foretage dem

ikke er så høje. Renten er aktuelt på et meget lavt niveau og figur 14 viser den forventede renteudvikling i Europa og Danmark frem til 2011. Grafen er baseret på data fra OECD's seneste economic outlook og deres forventninger til de kortfristede rentesatser.

Modellen viser, at renten forventes at starte en stigende trend i 2010. Dette vil betyde en dæmper på investeringslysten, samt stigende rentekomkostninger og kan dermed påvirke Dong

negativt. Dong vurderes dog at stå relativt stærkt på denne front, i det 94 % af deres gæld er rentesikret²⁹.

Modellen fra IMF viser den forventet renteudvikling fra d. 12. april 2010 og 12 måneder frem. Forventningerne er baseret på de daglige interbankrenter i de respektive områder, og er senest opdateret d. 12. april 2010. Modellen viser også at renten forventes at starte en stigende trend i alle 3 områder.



Figur 15 Kilde IMF, World Economic Outlook April 2010

3.1.2.5 Valuta

Da Dong har markedsområde i Europa og derfor har handel/forretninger på tværs af landegrænser og derved på tværs af forskellige valutaer, er deres forretning også stærkt påvirkelige overfor ændringer i valutaerne. Dong er primært eksponeret mod USD, GBP, PLN, SEK, NOK og EUR. Valutakursudviklingen i de forskellige valutaer over de seneste 5 år ses i bilag 2, valutakursudviklingen i EUR, er her ikke medtaget idet Danmark har en fastkurspolitik overfor EUR. Det ses på grafen at der i valutaerne er betydelige udsving, hvilket kan have kraftige påvirkninger på Dongs indtjening. I den forbindelse har Dong prissikret deres forventede valutaeksponering for 2010 med 84 %³⁰.

3.1.2.6 Øvrige pris udviklinger

I de næste afsnit vil jeg kort komme ind på de forskellige forventninger til udviklingen på priser relateret til Dongs primære produktgrupper.

3.1.2.6.1 Oliepris

Da olie er et af de produkter som Dong udvinder og sælger, har prisen herpå betydning for Dongs indtjening. Olieprisen steg med over 71 % i 2009, hvilket er positivt for Dong³¹. Olieprisen er meget afhængig af efterspørgslen specielt fra industrien. Og med forventninger

²⁹ Årsrapport 2009 s. 30

³⁰ Årsrapport 2009 s. 30

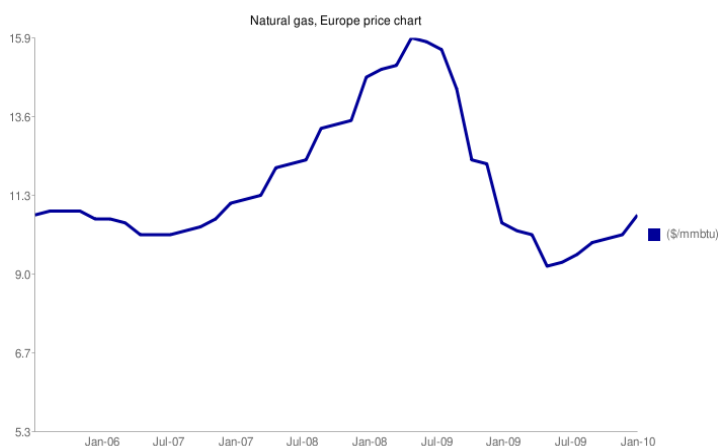
³¹ <http://borsen.dk/investor/nyhed/175748/>

om en stigende økonomisk vækst må det umiddelbart forudsættes at prisniveauet opretholdes og muligvis stiger, hvilket er positivt for Dong³².

I OECD's seneste økonomiske rapport fra november 2009 tabel 19, forudsiger de en markedspris i 2010 og 2011 på 77 \$, prisen er pr. primo april over 80 \$, hvorfor denne forudsigelse ikke umiddelbart holder stik. Udviklingen betegnes positiv for Dong.

3.1.2.6.2 Naturgas

Naturgas har ligesom olie en stor betydning for Dong. I figur 16 ses prisudviklingen for naturgas siden 2006³³. Det ses at prisen aktuelt er på et forholdsvis lavt niveau hvis der ses på perioden. Prisen har aktuelt en stigende tendens hvilket også er i tråd med Dongs forventninger om en pris på 14 EUR pr. Mwh i 2010³⁴. Ovenstående indikerer også en af årsagerne til et godt årsresultat i 2008 og et knap så godt i 2009.



Figur 16 Udvikling i prisen på naturgas, kilde www.mongobay.com

3.1.2.6.3 Øvrig

Dong sælger via deres termiske kraftværker og vindmøller ligeledes el. Prisudviklingen for el har også betydning for virksomheden. Prisudviklingen er differentieret fra hvert markedsområde (land). Udviklingen i el er de seneste år gået op og ned. Prisen er faldet fra 2007 til 2008 og stiger derefter ind i 2009 når der ses generelt på Dongs markedsområde. Faktisk er prisen igennem perioden steget konstant i hele EU. Når der isoleret ses på det danske marked, er prisen lidt atypisk faldet fra 2008 til 2009, hvilket tyder på et ekstraordinært prispres. Når det er sagt forventer Dong selv stigende elpriser i 2010, hvilket i øvrigt er den generelle holdning, blandt andre selskaber herunder Fortum som bygger deres data på ICE og Nordpool, se evt. bilag 7.

³² Danmark Nationalbank s. 66-73

³³ <http://www.mongobay.com/images/commodities/charts/chart-ngeu.html>

³⁴ Årsrapport s. 26

Øvrige priser herunder primært udviklingen på kul, CO₂ og biobrændsel har også påvirkning på Dong, men analyseres her ikke yderligere pga. en mindre økonomisk betydning for Dong, set i forhold til ovenstående prisvariabler. Dog kan det nævnes at energiselskabet Fortum på baggrund af data fra ICE, IMF med flere, forventer en stigende kulpris, samt en CO₂ pris på niveau, når der ses på kort sigt, dvs. ind i 2011.

Derudover bekræfter oplysningerne i bilag 7, desuden de tidligere anførte forventninger i oliepris, konjunkturudvikling/forbrug m.m. skitseret i tidligere i dette afsnit af pest-analysen (økonomi og demografi).

3.1.3 Sociale og kulturelle forhold

De sociale og kulturelle forhold, vurderes ikke at have samme betydning for Dong, som de tidligere nævnte faktorer.

Dog er det af væsentlighed hvorvidt befolkningen, det offentlige, samt virksomhederne på Dongs markeder, er indstillede på at have en mere grøn tankegang. Det er klart, at hvis det ikke er tilfældet, så vil det være sværere for Dong at opfylde deres strategi.

I Danmark har vi oplevet, at folk i højere grad har fået en grønnere tankegang, da der nu sælges flere økonomiske biler der kører langt på literen³⁵. Der er flere der sparer på varmeudgifter ved at benytte solenergi eller jordvarme³⁶, og man oplever bedre isolering af huse ligesom el-bilerne, så småt er ved at gøre deres indtog på markederne.³⁷ Dette holdningsskifte er også at finde i det øvrige Europa, som er et vigtigt marked for Dong³⁸. Det er klart at holdningsskiftet både kan være en trussel og en mulighed. En lavere efterspørgsel efter energi på baggrund af ovenstående vil som udgangspunkt betyde lavere afsætning. Dog vil en ændring i kundernes tankegang også kunne tiltrække nye kunder, pga. Dongs branding og klimaprofil ud af til.

Forhold som uddannelsesniveau, er fremadrettet et vigtigt parameter for Dongs succes. I enhver virksomhed er dygtige ansatte et vigtigt fundament. Og med Dongs ambitioner om konstant at udvikle sig til grønnere energi og på den front være innovative, så er det endnu vigtigere med dygtige ansatte. Her spiller uddannelsesniveauet en stor rolle. Da Dong er

³⁵ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php?id=25232460>

³⁶ <http://fpm.dk/bolig/article1168779.ece>

³⁷ <http://politiken.dk/tjek/bilerogmc/article771166.ece>

³⁸ http://www.mst.dk/Erhverv/Groenne+indkoeb/Indsats_den_offentlige_sektor/miljoevejledninger_hitter.htm

placeret i Danmark og den vestlige verden, vurderes det at de nu og fremadrettet har en tilfredsstillende adgang til veluddannet personel. Dette begrundes dels med en stigende globalisering/mobilitet, som gør det nemmere at anskaffe sig arbejdskraften, men også i eksempelvis Danmarks klare fokusering på at højne uddannelsesniveaue³⁹.

3.1.4 Teknologi og miljø

Der er de seneste år kommet øget fokus på at forbedre teknologier til at udnytte den anvendte energi på en bedre måde, og derigennem reducere energiforbruget. Denne udvikling er naturligvis også præget af den tidligere nævnte klima- og energipolitik.

Dette fokus må betragtes som en styrke og en mulighed for Dong i henhold til deres strategi. Et øget politisk pres for at gennemføre energibesparende tiltag, kan resultere i en øget afsætning/tilskud o.lign. for Dong. Omvendt kan det også skærpe konkurrencen i branchen, da det gør markedet mere attraktivt for nye aktører. Derudover vil tiltag som sænker energiforbruget reducere efterspørgslen og derved påvirke Dongs afregningspriser negativt. Det er derfor vigtigt at Dong følger markedet med henblik på at finde alternative og nye salgsmuligheder indenfor energi. Et godt eksempel herpå er Dongs energirådgivning og energi-/klimapartnerskaber.

3.1.5 Delkonklusion

Der er i Dongs omverden en række forhold som kan påvirke virksomheden positivt eller negativt. Indenfor området politik/lovgivning er det specielt energipolitikken, herunder den fortsatte liberalisering i EU, som er interessant. Dongs megen fokus på at være et klimavenligt energiselskab, gør også at klima/miljøpolitikken er relevant for Dong. Her tænkes der specielt på tilskud til vedvarende energi og udviklingen på co2 kvoter. Derudover er de offentligt reguleret el-, naturgas- og distributionspriser også af stor vigtighed for Dong og deres indtjening.

En række parameter indenfor området økonomi og demografi er for Dong relevant, herunder den økonomiske vækst og priser på kerneprodukter som naturgas og el. Forventninger er at niveauerne generelt vil udvikle sig til Dongs fordel over de næste par år.

Indenfor området sociale og kulturelle forhold er det min vurdering, at det for Dong er vigtigt at omverdenen har en grøn tankegang, da det vil styrke Dongs position på markedet.

³⁹ <http://pub.uvm.dk/2007/livslanglaering/kap02.html>

Nye teknologier, primært fremtvunget af fokuseringen på klima/miljø, kan påvirke Dongs afsætningsmuligheder. Det er derfor vigtigt at Dong fortsat er innovative og tænker på nye salgsmuligheder/ produkter.

3.2 Branche analyse

3.2.1 Porters Five Forces

Dongs konkurrence-/branchemæssige situation analyseres i det følgende ved brug af modellen ”Porters Five Forces”. I figur 17 skitseres modellen, og her kan det ses, hvilke fem områder der vil blive gennemgået.



Figur 17 Porters 5 forces, kilde Michael E. Porter s. 4

3.2.1.1 Konkurrencen i branchen

I det følgende vil konkurrencen blive analyseret, herunder Dongs position på markedet, de fremadrettede vækstmuligheder på markedet samt kapacitetsbegrænsninger.

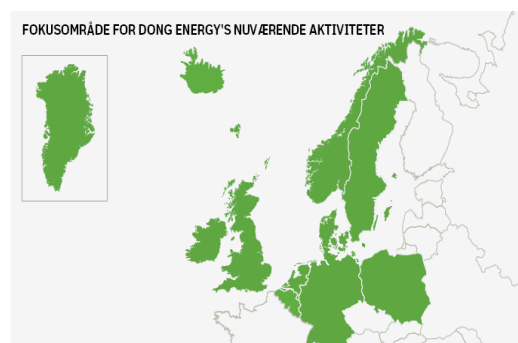
3.2.1.1.1 Analyse af branchen og Dongs placering

Dong arbejder i energibranchen og er som tidligere nævnt en af Nordeuropas førende energikoncerner⁴⁰. Dong har aktiviteter på tværs af værdikæden og bevæger sig derfor på en række energimarkeder, dette i relation til deres forretningsområder. Primært er produktion af el, naturgas og til dels olie, samt salg heraf Dongs kerneområde. Desuden kan Dongs forretning deles op i handel og produktion af energi, samt salg til detailkunden.

⁴⁰ Dongs eget udsagn årsrapport 2009

Da 80 % af omsætningen vedrører el og naturgas vil der i det efterfølgende også blive fokuseret på dette.

På figur 18 ses en illustration af Dongs geografiske arbejdsområde.



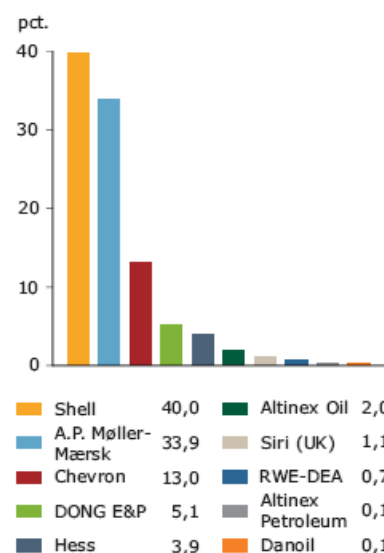
Figur 18 Dongs geografiske arbejdsområde kilde årsrapport s. 7

I det efterfølgende vil jeg kort kommentere på hvert enkelt forretningsområde og dennes position på markedet.

Exploration & Production

Som nævnt beskæftiger dette område sig med efterforskning og udvinding/produktion af olie og gas.

Dongs arbejde med olie og gas foregår i den danske del af Nordsøen. Der har i alt 10 selskaber interesser og i figur 19 ses deres andel af olieproduktionen. Dongs andel har i de seneste år været stabil med 5,7 %, 4,7 % og 5,1 % i henholdsvis 2006, 2007 og 2008. Billedet ved gasproduktion vurderes at være nogenlunde, det samme også pga. at gasproduktionen volumenmæssigt er en del mindre end olieproduktionen⁴¹. Som det ses er Dong samlet set en lille spiller på det hjemlige marked og ses der mere globalt bliver de væsentlig mindre i fx lyset af Gazprom og Statoil.



Figur 19 kilde Energistyrelsen, Dansk Olie- & Gasproduktion 2008

Det der skal sikre Dongs fremadrettet indtjening på området er selvsagt prisudviklingen på produkterne, samt en fortsat opretholdelse af produktionen. Tidligere kunne vi se, at Dong netto over de seneste år har fået flere efterforsknings- og produktionslicenser, hvilket er positivt.

På baggrund af ovenstående må det konkluderes, at der på dette forretningsområdes marked er en stor konkurrenceintensitet. Det vurderes dog at Dongs indtjening kan opretholdes i årene

⁴¹ Energistyrelsen, Olie- og gasproduktion 2008 s. 20.

fremover, succesen afhænger dog af faktorer som pris, produktion, gevinst på efterforskning og fortsatte investeringer. Årsagen til at der fortsat kræves investeringer skyldes dels Dongs ambitioner om vækst/forøget forretningsomfang, men også at de nuværende produktionsressourcer ikke er uendelige, hvorfor nye produktionssteder skal ibrugtages hvis ikke produktionsmængderne skal gå ned. Dong investerer i forretningsområdet og i 2009 stod forretningsområdet således for 18 % af Dongs samlede bruttoinvesteringer på i alt ca. 18 mia. kr.⁴². Aktuelt investerer forretningsområdet eksempelvis i det norske Ormen lange felt, som de ser som en spændende case⁴³.

Generation

Her produceres el og varme. I Danmark ejes de centrale kraftværker hovedsageligt af Dong og Vattenfall. De centrale kraftværker og vindmøller stod tilsammen for 79 % af el-produktionen i Danmark. Ud fra offentlige tal leverer Dong el til godt 30 % af Danmarks befolkning og det kan på den baggrund konkluderes at de er markedsleder⁴⁴.

Produktion af varme betegnes af Dong som et afledt produkt i forbindelse med produktion af el. Varmen sendes videre til fjernvarmeselskaber. Med en vision om en større andel af vedvarende energi, vurderes det derfor at denne produktion vil falde.

Internationalt er Dong en mindre spiller set i forhold til store energikoncerner som fx E.on.

På den nordiske elbørs Nordpool, handles megen af Dongs energi herunder el og gas.

Dongs konkurrenter på hjemmemarked og nærmarked er primært Seas-nve og Vattenfall. Med liberaliseringen af energimarkedet må det siges, at konkurrenceintensiteten forventes at stige yderligere. Dog har Dong en stærk udgangsposition, ligesom de geografisk udvider, hvilket også spreder risikoen.

En tricker i Dongs fremadrettet økonomi, kan være efterforskningen indenfor geotermisk varme/energi. Dong har i den forbindelse eneret til efterforskningen i Danmark⁴⁵.

⁴² Årsrapport 2009 s. 9

⁴³ Dagsbladet Børsen Tirsdag d. 6. April 2010, s. 8

⁴⁴ Dansk Energi, Dansk elforsyningsstatistik 2008 s. 19

⁴⁵ Energistyrelsen, Olie- og Gasproduktion 2008, s. 27

Energy Markets

Forretningsområdet er bindeled mellem produktion og salg i Dong. Området har en række kunder og intern handel i Dong udgør en mindre del af den samlede omsætning, se evt. figur 7 om handel med gas, hvor det ses, at 75 % af den samlede gasfremskaffelse kommer fra tredjepart, mens kun 8 % bliver forbrugt på egne kraftværker. På baggrund af den, som det ses, store volumen forretningsområdet handler med, vurderes det at de på det hjemlige og nordiske marked er en større spiller. Ligeså giver forretningsområdet en del synergieffekter for Dong. Når dette er sagt vurderes det dog at der også på dette marked er en generel stor konkurrence når der ses internationalt, med konkurrenter som eksempelvis E.ON.

Sales & Distribution

Området distribuerer og sælger energi til slutkunden. Med markedsandele i Danmark på 37 % og 22 % for naturgas og El, er Dong markedsleder⁴⁶. Derudover har de væsentlige markedsandele i Sverige med 20-25 % af naturgasmarkedet. På det hollandske marked har Dong omkring 1 % på både naturgas og el.

Derudover ejer Dong store andele i distributionsnettet af el og naturgas, naturgaslagre, samt olierørledning fra Nordsøen. Indtjeningen heraf kommer fra at andre bruger forsyningsnettet og indtjeningen vurderes på samme niveau fremadrettet.

Alt i alt må det siges, at Dong har forskellige konkurrencesituationer indenfor hvert forretningsområde. På deres kerneområder naturgas og el, har de væsentlige markedsandele i Danmark og Sverige. Hvorimod de på andre markedsområder er mindre. I det efterfølgende vil Dongs markeder og konkurrencesituation blive analyseret nærmere.

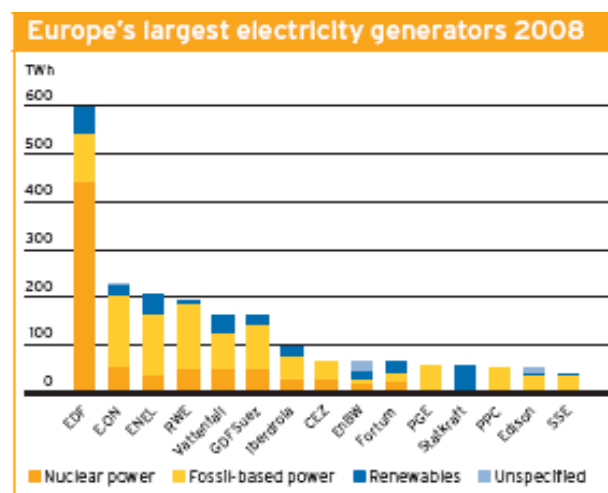
3.2.1.1.2 Analyse af de primære markeder

Ændringer i EU's energimarked, specielt siden åbningen af de lokale energimarkeder i 1990'erne, har medvirket til en række ændringer og har på den baggrund i perioden da også påvirket til en stor konsolidering i branchen. Ved blot at se på det danske marked, ses det at der nu kun er få energikoncerner tilbage. På det europæiske marked er der store internationale spillere som, EDF, E.ON, ENL, GDF Suez, Iberdrola og RWE, samt en række mellemstore

⁴⁶ Årsrapport 2009 s. 54

mere regionale selskaber som Fortum, Vattenfall, Statkraft, Centrica og Dong⁴⁷. Derudover er Statoil og GaZprom store spillere, når der isoleret set, ses på produktion af naturgas og olie.

På hele EU-markedet er Dong en mindre spiller, mens de på det nordeuropæiske og hjemlige marked er en mere betydningsfuld spiller. Konkurrennesituationen når der ses på energikoncernerne som helhed illustreres i bilag 3, 4 og 5. Her ses det på data fra Fortum, Vattenfall og egne data, at Dong har mindre markedsandele og er en mindre virksomhed målt på eksempelvis omsætning, balance og produktionsmængder. Situationen kan ses illustreret i figur 20, hvor Dong ud af

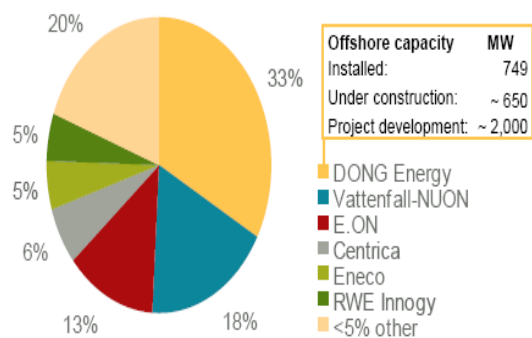


Figur 20 Europas største el producenter 2008, kilde Vattenfall årsrapport 2008 s. 32

en liste på de 15 største europæiske el-producenter ikke optræder. Hvis der ses isoleret på det nordiske marked, ses det dog på oplysningerne i bilagene, at Dong er en mere betydningsfuld spiller, eksempelvis er Dong opgjort som det 4 største selskab i Norden når der ses på detailsalg og distribution.

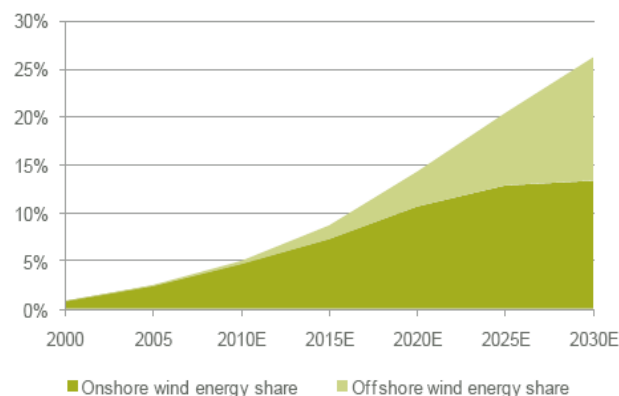
De strengere klimakrav gør endvidere, at branchen er nødsaget til, at foretage store investeringer, da produktionen skal omstilles. Hvor langt de forskellige koncerner er i denne proces er svært, at komme med noget præcist bud på. En milepæl må dog være hvor stor en andel af den samlede vedvarende vindmølle energi den enkelte producent producerer.

European offshore market shares – installed capacity



Source: European Wind Energy Association (EWEA) and company webpages

Wind power's share of EU electricity generation



Figur 21 Andel af havvindmøller på det europæiske marked, fra Dongs egen årsregnskabspræsentation 2009

Som det ses ud af figur 21 har Dong en stor andel af den samlede kapacitet på havvindmøller. Derudover ses det på grafen, at havvindmøller genererer en smule mere elektricitet end vindmøller på land. Derudover har Dong også betydelige vindmøller på land, samt andele i biobrændsel, geotermiske anlæg, vandkraftværker og de investerer fortsat i grøn energi. På denne baggrund må det konkluderes, at Dong er langt i denne omstillingsproces og generelt vurderes at have et forspring på denne front, i forhold til konkurrenterne. Dette bekræftes til dels også af de strategiske mål, som er sammenlignet mellem selskaberne, se evt. bilag 3. Her ses det at Dongs fokus er centreret omkring klima, hvilket generelt set ikke er tilfældet hos konkurrenterne.

3.2.1.1.3 Vækstpotentiale

I 1990'erne åbnede de lokale energimarkeder i EU. En fuld åbning af EU's el- og naturgasmarked var på plads i juli 2007. Dette har medført og medfører stadig en udbygning af transmissionsnettet så energien kan transporteres effektivt på tværs af landegrænserne. Fra Dong vurderes det dog, at denne proces stadig har lang tid undervejs og EU kan endnu ikke kalde sig et samlet energimarked, hvorfor der stadig er mange regionale markeder. Transformationen/liberaliseringen er dog en stor mulighed for Dongs ambitioner om vækst, men samtidig også en stærk trussel i form af nye konkurrenter⁴⁸.

Med en forventet fortsat konsolidering i branchen, er der muligheder for Dong i at udvide markedsandelene, antallet af konkurrenter vurderes nemlig at falde. Dog sker der også det at de øvrige konkurrenter, alt andet lige, også vil have bedre mulighed for at markedsudvikle og markedspenetrere, hvilket kan øge konkurrenceintensiteten på Dongs vante og hjemlige markeder, som eksempelvis Danmark.

Når det er sagt er der dog for Dong et betydeligt vækstpotentiale, på deres erklæret markedsområde, Nordeuropa, samt det øvrige Europa. Dong har ikke for mange markedsandele i de markeder hvor de aktuelt er til stede, hvorfor disse ikke er mættet. Det store energimarked og derfor vækstpotentiale, kan illustreres ved at se på den totale produktion af energi og forbrug af energi i Europa og Dongs markedsområder, se evt. bilag 6. Det ses i bilaget, at Danmark ikke overraskende er et lille marked set i forhold til øvrige lande i EU. Ligeså ses det at der bruges store mængder energi i EU, og Dongs nærmærkede, hvilket generelt har haft en stigende trend. Når der dertil tillægges, at den generelle produktion af

⁴⁸ Årsrapport 2009 s. 6

energi i EU og Dongs nærmærker over perioden er reduceret bør der ligge et betydeligt potentiale i en god afsætningsmulighed for Dong på samtlige forretningsområder. På det nordiske marked har Fortum i deres årsrapport beskrevet, at der er ca. 500 energivirksomheder på det nordiske detail-energimarked, hvor der tilsammen vurderes at være 14 mio. kunder. I den forbindelse kan det nævnes at Dong har 1,2 mio. kunder. Vækstpotentialet må på baggrund af ovenstående siges at være stort⁴⁹.

Det er min vurdering at presset på omstilling til mere miljøvenlig energi (klima) vil bidrage til en fortsat konsolidering i branchen, og øge rentabiliteten for de virksomheder som har kapitalen til omstillingsprocessen. Dette sammenholdt med en øget mulighed for mobilitet på markedet, vil holde konkurrenceintensiteten på et højt niveau.

3.2.1.1.4 Omkostningsstruktur

Der er store omkostninger forbundet med at producere energi. Boreplatforme, kraftværker, forsyningsnet, opbevaringslagre m.m. er meget dyrt i opførelse og vedligeholdelse. Der er derfor både betydelige engangsomkostninger og faste omkostninger forbundet hermed.

Ovenstående betyder, at virksomhederne er meget følsomme overfor udsving i salget (omsætningen), dels pga. de faste omkostninger, men også pga. de exit-costs, som er til stede. Det kan være dyrt at lukke en fabrik ned, hvorfor etablering af en ny produktion naturligvis er en meget velovervejet investering. I perioder med afmatning i konjunkturer, og deraf faldende efterspørgsel, kan produktionsfleksibilitet og styring af kapacitet blive en væsentlig konkurrenceparameter. Stordriftsfordele og en god forretningsmodel er derfor væsentlige faktorer. Med Dongs forretningsmodel vurderes de på denne front at stå stærkt. Exit-cost kan de ikke komme uden om, men med en forretningsmodel som indeholder værdikæden og samtidig adskiller de enkelte forretningsområder, er de knap så påvirkelige som en der kun var producent af olie. Derfor kan detaileddet i princippet godt have et godt år mens produktionsleddet kan have et dårligt.

3.2.1.1.5 Kapacitet

Som det fremgår af ovenstående er det vigtigt, hele tiden at kunne tilpasse sig og ikke stå med for meget uudnyttet kapacitet, da det koster faste omkostninger, men også har dyre exit-costs. Når kapaciteten skal udvides eller reduceres, er der følgende muligheder:

⁴⁹ Bilag 3 og 4

- Udnytte produktionsapparatet i alle 24 timer/køre natholdsskifte.
- Åbne/lukke en produktionslinje.
- Åbne/lukke et produktionsanlæg, alternativt frasalg.

I figur 7 om gasfremskaffelse i koncernen ses det, at Dong via Energy Markets har solgt 102.436 Gwh naturgas i 2009, 26 % af dette er kommet via egen produktion og resten er kommet fra 3. mand. Ud af dette salg bruges blot 8 % på eget kraftværk. Dette vidner om at Dong har en fornuftig uafhængighed mellem leddene, ligesom de er vel selvforsynende. På den baggrund vurderes der ikke at være overkapacitet i Dong, tværtimod har de mulighed for fortsat at skruer på diverse knapper i forretningsmodellen til optimering af rentabilitet, denne fleksibilitet er en klar styrke.

I tråd med koncernens strategi omlægges en del af produktionen til vedvarende energi, figur 22 illustrerer væksten og kapaciteten på vedvarende energi. Til modellen skal det bemærkes, at Dong har et mål om en kapacitet på 3000 Mw senest i 2020. De fortsatte investeringer i udbygning af produktions nettet primært for vedvarende energi giver også en fleksibilitet i forhold til at kunne følge med efterspørgslen.

KAPACITET FOR VEDVARENDE ENERGI		
MW (installeret pr. 31/12)	2009	2008
Havvindmøller	749	361
Danmark	441	226
Storbritannien	308	135
Landvindmøller	355	245
Danmark	201	205
Polen	112	31
Sverige/Norge	33	-
Frankrig	9	9
Vandkraft	205	205
I alt	1.309	811

Figur 22 Kapacitet for vedvarende energi, kilde årsrapport 2009 s. 45

3.2.1.2 Truslen fra nye konkurrenter

Som tidligere nævnt er det kapitaltungt, at opstarte Dongs produktionsapparat, ligesom der også er mange faste omkostninger forbundet ved at holde driften i gang. De store kapitalkrav må betragtes som en adgangsbarriere for potentielle nye konkurrenter.

Ovenstående sammenholdt med vigtigheden af at have tilstrækkelig kapacitet og følge med efterspørgslen så rentabelt som muligt (logistik), giver de eksisterende aktører stordriftsfordele. Et yderligere eksempel på Dongs stordriftsfordele er udnyttelsen af de forskellige led i værdikæden, belyst ved de forskellige forretningsområder. Dette giver Dong bedre mulighed for at udnytte produktionsapparatet, optimere rentabiliteten og øge forretningsomfanget på den eksisterende kundemasse.

Som tidligere beskrevet har der været en betydelig konsolidering i branchen. Dette sammenholdt med liberaliseringen, samt et forbedret transmissionsnet, som vil øge

muligheden for stigende konkurrence på tværs af landegrænserne, vil også gøre det svært for nye indtrængere på energimarkedet.

Energi er et standardprodukt og der er umiddelbart ikke så mange alternativer hertil, end det som allerede er tilgængeligt på markedet. De begrænsede differentieringsmuligheder gør det også svært for nye indtrængere at få del i markedet dels pga. de eksisterende koncerners brands/kundekartotek og dels pga. at nye indtrængere skal bruge mange penge på markedsføring og produktudvikling for at differentiere sig og få gang i omsætningen.

Dongs forretningsområde Sales & Distribution beskæftiger sig også med klimarådgivning/klimapartnerskaber. Dette produkt vurderes i særlig grad at være truet af nye indtrængere, da det vurderes at have langt færre indgangsbarrierer end eksempelvis produktion af olie. Produktet vurderes dog på nuværende tidspunkt at have en mindre økonomisk betydning for Dong. Jeg ser derfor ikke dette som en stor risiko, i stedet ses det som en forretningsdel, hvori der kan være mulighed for væsentlig vækst grundet udgangssituationen. Dertil kommer at Dong har en betydelig og stigende kundedatabase, som derfor kan udnyttes.

For at etablere sig som energiproducent og leverandør må det formodes, at det kræver en stor grad af viden, som er dyrt at tilkøbe sig. Derudover kræver det konstante investeringer i efterforskning/produktudvikling og optimering af processer for hele tiden at følge med de øvrige konkurrenter, hvilket også er en hindring for nye indtrængere på markedet.

Alt i alt synes truslen for nye indtrængere beskeden.

3.2.1.3 Substituerende produkter

Det må siges at der aktuelt ikke vurderes at være nogen umiddelbare substituerende produkter af alvorlig relevans for energimarkedet og Dongs forretningsmodel. Den fortsatte fokusering på klima vil givetvis resultere i øget produktudvikling. Det er derfor ikke utænkeligt at der kommer nye produkter på markedet. Som direkte/indirekte kan true Dong og øvrige energiselskaber. Eksempelvis vil/er produkter som jordvarmeanlæg, solvarme o.lign. konkurrerende produkter til Dong idet det vil sænke husstandenes energiforbrug.

Det er heller ikke utænkeligt at der fremadrettet vil blive introduceret nye og mere miljørigtige måder at producere store mængder energi (kraftværker). Det vurderes dog at

Dong i forvejen er langt fremme i denne proces, primært pga. deres strategi og fokusering på omstilling til klimavenlig energi. Dette vurderes derfor ikke som en trussel for Dong.

Derudover er energi i dens endelige form svært for kunderne at differentiere, hvilket også gør det svært at introducere helt nye produkter til slutbrugeren.

3.2.1.4 Kundernes forhandlingsstyrke

3.2.1.4.1 Antallet af kunder

Dong har som nævnt 4 primære forretningsområder. Fælles for alle forretningsområderne gælder det, at antallet af kunder er stort, kundemassen er derfor bred, hvilket giver et godt salgspotentiale, samtidig med at det sænker kundernes forhandlingsstyrke⁵⁰. Derudover fastsættes handelspriserne på produkterne typisk efter markedspriser. Dette bekræftes ved at olie handles på den globale børs, mens naturgas og el, sælges på de internationale børser eksempelvis TTF (naturgasbørs i Holland), Nordpool, og til egne kunder.

3.2.1.4.2 Kundernes mulighed for at skifte leverandør

Det vurderes at der er mange kunder på markedet, ligeså vurderes det også at der er en del leverandører i de enkelte segmenter. Dog i begrænset omfang når der ses på levering til det hjemlige marked. I forretningsområderne Energy Markets og Exploration & Production, vurderes det i særlig grad at kunderne vil have nemt ved at skifte leverandør og dette uden de store omkostninger. I de øvrige forretningsområder, vil det være lidt sværere på specielt det danske marked, pga. Dongs konkurrenceposition, mens det vil være nemmere på de øvrige markeder.

3.2.1.4.3 Kundernes produktkendskab

Indenfor forretningsområdet som har med detailkunderne at gøre, vurderes det at produktkendskabet generelt er beskedent. Indenfor de øvrige segmenter, er kendskabet væsentlig højere, hvilket øger forhandlingsstyrken.

3.2.1.4.4 Differentiering

Som tidligere nævnt vurderes det, at energiprodukterne i høj grad er ens produkter i deres endelige form hvilket gør differentiering svært. Da produkterne derfor som udgangspunkt opfylder de samme behov, øger dette kundernes forhandlingsstyrke.

⁵⁰ Bilag 3 og 4.

3.2.1.4.5 Kundernes indkøbsvolumen

Kundernes indkøbsvolumen, vurderes ikke at have betydning for Dong. Dette skyldes dels den store kundemasse, og dels det faktum at Dong i stor grad er selvforsynende igennem værdikæden og derfor har en stor grad af fleksibilitet.

Det kan ikke afvises at nogle store kunder/aftagere, kan forhandle sig til nogle gode priser i forhold til markedet, det vurderes dog kun at ville ske i begrænset omfang.

Det vurderes på baggrund heraf og ovenstående analyse af kundernes forhandlingsstyrke, ikke at Dong har en position til at være generel prissætter, og må derfor hovedsageligt efterleve markedspriserne. Ligeså ved jeg, at en del af Dongs salg er påvirket af offentlig reguleret priser⁵¹.

3.2.1.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Alt efter hvilke af forretningsområderne der ses på gælder det at der er forskellige leverandører. Fælles for koncernen gælder det dog at der er en stor grad selvforsyning, specielt hvad angår naturgas og olie, men også energi fra vedvarende energikilde.

Forretningsområdet Exploration & Production, får leveringer fra naturen i form af udvinding af råvarer, Olie og Gas. Det er derfor vigtigt at der fortsat er råstoffer tilgængeligt. Tidligere viste Dongs efterforsknings og produktionslicenser, at de over perioden er steget i antal. Ligeså ses det i årsrapporten fra Dong på s. 37 at de geografisk har store efterforskningsområder. Om dette er tilstrækkeligt fremadrettet for Dong er umuligt for mig at vurdere. Dog vil jeg sige, at de med en nettostigning i licenserne og fortsatte investeringer i 2010⁵², vil kunne holde produktionen på et opadgående niveau, hvilket er i tråd med Dongs strategi om vækst.

Forretningsområdet Generation, får leverancer flere steder fra. Først og fremmest får de fra egen produktion, naturgas, olie og vedvarende energi. Derudover tilkøber/modtager de biomasse, affald og kul til produktion på kraftværkerne. Det vurderes ikke at leverandørerne har en væsentlig forhandlingskraft overfor Dong, i det leverandørerne af fx biomasse, herunder eksempelvis halm ikke har mange andre alternativer udover landbrug. Ligeså er det

⁵¹ Årsrapport 2009 s. 55

⁵² Dagsbladet Børsen Tirsdag d. 6. April 2010, s. 8

min vurdering, at antallet af leverandører er så stort at det heller ikke bidrager til en øget og alarmerende forhandlingsstyrke hos leverandørerne.

Forretningsområdet Energy Markets indkøber og sælger energi. Dels købes der ind fra egen produktion og dels købes der ind udefra. En af de største leverandører er Gazprom, som vurderes at have nogen forhandlingskraft. Men herudover vurderes der, at være en tilstrækkelig masse af leverandører til Dongs behov, hvorfor forhandlingsstyrken i øvrigt er beskeden.

Sales & Distribution får leverancer fra Energy Markets (egen afdeling), hvorfor forhandlingsstyrken for dette forretningsområde er ubetydelig.

3.2.1.5.1 Mulighed for anvendelse af substituerende råvarer

Allerede nu gør Dong alt hvad de kan for at opstille og optimere produktionen. Andelen af vedvarende energi øges, ligesom afhængigheden af fossile brændstoffer i el-/varmeproduktionen mindskes. Derved benyttes og søges der i vidt omfang efter substituerende leverancer/råvarer, med det overordnede mål at de skal være klimavenlige. Dette sænker selvsagt også leverandørernes forhandlingsstyrke. Dong har dog stadig i selve produktionen en stor afhængighed af termisk produktion og fossile brændstoffer.

3.2.1.6 Delkonklusion

For energibranchen som helhed vurderes der, at være en stigende tendens i konkurrenceintensiteten, som aktuelt vurderes at være høj generelt set for energimarkedet i EU. Konkurrenceintensiteten vurderes dog ikke synderligt stærk på Dongs primære markeder (Danmark), hvor Dong kva massive markedsandele er markedsleder. Derimod er Dong kva mindre markedsandele i en sværere position på de øvrige markeder. Det er den øgede liberalisering og lempelse af energimarkedet i EU som har medført en stigende konkurrence på tværs af landegrænserne, de tidligere/nuværende statsejet energiselskaber med fokus på det nationale marked er nu begyndt at have fokus udover landegrænserne og derfor være mere internationalt orienteret. Det vurderes desuden at der på markedet generelt set er store udgangs- og indgangsbarrierer, primært som følge af store omkostninger forbundet med produktionsanlæg. Derudover vurderes truslen fra nye indtrængere beskeden, pga. adgangsbarriererne til markedet og de svære muligheder for at differentierer sig. Konkurrencen for substituerende produkter vurderes ikke at være alvorlig for Dong på

nuværende stadie. Men det kan på sigt være en trussel, idet den øget fokus på klima og produktudvikling, kan sænke behovet for at købe energi, da denne i stedet produceres af eksempelvis egne sol- og jordvarmeanlæg. Kundernes forhandlingsstyrke anses primært som beskeden, ligesom Dong i stor grad er selvforsynende hvorfor leverandørernes forhandlingsstyrke også er beskeden.

Generelt kan det derfor konkluderes at de 5 forskellige markedskomponenter ikke alle er helt stærke, hvilket giver mulighed for virksomhederne til at opnå overnormale afkast⁵³.

3.3 Værdikæde

I det følgende vil jeg foretage en intern analyse af Dong, ved hjælp af den udvidede værdikædeanalysemodel:



Kilde: Porter, Competitive Advantage. 1998

Figur 23 Værdikæden, Ole Sørensen s. 94

3.3.1 Support aktiviteter

3.3.1.1 Virksomhedens administrative opbygning

Dong er som tidligere nævnt en større koncern, med et moderselskab og en række datterselskaber. Da virksomheden organisatorisk er bygget op omkring moderselskabet Dong Energy A/S, befinder den primære administration sig ved selskabets hovedsæde i Fredericia⁵⁴. Herfra agerer den øverste ledelse, risikostyring, den overordnede økonomistyring jura o.lign. Hertil bemærkes det, at de enkelte forretningsområder/datterselskaber også har deres ledelse og mindre økonomi funktioner, risikostyring o.lign. Det ses derfor at de underliggende

⁵³ Ole Sørensen s. 89

⁵⁴ Se evt. S. 157 i Dongs årsrapport 2009 for fuldt overblik over moderselskabets ejerandele.

enheder har mindre selvstændige funktioner som refererer opad i hierarkiet, hvorefter trådene samles i moderselskabet. Således ses det også, at det er den øverste ledelse som har overblikket og ansvaret for den samlede risikostyring m.m.

Efter hvert års ordinære generalforsamling nedsættes der en nomineringskomite, hvis opgave består i at vurdere bestyrelsens sammensætning og vurdere nye kandidater hertil. Derudover har bestyrelsen i Dong nedsat en revisions- og risikokomite, samt en vederlagskomite, for mere information herom henvises der til årsregnskabet 2009.

Det vurderes at Dong har en tilpas og professionel administration, herunder en kompetent ledelse og styring, også begrundet i den nedsatte nomineringskomite.

3.3.1.2 HRM

Dette er efter Dongs eget udsagn⁵⁵ et af deres vigtigste områder, både nu men også fremadrettet. Dong Energy er en koncern i vækst hvilket også ses på at der i 2009, som ellers er et år præget af finanskrisen, blev ansat ca. 221 medarbejdere til nu i alt 5865. Der arbejdes i den forbindelse konsekvent på at uddanne og rekruttere veluddannet personale, således at det generelle vidensniveau hele tiden er på et højt niveau. I den forbindelse har Dong også indgået partnerskaber med en række universiteter, eksempelvis Imperial College London, DTU og CBS. Jeg vurderer, at Dong er lykket godt med dette, og at de generelt har en tilpas medarbejderstab og en velfungerende HR-afdeling. Dette begrundes også med koncernens konstante udvikling, eksempelvis brug af halm og udviklingen af fremtidens elnet⁵⁶, hvilket må komme af nogle innovative og opfindsomme medarbejdere.

3.3.1.3 Teknologisk udvikling

Dette punkt vedrører den teknologiske udvikling, som skal støtte op om virksomhedens primære aktiviteter.

Dette er ligeledes et punkt som for Dong er i konstant udvikling. Punktet omfatter for Dong primært teknologisk udvikling til at følge med deres strategi og mål, om primært klima, men også vækst. Således ses det at Dong har fokus på klimavenlige løsninger, fremtidens elnet, efterforskning, solenergi osv⁵⁷. Ligeså ses det, at der kanaliseres mange penge over i

⁵⁵ Koncernbrochure for Dong Energy A/S feb. 2010 s. 12

⁵⁶ Årsrapport s. 56

⁵⁷ Koncernbrochure for Dong Energy A/S feb. 2010 s. 10-11

investering til vedvarende energi og efterforskning/produktion. Derudover har Dong et innovationscenter under en tværgående forretningsdel, som hedder forskning og udvikling⁵⁸.

På baggrund heraf vurderes det at Dong har en væsentlig fokus på teknologisk udvikling, og har en tilpas teknologi til at støtte op om deres primære aktiviteter og målsætninger. For at Dong kan nå deres mål, herunder målet om reduktion af Co2 til 15 % af det nuværende niveau, kræver det fortsatte investeringer og udvikling.

3.3.1.4 Indkøb

Indkøb er en vigtig proces i alle virksomheder, specielt virksomheder som kan være meget afhængige af enkelte produkter og deres udsving i priserne. For Dong kan indkøbsprocessen deles op i 2. Da Dong producerer og sælger deres egne produkter, har forretningsområdet Energy Markets, en væsentlig betydning i denne proces. Energy Markets sørger for, at købe energi ind og sælge det videre til engroskunder og på energibørser. Herved varetager forretningsområdet koncernens risikostyring vedr. energipriser og er derfor bindeleddet mellem produktion og salg.

Herudover har forretningsenheden Group Procurement i øvrigt ansvaret for at forhandle og indgå indkøbskontrakter for koncernen. Forretningsenheden er opdelt i:

- Indirect Procurement – varetager indkøb, der går på tværs af koncernen.
- Exploration & Production Procurement – varetager indkøb til den del af koncernen, der har ansvaret for efterforskning og produktion af olie og gas.
- Sales & Distribution Procurement – varetager indkøb til den del af koncernen, der har ansvaret for salg og distribution af el og gas.
- Power Procurement – varetager indkøb til den del af koncernen, der har ansvaret for at producere elektricitet.

Ved indkøb ligger Dong fokus på at leverandørerne lever op til Dongs forretningsmodel og de etiske krav i den forbindelse⁵⁹.

Som det ses er indkøbsprocessen i Dong i stor grad styret centralt. Dette giver overblik og stordriftsfordele i indkøbsprocessen, hvilket er positivt.

⁵⁸

<http://www.dongenergy.com/da/forretningsaktiviteter/forskning%20og%20udvikling/pages/innovationscenter.aspx>

⁵⁹ http://www.dongenergy.com/DA/Om_DONG_Energy/Indkoeb/Pages/Indkoeb.aspx

Som konklusion på støttefunktionerne, vurderes det at Dong generelt er stærke herpå, det er dog vigtigt at bemærke, at de fortsat skal have fokus på disse, da det er vigtigt for at virksomheden som helhed kan holde trit med konkurrenterne og deres strategi.

3.3.2 Primære aktiviteter

Generelt for aktiviteterne nedenfor gælder det, at de forskellige forretningsområder har deres værdikæde og koncernen som helhed har en samlet værdikæde, der vil i det efterfølgende blive lagt vægt på koncernens.

3.3.2.1 Indgående logistik

Dette vedrører hovedsageligt forretningsområdet Exploration & Produktion, som udvinder råstofferne og giver dette videre til virksomhedens næste led i værdikæden. Leddet omfatter efterforskning for opretholdelse af forsyningen, samt produktion. Via diverse rørledninger, transporteres energien rundt i Nordeuropa (se evt. årsrapport 2009 s. 37-39). Den videre logistik herfra er afhængig af produktionen, som kan svinge henover året. Disse udsving gør det svært at styre logistikken og inputs til koncernens øvrige værdiled, hvilket er en udfordring for virksomheden. Ligeså er den fysiske størrelse på in- og outputs også en udfordring, primært pga. omkostninger til transport, som dog opvejes en del af at Dong ejer en stor del af det anvendte transmissionssystem. De ting som herfra produceres og ikke bruges i den senere el/varme produktion sælges videre til 3. mand.

3.3.2.2 Produktion

Dongs primære produktionsproces er repræsenteret ved forretningsområdet Generation som omdanner de forskellige råvarer og indkøbte eksterne produkter, biomasse etc. til el og varme. Ligeså sørger de også for at der produceres el fra vedvarende energikilder. Det er i dette og førnævnte værdiled at der aktuelt sker flest investeringer og udvikling. Grundet den lavere efterspørgsel i regnskabsåret 2009 måtte Dong nedlukke 2 kraftværksblokke og afskedige en del medarbejdere, hvilket vidner om en aktuel overkapacitet, som ikke er særlig rentabelt. Produktionsprocessen i øvrigt vurderes at være forholdsvis automatiseret, dvs. tilgang, produktion og afgang, sker via rør, kontrolrum og kun i mindre omfang manuelt arbejde. Produktionsprocessen vurderes derfor at være optimeret, hvilket er godt og sparer omkostninger.

3.3.2.3 Udgående logistik

Som nævnt tidligere er logistikken en vigtig parameter for Dong. Det er fysisk store ting, som der skal transporteres, hvilket øger transportomkostningerne og vigtigheden af styring heraf. Problemet er generelt for branchen, men det ændrer ikke på, at det er en udfordring for virksomheden.

Dette værdiled styres primært af forretningsområdet Energy Markets som sørger for at indkøbe og sælge energi. Udover at handle med egne forretningsområder, indkøbes og videresælges der også fra/til 3. mand. Derudover har forretningsområdet Sales & Distribution også sekundært indvirkning på dette led, i det en del af deres indtjening skabes på transport i transmissionsnet.

Det er store mængder forretningsområdet formidler, se eksempelvis figur 7 tidligere i afhandlingen. Det er derfor ikke utænkeligt at forretningsområdet kan indgå gode handelsaftaler. Min vurdering er dog, at Dongs mængder er begrænset set i det samlede konkurrence billede for Europa. Dong må derfor i stor grad efterleve markedspriserne hvilket også illustreres ved at forretningsområdet har en lav indtjeningsmargin, se evt. tidligere kommentarer i kapitel 2.3.5.

Alt i alt vurderes det dog positivt, at Dong har en central forretningsdel som styrer handlen med energi, idet de har bedre mulighed for at få overblik over markedet.

3.3.2.4 Marketing og salg

Dette og det sidste led styres primært af Sales & Distribution, dog har dette led også betydning for Energy Markets i det de jo også sælger til 3. mand (fx engroskunder).

Som tidligere beskrevet sælger Dong energien videre til slutbrugeren. Dette giver behov for markedsføring og differentiering/positionering overfor kunden. Dette har Dong gjort hastigt i de seneste år, med sponsorater og reklamer om klimaprofil i fjernsynets prime time. Det ses at dette samt Dongs ambitioner om vækst har haft en indvirkning, i det mængde og antallet af tilslutninger er steget⁶⁰.

Det vurderes derfor at Dong i nogen grad har succes hermed, men det er også et vigtigt på et marked hvor differentiering er svær. Ligeså er det med Dongs ambitioner vigtigt fremadrettet.

⁶⁰ Årsrapport 2009 s. 22

3.3.2.5 Service

Dette område varetages også af Sales & Distribution og må siges at være et område i hastig udvikling. Nogle af tiltagende indebærer Gleantech, som er energi/boligrådgivning i samarbejde med Rockwool, PRO TECH og Danfoss, hvor kundekontakten varetages af Dong. Det intelligente elnet sikrer konstante markedspriser for kunden, hvor eksempelvis varmepumper starter når elpriserne falder. I øvrigt indgår Dong klimapartnerskaber og giver anden rådgivning. På den baggrund vurderes det, at Dong gør en væsentlig indsats for at servicere kunderne, hvilket også er en mulighed for at differentierer sig i forhold til konkurrenterne. Det er min vurdering at dette er godt set af Dong. Dels dækker Dong hermed hele værdikæden og dels giver Dong kunden en god slutoplevelse.

3.3.3 Delkonklusion

Det kan på baggrund af ovenstående konstateres at Dong er væsentlig tilstede i alle værdikædens led, og dette i en sådan grad at det er svært at finde mange kritiske punkter internt på koncernen Dong. Tilstedeværelsen i alle ledende gør virksomheden sårbare overfor markedsændringer, men samtidig giver det også en del fleksibilitet til at agere på energimarkedet. Derudover har Dong i og med at de er repræsenteret væsentligt i hele værdikæden, en stor grad af viden om energiens vej, samt derfor en stor mulighed for at servicere kunderne optimalt. Alt i alt vurderes Dongs forretningsmodel og organisation, som en styrke.

3.4 Risikoanalyse

I det efterfølgende vil jeg kort give en redegørelse og overblik over Dongs væsentligste risici⁶¹.

3.4.1 Operationelle risici

Dette er de risici der er i forbindelse med at udføre arbejdet. Risiciene kan eksempelvis bero i personale risici (sygdom m.m.), system fejl (it), leverancefejl, svigtende produktion m.m.

Alle virksomheder har nogle af disse generelle risici, derudover har hver enkel virksomhed også nogle mere selskabsspecifikke risici. Jeg vil sige at Dong er særlig positioneret mod svigtende produktion, svigtende efterforskning/nye fund, tekniske problemer, fejl i transmissionsnet, ændring i offentlige støtter og meget aktuelt fejl på materiel. Aktuelt er der

⁶¹ Årsrapport 2009, hovedsageligt s. 28-33

formodninger om at fundamentterne på flere havvindmølleparker er ved at krakelere, hvilket selv sagt ikke er positivt for Dongs mange havvindmølleparker⁶²⁶³.

Dong forsøger at gøre hvad de kan for at undgå, dels de mere generelle risici og dels de mere selskabsspecifikke. Eksempelvis fokus på medarbejdertilfredshed, vedligeholdelse af anlæg, nye investeringer og forsikringer på diverse aktiver⁶⁴.

3.4.2 Markedsmæssige risici

Disse risici behæfter sig til de produkter koncernen sælger, samt de markeder de agerer på. Dong påvirkes af ændringer i CO₂-, kul-, olie-, varme-, el-, naturgas-, øvrig brændselspriser, valutakurser og fundingomkostninger. Ovenstående kan i stor grad påvirke Dongs resultat. De væsentligste af ovenstående risici er selvsagt prisudviklingen på el og naturgas, da omsætningen herfra udgør størstedelen af den samlede omsætning.

Dong gør en stor del for at sikre sig mod ovenstående risici. I den forbindelse har Dong ved udgangen af 2009 prissikret 60 % og 30 % af den termiske elproduktion i henholdsvis 2010 og 2011. Den forventede eksponering overfor råolie er fuldt prissikret i 2010. Valutaeksponeringen er 84 % sikret det eneste som mangler er EUR. 94 % af gælden er fastforrentet og derved sikret mod rentestigninger i 2010. Derudover er en del af naturgas og andre afsætningsprodukter delvist prissikret ud i fremtiden. Prissikringen sker ved en række finansielle instrumenter, og udsving i markedsværdierne herpå kan også påvirke resultatet. Det er forretningsområdet Energy Markets som primært står for disse energiprissikringer. Dong har fokus på risici og styring heraf. I den forbindelse opgør Dong deres risici hyppigt eksempelvis ved brug af stress-tests og VaR. Ved udgangen af 2009 udgjorde 1-dags 95 % VaR for den aktive positionstagning 4,5 mio. kr. hvilket var repræsentativt for hele året. Ved at benytte de førnævnte prissikringer, vil Dong have langt nemmere ved at budgettere, i det eksempelvis prisudvikling/renteudvikling kan være svær at spå om i fremtiden. På langt sigt vurderes det dog at gevinst/tab på sikringsinstrumenter går op i nul.

3.4.3 Kreditrisici

Dong arbejder med en række modparter og har i den forbindelse en række kreditrisici i form af eksempelvis tilgodehavender fra salg. Styring af disse risici er vigtig i det der typisk er

⁶² Børsen, onsdag d. 7 april 2010 s. 11

⁶³ <http://borsen.dk/investor/nyhed/180642/>

⁶⁴ <http://borsen.dk/investor/nyhed/180224/>

væsentlige penge ude. Store tab på debitorer, kan således påvirke virksomheden meget negativt.

Ved udgangen af 2009 havde Dong tilgodehavender for det der svarer til 26 % af balancesummen. Dong har en række interne procedurer herunder kreditvurdering, som skal sikre boniteten af modparterne og derved mindske evt. tab herpå. I 2009 havde Dong ikke væsentlige tab efter egne oplysninger. Der var ingen tab på handelsaktiviteter, hvorimod der var stigende tab på slutkunder.

3.4.4 Likviditets- og finansieringsmæssige risici

Likviditet kan være døden for mange virksomheder. Adgang til tilstrækkeligt likviditetsberedskab er derfor vigtigt, også for at kunne foretage de ønskede investeringer, samt klare udsvingene i den daglige drift. Ligeså er der den finansieringsmæssige risiko, hvor dels risikoen ved modparten er vigtig (kan lånet tilbagekaldes) og dels refinansieringsrisikoen.

Dette punkt er også i kraftig fokus for Dong, således er der på dette område sket en række tiltag. Koncernen er blevet kreditratet for at sikre adgang til attraktiv lånekapital, koncernen har anskaffet sig et robust likviditetsberedskab og koncernen er i gang med at samle lån i moderselskabet for at optimere låneporteføljen. Refinansieringsrisikoen, mindskes ved likviditetsberedskab og spredning på forskellige långivere og løbetider.

3.5 Swot-analyse

I det efterfølgende opsummeres og sammenfattes en række resultater fremfundet i den strategiske analyse, i en SWOT-analyse.

SWOT-analyse	
Interne forhold	
Stærke sider (S)	Svage sider (W)
• Stærk position på de primære markeder • Stærkt brand i fortsat udvikling. • Fokusering på klima er rigtigt set i forhold til omverdenens fokusering herpå. • Adgangsbarrierer til markedet. • Stærk produktudvikling/innovation	• Kapacitetsproblematik/ Anlægsomkostninger/ • Exit-costs • Udfordring med logistik • Valutaeksposering • Ringe risikospredning (forretningsområder) Arbejder kun

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

• Ledelse, organisation, samt stærk ejer. • Generelt stærke support-funktioner (værdikæde) • Tilstedeværelse i hele værdikæden, giver mulighed for optimering, synergieffekter, fleksibilitet og optimal servicering af kunden. • Højt vidensniveau • God fokusering på risici og styring heraf.	indenfor energi. • Mindre markedspositioner udenfor Danmarks og til dels Sveriges grænser, derfor ikke en særlig god geografisk risikospredning.
Eksterne forhold	
Muligheder (O)	Trusler (T)
• Omverdenens fokus på klima er en mulighed kva Dongs profil • Kyoto-protokollen og fremadrettede aftaler kan hjælpe Dong med deres strategi. • Konjunkturstigninger / efterspørgsel efter energi. • Prisudvikling på variabler, herunder energipriser. • Fortsat lave finansieringsomkostninger. • Efterforskning giver gevinst (nye fund i undergrunder). • Markedspotentiale/Markedsudvikling/Markedspenetrering • Holdningsskifte (Grøn tankegang) • Udvikling i volumen på tværs af værdikæden. • Udvikling på nye områder som klimarådgivning. • Øget politisk indflydelse (lobbyisme) • Liberalisering/transmissionsnettets udvidelse kan gøre det nemmere at udvide geografisk til nye markedsområder. • Vedvarende energi styrker værdikæden og mindsker afhængigheden af fremmedleverandører. • Geometriske anlæg	• Prisudvikling på variabler, herunder energipriser. • Stigning i funding omkostninger. • En lang økonomisk afmatning i kølvandet på finanskrisen konjunktursvingninger. • Stigende konkurrenceintensitet • Nye konkurrenter/produkter • Liberalisering kan åbne ”grænserne” for yderligere konkurrenter. • Offentlig regulering af priser. • Det offentlige fjerner tilskud. • Co2 kvoter hæves.

SWOT-analysen viser en række både positive og negative ting som gør sig gældende for Dong. Dette indebærer at der er en række ting som skal overvejes i forbindelse med den senere budgettering af Dong. Generelt vil jeg sige at der for Dong er mange positive ting, herunder et væsentligt stærkt fundament og udgangssituation i form af det danske marked, ligesom jeg vurderer at Dong har en stærk organisation og værdikæde. Når det er sagt befinder Dong sig omvendt også på et marked med tendens til en stigende konkurrenceintensitet og koncernen er positioneret overfor en række risici herunder specielt de markedsmæssige.

4 Reformulering af regnskaber

I det efterfølgende vil jeg foretage en reformulering af virksomhedens regnskaber. Da enhver virksomhed generer værdi, enten via driftsaktiviteter eller finansieringsaktiviteter er det centralt i en analyse af virksomheden, at afdække hvor indtjeningen skabes. De reformulerede regnskaber danner derfor grundlag for den senere regnskabsanalyse og budgettering. I det efterfølgende vil egenkapitalopgørelsen, resultatopgørelsen og balancen blive reformuleret. De reformulerede regnskaber kan ses i bilag 13.

4.1 Reformulering af Egenkapitalopgørelsen

Reformulering af egenkapitalopgørelsen går i grove træk ud på, at simplificere egenkapitalen ved at opdele den i to hovedposter, transaktioner med ejerne og opgørelse af totalindkomst. Ved at bestemme totalindkomsten fremfindes og medregnes såkaldte dirty surplus, som er posterings der bibringer til virksomhedens værdiændring, men som ikke er medtaget i resultatopgørelsen. Eksempelvis konjunkturændringer på ejendomme eller valutakursreguleringer. Nedenfor ses hovedtallene for reformulering af egenkapitalopgørelsen.

Reformuleret egenkapitalopgørelse	2005	2006	2007	2008	2009
EK Saldo pr. 1.1 (Primo)	15665	22157,5	38307	38121	42099
Transaktioner med ejere i alt	8088	9555	-2441	-1920	-1988
Totalindkomst i alt	2482	6561	2255	5898	551
Korrektion for 50 % Hybridkapital	-4077,5	33,5			
EK Saldo før minoritetsinteresser pr. 31.12 (Ultimo)	26235	38273,5	38121	42099	40662
Minoritetsværdi	43	39	46	47	102
EK saldo efter minoriteter ultimo	22200,5	38346	38167	42146	40764

Tabel 1 Hovedtal Reformuleret Egenkapitalopgørelse, egen tilvirkning

Som det ses har jeg foretaget en korrektion for Dongs hybridkapital stor 8088 mio. kr. i 2009. Hybridkapitalen som i den bogførte balance er optaget til 100 % egenkapital (EK) i henhold til IAS 32, optager jeg i den reformuleret egenkapitalopgørelse/balanceopgørelse, til 50 % EK og 50 % finansiell forpligtigelse. Hybridkapitalen kan betragtes som et obligationslån, dog med egenkapitaltillignende forhold, således skal denne eksempelvis stå tilbage for øvrige kreditorer. Af flere rating bureauer eksempelvis Moody's behandles hybridkapitalen som 50 % EK og 50 % gæld⁶⁵. Af denne årsag samt for at give et mere retvisende billede af gældsstrukturen i regnskabsanalysen, benytter jeg denne model.

4.2 Reformulering af balancen

Ved reformulering af balancen bliver drifts- og finansieringsaktiviteter adskilt, hvilket er gavnligt for den senere regnskabsanalyse. Posterne i balancen bliver derfor klassificeret på aktivsiden i posterne driftsaktiver og finansielle aktiver. På passivsiden bliver posterne klassificeret som driftsgæld og finansielle forpligtigelser.

Da enhver virksomhed har behov for en hvis mængde likviditet til at holde den løbende drift kørende, opdeles balanceposten likvide beholdninger, i driftslikviditet og likvide beholdninger. Hvor meget virksomheden præcist har behov for i driftslikviditet er svært præcist at svare på. Teoribogen foreslår at driftslikviditeten ligger et sted mellem ½-1%⁶⁶ af nettoomsætningen. På den baggrund benytter jeg 0,75 % af nettoomsætningen som driftslikviditet. Nedenfor ses hovedtallene for reformulering af balancen.

Reformuleret balance	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsaktiver i alt	39.585	80.593	84.788	102.558	113.776
Driftsgæld i alt	10.500	27.819	22.922	26.214	28.378
Nettodriftsaktiver	29.085	52.774	61.866	76.344	85.398
Finansielle aktiver i alt	7.269	18.662	4.922	3.527	6.776
Finansielle forpligtelser i alt	14.154	33.090	28.621	37.725	51.410
Netto finansielle forpligtelser	6.884	14.428	23.699	34.198	44.634
EK excl. minoriteter	22.158	38.307	38.121	42.099	40.662
Minoriteter	43	39	46	47	102
EK inkl. minoriteter	22.201	38.346	38.167	42.146	40.764

Tabel 2 Hovedtal Reformuleret Balance, egen tilvirkning

⁶⁵ <http://www.dongenergy.com/da/investor/finansiering/pages/gaeldsstruktur.aspx>

⁶⁶ Ole Sørensen s. 194-195

4.3 Reformulering af Resultatopgørelsen

Ved en reformulering af resultatopgørelsen klassificeres den officielle resultatopgørelses poster med henblik på, at opdele dem i driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. Derudover allokeres skatten ud på posterne driftsoverskud fra salg, andet driftsoverskud og finansielle poster. Poster vedr. *dirty surplus* indregnes her også således, at der opnås en beregning af den samlede totalindkomst. Nedenfor ses hovedtallene for reformulering af resultatopgørelsen.

Reformuleret Resultatopgørelse	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	18.493	36.564	41.625	60.777	49.262
Driftsoverskud fra salg før skat	4.110	7.763	4.465	7.955	3.559
I alt påvirkning fra skat	-1362,75	-1963,25	-906,25	-2966	-1575,5
Driftsoverskud fra salg efter skat	2747,25	5799,75	3558,75	4989	1983,5
Andet driftsoverskud I alt efter skat	-8,25	-786,75	260,25	724,5	102
Diverse reguleringer i alt	-135	1991	-1003	1083	-517
Driftsoverskud samlet efter skat	2604	7004	2816	6796,5	1568,5
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-114	-444	-555	-850,5	-1021,5
Totalindkomst koncernresultat excl. Minoriteter.	2482	6561	2255	5898	551
Minoriteters andel af totalindkomst	2	-4	6	50	4
inkl. minoriteter	2484	6557	2261	5948	555

Tabel 3 Reformuleret resultatopgørelse, egen tilvirkning

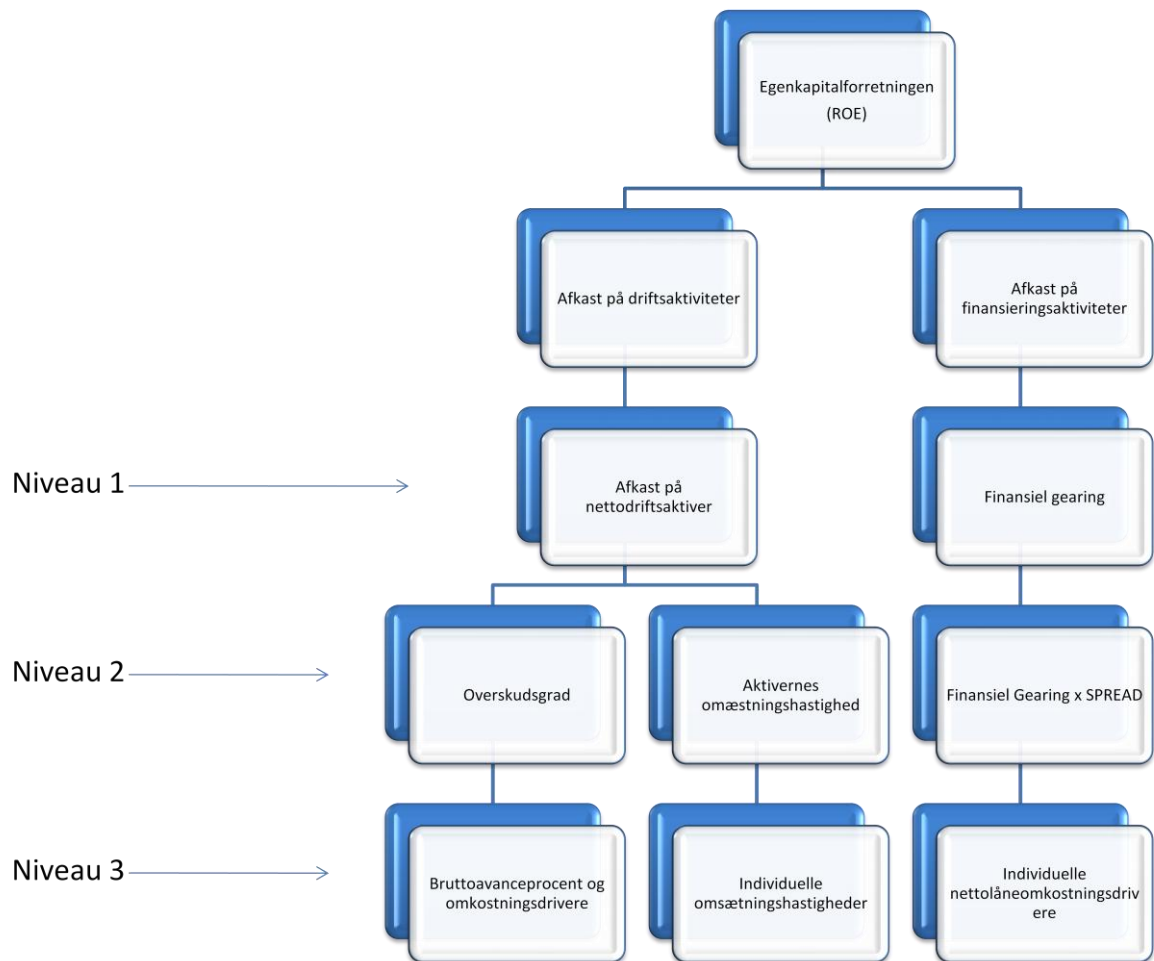
5 Regnskabsanalyse

I det efterfølgende vil Dong blive analyseret økonomisk med udgangspunkt i deres regnskaber. Der er valgt en analyseperiode fra 2005 til 2009. Det bemærkes at Dong fusionerede og skabte deres nuværende koncern i 2006. Tallene fra 2005 til 2006 er derfor ikke fuldstændig sammenlignelige.

5.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen vil blive foretaget med udgangspunkt i den udvidede du-pont model⁶⁷. Du-Pont modellen er skitseret i tabel 4.

⁶⁷ Ole Sørensen s. 254



Tabel 4 Skitsering af DuPont, Ole Sørensen s. 255

Dupont modellen tager, som det ses udgangspunkt i nøgletallet ROE (egenkapitalforrentning), som herefter dekomponeres ned i en række andre nøgletal. Denne analyse belyser flere elementer, først og fremmest hvor stor en del af rentabiliteten som skabes via driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. Derudover giver den også årsagsforklaringer til hvorfor nøgletallene udvikler sig som de gør. I det efterfølgende vil de enkelte niveauer blive analyseret som skitseret ovenfor.

Nedenfor ses udviklingen i ROE fra 2005 til 2009.

Egenkapitalforrentningen	2005	2006	2007	2008	2009
ROE	11,22%	21,67%	5,91%	14,81%	1,32%
ROE fratrukket minoritetsinteresser	11,20%	21,70%	5,90%	14,70%	1,33%
ROIC	8,95%	17,11%	4,91%	9,84%	1,94%
Fgear * Spread	2,26%	4,56%	1,00%	4,97%	-0,62%

Tabel 5 ROE, Egen tilvirkning

ROE er udregnet både med og uden minoriteter. Da minoriteterne ikke er særlig store i Dong, er der kun små forskelle mellem de 2 tal. Som det ses sker der en kraftig stigning i ROE fra 2005 til 2006 mens den falder i 2007, hvorefter den stiger kraftigt igen i 2008 inden den senest falder meget kraftigt i 2009. Ovenstående vidner om at Dong i hvert fald er en koncern hvor der økonomisk sker en del, eksempelvis ved en volatil indtjening. ROE kan dekomponeres i driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter, hvorfor ROE kan beregnes som $ROIC + (Fgear * Spread)$. Som det ses ovenfor genereres den primære indtjening fra driften.

5.1.1 Finansielle aktiviteter

Til analyse af finansieringsaktiviteter kan nøgletallene finansiell gearing og SPREAD bruges, dvs. at afkast på finansieringsaktiviteter kan dekomponeres ned i disse 2 nøgletal. Nedenfor ses udviklingen i nøgletal relevant for finansieringsaktiviteter.

Drivere for finansielle aktiviteter	2005	2006	2007	2008	2009
Fgear	0,310092	0,352001	0,498313	0,720892	0,950818
Kapitaliseringsgrad	1,310092	1,352001	1,498313	1,720892	1,950818
MIA	1,01	1,00	1,00	1,00	1,00
R	1,66%	4,17%	2,91%	2,94%	2,59%
Spread	7,30%	12,95%	2,00%	6,90%	-0,65%

Tabel 6, Finansielle aktiviteter, egen tilvirkning

Fgear er et udtryk for virksomhedens finansielle gearing. Nøgletallet beregnes som nettofinansielle forpligtigelser (NFF) eller nettofinansielle aktiver (NFA), divideret med egenkapitalen (EK). Da Dongs finansielle forpligtigelser er større end deres finansielle aktiver, se evt. reformuleret balance, så er formelen i dette tilfælde NFF/EK , og derfor er tallet altid positivt. Som det ses stiger FGEAR over perioden, dvs. at Dong i perioden er blevet væsentlig mere finansielt gearet. Udviklingen skal ses i sammenhæng med at NFF er gået fra 6884 mio. kr. i 2005 til 44.634 mio. kr. i 2009. Først og fremmest skal dette ses i lyset af fusionen i 2006, samt Dongs nuværende ekspansive strategi omkring vækst, grøn energi og udbygning af markedsandele. Det er primært obligationslån, kreditinstitutter og værdi af finansielle instrumenter som er de store poster.

Kapitaliseringsgraden viser hvor stor en del nettodriftsaktiver (NDA) udgør af egenkapitalen, dvs. formelen er NDA/EK . Kapitaliseringsgraden har ligeledes været stigende i perioden. Det gælder altid at kapitaliseringsgrad - Fgear, skal give 1. Det ses at Fgear er steget med ca. 207 % mens kapitaliseringsgraden kun er steget med ca. 49 %. Det er derfor klart at Dong er blevet mere finansielt gearet og at NFF nu udgør en større del af balancestrukturen.

MIA er nøgletal for minoriteter og dette nøgletal har ingen væsentlig betydning for Dong.

r er nettolåneomkostninger i % og beregnes som nettofinansielle omkostninger (NFO) divideret med NFF. Det ses at denne i perioden er faldet når der ses bort fra den kraftige stigning fra 2005 til 2006. Dette skal ses i lyset af, at NFF er steget i det NFO ikke stiger nær så meget i perioden. Indirekte har det lave funding niveau, samt Dongs rating en væsentlig betydning for at Dong kan opretholde en lav r. I beregningen af NFO indgår der også valutakurstab, som historisk nogenlunde ophæver hinanden på indtægts-udgifts siden.

SPREAD er forskellen mellem r og ROIC, som kommenteres i det efterfølgende. Som det ses er der en relativ volatil udvikling i SPREAD. Årsagen skal hovedsageligt findes i ROIC i det r, ikke er så volatil. Det er værd at bemærke at SPREAD bliver negativ i 2009. Hvilket hovedsageligt skyldes en lav ROIC. I dette tilfælde vil en øget finansiell gearing, destruere værdi, idet omkostninger ved finansiering overstiger indtjeningen. Dette leder os over på analysen af driftsaktiviteter.

5.1.2 Driftsaktiviteter

Afkast på driftsaktiviteter måles ved ROIC (return on invested capital). ROIC kan dekomponeres ned i overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH). Nedenfor ses relevante nøgletal herfor.

Drive bag driftsaktiviteter	2005	2006	2007	2008	2009
ROIC	8,95%	17,11%	4,91%	9,84%	1,94%
OG	14,08%	19,16%	6,77%	11,18%	3,18%
AOH	0,635833	0,893342	0,726184	0,879488	0,609142

Tabel 7 Driftsaktiviteter, egen tilvirkning

Som det ses udvikler ROIC sig volatilt i perioden. Sammenlignes der med ROE, er det klart, at hovedårsagen til dennes markante udsving netop skal findes i ROIC. Der sker som ventet en række ting i 2006 (fusion), som gør at ROIC ændrer sig markant. Herefter udvikler den sig pænt indtil 2009 hvor den tager et ordentligt dyk nedad. På den regnskabsmæssige side sker der derfor en væsentlig forringelse af indtjeningsevnen. For en nærmere analyse heraf er det relevant at se på OG og AOH.

Som det ses udvikler AOH sig nogenlunde stabilt. Der sker godt nok en stigning som ventet fra 2005 til 2006, men herefter falder den tilbage. Årsagen skal findes ved stigende NDA, mens omsætning ikke er fuldt med, hvis vi ser på perioden fra 2006-2009.

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

OG er noget mere volatil og således ses det, at denne går fra ca. 14 % i 2005 og ned til ca. 3 % i 2009. Hvor OG fokuserer på resultatopgørelsen, fokuserer AOH på balancen, idet OG er mest volatil skal de primære årsagssammenhænge findes i resultatopgørelsen. Til brug for videre analyse kan både OG og AOH dekomponeres yderligere, hvilket ses nedenfor.

OG drivere i %	2005	2006	2007	2008	2009
Bruttoavanceprocent	25,65%	25,89%	18,13%	17,18%	12,01%
Driftsomkostninger	-3,42%	-4,65%	-7,40%	-4,09%	-4,79%
OG _{Salg før skat}	22,22%	21,23%	10,73%	13,09%	7,22%
- Skatteomkostning	-7,37%	-5,37%	-2,18%	-4,88%	-3,20%
OG _{Salg efter skat}	14,86%	15,86%	8,55%	8,21%	4,03%
+ OG _{Andre poster}	-0,77%	3,29%	-1,78%	2,97%	-0,84%
OG	14,08%	19,16%	6,77%	11,18%	3,18%

Tabel 8 OG Drivere, egen tilvirkning

Det ses på ovenstående hurtigt, at den væsentlige årsag til en dårligere OG skal findes i en forværret bruttoavanceprocent, som falder markant over perioden. Årsagsforklaringerne til at bruttoavancen tager et ordentligt dyk i 2009, skal primært findes ved en lavere omsætning. Den lavere omsætning skyldes lavere afregningspriser på kerneproduktionerne olie, naturgas og el. Da produktionen fortsat var på et højt niveau i 2009, eksempelvis steg produktionen af naturgas med 81%⁶⁸, blev produktionsomkostningerne holdt oppe. Disse to faktorer gør at bruttoavancen falder. Da driftsomkostningerne ikke falder i samme takt, bevirker det en markant lavere OG før skat. Når skatten på trods af et fald stadig trækker godt fra i OG, ligesom at OG på andre poster ikke bidrager, så medvirker det til et samlet fald.

AOH-drivere	2005	2006	2007	2008	2009
Immaterielle anlægsaktiver	0,112637	0,085959	0,083351	0,044894	0,05961
Materielle anlægsaktiver	1,221597	0,945042	1,206583	0,887877	1,259845
Øvrige Anlægsaktiver	0,368085	0,16411	0,117922	0,082326	0,144533
Varebeholdninger	0,037311	0,044757	0,06448	0,055144	0,070866
Tilgodehavender excl. Skat	0,387606	0,393119	0,495243	0,458414	0,648126
Andre driftsaktiver	0,013286	0,010405	0,018984	0,012604	0,012771
	2,140523	1,643391	1,986564	1,541258	2,195752
- Hensættelser	0,273401	0,192649	0,23815	0,179007	0,252852
- Leverandører	0,208079	0,114785	0,120529	0,112238	0,13349
- Andre driftsforpligtelser	0,086303	0,216565	0,250823	0,112987	0,167756
	0,567782	0,523999	0,609502	0,404232	0,554098
1/AOH i alt	1,572741	1,119392	1,377062	1,137026	1,641654
AOH i alt	0,635833	0,893342	0,726184	0,879488	0,609142

Tabel 9 AOH drivere, egen tilvirkning

⁶⁸ Årsregnskab 2009 s. 18

Som det ses ovenfor, stiger nogen AOH drivere, mens andre falder. Dette har alt sammen noget at gøre med, de enkelte balanceposter i perioden forøges eller mindskes i henhold til ændringerne i nettoomsætningen. Det ses generelt at AOH over perioden forringes, dog ikke en så markant dårlig udvikling som OG. Faktisk ligger AOH tæt på niveau fra 2005, og muligheden for en forbedring bør være mulig, når de mange investeringer foretaget af Dong begynder at give helårsindtjening. Det er til ovenstående i øvrigt hvert at bemærke, at AOH på tilgodehavender er væsentligt forringet over perioden.

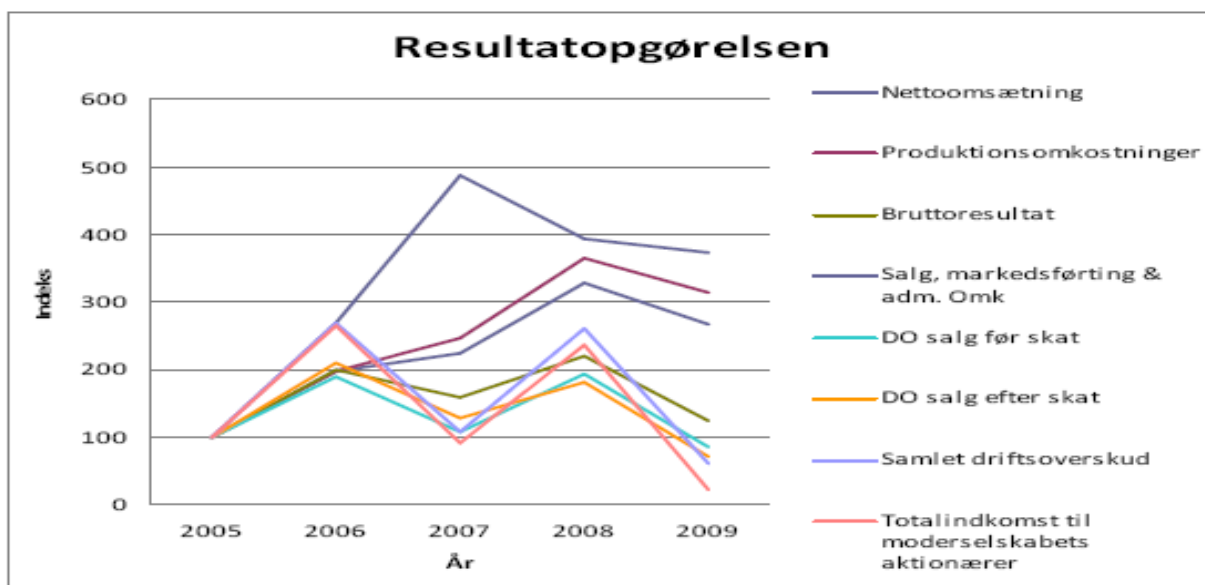
På baggrund af ovenstående analyser kan det derfor konkluderes, at Dong har været igennem en volatil periode, hvor ROE er gået op og ned, for til sidst i 2009 at nå et lavpunkt. Årsagen skal hovedsageligt findes på driftsaktiviteter idet, det er her udsvingene for alvor er store. Det ses endvidere at Dong skaber deres værdi på den driftsmæssige side, som bidrager mest til den samlede ROE i perioden. I 2009 er SPREAD negativt og ROIC er derfor ikke større end r, hvilket reducerer ROE. Den primære årsag til den over tiden negative udvikling på ROE, kan primært henledes til bruttoavanceprocenten og indirekte OG(salg).

I den senere budgettering skal der derfor tages højde for virksomhedens svingende resultater. Årsagerne til de svingende resultater er indtil videre hovedsageligt identificeret, som en svingende bruttoavanceprocent, som følge af en svingende omsætning og samtidig stigende produktionsomkostninger.

5.2 Trendanalyse

Trendanalysen giver overblik over hvordan relevante regnskabstal/poster udvikler sig over tid, med udgangspunkt i et basisår. I dette tilfælde har jeg valgt 2005 som basisår. Jeg er klar over, at der i 2006 skete en række omvæltninger som minimerer relevansen af 2005 tallene. Jeg synes dog det er relevant at se på hvordan Dong har udviklet sig i forhold til 2005 niveauet.

Grafen i figur 24 viser udviklingen, tallene kan ses i bilag 8.



Figur 24 Trendanalyse på resultatopgørelsen, egen tilvirkning

Som ventet skete der en kraftig stigning på samtlige poster fra 2005 til 2006 pga. fusionen i 2006. Indtil 2008 var samtlige poster lig eller over indeks 100. Pga. det lave resultat i 2009 går flere poster under indeks 100 og er således på et lavere niveau end før fusionen. Som det ses er der i starten, en stor stigning i omsætningen. Stigningen i produktionsomkostningerne er dog større henover perioden, hvilket reducerer bruttoavancen. Det er hvert at bemærke afstanden mellem omsætning og produktionsomkostninger, som konstant øges fra 2006, hvilket konstant forringer bruttoavancen. Det ses at omkostninger til salg, markedsføring og administration ikke udvikler sig i takt med bruttoresultatet og derfor indeksmæssigt stiger langt mere, dette er selvsagt ikke positivt for bundlinjen. Totalindkomsten til aktionærerne opnår et lavpunkt i 2009 og kommer således ned på indeks 22. Da det samlede driftoverskud ligger på indeks 60, er der derfor væsentlige finansielle omkostninger som ligeledes trækker ned.

Alt i alt, en set over perioden positiv udvikling for salget, men negativ udvikling for indtjeningsevnen og finansielle omkostninger.

I tabel 10 ses indeks tallene, som vurderes at være relevant for balancen.

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

Balancen 2009	2005 indeks		2006	2007	2008	
Goodwill	276	100	116,67	116,67	161,96	240,22
Andre immaterielle anlægsaktiver	1.807	100	214,78	133,59	125,84	137,74
Materielle anlægsaktiver	22.591	100	205,91	238,72	239,01	310,43
Varebeholdninger	690	100	374,35	403,62	567,83	444,06
Tilgodehavender excl skat	7.168	100	301,06	274,12	503,25	387,60
Driftsaktiver	39.585	100	203,60	214,19	259,08	287,43
Leverandørgæld	3.848	100	118,14	142,62	211,93	129,86
Driftsforpligtigelser	10.500	100	264,94	218,30	249,66	270,27
NDA	29.085	100	181,45	212,71	262,49	293,62
NFF	6.884	100	209,58	344,25	496,76	648,36
Koncernegenkapital	22.201	100	172,73	171,92	189,84	183,62
Minoritetsinteresser	43	100	90,70	106,98	109,30	237,21
Moderselskabets andel af EK	22.158	100	172,89	172,05	190,00	183,51

Tabel 10 Trendanalyse på balancen, egen tilvirkning

Det ses ovenfor at balancen, set over perioden, er væsentlig forøget. Ligeså ses det, som jeg tidligere har været inde på, at NFF er steget betragteligt mens NDA ikke er steget nær så meget. Hvis der ses på driftsaktiver, er det specielt de poster som relaterer sig til arbejdskapital der er steget, dvs. tilgodehavender og varebeholdninger. Dette vidner om en forøget aktivitet, som hænger godt sammen med den stigende omsætning vi så tidligere. Ligeledes ses det, at anlægsaktiver over perioden er stigende, hvilket betyder at der er investeret i virksomheden, eksempelvis i nye produktionsanlæg. Det ses også at NDA fra 2005 til 2008 stiger mindre end omsætningen, hvilket tyder på en fornuftig kapitaltilpasning. I 2009 er NDA dog steget mere end omsætningen, hvilket skyldes øgede investeringer i produktionsanlæg, da der er foretaget bruttoinvesteringer for 17,9 mia. kr. i 2009, hvilket er en forøgelse i forhold til tidligere år. Egenkapitalen er i perioden også steget. Det ses tydeligt at NDA er steget væsentlig mere end EK, hvilket finansieres ved en markant stigning i NFF.

Det kan derfor konkluderes at balancen over perioden er væsentlig forøget. Ligeså indikerer stigningen i NFF en forøget finansiel gearing.

5.3 Vækstanalyse

I relation til trendanalysen er det relevant at foretage en vækstanalyse, hvilket også vil være gavnligt for den senere budgettering og værdiansættelse. Ifm. vækstanalysen er det centralt at identificere det permanente overskud, som er det rene driftsresultat, dvs. rensat for usædvanlige poster. Dette for at se hvordan udviklingen heri er forgået. Opgørelsen heraf kan ses i bilag 9, mens relevante nøgletal kan ses nedenfor.

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

Vækstrater	2005	2006	2007	2008	2009
Salgsvækstrate		97,72%	13,84%	46,01%	-18,95%
Vækst i driftsoverskud		168,97%	-59,79%	141,35%	-76,92%
Vækst i NDA		81,45%	17,23%	23,40%	11,86%
Vækst i EK excl. Minoriteter		72,89%	-0,49%	10,44%	-3,41%
Vækst i core drifts salg		111,11%	-38,64%	40,19%	-60,24%
Vækst i permanent overskud		125,22%	-43,34%	38,98%	-58,12%
Øvrige nøgletal					
Omkostningsandel salg	85,14%	84,14%	91,45%	91,79%	95,97%
Bruttoavanceprocent	25,65%	25,89%	18,13%	17,18%	12,01%
Forskning og udvikling	81	176	320	1085	1026
i % af omsætningen	0,44%	0,48%	0,77%	1,79%	2,08%
Salg og Marketing	252	595	677	428	428
i % af omsætningen	1,36%	1,63%	1,63%	0,70%	0,87%
Bruttoinvesteringer	10691	9728	17465	11225	17937
i % af omsætningen	57,81%	26,61%	41,96%	18,47%	36,41%

Tabel 11 Vækstanalyse, egen tilvirkning

Som det ses stiger salget betragteligt i 2006, grundet fusionen. I 2008 opnås der også en stor stigning, hvorimod der i 2009 er negativ udvikling, hvilket skyldes lavere efterspørgsel/afregningspriser. Udviklingen i driftsoverskuddet følger hovedtendenserne fra salget, men udsvingene er noget større. Årsagen hertil skal findes i en over perioden reduceret bruttoavanceprocent, samt som det ses ovenfor en stigende omkostningsandel. Virksomheden er som tidligere nævnt, påvirket kraftigt af markedspriserne, ligesom kapaciteten (faste omk.) er svær at omstille, hvilket må være de væsentligste årsager. Over hele perioden stiger NDA, dvs. der investeres i driftsaktiver. Udviklingen i salg/marketing og forskning/udvikling (F&U), fortæller noget om virksomhedens muligheder for at opretholde indtjeningen eller vækste. Det ses at omkostninger til F&U, stiger betragteligt igennem perioden og nu udgør en større del af omsætningen. Udviklingen er positiv i forhold til Dongs visioner om grøn energi og fremtidig vækst. Derimod falder omkostninger til salg og marketing, hvilket ikke harmonerer med Dongs strategier, og ikke i forhold til 2009, hvor omsætningen faldt betragteligt. Der må forventes fremadrettet stigninger på denne front. Det ses også at bruttoinvesteringerne over perioden holder sig på et pænt niveau, dette er også hovedårsag til den tidligere nævnte gearing. Niveaulet vurderes i tråd med Dongs strategi og positiv for mulighederne for fremtidig vækst. Det er interessant at se ændringerne i core driftsoverskud og permanent overskud, som er betydelige henover perioden. Koncernens forværrede bruttoavance/omstilling slår derfor for alvor også igennem på disse to nøgletal, da de falder væsentlig mere end salget. Som det ses udgør ændringerne i de to poster også hovedvægten af

ændringerne i det samlede driftsoverskud, hvilket også kan belyses i det førnævnte ROIC, som netop kan dekomponeres ned i de forskellige poster på den reformulerede resultatopgørelse.

Dekomponering af ROIC	2006	2007	2008	2009
ROIC	17,11%	4,91%	9,84%	1,94%
ROIC (Core salg)	14,17%	6,21%	7,22%	2,45%
ROIC (Core andet DO)	1,28%	0,92%	0,04%	-0,01%
ROIC (andel af res. Fra datterselskaber)	1,15%	-0,01%	-0,07%	0,09%
ROIC (permanent overskud)	15,45%	6,25%	7,21%	2,58%
ROIC (usædvanlige poster)	1,66%	-1,34%	2,63%	-0,64%

Det ses tydeligt ovenfor at indtægter fra core salg, er der hvor den altovervejende indtjening skabes. Udsvingene i Dongs indtjening skal derfor også findes her. Ledelsen forklarer udsvingene ved efterspørgsel og priser, samt det faktum at Dong har store kap. omk. som ikke kan omstilles så hurtigt. Eksempelvis har Dong i 2009 også måtte nedlukke 2 kraftværksblokke pga. forringet efterspørgsel, hvilket helt sikkert har kostet en del i exit-costs⁶⁹.

5.4 Common Size analyse

Ved en common size analyse, ses der på hvordan omsætningen nedbrydes igennem resultatopgørelsen, og hvordan balancen er sat sammen. Nøgletallene kan ses i bilag 10.

5.4.1 Resultatopgørelsen

Det ses her at produktionsomkostninger optager en støt stigende del af omsætningen, bruttoavanceprocenten reduceres derfor. Udgifter til salg og marketing reduceres over perioden i forhold til omsætningen, mens udgifter til ledelse og administration stiger, samlet optager disse udgifter nu en større del af omsætningen hvilket er dårligt for indtjeningsevnen. Omkostninger til skat svinger en del, men set over perioden optager de en mindre del af omsætningen. Årsagen skal selv sagt findes i et lavere resultat. Diverse reguleringer / *dirty surplus*, svinger over perioden, nogle år i minus og andre år i plus. Der kan derfor godt argumenteres for at disse, set over lang tid udligner hinanden. Totalindkomsten (bundlinjen) reduceres gradvist i perioden. De primære årsager skal findes i de stigende produktionsomkostninger.

⁶⁹ Årsrapport 2009 s. 58 og s. 16

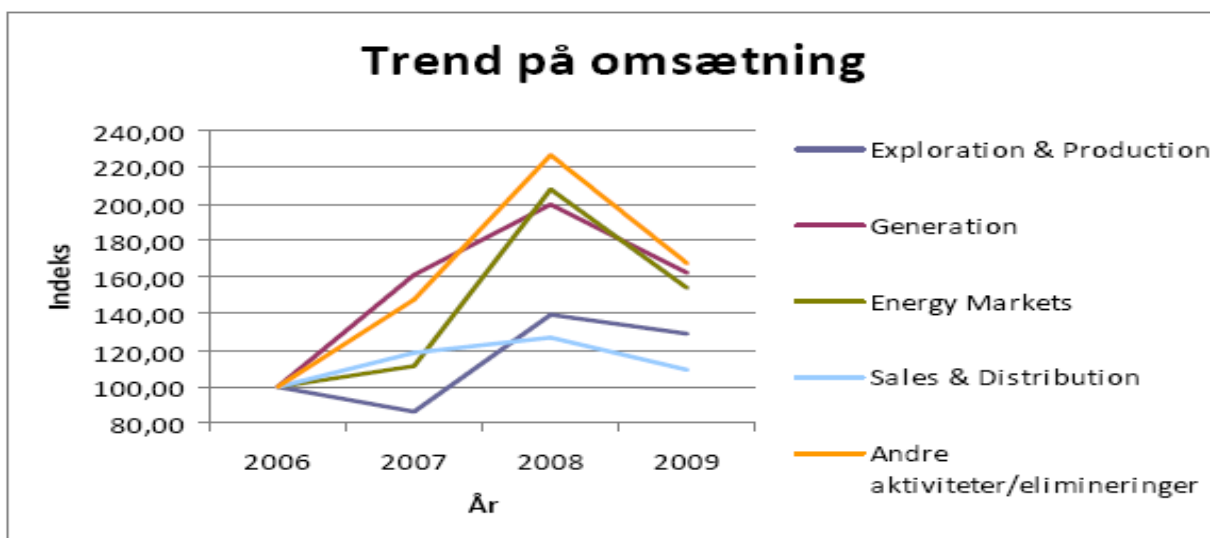
5.4.2 Balancen

Driftsaktivernes andel af aktivsummen stiger over perioden, når der ses på driftsaktiver er det posterne tilgodehavender, samt materielle anlægsaktiver som støt igennem perioden optager den største del, i 2009 udgjorde disse tilsammen 86,06 %. Hvis der ses på passivside falder EK's andel over perioden, mens finansielle forpligtigelser andel stiger, dette hænger sammen med den førnævnte gearing. Da driftsforpligtigelser ligger på niveau gennem perioden og vi tidligere så, at driftsaktiver stiger, så ses det også at den samlede NDA over perioden øges.

5.5 Analyse af forretningsområder

Efter en overordnet analyse af koncernen, er det i relation til budgetteringen, relevant at analysere de enkelte forretningsområder nærmere, samt disses værdibidrag til koncernen. Jeg har i den forbindelse udarbejdet en række nøgletal, herunder indekstal, samt common size tal. Nøgletallene kan ses i bilag 11. I øvrigt henvises der til figur 9 under afsnittet beskrivelse af Dong og deres forretningsområder.

Hvis der først ses på udviklingen i nettoomsætningen ses den indeksmæssige udvikling på grafen nedenfor.



Figur 25 Trendanalyse på forretningsområdernes indtjening, egen tilvirkning

Det ses her at forretningsområderne Generation og Energy Markets, har været inde i en rivende udvikling, hvorimod Sales & Distribution, samt Exploration & Production, begge er steget over perioden men ikke nær så meget. På tallene ses det også at udsvingene i salget er stort hos Generation og Energy Markets, hvorimod det er mere stabilt på de øvrige forretningsområder. Hvis der ses på omsætningsfordelingen, ses det også at

forretningsområderne Generation og Energy Markets, generelt henover perioden, står for den største del af omsætningen. Dog er Energy Markets andel, faldet betragteligt fra 2008 til 2009, hvilket har medført stigninger på de øvrige forretningsområder. Hovedårsagen til Dongs omsætningsfald i 2009, skal derfor også findes i Energy Markets, hvilket er naturligt i henhold til tidligere forklaringer, om efterspørgsel og pris, i det netop dette forretningsområde står for handlen med energi.

EBIDTA er resultatet af primær drift tillagt af- og nedskrivninger. Common Size analysen, viser hvor stor en andel hvert af forretningsområderne udgør af den samlede EBIDTA (Se figur 9, kapitel 2.3.5). Som tidligere nævnt er indtjeningsmarginerne på Energy Markets forholdsvis lave, set i forhold til de øvrige forretningsområder, hvorfor de udgør en mindre del af den samlede EBIDTA. Andelen er ellers rimelig stabil set over perioden. Det er de førnævnte forretningsområder Sales & Distribution og Exploration & Production, som bidrager mest. En trendanalyse af udviklingen viser at Sales & distribution har haft den procentvis største stigning set over perioden, mens generation er faldet betragteligt, fra indeks 100 til 34. Årsagen til faldet skal primært forklares ved faldende bruttoavance ved termisk produktion. Omstillingsprocessen til klimavenlig energi, samt de generelt lavere salgspriser og efterspørgsel på markedet er hovedårsager. Billedet mht. de volatile udsving for specielt Energy Markets, er her det samme. Forretningsområdet går eksempelvis fra indeks 282 til 113 fra 2008 til 2009.

Reduceringen i den samlede EBIDTA fra 2008 til 2009 forklares desuden af Dongs ledelse⁷⁰, ved faldende olie- og naturgaspriser i Exploration & Production, høje priser på kul (lagerkorrektur pga. FIFO princip) og faldende værdi af CO2 kvoter i Generation samt lavere gasmarginer i Energy Markets. EBIDTA i Sales & Distribution steg hvilket primært skyldes bedre indtjening på distributionsnet, samt lavere kap. omk.

Hvis der ses på EBIT, ses det at fordelingerne bliver ændret en del, hvilket selvsagt skyldes afskrivninger og nedskrivninger. Der er forholdsmæssige store af- og nedskrivninger på Generation og Sales & Distribution, hvilket gør at deres andel falder betragteligt. En trend påviser desuden store udsving på alle forretningsområder henover perioden. Af- og nedskrivninger udgjorde i året samlet 5,1 mia. kr., hvoraf nedskrivningerne udgjorde samlet 0,8 mia. hvoraf 0,7 mia. kr. var relateret til fibernettet.

⁷⁰ Årsrapport 2009 s. 19

En opgørelse over forretningsområdernes EBIT-margin og AOH, kan give et billede om hvordan indtjeningsmarginerne og omsætningshastighederne udvikler sig for hvert af forretningsområderne. Alle EBIT-marginer er over perioden faldet. Den bedste indtjening findes hos Exploration & Production, mens Generation har den margin, som er reduceret mest og i 2009 er negativ. Marginerne er ikke overraskende lave, for både Energy Markets og Sales & Distribution. Det ses at udsvingene i AOH er mindre set over perioden, dog falder AOH generelt set. Det er ikke overraskende Energy Markets, som er en hovedårsag hertil, når vi tager deres volatile indtjening i betragtning, men også Sales & Distribution har en stor indvirkning da den over perioden næsten er halveret.

Det ses tydeligt på ovenstående at der i koncernen er en stor volatilitet, hvilket der skal være fokus på i budgetteringen. Derudover ses det at indtjeningsmarginerne generelt er faldet betydeligt mens Dongs volume som helhed er steget. Trenden de seneste år har derfor modsatte tendenser, hvilket presser resultatet. Fokus på de forskellige forretningsområder og deres indbyrdes forskellighed også økonomisk er afgørende for at god budgettering.

5.6 Likviditet og soliditet

I det efterfølgende vil Dongs likviditetsmæssige situation blive analyseret, herefter vil Dongs finansielle styrke blive vurderet.

Likviditetsanalyse	2005	2006	2007	2008	2009
Likvid Beholdning	5781	9521	2562	3043	4499
Værdipapirer	1594	132	134	753	2570
Likvider i alt	7375	9653	2696	3796	7069
Samlet likviditet i forhold til Balancesum	15,74%	9,73%	3,01%	3,58%	5,86%
Omsætningsaktiver excl. Skat	15233	33816	25130	43787	37916
Likviditetsgrad 2	1,680976	1,350857	1,197693	1,445354	1,435179

Tabel 12 Likviditetsanalyse, egen tilvirkning

Ved udgangen af 2009 havde Dong likvide beholdninger for 4499 mio. kr. og værdipapirer for 2570 mio. kr. samlet i alt 7069 mio. kr. Dongs likviditet har, set over perioden, udviklet sig negativt, dette skal dog ses i sammenhæng med Dong er blevet markant større volumenmæssigt, ligesom de har gearet sig finansielt. Der er selvsagt ikke sammenhæng mellem at have store lån og store likvider, hvorfor likviditeten tilsyneladende er tilrettelagt herefter. Likviditetsgrad 2 er omsætningsaktiver / kort gæld. Denne skal typisk gerne være over 2⁷¹. Som det ses ovenfor er likviditetsgraden et godt stykke under 2, men dog haft en

⁷¹ Schack s. 71-72

stigende tendens de seneste år. Om dette så er et udtryk for en svag likviditetsmæssig situation for Dong, er svært præcist at svare på. Ovenstående indikerer tydeligvis, at Dong tidligere har haft et større bogført likviditetsberedskab end nu, se likviditet i forhold til balancesum ovenfor. Årsagsforklaringer til den faldende likviditet er udover den tidligere nævnte finansielle gearing, en række committed lånetilsagn, som rettelig bør indregnes i likviditetsberedskabet. Dong har ved udgangen af 2009 opgjort det samlede likviditetsberedskab til 18,7 mia. kr. hvoraf committede lånetilsagn udgør 13,2 mia. kr. Likviditetsberedskabet svarer reelt set derfor til 15,51 % af den samlede balancesum, hvilket er på niveau med 2005. Det vurderes at Dong de seneste år har effektueret likviditetssyningen betragteligt, hvilket også gør, at det bogførte likviditetsberedskab er mindsket og der i stedet benyttes lånetilsagn, for at opretholde et tilfredsstillende likviditetsberedskab. Det vurderes at likviditetsberedskabet er tilstrækkeligt og rigeligt for at foretage de ønskede investeringer og koncernens forretningsmæssige strategi. For at analysere likviditetskravet nærmere, kan vi se på investeringsdækningsgraden (IDG), der viser hvor stor en del pengestrømmene fra driften dækker pengestrømmene fra investeringsaktiviteter. Nedenfor ses opgørelse af IDG.

Investeringsdækningsgrad	2005	2006	2007	2008	2009
Pengestrøm drift	5866	8169	8842	10379	9468
Pengestrøm investering	-10128	-7809	-11803	-8629	-21199
IDG	57,92%	104,61%	74,91%	120,28%	44,66%

Tabel 13 Investeringsdækningsgrad, egen tilvirkning

Det ses at IDG svinger en del. Hver andet år skabes der flere likvider via driften end hvad der bliver brugt i investeringer og omvendt de andre år. Som det ses er forskellen maksimalt ca. 10-11 mia. kr. hvorfor likviditetsberedskabet som udgangspunkt anses for tilstrækkeligt.

Nedenfor ses den procentvise fordeling af Dongs balancesammensætning fra 2005 til 2009.

Balancesammensætning	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsaktiver	84,49%	81,20%	94,51%	96,68%	94,38%
Finansielle aktiver	15,51%	18,80%	5,49%	3,32%	5,62%
Driftsforpligtigelser	22,41%	28,03%	25,55%	24,71%	23,54%
Finansielle Forpligtigelser	30,21%	33,34%	31,90%	35,56%	42,65%
EK inkl. minoriteter	47,38%	38,63%	42,54%	39,73%	33,81%

Tabel 14 Balancesammensætning, egen tilvirkning

På ovenstående tabel ses det, at egenkapitalens andel af den samlede balancesum (soliditeten) er faldet igennem perioden. Således var soliditeten 47 og 39 % i 2005 og 2006, hvorimod at

den udgjorde 34 % i 2009. Som jeg tidligere har været inde på, er Dong blevet mere finansielt gearret, hvilket tydeligt ses af ovenstående. Et andet mål for dette er gearingen dvs. hvor mange gange egenkapitalen er gearret med fremmedkapital. Denne var i 2005 1,11, i 2006 1,59 og senest i 2009 1,96. Som tidligere nævnt indregnes en del af hybridkapitalen under EK, når soliditeten beregnes skal dette derfor huskes. Soliditeten uden hybridkapital udgjorde i 2009 30%.

Ovenstående viser tydeligt at Dongs kapitalstruktur og balancesammensætning har været igennem en udvikling og fremmedkapitalen udgør nu en større del af finansieringen.

5.7 Samlet vurdering af økonomisk risiko (delkonklusion)

Igennem regnskabsanalysen er der fremfundet en del interessante aspekter ved Dongs økonomiske udvikling. I det efterfølgende vil jeg med udgangspunkt i en kreditvurdering kort samle nogle hovedbudskaber fra analysen for at give en bedømmelse af Dongs finansielle og økonomiske styrke. Dette er relevant for specielt udregningen af den senere WACC.

5.7.1 Driftsmæssig risiko

Den driftsmæssige risiko tager udgangspunkt i resultatopgørelsen. Det ses at Dong har haft meget svingene resultater og en tendens til en forringet indtjeningsevne. Hvilket belyses i et resultat lavere end 2005, men hvor omsætningen er mere end fordoblet. Dongs resultat er følsom over for en række faktorer eksempelvis valutakurs, oliepris m.m., hvilket Dong forsøger at afdække mest optimalt ved prissikring via finansielle instrumenter. Ved analyse af resultatet i 2009, er det dog vigtigt at bemærke, at der i året har været en række engangseffekter. Således er der i bogført EBITDA, som i året er faldet med 4,8 mia. kr., er indregnet for 3,7 mia. kr. negative engangseffekter⁷². Disse fakta skal der være fokus på ved budgetteringen.

Alt i alt må det dog siges, at der ved virksomheden er en driftsmæssig risiko, hvorfor der ved budgettering skal tages højde herfor, herunder den volatile indtjening.

5.7.2 Finansiell risiko

I likviditetsafsnittet blev det belyst, at Dongs likviditet umiddelbart igennem perioden er blevet forværret. Dette er også tilfældet for den bogførte likviditet, men i det koncernen har adgang via lånetilsagn til væsentlig mere likviditet, vurderes likviditetsberedskabet at være

⁷² <http://borsen.dk/investor/nyhed/178606/>

tilstrækkeligt til dels, at klare de driftsmæssige udsving og dels til at fortsætte koncernens strategi og investeringer i grøn energi.

Som vi har set er Dongs finansielle gearing igennem perioden blevet øget betragteligt. Dette øger som udgangspunkt selvsagt Dongs finansielle risiko. En soliditet i niveauet 33-34 % vurderes dog fortsat at være pænt for en virksomhed af Dongs størrelse og bør derfor ikke give anledning til bekymringer hos kreditorer. Dertil kommer at det er staten som er primær ejer, hvilket indebærer at ejeren må forudsættes at have kapital til at skyde ind om det skulle blive nødvendigt.

5.7.3 Samlet bedømmelse

Dong er som tidligere nævnt blevet kreditratet af Moodys og S & P. Da man ved at virksomhederne selv betaler for udarbejdelsen af disse ratings, er det klart, at man som kreditor ikke kun skal ligge sin konklusion op ad disse. Med udgangspunkt i ovenstående analyser herunder regnskabsanalysen, analysen af den finansielle styrke og ratings af tredje part vurderes det, at Dongs samlet økonomiske risiko er neutral og ligger på et niveau, som ikke bør give krav om væsentlig reduktion i virksomhedsværdien (eksempelvis ved selskabsspecifikt tillæg). Ligeså vurderes det på denne baggrund at Dong har adgang til finansiering til en forholdsvis lav marginal mere herom senere i afsnittet om WACC. Dog skal der ved Beta estimering være fokus på virksomhedens svingende økonomiske resultater.

6 Budgettering

6.1 Virksomhedens egne forventninger

Der henvises primært til Dongs årsregnskab s. 26 og 27, samt virksomhedspræsentation ifm. årsregnskabet⁷³. Afsnittet begrænses derfor til at omfatte de overordnede forventninger.

I figur 26 ses de markedspriser som Dong forventer i 2010 og som de har budgetteret ud fra. Der forventes generelt set stigende priser hele vejen rundt. Hvor markedspriserne påvirkede Dong negativt i 2009 forventes de at påvirke neutralt til positivt i 2010.

Dong forventer at EBIDTA stiger i 2010. Forretningsområdet Exploration & Production, forventes at bidrage positivt ved produktionsstart, samt helårseffekt på en række felter, herunder mere gevinst ved Ormen Lange feltet. Helårseffekt fra en

række vindmølleparker herunder verdens største havvindmøllepark Horns Rev 2, ibrugtagning af et naturgaskraftværk i Severn, samt mindre priser på kul (FIFO lagerforskydning), forventes at bidrage til en positiv udvikling i forretningsområdet Generation. Pga. af den forventede markedsudvikling forventes der en positiv fremgang i Energy Markets. Sales & Distribution forventes at bidrage negativt til EBIDTA udviklingen, primært pga. nogle reguleringer. I øvrigt har Dong igangsat effektuerings- og omkostningsreduceringsprogrammer, som forventes at forbedre EBIDTA med samlet 1,5 mia. kr. hvor 0,5 mia. kr. er i 2010. Pga. investeringer og den øget nettorentebærende gæld, forventes renteudgifterne at stige. Derudover har Dong solgt aktieposten i Swedegas AB, som forventes at bidrage positivt med 150 mio. kr. i 2010. Målet for den langsigtede kapitalstruktur er fra og med 2010 ændret til, den justerede nettogæld (hvilket er den rentebærende nettogæld tillagt 50 % hybridkapital) skal være omkring 3 gange større end pengestrømme fra driftsaktivitet. Dongs førnævnte hovedstrategi, 85/15 fastholder et krav til Dong om fortsat at investere massivt i grøn energi. Dong forventer nettoinvesteringer for 10 mia. kr. i 2010 og 10-15 mia. kr. i 2011.

MARKEDSPRISER		Forventet	Realiseret
(gennemsnit)		2010	2009
Oliepris, Brent	USD/tdr.	81	62
Gaspris, TTF	EUR/MWh	14	12
Elpris, Nord Pool system	EUR/MWh	41	35
Elpris, Nord Pool DK ¹⁾	EUR/MWh	46	38
Elpris, EEX	EUR/MWh	44	39
Kulpris, API2	USD/ton	87	70
CO ₂ -kvotepris	EUR/ton	13	13
Green dark spread DK ¹⁾	EUR/MWh	12	8
Dollarkurs	DKK/USD	5,3	5,4

1) Baseret på gennemsnittet af priserne for DK1 og DK2.

Figur 26 Forventninger til markedspriser, Dongs årsrapport 2009 s. 26

⁷³ Findes på <http://www.dongenergy.com/DA/Investor/presentationer/Pages/Presentationer.aspx>

6.2 Budgettering

Jeg har valgt en 10-årig budgetperiode, da jeg mener at Dong vil have en overnormal vækst de næste 10 år, hvorfor terminalperioden ikke med rimelighed kan fastsættes før 2020. Desuden anbefales en 10-årig budgetperiode, når man skal værdiansætte en virksomhed af Dongs type – i det jeg med afsæt i den strategiske analyse, vurderer at Dongs branche er i en konsolideringsfase, og har en konkurrencemæssig fordel på kort sigt⁷⁴.

Generelt gælder det at budgetteringen vil tage afsæt i vækstanalysen foretaget tidligere i afsnit 5.3. Det betyder at budgetteringen vil tage udgangspunkt i de nøgletal (valuedrivers), som her blev analyseret.

I bilag 12 ses de relevante nøgletal i forbindelse med de fremadrettede forventninger, det er de felter markeret med gul, som i det efterfølgende vil blive kommenteret.

6.2.1 Omsætning

I det efterfølgende vil omsætningsudviklingen budgetteres. Jeg vil tage udgangspunkt i de enkelte forretningsområder og budgettere disse selvstændigt. Budgetteringen vil blive foretaget med afsæt i regnskabsanalysen og den strategiske analyse.

6.2.1.1 E&P

Forretningsområdet er primært påvirket overfor ændringer i produktionen, samt markedspriserne, herunder ændringer i valutakurserne. Derudover er det vigtigt fortsat at have adgang til tilstrækkelige ressourcer.

På produktionssiden er det min vurdering at området er i vækst og fortsat vil være det. Årsagen skal findes i de allerede foretagne investeringer og de forventet fremadrettede investeringer i diverse felter, samt efterforskningslicenser. Dette illustreres eksempelvis ved at Dong aktuelt køber op i Ormen Lange feltet, ligesom de har fået en betydelig gevinst af Siri-feltet. Derudover så vi også at Dongs produktions- og efterforskningslicenser de seneste år er steget i antal, hvilket er positivt for fremtiden. Når dette er sagt, er det klart, at det er svært at kalkulere med naturressourcerne, da det ikke altid går som forventet, ligesom der kan ske uforudsete hændelser. Derudover er tekniske fejl på produktionsanlæg også en stor trussel, hvilket kostede en del på Siri-feltet i 2009⁷⁵. Fra 2008 til 2009 steg produktion med 5,5 mio.

⁷⁴ Ole Sørensen s. 318

⁷⁵ Børsen, d. 21 april 2010 s. 8

boe⁷⁶. Det er min forventning at produktionen fortsat vil stige i årene fremadrettet, hvilket skyldes de førnævnte faktorer herunder investeringer.

Ændringerne i afregningspriserne er meget svære at spå om. Dog viser min strategiske analyse, at priserne i stor grad følger den økonomiske udvikling (konjunktur) idet efterspørgsel fra industrien har stor betydning. I et historisk perspektiv, forekommer nedgang i konjunkturerne typisk 1-2 gange i et årti, eksempelvis var det tilfældet primo og ultimo i årtiet 2000-2010. Mine forventninger vil tage udgangspunkt i Dongs egne gns. forventninger for prisudviklingen på kort sigt, idet disse er i god tråd med mine forventninger fra den strategiske analyse. Over budgetperioden forventer jeg stabil prisudvikling med tendens til marginale stigninger, når der ses bort fra en forventet konjunkturedgang midt i budgetperioden, med baggrund i det historiske perspektiv. På baggrund af analysen i min opgave er det min vurdering, at jeg ikke vil kunne opnå en fornuftig og fair budgettering af valutakursudsvingene, hvorfor disse ikke budgetteres.

Det kan derfor siges at jeg generelt forventer en vækst i forretningsområdet over perioden. Ses der historisk har der været stigende produktionsmængder, men store udsving på omsætningssiden, hvilket selvsagt skyldes afregningspriserne. I 2009 faldt omsætningen med 7,5 % og på baggrund af de i 2009 markant forbedret priser på specielt olie, samt forventninger om stigende priser forventes der i starten en pæn omsætningsvækst.

6.2.1.2 Generation

Forretningsområdet er stærkt påvirket af afregningspriser, efterspørgsel og knap så meget af produktionsmængder da disse i stor grad kan justeres af Dong.

Historisk har omsætningen haft en stigende tendens indtil 2009 hvor omsætningen faldt med -18,7 %.

Ved en økonomisk vækst er det klart at efterspørgslen efter el vil stige. Da Dong har en stærk og ledende markedsposition i primært Danmark, vurderer jeg at de kan opretholde en stabil afsætning. Dette illustreres også ved en stigende, men alligevel forholdsvis stabil udvikling på mængderne når der ses over de seneste regnskabsår. Med baggrund i en række investeringer i dette forretningsområde, tillagt helårseffekt fra eksempelvis Horns Rev 2, er det er min vurdering at mængderne vil stige henover budget perioden. Dette er i tråd med Dongs strategi

⁷⁶ Mængdemål for produktion af naturgas og olie.

og min strategiske analyse, eksempelvis ved Dongs ambitioner om vækst og Dongs markedspotentiale.

Det er min vurdering at prisudviklingen på el, vil følge tendenserne fra prisudviklingen i forretningsområdet E&P, dette med de samme begrundelser. Derudover forventes det offentlige tilskud på niveau, samt have en stigende tendens i henhold til fokus fra det offentlige på klima og Dongs forventede stigning i produktion af grøn energi. Til Generation skal det også bemærkes at en stigende andel af vedvarende energi vil reducere produktionen af fjernvarme og derfor sænke indtjeningen herpå. Dong omsatte for 2184 mio. kr. fjernvarme i 2009.

6.1.1.3 Energy Markets

Forretningsområdet er primært påvirket af mængder og prisudviklingen. Det ses desuden at omsætningsudviklingen har været meget volatil på dette forretningsområde, se figur 25.

Mængderne har i de seneste år udviklet sig forholdsvis stabilt. På baggrund heraf, samt det at konkurrencen på dette område vurderes tættere med baggrund i færre adgangsbarriere, forventer jeg ikke en stigning i mængderne udover den stigning Dong på de øvrige forretningsområder, selv genererer. Udviklingen er fremadrettet derfor stabil.

Med baggrund i en forholdsvis stabil mængdeafsætning er det klart, at den primære årsag til den svingende omsætning skal findes i priserne og hvor gode Dong er til, at sælge energien for den rigtige pris og på det rigtige tidspunkt. Det er min forventning at priserne vil udvikle sig ligesom forventningerne i de to tidligere forretningsområder, da energiprodukterne er de samme. Historisk har det endvidere vist sig at forretningsområdet følger tendenserne i Generation tæt, (se trend analyse på forretningsområder). Forretningsområdet bruger ligesom andre dele af koncernen diverse finansielle instrumenter (sikringsinstrumenter) til afdækning af prisrisici. Udviklingen heri budgetteres ikke da det over tid forventes at udligne hinanden på tab/gevinst siden.

6.1.1.4 S&D

Forretningsområdet er påvirket af afregningspriser, samt i stor grad mængder dels ved salg og dels ved andres anvendelse af Dongs transmissionsnet.

Det er min vurdering er afregningspriserne vil følge tendenserne fra de andre forretningsområder. Dog bemærkes at afregningspriser på distributionsaktiviteter bortset fra naturgaslagrene, samt 16 % af salget til slutkunder er offentligt reguleret hvorfor disse budgetteres til at være på niveau fremadrettet.

Mængderne har på distributionssiden været faldende i 2009, dog forholdsvist marginalt. Derimod er Dongs salg til slutkunderne steget. Der forventes fremadrettet mængdesalg på Dongs distributionsnet i niveau med 2008-2009. Mht. detailsiden, salg til slutkunder, forventer jeg at Dongs profilering/branding og ambitioner om vækst giver udbytte, hvilket også skal ses i lyset af det tidligere beskrevne vækstpotentiale. Derudover er Dong langt i udviklingen på intelligent el-net, samt klimavenlige produkter, ligesom de har øvrige klimakoncepter/rådgivningssamarbejder i produktsortimentet. Det er min vurdering, at Dong vil fastholde og marginalt udbygge deres markedsandel i Danmark. Vækstpotentialet er derfor i øvrige lande, her primært Holland og Sverige, hvor Dong har mindre markedsandele. Jeg forventer på baggrund af ovenstående et stigende mængdesalg til slutkunderne.

6.1.1.5 Opsummering på omsætning

På baggrund af ovenstående vurderes der derfor generel vækst i Dongs omsætning. Hertil kan det nævnes at Dong, som helhed har stigende udgifter til forskning og udvikling, som kan give en række muligheder for unikke produkter og mere afsætning. Der kan derfor ligge en betydelig gevinst i nogle af udviklingsprojekterne, som dog ikke kan budgetteres, da jeg ikke kender sandsynligheden for gevinst. Eksempelvis kan nævnes geometriske anlæg og intelligent el-net. Alt i alt vurderes Dongs investeringer, vækstpotentialet på markedet og Dongs klimaprofil, at bidrage til en positiv udvikling på afsætningssiden.

Nedenfor ses omsætningsvæksten budgetteret, med udgangspunkt i en vurdering af hvert forretningsområde:

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Terminal
15,2%	14,2%	8,6%	8,6%	7,7%	-7,3%	-6,6%	10,0%	6,0%	4,5%	4,2%

Tabel 15 Budgettering af omsætningen, egen tilvirkning

Som det ses er Dong præget af konjunkturerne som ændrer pris og efterspørgsel. Dong har derfor en stor grad af cyklisk udvikling, hvorfor omsætningsestimaterne bærer præg af de forventede udsving i konjunkturerne.

2010: Priserne på olie, el og naturgas forventes i gns. at stige med ca. 20 %. En stor del af Dongs afregningspriser er prissikret, hvilket bevirker at de ikke for fuldt udbytte af de forventede stigninger i 2010. Dog skal det nævnes at olie er prissikret til ca. 80 USD/tdr, hvilket er en stigning på 29 % i forhold til realiseret i 2009. Med helårseffekt fra en række investeringer, forventer jeg samtidig at mængdesalget generelt stiger. Alt i alt forventer jeg i året en betragtelig stigning i omsætningen med i alt ca. 15 %.

2011: Jeg forventer ligeledes at 2011 bliver et godt år for Dong. Dette er begrundet med forventningerne til den økonomiske vækst i 2011, forventninger til en positiv påvirkning for prisstigninger, dog nu mere moderate, samt et fortsat større mængdeafsætning fra specielt E&P og Generation.

2012-2014: Jeg forventer i denne periode at den økonomiske aktivitet holder ved, hvorfor afregningspriserne holdes på niveau. Omsætningsændringerne præges derfor af forventninger om fortsat mængdeafsætning. Det er specielt de foretagne investeringer som for alvor ventes at løfte den samlede omsætning. Derudover forventer jeg grundet den strategiske analyse, en stigende efterspørgsel efter produkter, som kan reducere CO₂-udslip. Dongs klimaprofil, samt Dongs produktudbud giver forventninger om flere markedsandele for forretningsområdet S&D. Det er primært markeder udenfor Danmark, hvor væksten forventes at blive skabt, for forretningsområdet S&D.

2015-2016: Efter en række år med positiv udvikling for priserne er det min forventning at disse reduceres og falder. Dette skyldes den førnævnte forventning til en konjunkturedgang midt i perioden. Jeg forventer derfor fald i 2015 og 2016 på henholdsvis ca. -7 % og -6,5 %. Faldene er ikke så markante som tidligere da jeg ikke vurderer en så kraftig afmatning som den der var i årene 2007-2009. Dog er faldende stadig betydelige, hvilket primært skyldes udsving i forretningsområdet Energy Markets. De lidt større udsving i dette forretningsområde begrundes med historikken, hvor det ses at forretningsområdet i 2009 blev påvirket kraftigt af en konjunkturedgang.

2017-2019: Efter en periode med ugunstig udvikling i priserne/konjunkturerne forventer jeg, at disse igen vender og bidrager med en positiv virkning. Jeg forventer fortsat gode mængdeafsætninger, hvorfor prisen slår godt igennem og løfter omsætningen. Hen imod terminalperioden er det min forventning at prisen stabiliseres, ligesom mængdeafsætningen

ligeledes stabiliseres. Jeg forventer i starten en større vækst i Energy Markets, hvilket skyldes at de historisk har større udsving ved konjunkturændringer. Derefter forventer jeg at Energy Markets, stabiliseres og vokser i takt med koncernen i øvrigt. Jeg forventer på den baggrund samlede stigninger på 10 %, 6 % og 4,5 % i henholdsvis 2017, 2018 og 2019.

Terminalperioden: Da terminalperioden viser forventningerne til vækst i Dongs levetid, kan man med rimelighed ikke fastsætte en vækst større end de langsigtede forventninger til væksten i den globale økonomi. På baggrund af en historisk vækst i energi branchen på 8,3 % og 6,3 % for den samlede økonomi, i perioden fra 1963-2003⁷⁷, synes det ikke rimeligt at sætte væksten højere end 6 %. Ved at se på BNP væksten i EU, kan denne over de sidste 10 år opgøres til 1,71 %⁷⁸, hvortil der skal tillægges inflation. Inflationen har i de seneste 10 år været 2,16 % i gns. når der ses på EU området⁷⁹. På baggrund af ovenstående oplysninger, samt en forudsat inflation på 2 %, som er det niveau ECB vil holde inflationen på⁸⁰, sættes væksten i terminal perioden til 4,2 %. Væksten synes som et passende niveau, idet jeg også er optimistisk omkring Dongs fremtid, da jeg bl.a. ser gode vækstmuligheder.

6.1.2 Overskudsgrad

Overskudsgraden fra salg før skat, beregnes ud fra forventninger i bruttoavancen (produktionsomkostningerne), samt omkostninger til marketing og administration.

6.1.2.1 Bruttoavance

Bruttoavancen fremkommer som nettoomsætning fratrukket produktionsomkostninger. Det er derfor klart at der i det efterfølgende skal ses på produktionsomkostningerne og forventninger hertil. Under produktionsomkostninger er der også indregnet personaleomkostninger, samt omkostninger til forskning og udvikling. Historisk har udviklingen i disse faktorer i forhold til omsætningen, set således ud:

	2006	2007	2008	2009
personale (prod) i % af omsætning	2,37%	3,03%	2,54%	4,15%
F&U (prod) i % af omsætning	0,48%	0,77%	1,79%	2,08%
Øvrige prod.omk. i % af omsætning	71,26%	78,07%	78,50%	81,76%

Tabel 16 Historisk udvikling i produktionsomkostninger, egen tilvirkning

⁷⁷ Koller, Goedhart og Wessels s. 155 og 279

⁷⁸ http://www.eu-oplysningen.dk/fakta/tal/BNP_vaekst/

⁷⁹ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

⁸⁰ <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.da.html>

Det er min vurdering at personaleomkostninger på kort sigt vil være på niveau, eller svagt faldende. Dette skyldes Dongs mange investeringer, hvor omsætningen først kommer senere, samt det at jeg forventer omsætningen på kort sigt primært stiger pga. stigende priser, og derfor ikke alene pga. øget produktion. På længere sigt vurderes personaleomkostninger i % at falde yderligere. Dette begrundes med den større andel af vedvarende energi, som alt andet lige sænker kravene til antallet af personale, samt en forventet stigende omsætning og udbytte af igangsatte investeringer. Med baggrund i ovenstående og en historisk tilgang, er gns. for mine forventninger til personaleomkostninger i % på 3,21 %, med en generelt faldende tendens over perioden. Omkostninger til F&U forventes at være på niveau, dog med en stigende tendens, hvilket skyldes Dongs strategi om mindre CO₂, samt kravene i sektoren til at være innovative for at kunne differentiere sig. Gns. for mine forventninger lyder på 2,44 %.

6.1.2.1.1 Øvrige produktionsomkostninger:

Som det ses på tabel 16, stiger øvrige produktionsomkostningernes andel over perioden. Årsagen hertil skal findes i en lavere omsætning primært pga. priser, samt omkostninger som ikke helt har kunnet følge med. Dertil kommer en række investeringer, hvor der endnu ikke er kommet helårsindtægt(normalårsindtægt), men hvor omkostninger er effektueret. I relation til de enkelte forretningsområder kan følgende nævnes:

6.1.2.1.1.1 E&P og Generation

For disse områder er det klart at der er sket og der forventes at ske en række investeringer. I 2009 stod de for 87 % af koncernens samlede bruttoinvesteringer. Dette er ikke gavnligt for lønsomheden på kort sigt, idet omkostninger til opstart og omlægninger aktiveres hurtigt hvorimod indtægten først kommer senere.

For Generation gælder det mht. indkøbspriser, at afhængigheden heraf vil reduceres i takt med mere vedvarende energi. På kort sigt forventes indkøbspriserne for kul reduceret i 2009 og til dels 2010 hvorefter at stige i henhold til konjunkturer, dog med lacking effekt på 1 år. Derudover er det min vurdering på baggrund af vedvarende energi og øget brug af biomasse, at Dong vil reducere klima omkostningerne, hvorfor CO₂ kvoter falder.

Udvidelse og omstilling til vedvarende energi vil derudover uden tvivl koste en del ekstraordinære udgifter og ligge en dæmper på indtjeningsmarginerne, eksempelvis exit cost,

når kraftværker skal nedlukkes. Generelt er det min vurdering at bruttoavance over budgetperioden gradvist vil forbedre sig.

6.1.2.1.1.2 Energy Markets og S&D

For disse områder er det min vurdering at deres produktionsomkostninger ikke vil forrykke sig væsentligt. Det må dog formodes at der specielt i S&D, er en del omkostninger ved at forsøge at vinde markedsandele, eksempelvis ved etablering på nyt marked. Generelt er det min vurdering at bruttoavanceprocenten på disse forretningsområder vil udvikle sig forholdsvis stabilt.

6.1.2.1.2 Opsummering bruttoavancen

Det er væsentligt at bemærke, at Dong har påbegyndt et effektuerings og omkostningsprogram, som skal forbedre EBIDTA med 1,5 mia. kr. frem til og med 2011, hvilket selvsagt forventes at bidrage positivt til lønsomheden.

Alt i alt er det min vurdering at bruttoavancen på kort sigt, ikke markant vil bryde den historiske trend de seneste år. Når dette er sagt, er det min vurdering, at den over tid vil forbedres, hvilket dog vil ske gradvist, pga. omkostninger til forskning og udvikling, personale og forventninger til fortsatte investeringer. Jeg vurderer at bruttoavancen over perioden forbedres fra 12,01 % i 2009 til 16,2 % i slutningen af budgetperioden. Til sammenligning var bruttoavancen 26 %, 18 % og 17 % i henholdsvis 2006, 2007 og 2008.

6.1.2.2 Udvikling i øvrige driftsomkostninger

Det er min forventning at udgifter til marketing og salg vil stige. Dette skyldes at andelen brugt på dette har været faldende de seneste år. For at Dong kan vækste og positionere sig i relation til deres strategi, er det min vurdering at omkostninger til branding, salg og marketing vil stige fremadrettet.

Omkostninger til ledelse og administration forventes over tiden reduceret. Dette skyldes at Dong i takt med en forøgelse af virksomheden, vil opnå stordriftsfordele, ligesom jeg generelt forventer at Dong har mulighed for, og vil omkostningstilpasse sig og optimere virksomheden over budgetperioden.

Det er min vurdering, at stigningen på salg og marketing og faldet i ledelse og administration, vil udligne hinanden over perioden. Således er det min betragtning at et historisk gns. af disse

2 posters andel af omsætningen, vil være et passende estimat for fremtiden. Andelen fastsættes derfor til 5,2 %.

Samlet set er mine forventninger til OG salg før skat følgende:

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Terminal
7,9%	8,1%	8,6%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	9,7%	10,4%	11,6%	11,0%

Tabel 17 OG forventninger, egen tilvirkning

Som det ses, er det min forventning at Dongs OG på kort sigt fortsat vil være lav i forhold til tidligere niveauer, men over tiden stige gradvist, som følge af at virksomheden forventes at optimere sig over tid. Det er dog ikke min forventning, at Dong kommer op i tidligere tiders niveau omkring 21 % og 13 %, da jeg ikke syntes det er realistisk. Det synes i terminalperioden ikke urealistisk at en OG på 11 % kan nås når der ses på tidligere tiders niveau.

6.1.4 Skattesats

Den effektive skattesats afviger fra den danske selskabsskattesats, som følge af handel med og forretninger i udlandet. Den effektive skattesats estimeres med udgangspunkt i det historiske niveau samt en forudsætning om, at den over tid vil nærme sig et niveau omkring den danske selskabsskatteprocent på 25%, dog fortsat med en forskel, da der altid vil være handel med udlandet. At jeg forventer den effektive skatteprocent reduceres i forhold til nuværende niveau, skal også ses i lyset af den historiske udvikling, som har påvist en væsentlig lavere effektiv skattesats end den i 2009 realiserede.

6.1.5 Overskudsgrad efter skat på andre indtægter/omkostninger

Denne post udgør traditionelt en mindre del af det samlede resultat i Dong. Posten består af andel af resultat fra datterselskaber, samt øvrige indtægter/omkostninger, således er gevinst/tab ved salg af aktiver udskilt og lagt ned i posten øvrige reguleringer/usædvanlige poster.

Historisk er den samlede OG for andre driftsindtægter i forhold til omsætningen 0,42 %, hvis der tages et gennemsnit over de seneste 4 år. Datterselskaber samt øvrige driftsindtægter/udgifter er ikke analyseret nærmere i denne opgave, hvorfor det bedste estimat herfor, er gennemsnittet fra de seneste 4 år, hvilket bruges.

6.1.6 Øvrige reguleringer

Posten kaldes også usædvanlige poster og består af ekstraordinære posteringer, gevinst/tab ved salg, brugen af finansielle instrumenter, samt øvrige reguleringer. Denne post kan ikke budgetteres og sættes til nul. Dog ved jeg at Dong har solgt en aktiepost i Swedegas AB, hvorfor indtægten herfra, stor 150 mio. kr. indregnes. De forventede virkninger fra effektiviseringsprogrammer, i alt forventeligt 1,5 mia. kr. over 2 år, indregnes ikke, da de indgår implicit i budgetteringen af øvrige tal.

6.1.7 Aktivernes omsætningshastighed

AOH er de seneste 4 år faldet/forværret. I regnskabsanalysen, herunder kapital 5.1.2, blev årsagen primært forklaret ved stigende NDA, og en svigtende omsætning. Den bagvedliggende årsag er prisudvikling og de mange investeringer foretaget af Dong, som endnu ikke giver fuldt udbytte i omsætningen. Derudover har Dong øget deres pengebindinger betydeligt i debitorer, hvilket også er medvirkende til en markant forværret AOH på arbejdskapitalen. Det er svært at forudsige præcist hvilket behov Dong har for arbejdskapital. Ideelt skal ændringer i salget medfører tilsvarende ændringer i arbejdskapital men sådan er det ikke her, da udsvingene i arbejdskapital er noget mere voldsomme end udsvingene i omsætning. Det må dog være et mål for Dong, at deres behov tilpasses og styres. Med baggrund i dette og et ønske om at arbejdskapitalen udvikler sig sammen med omsætningen, estimeres AOH arbejdskapital til gennemsnittet for de seneste 4 år. Gennemsnittet for de seneste 4 år, betragtes, som et passende udtryk for det behov Dong har for arbejdskapital.

AOH for øvrig NDA er stærkt påvirket af de investeringer Dong foretager, hvorfor denne som udgangspunkt ikke skal følge omsætningsvæksten på kort sigt. Det er ikke min vurdering at Dong arbejder under en kapacitetsbegrænsning, som vil give akutte behov for store investeringer, der derfor vil reducere AOH. Derimod er Dong i færd med en omstillingsproces mod vedvarende energi, ligesom de gerne vil vækste. Dette faktum gør at kravene til fortsatte investeringer vil være til stede. Med baggrund i forventninger om stigende omsætning og fortsatte investeringer, estimerer jeg en AOH på øvrig NDA i niveauet for de foregående 4 år, når der ses på kort sigt. Efter år 2015 estimerer jeg en stigende AOH, idet det er min vurdering at Dong gradvist vil reducere investeringerne og optimere virksomheden.

I terminalperioden er det min vurdering at en samlet AOH i niveauet 1,05 ikke er urealistisk af en virksomhed som Dong og måske også lidt forsigtig sat.

6.2 WACC

I det følgende vil jeg beregne WACC ud fra følgende formel:

$$WACC = \frac{EK}{EK + FK} \cdot R_{EK} + \frac{FK}{EK + FK} \cdot R_{FK} \cdot (1 - t)$$

Som det ses ovenfor skal der opstilles en række forudsætninger for at udregne WACC. Disse forudsætninger kan ses i bilag 12, og vil i det følgende blive begrundet.

6.2.1 Egenkapitalafkastkrav

Til beregning af dette afkastkrav har jeg benyttet CAPM og derved følgende model:

$$R_{EK} = R_f + \beta(R_m - R_f) + L + S$$

6.2.1.1 Risikofri Rente

Jeg har benyttet en 10-årig statsobligation. Den effektive rente udgør pr. 22-04-2010 3,32%⁸¹.

6.2.1.2 Beta β

I CAPM-modellen indregnes alene den systematiske risiko, dvs. den risiko som af investor ikke kan bortdiversificeres. Beta beskriver denne systematiske risiko, hvorfor den kan indregnes i egenkapitalafkastkravet. Beta viser samvariationen med markedsporteføljen, eksempelvis vil en aktie med en Beta på 2, svinge dobbelt så meget som markedsporteføljen. Beta estimeres typisk via historiske kurser på en given aktie, som holdes op i mod den historiske udvikling på et relevant markedsindeks. Da Dong ikke er børsnoteret, er det ikke muligt at foretage denne øvelse. I stedet kan beta estimeres ved, at se på beta fra sammenlignelige virksomheder eller ved brug af Common Sense. På det hjemlige marked er Dong, som vi tidligere så i analysen af konkurrencesituationen, den største energikoncern, hvorfor lignende virksomheder her er mindre set i forhold til Dong. Hvis vi går til udlandet er Dong på mange af forretningsområderne en lille spiller set i forhold til de store koncerner. Virksomheder som Statkraft og Vattenfall, der på mange områder minder om Dong, samt agerer på nærmarkeder, er heller ikke børsnoteret. Virksomheder som Fortum og Centrica er

⁸¹ <http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite/?Instrument=CSE62676>

også sammenlignelig med Dong både på virkeområde og størrelse, derudover er disse børsnoteret, Beta på disse er 0,693 på Centrica og 1,042 på Fortum⁸². Med baggrund heri vil jeg ikke mene, at jeg alene ud fra denne metode kan finde en valid beta, jeg vil derfor læne mig op af common sense metoden. Common sense metoden går ud på at finde et beta, ved at se på virksomhedens driftsmæssige risiko, finansielle risiko, og derefter den samlet risiko.

Driftsmæssig Risiko	Finansiel 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+

Figur 27 Kilde FSR – fagligt notat om statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, december 2002. Opstilling i tabel er sket ved egen tilvirkning.

Figur 26 giver beta niveauer med udgangspunkt i en vurdering af virksomhedens risiko. I regnskabsanalyseafsnittet fandt jeg frem til, at Dong har svingende resultater, hvorfor de har en forhøjet driftsmæssig risiko. Den finansielle risiko synes at være acceptabel, om end ikke lav, da virksomheden har en stigende finansiell gearing, samt et formindsket likviditetsberedskab. Alt i alt munder ovenstående ud i en vejledende beta i niveauet 1,15-1,4. Jeg fastlægger beta til 1,275, som er et gennemsnit af 1,15-1,4. Ses der på de førnævnte virksomheder er beta estimeringen en anelse højere end disse. Afvigelsen accepteres med udgangspunkt i regnskabsanalyse på Dong, samt en 4 års regnskabshistorik, som påviser ustabil indtjening på Dong, hvorimod der er en mere stabil og bedre indtjeningsevne hos Fortum og Centrica.

6.2.1.3 Markedets risikopræmie

Risikopræmien er bestemt ud fra en undersøgelse som PriceWaterhouseCoopers foretog i 2008, og som også er omtalt i bogen, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse* s. 51. Ud fra undersøgelsen er risikopræmien på markedet 4,7%, hvilket også harmonerer med hvad andre forfattere har anvendt i forbindelse med værdiansættelser af børsnoterede virksomheder.

⁸² www.bloomberg.com

6.2.1.4 Likviditetstillæg

Da Dong er en unoteret virksomhed, vil investor typisk kræve en forhøjet præmie som følge af, større transaktioner ved køb/salg, risikoen ved illikviditet i aktien, dvs. prisfastsættningen af aktien.

En undersøgelse vedrørende værdiansættelse af unoteret virksomheder, viser at størsteparten anvender en median på 2,0 % i likviditetsrabat⁸³, hvilket jeg også benytter.

6.2.1.5 Selskabstillæg

Jeg anvender ikke noget selskabsspecifikt tillæg, da dette kun bliver aktuelt i værdiansættelsen, såfremt investor belønnes for usystematisk risiko. Da jeg anvender CAPM, herunder Beta i estimation af ejernes afkastkrav, er der udelukkende taget højde for systematisk risiko. Den selskabsspecifikke risiko der måtte være, må investor altså selv bortdiversificere ud fra en porteføljbetragtning.

6.2.2 Fremmedkapitalens afkastkrav

$$R_{FK} = (R_F + R_S) * (1 - t)$$

Den risikofrie rente antages som ovenfor at være 3,32 %, selskabsskattesatsen er sat til 25 %⁸⁴ og selskabsspecifikt rentepickup (R(S)) er lånegivernes marginal, og denne har jeg sat til 1,275%. Jeg har anvendt en ”quick and dirty” metode⁸⁵. Risikotillægget kan bestemmes som beta, hvorfor jeg har anvendt et risikotillæg på 1,275%. Argumentet bag denne antagelse er, at hvis selskabets risiko stiger, så stiger dens beta og fremmedkapitalens afkastkrav følger denne beta-stigning.

6.2.3 Egenkapital- og Fremmedkapitalandel

Dette punkt omhandler Dongs kapitalstruktur, altså forholdet mellem gæld og egenkapital. Fordelingen heraf skal bruges til at beregne WACC'en. Det er vigtigt at de markedsmæssige værdier benyttes til fastlæggelse af værdien, da de markedsmæssige værdier fortæller mere om virksomhedens reelle værdi end de bogførte. Markedsværdien af egenkapitalen kendes dog ikke, hvilket er naturligt i det denne øvelse går ud på at finde den. I praksis kan denne problematik løses ved at antage en fast kapitalstruktur, med udgangspunkt i historikken og

⁸³ Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøer, hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis? S. 168

⁸⁴ www.skat.dk >>> Satser og beløbsgrænser

⁸⁵ Carnegies Valuation Guide 2002, side 10

forventninger til fremtiden⁸⁶. Alternativt kan kapitalstrukturen beregnes, ved en cirkulationsmetode, det såkaldte *cirkularitetsræsonement*⁸⁷. Metoden går ud på at beregne en kapitalstruktur ud fra fastsatte valuedrivers, øvrige oplysninger i WACC'en, samt et given kapitalstruktur. Ved at indsætte den beregnet nye kapitalstruktur, som derved er beregnet på en forventet markedsværdi, ind i WACC'en, fremfindes der en ny kapitalstruktur. Denne proces fortsættes indtil forskellen mellem den beregnet kapitalstruktur og den indsatte i WACC'en er lig med nul. I praksis løses denne metode matematisk og i Excel ved brug af solver.

For at benytte markedsværdier, har jeg benyttet cirkulationsmetoden. I den forbindelse har jeg beregnet en kapitalstruktur med en egenkapitalandel på 49,41 % og en gældsandel på 50,59 %.

WACC kan nu beregnes som 7,33 %. Ved brug af WACC'en skal de bagvedliggende antagelser huskes, som er uændret kapitalstruktur, fast beta, fast lånerente, fast skatteprocent.

7 Værdiansættelse

I det følgende værdiansætter jeg Dong ud fra mine analyser i opgaven. Værdien beregnes ud fra DCF-modellen og RIDO-modellen, som ser ud som følger⁸⁸:

$$EK_0 = NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+r_{Wacc})^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(r_{Wacc} - g)(1+r_{Wacc})^T} - V^{NFF}$$

$$EK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+r_{Wacc})^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(r_{Wacc} - g)(1+r_{Wacc})^T} - V^{NFF}$$

I bilag 12 fremgår budgetforudsætningerne, samt selve værdiansættelsen. Fra resultatet som opnås ved brug af ovenstående teoretiske modeller, kan følgende konkluderes:

Virksomhedsværdien kan beregnes til **96.426.922.960 kr.** Herfra fratrækker jeg minoriteter, hybridkapital og nettofinansielle forpligtigelser, hvorefter at markedsværdien af EK kan kalkuleres til **47.646.457.960 kr. og dermed 162,22 kr. pr. aktie.**

⁸⁶ Ole Sørensen s. 65

⁸⁷ Canegie's Valuation Guide, s. 20

⁸⁸ Ole Sørensen, s. 36

DCF-modellen og RIDO modellen giver samme resultat, hvilket de også skal ifølge teorien.

7.1 Scenario- og Følsomhedsanalyse

For at teste de beregnede data for ændringer i de givne forudsætninger/valuedrivers i terminalperioden har jeg udarbejdet en følsomhedsanalyse. Da der er en vis usikkerhed ved de variabler som indgår i værdiansættelsesmodellen, kan følsomhedsanalysen bruges til at vurdere denne usikkerhed. Følsomhedsanalysen kan ses nedenfor:

Følsomhedsanalyse (+/-) i terminal perioden	Omsætningsvækst			Overskudsgrad			Effektiv skattesats			AOH			WACC		
	Ændring	Ny værdi	Ny kurs	Ændring	Ny værdi	Ny kurs	Ændring	Ny værdi	Ny kurs	Ændring	Ny værdi	Ny kurs	Ændring	Ny værdi	Ny kurs
Niveau 3	0,75%	0,750%	190,75	3%	3,0%	268,26	3,00%	3,00%	146,26	0,225	0,225	219,59	0,75%	0,750%	103,45
Niveau 2	0,50%	0,500%	179,43	2%	2,0%	233,32	2,00%	2,00%	151,58	0,15	0,15	202,86	0,50%	0,500%	120,52
Niveau 1	0,25%	0,250%	170,08	1%	1,0%	198,38	1,00%	1,00%	156,9	0,075	0,075	183,9	0,25%	0,250%	140,03
Basis	0,00%	4,200%	162,22	0%	11,0%	162,22	0,00%	28,00%	162,22	0	1,0504	162,22	0,00%	7,330%	162,22
Niveau -1	-0,25%	-0,250%	155,52	-1%	-1,0%	128,5	-1,00%	-1,00%	167,54	-0,075	-0,075	137,23	-0,25%	-0,250%	188,83
Niveau -2	-0,50%	-0,500%	149,75	-2%	-2,0%	93,56	-2,00%	-2,00%	172,87	-0,15	-0,15	108,07	-0,50%	-0,500%	219,97
Niveau -3	-0,75%	-0,750%	144,72	-3%	-3,0%	58,62	-3,00%	-3,00%	178,19	-0,225	-0,225	73,61	-0,75%	-0,750%	257,49

Figur 28, Følsomhedsanalyse, egen tilvirkning

Som det ses er der udarbejdet følsomhedsanalyse på udvalgte valuedrivers, som er benyttet i værdiansættelsen. Jeg har forsøgt at lave realistiske udsving på den enkelte valuedriver. Som det ses er virksomheden som ventet følsom på samtlige parametre, men det er WACC, OG og AOH, som umiddelbart påvirker mest. Det er interessant at se så stor betydning det har for Dongs værdi, at AOH udvikler sig positivt. Dong skal simpelthen blive bedre til at skabe indtjening på deres aktiver. Hvis AOH realiseret i 2009 indsættes i terminalperioden, og der herefter udregnes en ny kapitalstruktur vha. cirkulationsmetode, vil værdien blive reduceret til 61,60 kr. pr. aktie. Tiltroen til om Dong kan omkostningstilpasse sig og skabe tilstrækkelig omsætning på de investerede midler og derved fremadrettet forbedre den nuværende AOH, er derfor essentiel for værdiansættelsen af Dong. Når det er sagt viser historikken AOH'er, som er væsentlig bedre end 2009. Dette støtter mit tidligere argument om at AOH 2009 er ramt af en række enkeltstående faktorer, som vil ændre sig, ligesom helårseffekt fra de foretagne investeringer bør bidrage til en højere omsætning og på sigt en forbedret AOH. På baggrund heraf synes den budgetteret AOH realistisk.

Min tidligere estimeret WACC blev estimeret med en beta på 1,275, sammen med et likviditetstillæg på 2 %. Sammenlignelige selskaber til Dong, som er børsnoteret har en mindre beta, se evt. bilag 5. Derudover kan det antages at Dong ved en børsnotering vil blive likvid, hvorfor der kan argumenteres for at afkastkravet kan være mindre efter en

børsnotering, da likviditetstillægget vil blive fjernet eller reduceret. Forudsat at de øvrige faktorer som indgår i WACC'en er konstante, vil en reduktion af WACC'en i form af at likviditetstillægget fjernes, betyde en kursstigning på ca. 37 %.

Når der ses historisk og jeg generelt har positive forventninger til fremtiden er det min vurdering at budgetteringen er fastlagt realistisk, og mere pessimistisk end optimistisk.

Jeg har desuden udarbejdet en scenario-analyse indeholdende worst og best case. Beregningen ses nedenfor og den viser aktiekursen såfremt alle de bedste eller dårligste valuedrivers, på nær WACC'en og AOH, fra ovenstående følsomhedsanalyse indtræffer.

Scenario-analyse	
Optimistisk	358,15
Pessimistisk	52,69

Figur 29, scenario-analyse, egen tilvirkning

Scenario-analysen viser store forskelle, hvilket også er forventet med så markante ændringer i valuedrivers på en gang. Det optimistiske/pessimistiske scenario kan afspejle kursmål, alt efter om investor/analytiker har en kritisk eller positiv holdning til Dong og branchen som helhed. Som ventet er det ændringer i OG, som påvirker resultatet væsentligt.

7.2 Værdiansættelsen set i forhold til Peer Group

I det efterfølgende vil jeg sammenligne de fremfundne resultater i opgaven, herunder selve værdiansættelsen med sammenlignelige virksomheder, en peer-group. Diverse oplysninger/nøgletal kan ses i bilag 5.

Virksomhederne vil blive sammenlignet med udgangspunkt i en multiple-analyse hvor markedsværdierne sættes i forhold til resultater opnået af virksomheden.

Nedenfor ses skema for udvalgte selskaber, som sammen med udvalgte nøgletal sammenlignes med Dong.

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

I mio. kr.	Omsætning	Markeds værdi EK	EV	P/E	P/S	P/EBITDA	EV/EBITDA	P/BEK
DONG Energy (Dansk)	49262	47646	96427	41,72	0,97	5,39	10,91	1,30
Centrica (britisk firma)	188577	135801	162727	18,48	0,72	-	-	3,77
Fortum (Finsk)	40447	125151	169499	12,82	3,09	7,34	9,94	2,09
EDF (Fransk)	493673	557732	873987	18,33	1,13	4,29	6,72	2,68
E.ON (tysk)	608882	421875	754271	6,56	0,69	4,19	7,49	1,40
ENEL (italiensk)	476548	289192	667766	7,20	0,61	2,43	5,61	1,20
GDF Suez (Fransk)	594675	462929	685944	11,89	0,78	4,44	6,58	1,03
Iberdrola (Spansk)	182768	246136	469240	11,25	1,35	4,85	9,25	1,24
RWE (Tysk)	355289	261571	453478	9,84	0,74	3,84	6,65	2,75
Gns. ekskl. Dong	367607	312548	529614	12,05	1,14	4,48	7,46	2,02

Tabel 18 Sammenligning, egen tilvirkning

Det er ikke på alle konkurrenter hvor der forefinder tilstrækkelige med oplysninger, eksempelvis er nærkonkurrenter, som svenske Vattenfall eller norske Statkraft ikke børsnoteret, hvorfor de ikke kan sammenlignes i en multiple analyse. I sammenligningen ovenfor indgår derfor primært virksomheder som er noget større end Dong, men dog nogenlunde sammenlignelige pga. virkeområde.

Som det ses springer P/E nøgletallet hurtigt i øjnene. P/E tallet fortæller noget om hvor meget investor skal betale for 1 kroners overskud. P/E tallet på Dong er forholdsvis højt og væsentlig højere sammenlignet med øvrige virksomheder. Årsagen her er klart det markante fald i resultat pr. aktie som er faldet fra 15,07 til 2,73 kr. pr. aktie fra 2008 til 2009. Dette fald illustreres ikke tydeligt nok i den kurs som jeg har estimeret. Er kursen så sat forkert? Dette kan der analyseres videre på i det efterfølgende. For ses der på hvad Dong havde i resultat pr. aktie som et gns. fra 2005 til 2008, så er P/E i stedet 14,75, hvilket er i niveau med de øvrige virksomheder. Med forventninger om en fremadrettet bedre indtjening, synes den aktuelle høje P/E blot at være et udtryk for et ekstraordinært tilfælde hvor Dongs indtjening er kraftigt reduceret. Tendensen illustreres også ved nøgletallet P/EBITDA (EV/EBITDA), som viser prisen for 1 kroners EBITDA. Nøgletallet kan betragtes som en bagvedliggende årsag for P/E's niveau, og dette nøgletal er også højere end konkurrenternes. Ses der på P/S, som er prisen for 1 kroners omsætning, ligger Dong i niveau med de øvrige virksomheder, hvilket også er tilfældet med nøgletallet P/BEK som er prisen for 1 kroners bogført egenkapital. Baseret på nøgletallene fra de sammenlignelige virksomheder kan en alternativ værdiansættelse af Dong foretages. Metoden ses af tabel 19.

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

Mio kr.	Gns. multiple for peer-group.	Dongs regnskabstal	Værdi af Dong
Nettoomsætning	1,1381 x	49262	= 56067,3574
Overskud	12,0471 x	1142	= 13757,7367
Bøgført værdi af EK	2,0211 x	36.618	= 74009,5198
EBITDA	4,4822 x	8.840	= 39622,5371
Gennemsnit af værdier			45864,2877

Tabel 19 Alternativ værdiansættelse af Dong, egen tilvirkning

Ovenstående alternative værdiansættelse af Dong, viser en gns. værdibetragtning på 45,864 mia. kr. Værdien er meget tæt på min tidligere fremfundne værdi vha. DCF- og RIDO modellen. At værdierne ligger så tæt, er positivt for om den tidligere fremfundne værdi kan betragtes som fair.

Alt i alt må det siges, at hvis der alene ses på Dongs årsregnskab 2009 og i den forbindelse på multiple nøgletal relateret til indtjeningen (P/E, P/EBITDA) ja så har jeg prisfastsat selskabet for højt. Men hvis historikken, de fremadrettede forventninger og de øvrige multiple nøgletal ovenfor tages i betragtning, synes prisen for Dong ikke urealistisk i forhold til konkurrenterne. Hvorfor går Dongs P/E, så meget op, når ikke konkurrenternes gør? Til dette kan der være flere svar. Først og fremmest er Dongs indtjeningsevne i året væsentlig reduceret i forhold til konkurrenterne, dette gælder både for EBIT-margin, EBITDA-margin og ROE, se evt. bilag 5. Dette forhold gør at Dongs indtjeningsevne ikke kan leve op til konkurrenternes på nuværende tidspunkt. For årsagsforklaringer hertil henvises der til regnskabsanalyseafsnittet. Det kan herefter så diskuteres om det er fordi konkurrenterne er bedre til at drive deres virksomhed end Dong, i det forskellene i nøgletallene var på indtjeningssiden (resultat og EBITDA). Det kan der måske være noget om, men fakta er at Dong har gang i en række investeringer, som endnu ikke har givet afkast. Investeringernes størrelse set i forhold til Dongs størrelse, gør at de er sårbare i opstartsfasen, da de efter min vurdering ikke er så velkonsolideret som eksempelvis EDF eller E.on. Dertil kommer at Dong var ramt af en række engangseffekter i 2009, som beløb sig op i 3,7 mia. kr., primært relateret i tidsforskydninger mellem køb og salg af gas. ”Renses” der for dette opnås der en markant bedre P/E, som er tæt på niveau med konkurrenterne⁸⁹. Dette illustreres også i Dongs pengestrømme fra driftsaktivitet, som i 2009 holdt sig på niveau med øvrige år.

⁸⁹ <http://borsen.dk/investor/nyhed/178606/>

På baggrund af ovenstående analyser og gennemgang synes den fremfundne pris på Dong Energy for realistisk og fair.

8 Konklusion

Analysen af Dong Energy A/S har vist, at det er en koncern som er under udvikling, dels på omstilling til grøn energi, men dels også med ambitioner om vækst. Dong er positioneret rigtigt stærkt på det danske marked, med væsentlige markedsandele til følge. Ses der udover Danmarks grænser er Dong dog en mindre virksomhed, når der ses bort fra gode markedsandele på det svenske naturgas marked.

Dong har vækstambitioner, og klare ambitioner om at blive en Co2 neutral energikoncern, hvilket ses ved væsentlige investeringer dels i vedvarende energi, men også i nye kraftværker og efterforskning efter nye olie-/gasfund. Dong er eksempelvis operatør på verdens største havvindmøllepark Horns Rev 2, ligesom de har budt på et projekt om en væsentlig større havvindmøllepark ved Anholt.

Dong agerer på et marked hvor der er en række variabler, som har større eller mindre betydning for Dong. Elementer som afregningspriser på olie, el og gas har væsentlig betydning for Dong. Den øget miljø/klimafokus, fra det offentlige og øvrige samfund, vurderes at have stor effekt på Dong, med baggrund i deres profilering/fokus på klima, samt den generelle branche som de agerer i. Med Dongs stigende andel af vedvarende energi kan det være positivt for afsætningsmuligheder, samt minimering af risici relateret til at det offentlige, eksempelvis ved Co2 kvoter.

Dong har en stærk organisation, hvor man har fokus på at dække og optimere virksomhedens værdikæde. Det er min vurdering at Dong strategisk er velfunderet, således viser min SWOT-analyse en række stærke sider, samt muligheder for koncernen. Når det er sagt, befinder Dong sig på et marked hvor de internationalt set er en mindre spiller. Ligeså er konkurrenceintensiteten i branchen til stede, hvorfor der er konkurrence om at vinde og beholde markedsandele.

Dong har været igennem en betydelig udvikling som også illustreres på deres finansielle resultater, som igennem en lang årrække er forbedret, ligesom balancen er øget. Højdepunktet blev nået i 2008 med en rekordhøj omsætning. I 2009 har finanskrisen og en række

engangseffekter dog påvirket koncernens resultater, som således er reduceret og det dårligste resultat set over en 5 årig periode blev realiseret.

Regnskabsanalyser af Dong, påviste en virksomhed med en driftsmæssig risiko, grundet en volatil indtjening, samt en virksomhed som over perioden er blevet mere finansielt gearet.

Ud fra de foretagne analyser i opgaven, er det min vurdering at Dong fremadrettet vil klare sig bedre end det der var realiseret i 2009. Dette var udgangspunktet for den budgettering, som blev foretaget med baggrund i den foretagne strategiske- og regnskabsmæssige analyse.

Med baggrund i budgetteringen og fastlæggelse af WACC kunne værdien af Dong beregnes ud fra DCF og RIDO-modellen. Disse 2 modeller påviste en virksomhedsværdi på 96.426.922.960 kr., samt en værdi af egenkapitalen på 47.646.457.960 kr. og dermed en kurs på 162,22 kr. pr. aktie.

En følsomhedsanalyse på valuedriverne i terminalperioden, viser som ventet væsentlige kursudsving på den beregnede værdi af Dong. De største udsving kommer ved ændringer i AOH, OG og WACC. En scenarioanalyse med best/worst case beregninger, viser en kurs på henholdsvis 358,15 og 52,69.

En multiple sammenligning af det fremfundne resultat med sammenlignelige virksomheder, påviste umiddelbart en væsentlig forkert kurs på Dong, idet P/E på Dong var væsentlig højere. Forskellen blev dog forklaret ved et væsentligt dårligt resultat i 2009, som var præget af en række engangseffekter. Sammenligning med øvrige multiple nøgletal påviste desuden normalitet, ligesom en alternativ værdiansættelse af Dong ved brug af multiple nøgletal, påviste en værdi af Dong tæt på det der var fremfundet vha. RIDO- og DCF-modellen. På denne baggrund validerede jeg den fremfundne værdi af Dong, med en aktiekurs på 162,22 kr. pr. aktie, som værende realistisk og et godt estimat for en fair værdi af koncernen.

Såfremt Dong bliver børsnoteret vil det i værdiansættelsen anvendte likviditetstillæg, blive reduceret eller fjernet. Ved en komplet fjernelse af likviditetstillægget vil kursen stige med omkring 37 % såfremt øvrige faktorer til brug for estimering af kursen er konstante. Likviditetstillægget er i min værdiansættelse anvendt, idet jeg vil fortage en aktuel vurdering af Dong.

9 Perspektivering

Formålet med opgaven var at foretage en værdiansættelse af en af Danmarks største virksomheder. Værdiansættelsen synes relevant efter en række spekulationer om at koncernen skal børsnoteres. Med denne afhandling er der derfor foretaget en række analyser relevante for en potentiel investor og værdiansættelse af Dong, ligesom der til sidst i opgaven er kalkuleret en værdi af koncernen. Formålet med afhandlingen synes derfor opfyldt, hvorfor det nu er spændende hvornår Dong bliver børsnoteret og ikke mindst til hvilken pris.

Dong Energy er en virksomhed i udvikling og en virksomhed som agerer på et spændende og interessant marked. Som nævnt i afhandlingen har markedet igennem de seneste år været under forandring, dette illustreres i Danmark med en markant konsolidering, hvor Dong Energy nu er den største spiller. Men også internationalt er der sket en markant konsolidering, hvor en række energiselskaber er fusioneret eller opkøbt, eksempelvis købte Vattenfall, det Hollandske energiselskab Nuon i 2009. Markedsændringerne ses som en konsekvent af den løbende liberalisering af energimarkedet, som har medført en stigende konkurrenceintensitet. Med den stigende privatisering blandt energikoncernerne, herunder planerne om at børsnotere Dong, ligger man en stor del af ansvaret omkring klima og forsyningssikkerheden ud af statens hænder. Med den øgede fokus på klima, samt en anerkendelse i Europa og Danmark om vigtigheden af forsyningssikkerhed, kan det være et interessant spørgsmål og følge for branchen. Aktuelt er der forlydender om at Dongs planer om børsnotering smuldrer på baggrund heraf⁹⁰. En løsning på dette er derfor også at Dong kun delvist børsnoteres. Der har i den forbindelse været forlydender om at det kun er 20-30 % af aktierne som sælges⁹¹, hvilket stadigvæk vil gøre at staten har den primære kontrol med selskabet.

Dongs visioner om klima, giver endvidere et interessant aspekt på casen, for giver disse massive investeringer gevinst?. Det er klart at Dong er afhængig af at de offentlige tilskud fortsætter, ligesom det vil være en trækker, hvad der sker med CO2 kvoter o.lign. Dertil kommer potentielle gevinster fra de mange investeringer/projekter Dong har gang i. Alt dette kan være betydelige kurstrickere for Dong. Og i værdiansættelsen er der eksempelvis ikke indregnet gevinsten af et nyt stort oliefund, eller gennembrud på geometriske anlæg.

⁹⁰ <http://npinvestor.dk/nyheder/dongs-boersdroemme-smuldrer-hastigt-203832.aspx>

⁹¹ <http://www.business.dk/boersnyt/regeringen-udsætter-dong-boersnotering>

Alle ovenstående forhold er spændende og yderst relevant at overveje for en potentiel investor.

Hvordan er den i afhandlingen beregnet værdi af Dong set i forhold til andre værdiansættelser? Ud fra en række eksterne kilder, fra 2008 til nu, skønnes markedsværdien til et sted mellem 50-80 mia. kr.^{92 93 94 95} Min værdiberegning ligger i niveauet 47-48 mia. kr. hvilket ud fra disse oplysninger ikke synes som en urealistisk pris, men dog lidt i underkanten. Årsagen må forklares ved at de førnævnte værdiansættelser er lavet før regnskabsåret 2009. Da regnskabsåret 2009 ikke var så positivt som de andre år, er det kun naturligt at prisen/værdien reduceres.

10 Litteraturliste

Bøger

E. Porter, Michael

Competitive Strategy

2005 a division of Simon & Shuster, Inc.

Koller, Tim m.fl.

Valuation – measuring and managing the value of companies

2005 by Mckinsey & Company, Inc.

Sørensen, Ole

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

3. udgave, 1. oplag 2009, Gjellerup

Weston Fred J. m.fl.

Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance

2004 by Pearson Education, Inc.

⁹² <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2008/01/08/104830.htm?rss=true>

⁹³ <http://epn.dk/brancher/energi/article1235723.ece?service=printversion>

⁹⁴ <http://epn.dk/brancher/energi/olie/article2038759.ece>

⁹⁵ <http://benchmark-pricing.dk/presentations/Dong%20Energy.pdf>

Danmarks Nationalbank

Kvartalsoversigt 1. Kvartal

2010

Carnegie's Valuation Guide

Bridging the gap between theory and practice

Forår 2002

Bent Schack

Regnskabsanalyse og Virksomhedsbedømmelse

3. udgave, 3. Oplag 2002, Jurist og Økonomiforbundets Forlag

Internetportaler

1. Dong Energy > www.dong.dk
2. Dong Energy > www.dongenergy.com/DA
3. Spar Nord Bank > www.sparnord.dk
4. Jyske Bank > www.jyskebank.dk
5. Handelsbanken > www.handelsbanken.dk
6. Danske Bank > www.danskebank.dk
7. Nordea Bank > www.nordea.dk
8. Miljøministeriet > www.mim.dk
10. Danmarks Nationalbank > www.nationalbanken.dk
11. International Monetary Fund > www.imf.org
12. Organisation for Economic Co-operation and Development > www.oecd.org
13. Det danske skattevæsen > www.skat.dk
14. Valutakurser > www.valutakurser.dk
15. Euroinvestor > www.euroinvestor.dk
16. Tv2 Nyhederne > www.nyhederne.tv2.dk
17. Dagsbladet Information > www.information.dk
18. Energistyrelsen > www.ens.dk
19. EU Lovgivning > www.eur-lex.europa.eu

20. Klima- og Energiministeriet > www.kemin.dk
21. Dansk Statistik > www.danskstatistik.dk
22. Mongobay (tal og grafer) > www.mongobay.com
23. Tv2 Finans > www.finans.tv2.dk
24. Forbrug på nettet > www.fpn.dk
25. Miljøstyrelsen > www.mst.dk
26. Undervisningsministeriet > www.uvm.dk
27. Københavns Fondsbørs > www.nasdaqomxnordic.com
28. Bloomberg > www.bloomberg.com
29. Largest Companies > www.largestcompanies.dk
30. Marketwatch > www.marketwatch.com
31. Dagsbladet Politiken > www.politiken.dk
32. Dagsbladet Børsen > www.borsen.dk
33. Dansk Energi > www.danskeenergi.dk
34. Benchmark Pricing > <http://benchmark-pricing.dk/>
35. DR Nyhederne > www.dr.dk/nyheder/penge
36. Erhverv på nettet > www.epn.dk
37. Energinet > www.energinet.dk
38. Vindmølleindustrien > www.windpower.org
39. Net Posten Investor > www.npinvestor.dk
40. Eurostat > <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

Publikationer

1. Årsrapport 2005 for Dong Energy A/S
2. Årsrapport 2006 for Dong Energy A/S
3. Årsrapport 2007 for Dong Energy A/S
4. Årsrapport 2008 for Dong Energy A/S
5. Årsrapport 2009 for Dong Energy A/S
6. Materiale / inspiration fra finansielle institutioner (aktieanalyser), herunder:
 - a. Jyske Bank
 - b. Spar Nord Bank

- c. Danske Bank
- d. Nordea
- e. Handelsbanken

7. Årsrapport 2009 fra

- a. Centrica
- b. Fortum
- c. Statkraft
- d. Vattenfall
- e. EDF
- f. E.on
- g. Iberdrola
- h. Statoil
- i. Shell
- j. GAS Natural SDG
- k. GDF Suez
- l. Enel
- m. RWE

- 8. Fagligt notat for statsautoriserede revisorer, om værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, December 2002, udgiver FSR.
- 9. Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøler, *Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?* Ledelses & Erhvervsøkonomi nr. 3 2006 s. 157-172.
- 10. Europaparlamentets og rådets direktiv s. 2, Bruxelles d. 16 september 2003
- 11. Energistyrelsen, Olie- og gasproduktion 2008.
- 12. Dansk Energi, Dansk elforsyningsstatistik 2008
- 13. OECD, Economic Outlook nov. 2009
- 14. IMF, World Economic Outlook okt. 2009
- 15. IMF, World Economic Outlook april. 2010
- 16. Dagsbladet Børsen, Dong Energy vil investere nye milliarder i Norge, artikel tirsdag d. 6 april 2010 s. 8
- 17. Dagsbladet Børsen, Havmøllefundamenter krakelerer over hele Europa, artikel onsdag d. 7 april 2010 s. 11

18. Dagsbladet Børsen, *Dong har tredoblet reserver på 10 år / S vil hente mere olie op fra Nordsøen*, artikler onsdag d. 21 april 2010 s. 8.
19. Koncernbrochure Dong Energy, samt præsentation af årsregnskab 2009, kan finde på www.dongenergy.com/investor

11 Bilag

Bilag 1 Beskrivelse af Dong⁹⁶

Milepæle:

- 1972-1973 Dong stiftes og der skiftes navn.
- 1979 Folketinget vedtager at indføre naturgas i Danmark, Dong får eneret til import, handel, transmission og lagring af naturgas
- 1981-1984 Dong etablerer olierørledning fra Nordsøen til Fredericia.
- 1987-1994 Dong etablerer naturgaslagre
- 1997 Dong køber 10% af det svenske Vattenfall Naturgas AB
- 2002 DONG køber Statoils efterforsknings- og produktionsaktiviteter i Danmark. Selskabet køber 16% af aktierne i el-selskabet NESA og bliver leadinvestor i venturefonden 'New Energy Solutions', der fokuserer på vedvarende energi og nye energiformer.
- 2003 Dong køber 64% af aktierne i Energigruppen Jylland, som ejer en del i Elsam.
- 2004 Det offentliggøres at Elsam og Dong har planer om at fusionere.
- 2005 Dong køber retten til el-aktiviteterne i København og Frederiksberg, Københavns Energi og Frederiksberg forsyning.
- 2005 Det svenske energiselskab Vattenfall og Dong offentliggør planerne om at dele aktiviteterne i Elsam og Energi E2 som de begge har ejerandele i.
- 2006 Konkurrenmyndighederne godkender fusionsplanerne og skabelsen af Dong Energy A/S, som er en sammenlægning af Dong, Elsam, Energi E2, Nesa, Københavns Energi og Frederiksberg forsyning.

⁹⁶ Kilde, www.dongenergy.com



Baggrund

DONG Energy er et integreret energiselskab med ledende markedspositioner i Danmark og andre nøgleområder i Nordeuropa. DONG Energy A/S er et holdingselskab og indregistreret i Danmark.

Gennem de senere år har DONG Energy flyttet sit fokus fra at være naturgaskilde, engrossælger, efterforsker, samt gas- og olieproducent, til at blive et integreret energiselskab med aktiviteter i hele værdikæden.

Grundlagt i 1972

DONG Energy blev grundlagt som Dansk Naturgas A/S af den danske stat den 27. marts 1972 (navnet blev ændret til Dansk Olie og Naturgas A/S i 1973, til DONG i 2002 og til DONG Energy A/S i 2006). Selskabet blev skabt for at være lokomotiv for udviklingen af energiaktiviteter i Danmark. Virksomheden har ekspanderet betydeligt gennem organisk vækst og opkøb, både i Danmark og i Europa. Mest markant var erhvervelsen af 5 danske energiselskaber i 2005: Elsam, Energi E2, Nesa, KE Holding og Frederiksberg Elnet.

Parallelt med disse akkvisitioner erhvervede DONG Energy 10,34% af gasfeltet Ormen Lange i februar 2005. Dette opkøb var et stort skridt i retningen af at skifte fra olie til naturgas. Kommerciel produktion fra Ormen Lange-feltet startede i oktober 2007.

4 primære forretningsområder

Vi har delt rapporteringen op på 4 større forretningsområder:

Exploration & Production:

Exploration & Production efterforsker efter og producerer olie og gas. Aktiviteterne er fokuseret i farvandene omkring Danmark, Norge, Storbritannien (området vest for Shetlandsøerne), Færøerne og Grønland.

Generation:

Generation producerer el og varme fra effektive, fleksible kraftværker og vedvarende energikilder. Generation er markedsledende inden for etablering og drift af offshore vindparker samt clean coal teknologi.

Energy Markets:

Energy Markets optimerer DONG Energy's energiportefølje og er dermed bindeleddet mellem koncernens fremskaffelse og salg af energi. Energy Markets sælger gas og el til engroskunder og handler på energibørser.

Sales & Distribution:

Sales & Distribution sælger gas, el og relaterede produkter til private kunder, virksomheder og offentlige institutioner i Danmark, Sverige og Holland. I Danmark ejes og drives distributionsnet for gas og el, et gaslager samt en olierørledning.

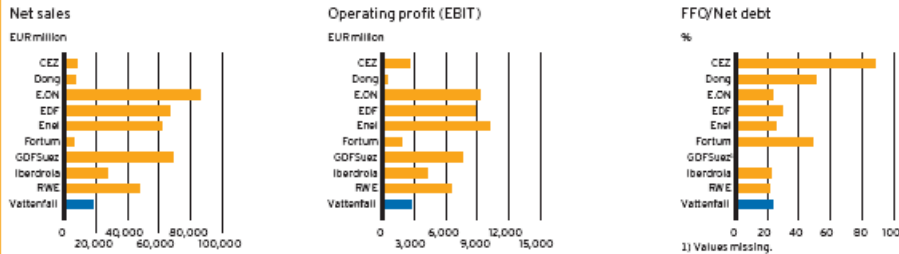
Bilag 2 Valutakurser



Bilag 3 konkurrenter⁹⁷

Comparison of selected European utilities (Data as per 30 September 2009, unless indicated otherwise)

The table below shows a comparison of selected utilities in Vattenfall's markets. Compared with the corresponding presentation in Vattenfall's 2008 Annual Report, the companies generally showed stable or rising net sales and stable operating profit.



	CEZ	Dong	EDF	Enel	E.ON
Country	Czech Republic	Denmark	France	Italy	Germany
Listing info	Listed (69.8%-owned by Czech state)	Unlisted (73%-owned by Danish state)	Listed in 2005 (84.7%-owned by French state)	Listed (31.4%-owned by Italian state)	Listed (Free float: 95%)
Electricity sales 2008, TWh	75	11	708	270	614
Number of customers, millions	Electricity: 6.9	Electricity: 1.0 Gas: 0.2	Electricity: 41 (incl. gas)	Electricity: 49 Gas: 3.4	Electricity: 24 Gas: 8
Primary products	Electricity, heat	Gas, oil, electricity	Electricity, gas	Electricity, gas	Electricity, gas
Primary markets	Czech Republic, Bulgaria, Romania, Poland	Denmark, Sweden, Germany, Netherlands, UK	France, UK, Germany, Italy, Central and Eastern Europe	Italy, Spain, Portugal, France, Russia, Central and Eastern Europe, North and South America	Germany, Central and Eastern Europe, UK, Benelux, Nordic countries, Italy, Spain, Russia, USA
Strategies and business orientation	- To be a leading energy company in Central and Eastern Europe - Investment in growth markets outside the EU - Renew portfolio of generation facilities through new gas plants and, if possible, nuclear power - Investment in environment-friendly technology	- Long-term strategy: Stable and CO₂-neutral electricity generation - Triple generation capacity of renewable energy by 2020 - No new construction of coal-fired plants - Focus on northern Europe and optimisation of existing activities	- Take a leading role in the global interest in new nuclear power - Support development of renewable energy and energy efficiency - Consolidate market position in Europe	- Separate ownership of regulated network operations from the market-based operations - Continued growth of generation capacity, including goals for renewable energy (biomass and wind power) and diversification of fuels - Establish a clear position in the consolidation of the European energy market	- Retain a broad energy mix and be active along the entire value chain in power and gas - Increase generation of renewable energy - Exploit synergies between power and gas - Selective growth in new markets, such as Russia, Italy and Spain - Development of new nuclear power in the UK

Exchange rates: EUR 1/SEK 10.42 (Vattenfall), EUR 1/CZK 25.23 (CEZ), EUR 1/DKK 7.44 (Dong).

Sources:

Graph values: Barclay's Capital. Last 12-month values as per 30 September 2009.

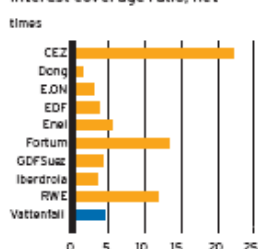
Electricity sales, number of customers, primary products, primary markets, strategies: Vattenfall Research, various analyst reports and the companies' annual reports, interim reports and websites.

⁹⁷ Det europæiske energimarked, Kilde: Vattenfall årsrapport 2009

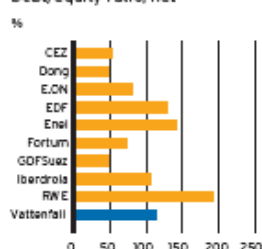
Værdiansættelse af Dong Energy A/S

Interest coverage ratios have decreased, while net debt (also in relation to EBITDA) has generally increased. The presentation is general and makes no representations of being conclusive.

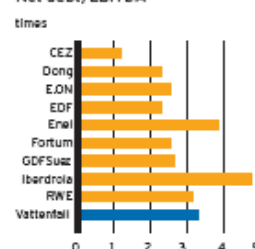
Interest coverage ratio, net



Debt/equity ratio, net



Net debt/EBITDA



Fortum	GDF Suez	Iberdrola	RWE	Vattenfall
Finland	France	Spain	Germany	Sweden
Listed (50.8%-owned by Finnish state)	Listed (35.6%-owned by French state. Free float: 59%)	Listed (Free float: 100%)	Listed (Free float: 84%)	Unlisted 100% state-owned
75	281	155	317	189 (206 incl. deliveries to minority part-owners)
Electricity: 1.6	Electricity: 5.7 (Europe) Gas: 16.8 (Europe)	Electricity: 24.5 (of which, Europe 13.4) Gas: 3.1 (of which, Europe 2.2)	Electricity: 17 Gas: 8.2	Electricity: 7.5 (retail customers) Gas: 2.1
Electricity, heat	Electricity, gas, LNG, energy services	Electricity, gas, engineering and construction	Electricity, gas	Electricity, heat, gas
Nordic countries, Baltic countries, Russia, Poland	France, Benelux, Germany, Italy, Spain, Portugal, UK, Central and Eastern Europe, North and South America	Spain, Portugal, UK, South America, USA	Germany, UK, Benelux, Central and Eastern Europe	Nordic countries, Germany, Poland, UK, Netherlands, Belgium
- Focusing on the power and heat business in the Nordic, Russian and Baltic areas - Developing a CO₂ free and flexible production portfolio	- Improve profitability of operating activities - International growth through development of electricity generation in new growth markets - Growth in gas production - Growth in electricity generation, with special focus on renewable energy generation and nuclear power	- Maintain world-leading position in renewable energy - Prepare for long-term growth through investments in new capacity – mainly wind power	- Profitable growth in Europe and stronger international diversification - Reduce CO₂ emissions and expand renewable business - Expand gas midstream position and strengthen position in upstream gas and oil production	- Making electricity clean – Vattenfall's operations to be climate-neutral by 2050 Five strategic ambitions: - Number One for the Customer - Number One for the Environment - Profitable Growth - Benchmark for the Industry - Employer of Choice

Definitions

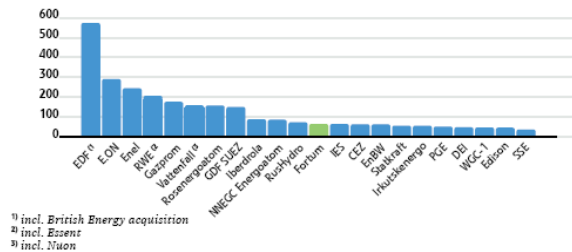
Net debt pertains to reported net debt.

Free float = The proportion of a company's shares that are available for trading on the open market.

Bilag 4 markedssituation⁹⁸

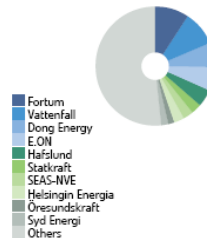
CHAPTER 2 THE WORLD AROUND US

Largest European and Russian power generators, TWh/a



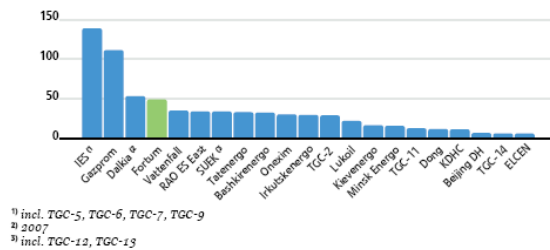
Largest Nordic retail companies

~350 active companies, 14 million customers



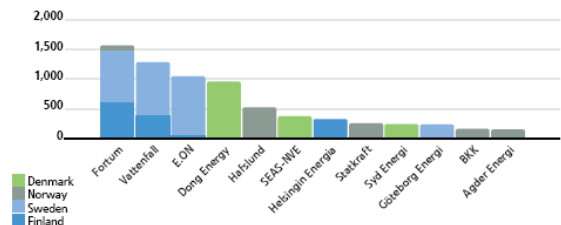
Global demand and trade volumes started to decline in autumn 2008, which reflected in falling energy prices. The decline stabilised in early spring 2009. In the latter part of the year, some cautious recovery was visible globally and energy prices started to recover. The European Union's internal energy market package was approved in summer 2009 and the Russian electricity liberalisation progressed as planned despite the recession. The international negotiations on climate change mitigation accelerated and culminated in the UN Climate Conference in Copenhagen in December.

Largest global heat producers, TWh/a



Largest Nordic distribution companies, thousand customers

~500 companies, 14 million customers



Source: Fortum, company data, 2008 figures. Effects of later structural changes taken into account.

⁹⁸ Energimarked og forventninger, Kilde: Fortum Årsrapport 2009, IMF mfl.

Bilag 5 Peer-Group

Relativ værdiansættelse																	
Selskab	Valutakurs	Kurs	beta	opindeholdbar (opindeholdbarhed mio DK)	EV	Boget EV til ejer af EV	PIE	PS	PIEBTDA	PIEBT	EVS	EVE	PIEBTDA				
DONG Energy (Dansk)		293.7099	162.22	4878.47	47.846	47.846	0.4441	41.1219	0.96720511	5.39867081	12.852048	1.9574301	84.439855	10.808023			
Centrica (britisk firma)		6.5951	5.133.54	305.1	31.90	15.616.42	135.801	18.952	4.192	0.8345	18.4771	0.72019833	8.517189	0.8629249	22.148078		
Fortum (Finsk)		7.442	889.387	18.83	5959.2	18.616.79	125.151	22.776	8.034	0.7394	12.8177	3.09416559	7.337189412	9.4370314	4.1980145	17.359748	9.8371694
Statkraft (Norsk)		0.9421															
Valentia (svensk)		0.774															
EDF (Fransk)		7.442	1846.897	40.835	42480	7484.81	557.732	117.440	27.852	0.8381	18.3326	1.12970076	4.23638918	7.4154001	1.7703782	28.727938	8.7290089
EDF (Tysk)		7.442	2001	28.33	44666	56688.33	421.875	101.353	40.346	0.5593	6.5574	0.89286737	4.191063877	5.8785744	1.2387308	11.729325	7.4032227
ENEL (italiensk)		7.442	9403.355	4.132	50870	38859.38	289.182	89.729	32.505	0.4331	7.2029	0.80884594	2.4287125	3.6131455	1.4012553	16.631852	5.8080083
EDF Suez (Fransk)		7.442	2261.178	27.51	20687	82204.94	482.929	82.172	60.285	0.8749	11.8927	0.77846698	4.439404798	7.8097255	1.1534757	17.822013	6.5780717
Iberdrola (Spansk)		7.442	5252.324	8.287	28979	33073.88	248.138	83.053	28.837	0.5245	11.2534	1.34671119	4.853100514	7.3350809	2.5874042	21.453555	8.2500734
RWE (Tysk)		7.442	523.405	62.81	25787	35147.98	261.571	60.935	12.792	0.5788	9.9426	0.73922322	3.835023459	4.9574034	1.278396	17.083945	8.8486823
Statkraft (Ole) Norge																	
GAS Natural SDG																	

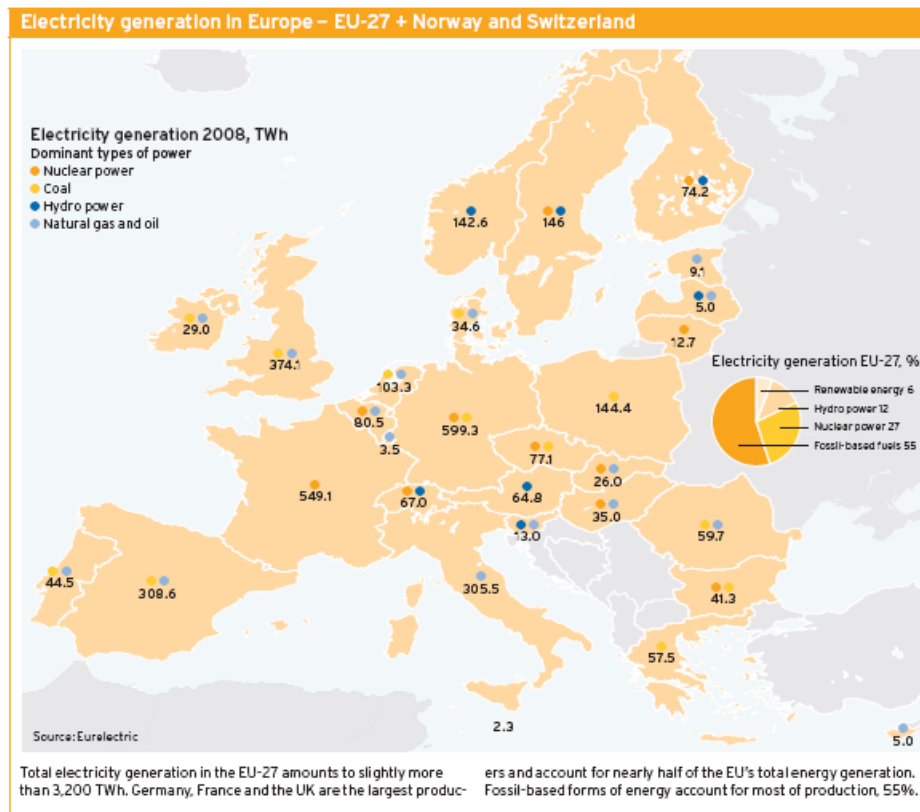
Gennemsnit ekskl. DONG	0.8225	12.0471	1.1381	4.4822	8.8452	1.8079	19.0905	7.4630
------------------------	--------	---------	--------	--------	--------	--------	---------	--------

Produktion										Sag									
Mængder/størrelse										Sag									
DONG Energy (Dansk)	Balance sum	Arbejdsaktiv (komponent)	Gas	Ole	EL	Heraf vedv. Varme	Gas ekskl. eget EL			DONG Energy (Dansk)	Balance sum	Arbejdsaktiv (komponent)	Gas	Ole	EL	Heraf vedv. Varme	Gas ekskl. eget EL		
Centrica (britisk firma)	108931	70130	24.0 Mio Boe	15.5 mio boe	8.5 mio boe	18074 GWH	2810 GWH	48888 TJ	89881 GWH	10723 GWH	108931	70130	24.0 Mio Boe	15.5 mio boe	8.5 mio boe	18074 GWH	2810 GWH	48888 TJ	89881 GWH
Fortum (Finsk)	147857	128887				13940 MW		24320 MW			147857	128887				13940 MW		24320 MW	
Statkraft (Norsk)	135867	115240				58.9 TWH	>>>	Stork, 851 GWH			135867	115240				58.9 TWH		11.8 GWH	
Valentia (svensk)	468048	323148				32880 GWH		2000 GWH	3889 GWH		468048	323148				32880 GWH		189 TWH	
EDF (Fransk)	180324	1342787									180324	1342787							
EDF (Tysk)	1135917	841452				1420 mio m3	5.5 mio boe				1135917	841452							
ENEL (italiensk)	1184121	874872				287.8 TWH					1184121	874872							
EDF Suez (Fransk)	1275746	910007				8.6 mio m3	287.7 TWH				1275746	910007							
Iberdrola (Spansk)	650187	531178				274 TWH	34.1 TWH				650187	531178							
RWE (Tysk)	685386	420842				332 TWH	282.8 TWH				685386	420842							
Statkraft (Ole) Norge	530252	420008	652 mio boe			Der sælges til sammen 1388 mio boe	heraf 838 mio boe oil				530252	420008	652 mio boe			Der sælges til sammen 1388 mio boe	heraf 838 mio boe oil		
GAS Natural SDG	122486	86384				491414 GWH	381 mio boe				122486	86384				491414 GWH	381 mio boe		
Shell	1809917					31451 GWH	292829 GWH	6216 GWH			1809917					31451 GWH	292829 GWH	6216 GWH	

	Beta	ROE	Earnings	Share Opn	ADH	Integr Ac
2	1.28	1.32%		2.73	0.40867	0.702483
3	0.893	18.448	12.7	12.8	1.12808	1.760808
4	1.042	16.412	1.477	1.477	0.273928	0.314807
5						
6						
7						
8						
9						
10	0.634	16.289	2.14	2.14	0.274743	0.367945
11	0.863	22.446	4.5	4.41	0.538027	0.723808
12	0.924	20.586	0.693	0.57	0.338079	0.458932
13	0.927	7.387	2.05	2.05	0.468138	0.653484
14	1.02	11.287	0.558	0.558	0.281071	0.340408
15	0.571	29.286	6.58	6.7	0.510038	0.844032
16	0.8					
17	0.837	14.012				

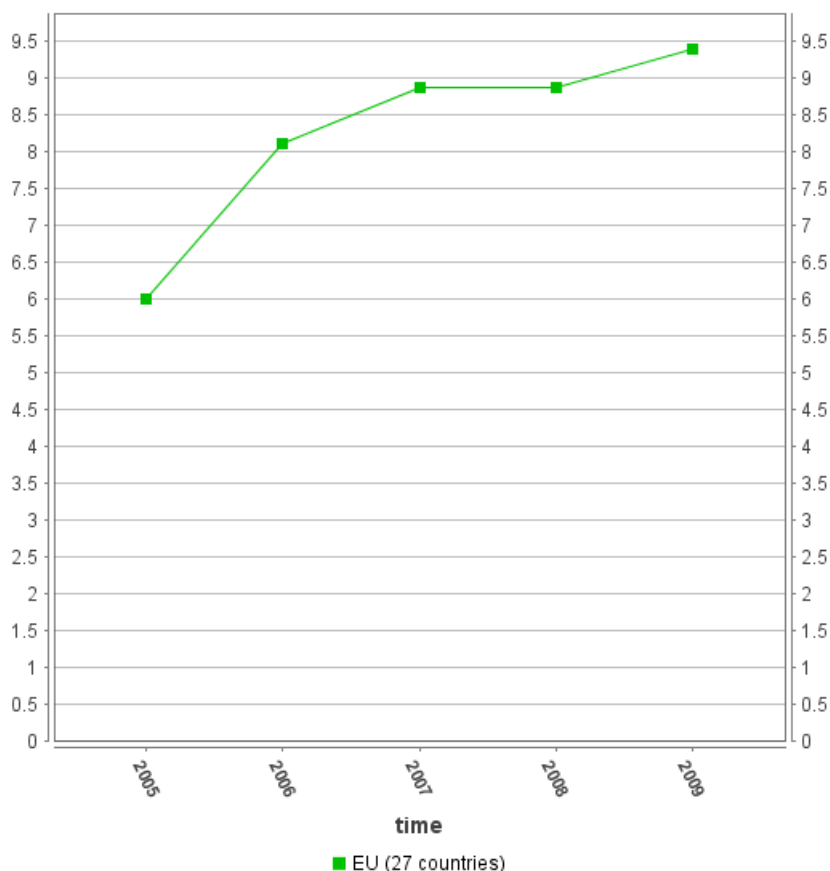
[illegible]

Bilag 6 Produktionsmængder / potentiale⁹⁹



⁹⁹ Kilder eurostat og Vattenfalls årsrapport 2009.

Gas prices by type of user
Euro per Gigajoule



Source of Data:: Eurostat

Last update: 23.04.2010

Date of extraction: 27 Apr 2010 17:57:44 MEST

Hyperlink to the graph: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/drawGraph.do?init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsier050&toolbox=legend>

Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.

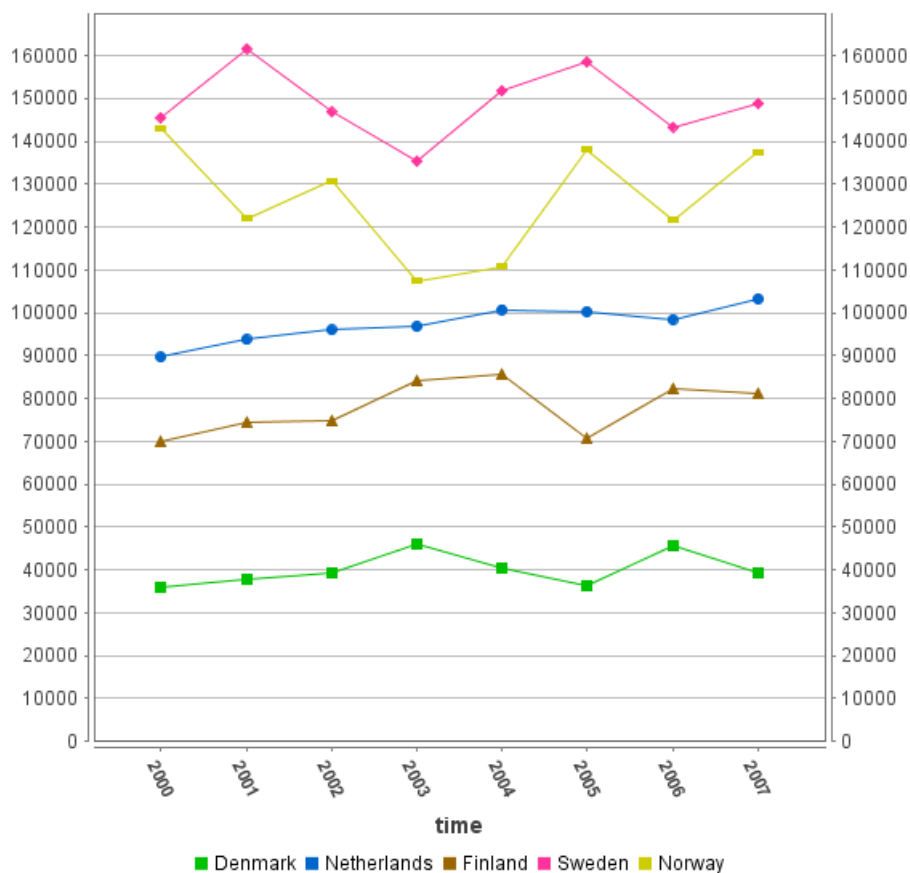
General Disclaimer of the EC: http://europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm

Short Description: This indicator presents the natural gas prices charged to final consumers.

Natural gas prices for industrial consumers are defined as follows: Average national price in Euro per Giga Joule (GJ) without taxes applicable for the first semester of each year for medium size industrial consumers (Consumption Band I3 with annual consumption between 10 000 and 100 000 GJ). Until 2007 the prices are referring to the status on 1st January of each year for medium size consumers (Standard Consumer I3-1 with annual consumption of 41 860 GJ).

Natural gas prices for household consumers are defined as follows: Average national price in Euro per GJ without taxes applicable for the first semester of each year for medium size household consumers (Consumption Band D2 with annual consumption between 20 and 200 GJ). Until 2007 the prices are referring to the status on 1st January of each year for medium size consumers (Standard Consumer D3 with annual consumption of 83.70 GJ).

**Total gross electricity generation
(GWh)**



Source of Data:: Eurostat

Last update: 19.03.2010

Date of extraction: 27 Apr 2010 18:08:00 MEST

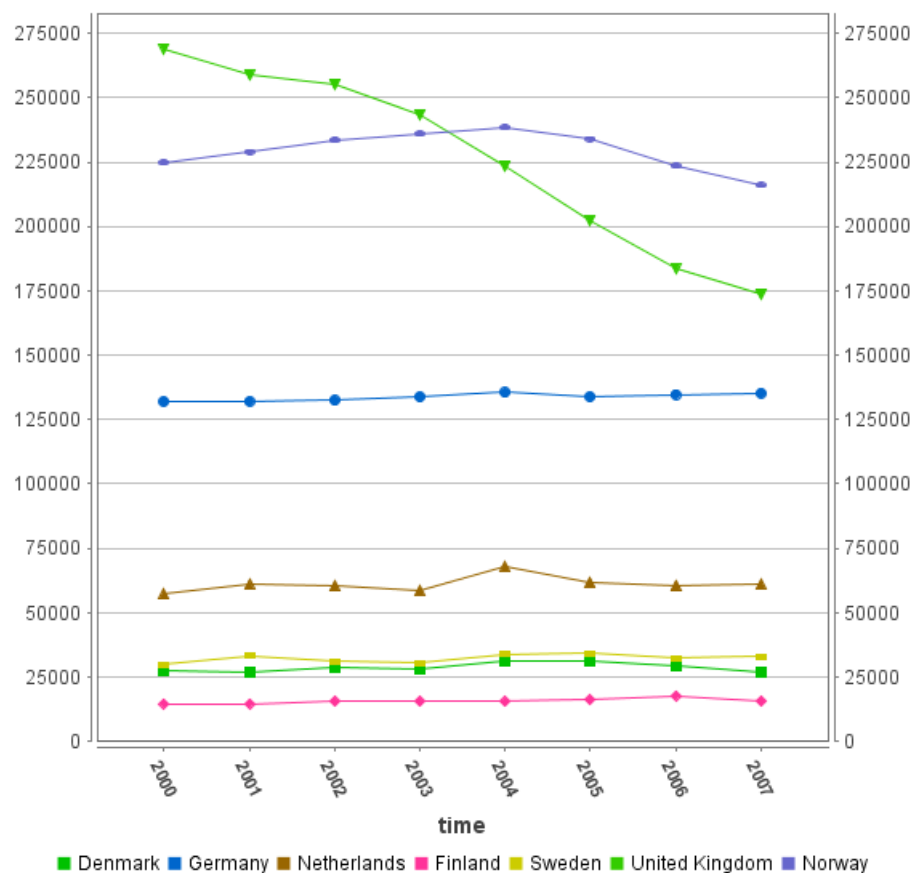
Hyperlink to the graph: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/drawGraph.do&init=1&plugin=1&language=en&pcode=ten00087&toolbox=legend>

Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.

General Disclaimer of the EC: http://europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm

Short Description: Total gross electricity generation covers gross electricity generation in all types of power plants. The gross electricity generation at the plant level is defined as the electricity measured at the outlet of the main transformers, i.e. the consumption of electricity in the plant auxiliaries and in transformers are included.

**Total production of primary energy
(1 000 toe)**



Source of Data:: Eurostat

Last update: 19.03.2010

Date of extraction: 27 Apr 2010 18:01:37 MEST

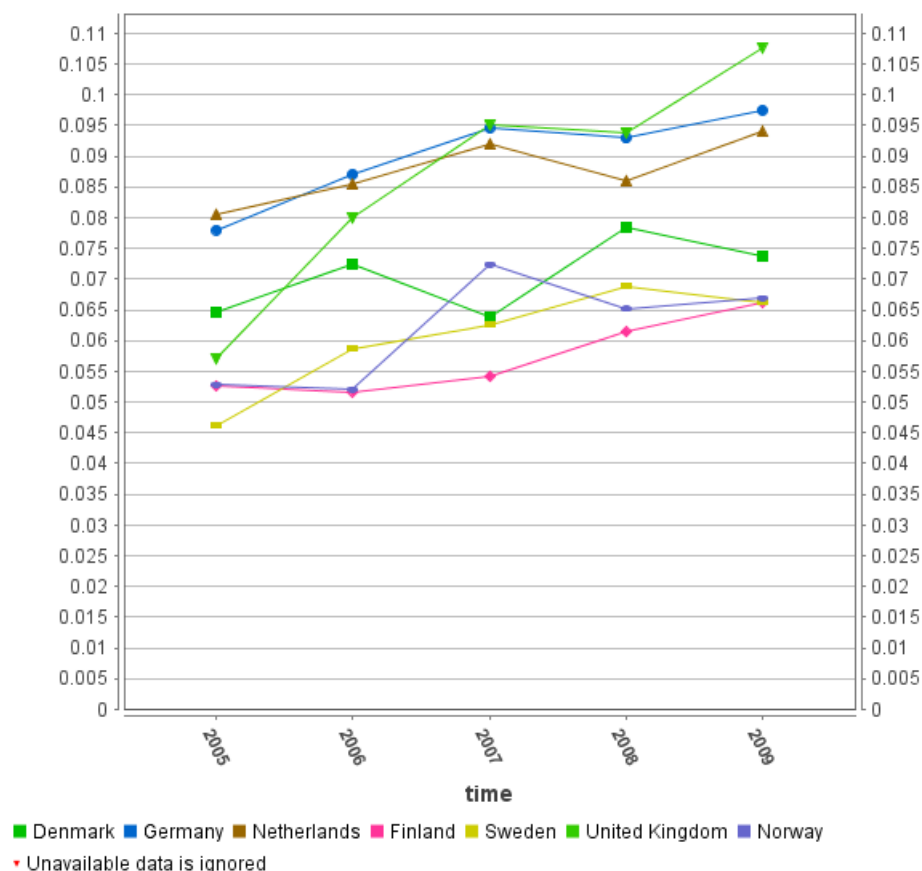
Hyperlink to the graph: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/drawGraph.do&init=1&plugin=1&language=en&pcode=ten00076&toolbox=legend>

Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.

General Disclaimer of the EC: http://europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm

Short Description: Any kind of extraction of energy products from natural sources to a usable form is called primary production. Primary production takes place when the natural sources are exploited, for example in coal mines, crude oil fields, hydro power plants or fabrication of biofuels. Transformation of energy from one form to another, like electricity or heat generation in thermal power plants or coke production in coke ovens is not primary production.

Electricity prices by type of user
Euro per kWh



Source of Data:: Eurostat

Last update: 23.04.2010

Date of extraction: 27 Apr 2010 17:55:37 MEST

Hyperlink to the graph: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/drawGraph.do&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsier040&toolbox=legend>

Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.

General Disclaimer of the EC: http://europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm

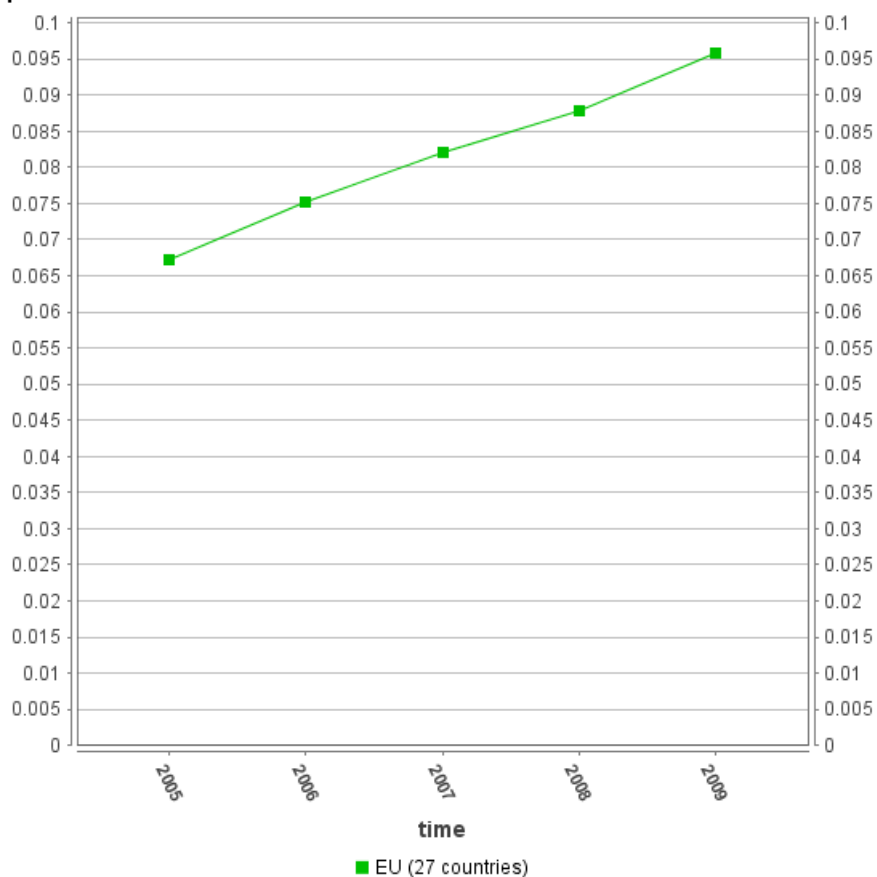
Short Description: This indicator presents electricity prices charged to final consumers.

Electricity prices for industrial consumers are defined as follows: Average national price in Euro per kWh without taxes applicable for the first semester of each year for medium size industrial consumers (Consumption Band Ic with annual consumption between 500 and 2000 MWh). Until 2007 the prices are referring to the status on 1st January of each year for medium size consumers (Standard Consumer Ic with annual consumption of 2 000 MWh).

Electricity prices for household consumers are defined as follows: Average national price in Euro per kWh without taxes applicable for the first semester of each year for medium size household consumers (Consumption Band Dc with annual consumption between 2500 and 5000 kWh). Until 2007 the prices are referring to the status on 1st January of each year for medium size consumers (Standard Consumer Dc with annual consumption of 3500 kWh).

Electricity prices by type of user

Euro per kWh



Source of Data:: Eurostat

Last update: 23.04.2010

Date of extraction: 27 Apr 2010 17:52:51 MEST

Hyperlink to the graph: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/drawGraph.do&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsier040&toolbox=legend>

Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.

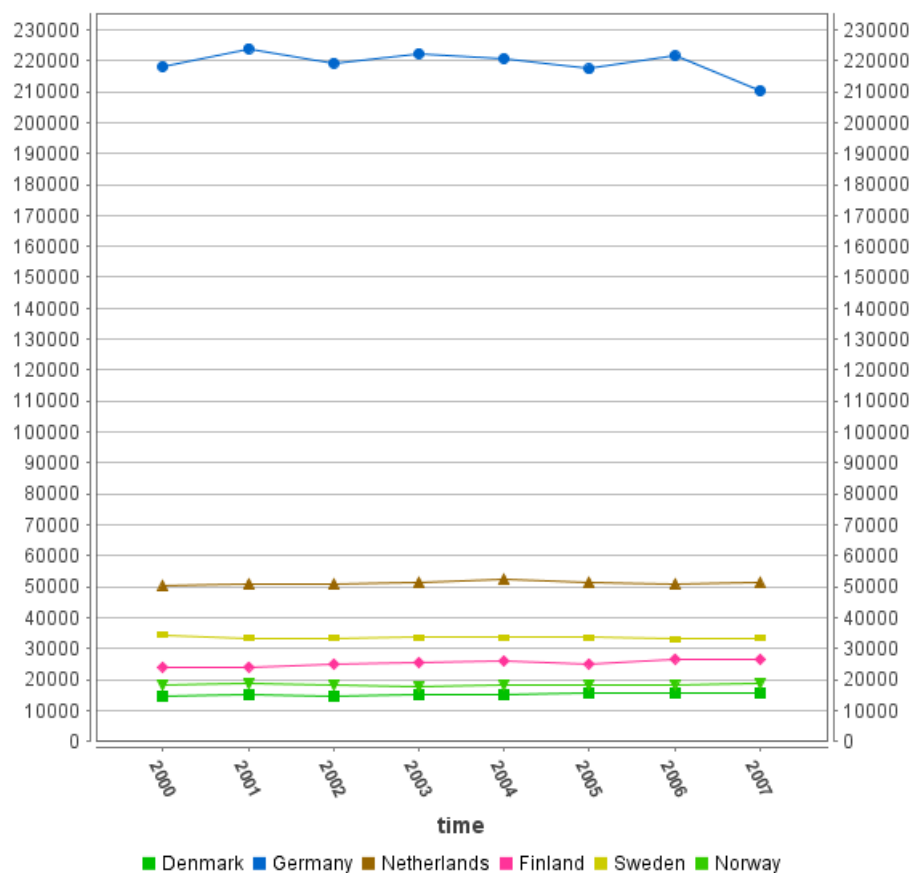
General Disclaimer of the EC: http://europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm

Short Description: This indicator presents electricity prices charged to final consumers.

Electricity prices for industrial consumers are defined as follows: Average national price in Euro per kWh without taxes applicable for the first semester of each year for medium size industrial consumers (Consumption Band Ic with annual consumption between 500 and 2000 MWh). Until 2007 the prices are referring to the status on 1st January of each year for medium size consumers (Standard Consumer Ic with annual consumption of 2 000 MWh).

Electricity prices for household consumers are defined as follows: Average national price in Euro per kWh without taxes applicable for the first semester of each year for medium size household consumers (Consumption Band Dc with annual consumption between 2500 and 5000 kWh). Until 2007 the prices are referring to the status on 1st January of each year for medium size consumers (Standard Consumer Dc with annual consumption of 3500 kWh).

**Final energy consumption
(1 000 toe)**



Source of Data:: Eurostat

Last update: 19.03.2010

Date of extraction: 27 Apr 2010 18:05:45 MEST

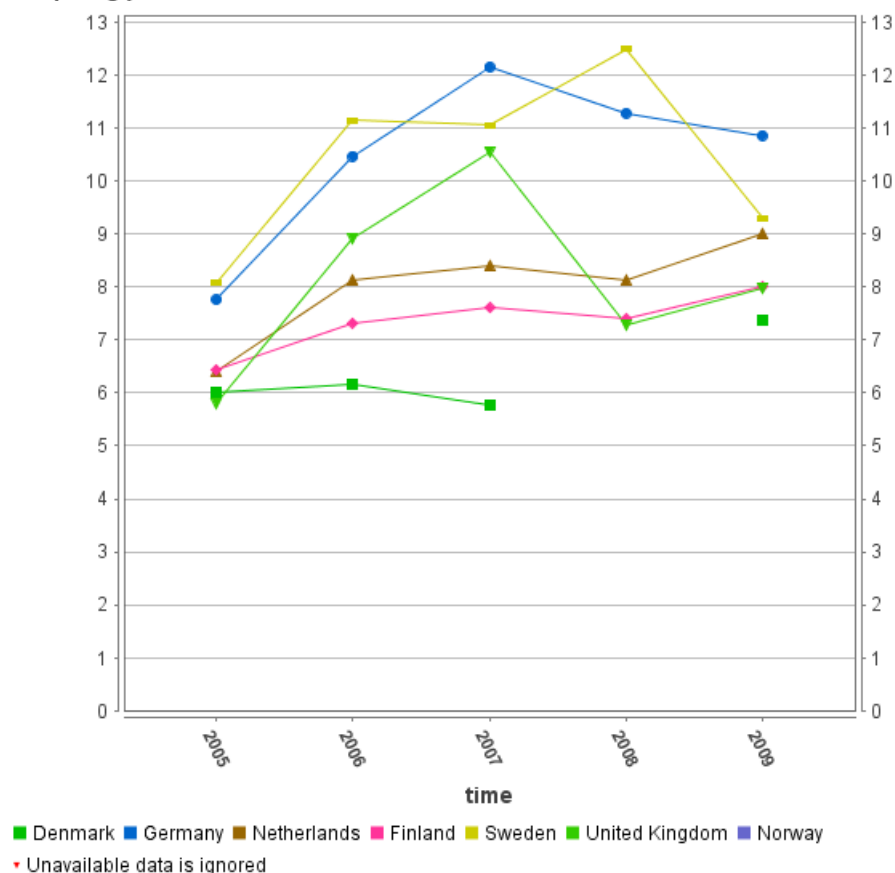
Hyperlink to the graph: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/drawGraph.do&init=1&plugin=1&language=en&pcode=ten00095&toolbox=legend>

Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.

General Disclaimer of the EC: http://europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm

Short Description: Final energy consumption includes all energy delivered to the final consumer's door (in the industry, transport, households and other sectors) for all energy uses. It excludes deliveries for transformation and/or own use of the energy producing industries, as well as network losses.

Gas prices by type of user
Euro per Gigajoule



Source of Data:: Eurostat

Last update: 23.04.2010

Date of extraction: 27 Apr 2010 17:58:55 MEST

Hyperlink to the graph: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/drawGraph.do?init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsier050&toolbox=legend>

Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.

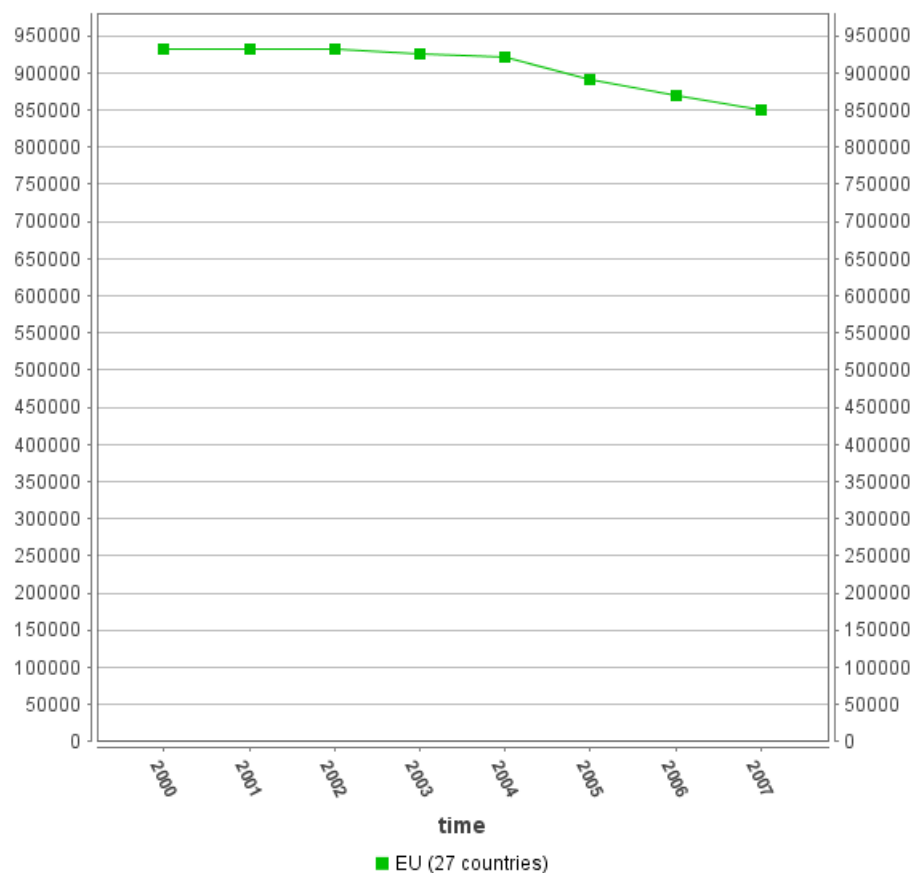
General Disclaimer of the EC: http://europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm

Short Description: This indicator presents the natural gas prices charged to final consumers.

Natural gas prices for industrial consumers are defined as follows: Average national price in Euro per Giga Joule (GJ) without taxes applicable for the first semester of each year for medium size industrial consumers (Consumption Band I3 with annual consumption between 10 000 and 100 000 GJ). Until 2007 the prices are referring to the status on 1st January of each year for medium size consumers (Standard Consumer I3-1 with annual consumption of 41 860 GJ).

Natural gas prices for household consumers are defined as follows: Average national price in Euro per GJ without taxes applicable for the first semester of each year for medium size household consumers (Consumption Band D2 with annual consumption between 20 and 200 GJ). Until 2007 the prices are referring to the status on 1st January of each year for medium size consumers (Standard Consumer D3 with annual consumption of 83.70 GJ).

**Total production of primary energy
(1 000 toe)**



Source of Data:: Eurostat

Last update: 19.03.2010

Date of extraction: 27 Apr 2010 19:32:54 MEST

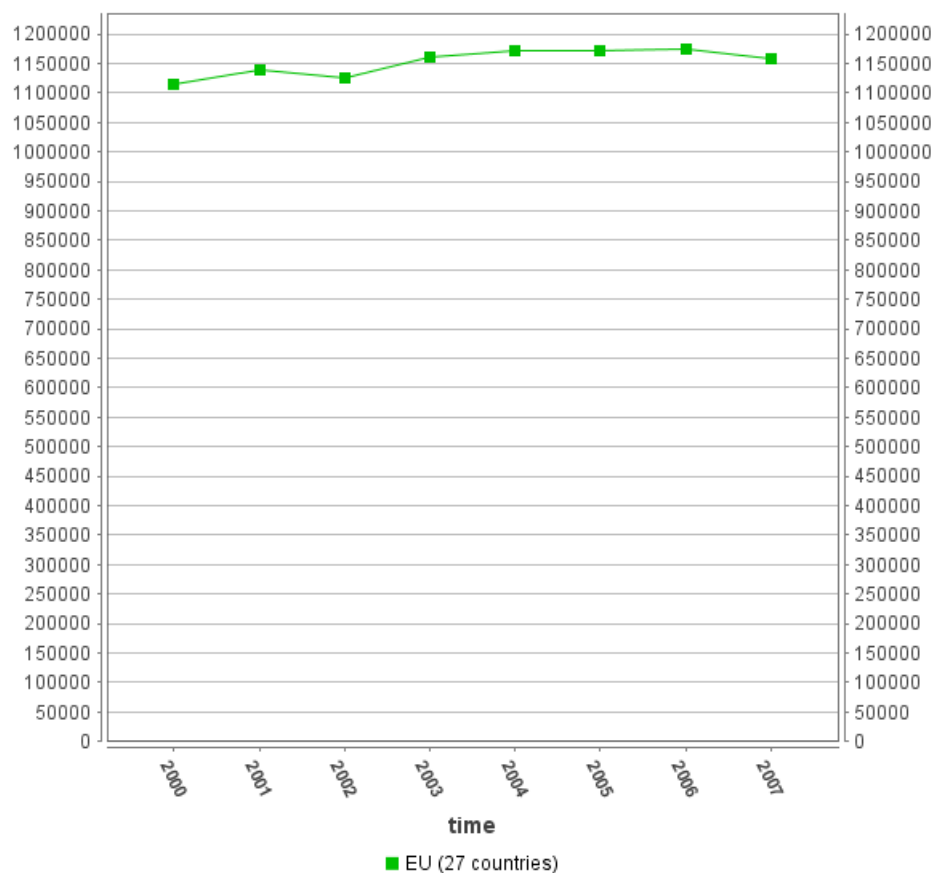
Hyperlink to the graph: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/drawGraph.do&init=1&plugin=1&language=en&pcode=ten00076&toolbox=legend>

Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.

General Disclaimer of the EC: http://europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm

Short Description: Any kind of extraction of energy products from natural sources to a usable form is called primary production. Primary production takes place when the natural sources are exploited, for example in coal mines, crude oil fields, hydro power plants or fabrication of biofuels. Transformation of energy from one form to another, like electricity or heat generation in thermal power plants or coke production in coke ovens is not primary production.

**Final energy consumption
(1 000 toe)**



Source of Data:: Eurostat

Last update: 19.03.2010

Date of extraction: 27 Apr 2010 19:37:29 MEST

Hyperlink to the graph: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/drawGraph.do&init=1&plugin=1&language=en&pcode=ten00095&toolbox=legend>

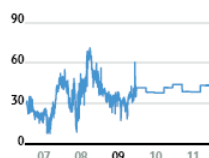
Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.

General Disclaimer of the EC: http://europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm

Short Description: Final energy consumption includes all energy delivered to the final consumer's door (in the industry, transport, households and other sectors) for all energy uses. It excludes deliveries for transformation and/or own use of the energy producing industries, as well as network losses.

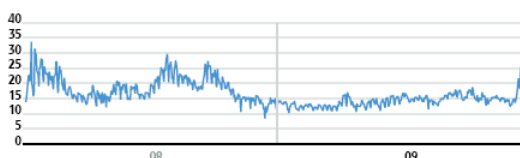
Bilag 7 Forventninger til prisudvikling

Nordic wholesale electricity price on Nord Pool, EUR/MWh



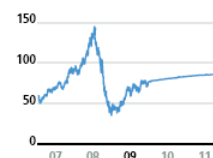
Source: Nord Pool, future prices as of 30 December 2009

Electricity price ¹⁾ in day-ahead market in European part of Russia, EUR/MWh



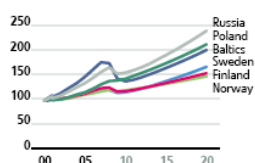
¹⁾ Excl. capacity tariff
Source: ATS

Crude oil price (ICE Brent), USD/bbl



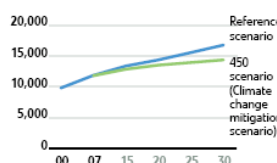
Source: ICE, Future prices as of 31 December 2009

Economic recovery in Fortum's market area, GDP as index: 2000=100



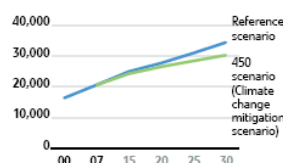
Source: IMF World Economic Outlook (October 2009) to 2014, and average 2013-2014 growth for period 2015-2020

World primary energy demand, Mtoe/a



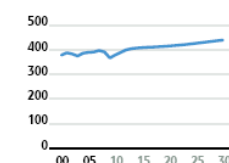
Source: IEA WEO 2009. Note: scale is not linear

World total electricity generation, TWh/a



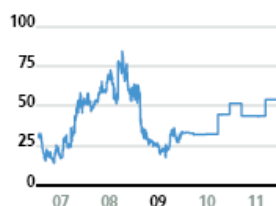
Source: IEA WEO 2009. Note: scale is not linear

Nordic electricity demand, TWh



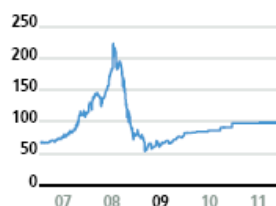
Source: Fortum analysis

Gas price (ICE NBP), GBP/therm



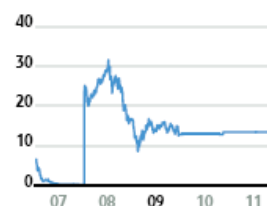
Source: ICE

Coal price (ICE Rotterdam), USD/t



Source: ICE

CO₂ allowance price (NP EUA), EUR/tCO₂



Source: Nord Pool, Future prices as of 30 December 2009

Bilag 8 Trendanalyse

Trendanalyse (indeks)						
	Resultatopgørelsen					
	2005 indeks 100	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	18493	100	197,72	225,09	328,65	266,38
Produktionsomkostninger	-13750	100	197,08	247,84	366,07	315,24
Bruttoresultat	4743	100	199,56	159,12	220,18	124,75
Salg, markedsføring & adm. Omk	-633	100	268,88	486,89	393,05	372,51
DO salg før skat	4110	100	188,88	108,64	193,55	86,59
DO salg efter skat	2747,25	100	211,11	129,54	181,60	72,20
Samlet driftsoverskud	2604	100	268,97	108,14	261,00	60,23
Totalindkomst til moderselskabets andel	2482	100	264,34	90,85	237,63	22,20

Balancen						
Goodwill	276	100	116,67	116,67	161,96	240,22
Andre immaterielle anlægsaktiver	1.807	100	214,78	133,59	125,84	137,74
Materielle anlægsaktiver	22.591	100	205,91	238,72	239,01	310,43
Varebeholdninger	690	100	374,35	403,62	567,83	444,06
Tilgodehavender excl skat	7.168	100	301,06	274,12	503,25	387,60
Drifts og investeringsaktiver	39.585	100	203,60	214,19	259,08	287,43
Leverandørgæld	3.848	100	118,14	142,62	211,93	129,86
Driftsforpligtigelser	10.500	100	264,94	218,30	249,66	270,27
NDA	29.085	100	181,45	212,71	262,49	293,62
NFF	6.884	100	209,58	344,25	496,76	648,36
Koncernegenkapital	22.201	100	172,73	171,92	189,84	183,62
Minoritetsinteresser	43	100	90,70	106,98	109,30	237,21
Moderselskabets andel af EK	22.158	100	172,89	172,05	190,00	183,51

Figur 31 egen tilvirkning, på baggrund af årsrapporter fra Dong

Bilag 9 Tal fra opgørelse af permanent overskud

Fremfindning af Core Driftsoverskud					
Der henvises til reformuleret resultatopgørelse, ligesom der for vækstanalysen henvises til trend-					
	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	18493	36564	41625	60777	49262
Driftsoverskud fra salg efter skat	2747,25	5799,75	3558,75	4989	1983,5
Andet driftsoverskud i alt efter skat	-8,25	-786,75	260,25	724,5	102
korrektioner:					
Avance ved salg af virksomheder	0	1023	29	917	-62
Gevinst ved salg af aktiver	5	45	23	19	40
Tab ved salg af aktiver	-15	-6	-48	-23	-40
Vedr. enkeltaftaler	0	-2185	303	0	160
i alt korrektioner	-10	-1123	307	913	98
skat herpå	-2,5	-280,75	76,75	228,25	24,5
Andel af resultat efter skat fra datter/as	62	470	-5	-48	74
I alt Core Andet driftsoverskud	61,25	525,5	25	-8,25	102,5
Permanent driftsoverskud	2808,5	6325,25	3583,75	4980,75	2086
Diverse reguleringer i alt	-135	1991	-1003	1083	-517
Andel af resultat efter skat fra datter/asso	62	470	-5	-48	74
Korrektioner ovenfor	-10	-1123	307	913	98
skat herpå	2,5	280,75	-76,75	-228,25	-24,5
korrektioner efter skat	-7,5	-842,25	230,25	684,75	73,5
Usædvanlige poster i alt	-204,5	678,75	-767,75	1815,75	-517,5
Samlet driftsoverskud	2604	7004	2816	6796,5	1568,5
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-114	-444	-555	-850,5	-1021,5
Totalindkomst koncern reguleret for m	2482	6561	2255	5898	551

Figur 32, egen tilvirkning på baggrund af årsrapporter fra Dong

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

Bilag 10 Common Size analyse

Common Size analyse på reformuleret resultatopgørelsen										
	2005		2006		2007		2008		2009	
	mio. kr.	%	mio. kr.	%	mio. kr.	%	mio. kr.	%	mio. kr.	%
Nettoomsætning	18493	100,00%	36564	100,00%	41625	100,00%	60777	100,00%	49262	100,00%
Produktionsomkostninger	-13750	-74,35%	-27099	-74,11%	-34078	-81,87%	-50334	-82,82%	-43345	-87,99%
Bruttoresultat	4743	25,65%	9465	25,89%	7547	18,13%	10443	17,18%	5917	12,01%
Salg og marketing	-252	-1,36%	-595	-1,63%	-677	-1,63%	-428	-0,70%	-428	-0,87%
Ledelse og administration	-381	-2,06%	-1107	-3,03%	-2405	-5,78%	-2060	-3,39%	-1930	-3,92%
Driftsoverskud fra salg før skat	4110	22,22%	7763	21,23%	4465	10,73%	7955	13,09%	3559	7,22%
I alt påvirkning fra skat	-1362,75	-7,37%	-1963,25	-5,37%	-906,25	-2,18%	-2966	-4,88%	-1575,5	-3,20%
Driftsoverskud fra salg efter skat	2747,25	14,86%	5799,75	15,86%	3558,75	8,55%	4989	8,21%	1983,5	4,03%
Andet driftsoverskud I alt efter skat	-8,25	-0,04%	-786,75	-2,15%	260,25	0,63%	724,5	1,19%	102	0,21%
Diverse reguleringer i alt	-135	-0,73%	1991	5,45%	-1003	-2,41%	1083	1,78%	-517	-1,05%
Driftsoverskud samlet efter skat	2604	14,08%	7004	19,16%	2816	6,77%	6796,5	11,18%	1568,5	3,18%
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-114	-0,62%	-444	-1,21%	-555	-1,33%	-850,5	-1,40%	-1021,5	-2,07%
Totalindkomst koncernresultat excl. Minoriteter.	2482	13,42%	6561	17,94%	2255	5,42%	5898	9,70%	551	1,12%
Common Size Analyse på balance										
Driftsaktiver										
Koncern goodwill		0,70%	322	0,40%	322	0,38%	447	0,44%	663	0,58%
Andre immaterielle anlægsaktiver	1.807	4,56%	3.881	4,82%	2.414	2,85%	2.274	2,22%	2.489	2,19%
Materielle anlægsaktiver	22.591	57,07%	46.518	57,72%	53.930	63,61%	53.995	52,65%	70.130	61,64%
Andre langfristede aktiver i alt	6.807	17,20%	5.194	6,44%	4.623	5,45%	5.384	5,25%	8.856	7,78%
Varebeholdninger i alt	690	1,74%	2.583	3,20%	2.785	3,28%	3.918	3,82%	3.064	2,69%
Tilgodehavender	7.168	18,11%	21.580	26,78%	19.649	23,17%	36.073	35,17%	27.783	24,42%
Tilgodehavende selskabsskat	107	0,27%	241	0,30%	753	0,89%	11	0,01%	422	0,37%
Driftslikviditet	139	0,35%	274	0,34%	312	0,37%	456	0,44%	369	0,32%
I alt driftsaktiver	39.585	100,00%	80.593	100,00%	84.788	100,00%	102.558	100,00%	113.776	100,00%
Heraf Kernedriftsaktiver	32.852	82,99%	76.515	94,94%	80.847	95,35%	99.167	96,69%	108.797	95,62%
Driftsforpligtigelser										
Hensatte forpligtigelser	5.056	48,15%	9.032	32,47%	10.794	47,09%	10.965	41,83%	13.947	49,15%
Leverandørgæld	3.848	36,65%	4.546	16,34%	5.488	23,94%	8.155	31,11%	4.997	17,61%
Anden kort driftsgæld	1.596	15,20%	14.241	51,19%	6.640	28,97%	7.094	27,06%	9.434	33,24%
I alt	10.500	100,00%	27.819	100,00%	22.922	100,00%	26.214	100,00%	28.378	100,00%
Nettodriftsaktiver	29.085		52.774		61.866		76.344		85.398	
Samlet aktivsum										
Samlet aktivsum	46854	100,00%	99255	100,00%	89710	100,00%	106085	100,00%	120552	100,00%
Heraf driftsaktiver	39.585	84,49%	80.593	81,20%	84.788	94,51%	102.558	96,68%	113.776	94,38%
Heraf finansielle aktiver	7.269	15,51%	18.662	18,80%	4.922	5,49%	3.527	3,32%	6.776	5,62%
		100,00%		100,00%		100,00%		100,00%		100,00%
Samlet Passivsum										
Samlet Passivsum	46854	100,00%	99255	100,00%	89710	100,00%	106085	100,00%	120552	100,00%
Heraf driftsforpligtigelser	10.500	22,41%	27.819	28,03%	22.922	25,55%	26.214	24,71%	28.378	23,54%
Heraf Finansielle Forpligtigelser	14.154	30,21%	33.090	33,34%	28.621	31,90%	37.725	35,56%	51.410	42,65%
Heraf EK inkl. minoriteter	22.201	47,38%	38.346	38,63%	38.167	42,54%	42.146	39,73%	40.764	33,81%
		100,00%		100,00%		100,00%		100,00%		100,00%

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

Bilag 11 nøgletal fra forretningsområder

Forretningsområder Resultatopgørelse											Trendanalyse forretningsområder Tallene 2006 er ikke helt sammenlignelig hvor indeks er 2008											Common Size Analyse igen fra 2006										

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

Value-drivers	2005R	2006R	2007R	2008R	2009R	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Terminal
Omrækningsvækst		97,72%	13,84%	46,01%	-18,95%	16,2%	14,2%	8,6%	8,6%	7,7%	-7,3%	-8,6%	10,0%	6,0%	4,5%	4,2%
Bruttoavanceprocent		25,93%	18,13%	17,18%	12,01%	13,2%	13,3%	13,3%	14,3%	14,3%	14,2%	14,2%	14,0%	15,7%	16,8%	16,2%
Øvrige Driftsomkostninger i % af salg		4,65%	7,40%	4,09%	4,79%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
OG salg før skat		21,23%	10,73%	13,09%	7,22%	7,9%	8,1%	8,6%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	8,7%	10,4%	11,6%	11,0%
Effektiv skattesats		20,0%	18,1%	38,8%	35,7%	36,0%	34,0%	33,0%	32,0%	31,0%	30,0%	29,0%	29,0%	28,0%	28,0%	28,0%
OG salg efter skat		16,9%	8,6%	8,2%	4,0%	6,2%	6,3%	6,7%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	7,0%	7,5%	8,3%	7,8%
Andre driftsindtægter efter skat		1,4%	0,1%	0,0%	0,2%	0,42%	0,42%	0,42%	0,42%	0,42%	0,42%	0,42%	0,42%	0,42%	0,42%	0,42%
Usædvanlige poster efter skat		678,75	-767,75	1816,75	-517,5	150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto Albejdskapital/salg		0,116931	0,207356	0,300936333	0,430517	0,5639	0,5639	0,5639	0,5639	0,5639	0,5639	0,5639	0,5639	0,5639	0,5639	0,5639
Netto andert NDA/ salg		1,002461	1,169706	0,8360931	1,211136	1,0548	1,0548	1,0548	1,0548	1,0548	1,0548	1,0000	0,9500	0,8881	0,6881	0,6881
AOH		0,8933	0,7262	0,8786	0,8081	0,7663	0,7663	0,7663	0,7663	0,7663	0,7663	0,7663	0,7663	0,7663	0,7663	0,7663
Regnskabs og budgetdata																
Nettoomsætning		36564,00	41625,00	60777,00	49262,00	56737,51	64780,05	70380,29	76464,66	82337,15	76293,60	71292,56	78450,33	83192,65	86967,52	90620,15
Bruttoresultat		9465,00	7547,00	10443,00	5917,00	7478,00	8615,75	9712,48	10934,45	11774,21	10833,69	10123,54	11689,10	13019,65	14610,54	14680,46
Øvrige driftsomk.		-1702,00	-3082,00	-2488,00	-2358,00	-2970,12	-3391,13	-3684,30	-4002,80	-4310,22	-3993,85	-3732,05	-4106,75	-4355,00	-4552,61	-4743,82
DO salg før skat		7763,00	4465,00	7955,00	3559,00	4507,89	5224,61	6028,18	6931,64	7463,99	6839,84	6391,49	7592,35	8664,65	10057,93	9936,64
Skat		-1553,00	-808,00	-2924,00	-1269,00	-1577,76	-1776,37	-1989,30	-2218,13	-2313,84	-2051,95	-1853,53	-2123,06	-2426,10	-2816,22	-2782,26
DO salg efter skat		5799,75	3558,75	4989,00	1983,50	2930,13	3448,25	4038,88	4713,52	5150,16	4787,89	4537,96	5469,29	6238,55	7241,71	7154,38
Core andre driftsindtægter efter skat		525,50	25,00	-8,25	102,50	239,97	273,98	297,67	323,40	348,24	322,68	301,53	331,80	351,86	367,82	383,27
Usædvanlige poster		678,75	-767,75	1815,75	-517,50	150,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DO i alt		7004,00	2816,00	6796,50	1568,50	3320,09	3722,23	4336,55	5036,92	5498,39	5110,57	4839,48	5791,09	6590,40	7609,53	7537,65
Netto driftskriter (NDA)		29084,70	61866,19	76343,83	85398,47	74824,49	85430,86	92816,36	100840,33	108584,87	100614,74	90109,17	95233,62	88511,59	82797,60	86275,10
Adlig tilvækst NDA		23689,53	9091,96	14477,64	9054,64	-10573,98	10606,37	7385,50	8023,97	7744,54	-7970,13	-10505,56	5124,44	-6722,03	-5713,99	3477,50
FCF = DO - ændring NDA		-16685,53	-6275,96	-7681,14	-7486,14	13894,07	-6884,14	-3048,95	-2387,06	-2246,14	13080,70	15345,05	666,65	13312,43	13323,53	4060,15
ROIC (DO i alt NDA)		0,24	0,05	0,11	0,02	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06	0,07	0,09	0,09
NFA (NFF)		-6,884	-14,428	-23,699	-34,198	-44634,47										
RIDO		4871,18	-1054,00	2259,78	-4029,89	-2942,28	-1764,74	-1928,20	-1769,42	-1896,35	-2852,09	-2538,72	-816,73	-393,20	1118,87	1466,00
WACC					7,33%											
Tilbagebetalingsrentefaktor					1	0,931678854	0,86802549	0,808720992	0,75346825	0,70199043	0,65402964	0,60394559	0,5677144	0,5289275	0,49279057	
DCF tilbagebetalingsrent					-7486,138	12944,81014	-5975,6127	-2465,74795	-2250,5519	-1576,7718	8555,16314	9350,43801	378,464185	7041,30877	6565,70826	
RIDO tilbagebetalingsrent					-4029,886	-2741,26168	-1531,8428	-1559,37489	-1333,2007	-1331,2204	-1865,3538	-1546,9561	-463,6668	-207,97193	551,368237	

Wacc	
Risikofri rente	3,32%
Markedets risikopræmie	4,7%
Beta	1,28
Risikotillæg (marginal til banken)	1,28%
Likviditetstillæg	2,00%
Selskabsskattesats	25%
Rente på FK efter skat	3,45%
Ejernes afkastkrav	11,31%
Gældsandel	51%
EK-andel	49%
WACC	7,33%

Værdiansættelse		
PV DCF (2009-2018)	32567,108	
PV RIDO (2009-2018)	-12029,481	
TV DCF	129588,14	63859,81
TV RIDO	46790,544	23057,94
Netto driftsaktiver	85398,47	
NFA (-NFF)	-44634,47	
Minoritetsinteresser	102,00	
Hybridkapital indregnet i EK	4044,00	
EV DCF	96426,9230	47646,46
EV RIDO	11028,458	47646,46
Antal aktier	293,7099	
Aktiekurs DCF	162,22	
Aktiekurs RIDO	162,22	
Difference værdi	0,00	
Difference aktiekurs	0,00	

Bilag 13 Reformulerede regnskaber

Reformuleret resultatopgørelse					
	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	18493	36564	41625	60777	49262
Produktionsomkostninger	-13750	-27099	-34078	-50334	-43345
Bruttoresultat	4743	9465	7547	10443	5917
Salg og marketing	-252	-595	-677	-428	-428
Ledelse og administration	-381	-1107	-2405	-2060	-1930
Driftsoverskud fra salg før skat	4110	7763	4465	7955	3559
Skat herpå					
Rapporteret skatteomkostning	-1322	-1553	-808	-2924	-1269
+skattefordel på finansielle poster	-38	-148	-185	-283,5	-340,5
-skat på andet driftsoverskud	-2,75	-262,25	86,75	241,5	34
I alt påvirkning fra skat	-1362,75	-1963,25	-906,25	-2966	-1575,5
Driftsoverskud fra salg efter skat	2747,25	5799,75	3558,75	4989	1983,5
Andre driftindtægter	7	191	395	82	241
Andre driftsomkostninger	-18	-2263	-77	-33	-43
Avance ved salg af virksomheder	0	1023	29	917	-62
Netto andet driftsoverskud	-11	-1049	347	966	136
Skat herpå	2,75	262,25	-86,75	-241,5	-34
Andet driftsoverskud I alt efter skat	-8,25	-786,75	260,25	724,5	102
Valutakursregulering vedrørende udenlandske virksomheder	188	-200	110	-1996	1322
værdiregulering af finansielle instrumenter	-420	1879	-1656	4001	-2582
Andel af resultat efter skat fra datter/associerede virksomheder	62	470	-5	-48	74
øvrige reguleringer	-238	190	7	13	-8
Skat af egenkapitalbevægelser	273	-348	541	-887	677
Diverse reguleringer i alt	-135	1991	-1003	1083	-517
Driftsoverskud samlet efter skat	2604	7004	2816	6796,5	1568,5
Finansielle omkostninger	-1097	-1464	-2218	-3880	-4024
Finansielle indtægter	945	872	1478	2746	2662
Nettofinansielle omkostninger før skat	-152	-592	-740	-1134	-1362
Skatteeffekt	38	148	185	283,5	340,5
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-114	-444	-555	-850,5	-1021,5
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet	8	-1	6	48	-4
Totalindkomst koncernresultat excl. Minoriteter.	2482	6561	2255	5898	551
Totalindkomst iflg EK	2482	6561	2255	5898	551
Afvigelser	-	-	-	-	-

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

Officiel egenkapitalopgørelse

	2005	2006	2007	2008	2009
Egenkapital pr. 1.1	16360	26278	42390	42211	46190
Valutakursregulering vedrørende udenlandske virksomheder	188	-200	110	-1996	1322
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-420	1879	-1656	4001	-2582
Skat af egenkapitalbevægelser	273	-348	541	-887	677
Øvrig reguleringer	-244	187	7	15	0
Årets resultat	2687	5039	3259	4815	1138
Totalindkomst	2484	6557	2261	5948	555
Øvrig Egenkapitalbevægelser					
Betalt udbytte	0	-35	-1969	-1469	-1957
Hybridkapital renter o.lign.	0	-451	-451	-451	-451
Udstedelse Hybridkapital / kapitalforh.	8088	10041	0	0	0
Tilgang/afgang af minoritetsandele	-354	0	-20	-49	442
Kapitalnedsættelser samt øvrige reguleringer	-300	0	0	0	29
Egenkapital pr. 31.12	26278	42390	42211	46190	44808

Reformuleret egenkapitalopgørelse

	2005	2006	2007	2008	2009
EK Saldo pr. 1.1 (Primo)	15665	22157,5	38307	38121	42099
Transaktioner med ejerne					
Betalt udbytte til aktionærer	0	-35	-1967	-1469	-1926
Transaktion med ejerne, kapitalindskud o.lign	0	9590	-474	-451	-62
Hybridkapital	8088	0	0	0	0
I alt	8088	9555	-2441	-1920	-1988
Totalindkomst					
Årets resultat rapporteret	2679	5040	3253	4767	1142
Valutakursregulering vedrørende udenlandske virksomheder	188	-200	110	-1996	1322
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-420	1879	-1656	4001	-2582
Skat af egenkapitalbevægelser	273	-348	541	-887	677
Øvrige reguleringer	-238	190	7	13	-8
I alt	2482	6561	2255	5898	551
Omkostningsført værdi af aktiebaseret vederlæggelse					
Omkostningsført værdi af aktieoptioner	0	0	0	0	0
50 % Hybridkapital som fjernes	-4077,5	33,5			
EK Saldo før minoritetsinteresser pr. 31.12 (Ultimo)	22157,5	38307	38121	42099	40662
Heraf værdi af Hybridkapital	4077,5	4044	4044	4044	4044
Minoritetsinteresser primo værdi	695	43	39	46	47
Udbytte	0	0	-2	0	-31
Tilgang/afgang af minoritetsandele	-354	0	3	-49	82
Øvrig reguleringer	-300	0	0	0	0
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet	2	-4	6	50	4
I alt bevægelser	-652	-4	7	1	55
I alt minoritetsværdi	43	39	46	47	102
Grandtotal pr. 31.12 (Ultimo)	22200,5	38346	38167	42146	40764

Værdiansættelse af Dong Energy A/S

Reformuleret balance

Driftsaktiver	2005	2006	2007	2008	2009
Koncern goodwill	276	322	322	447	663
Rettigheder	1.657	3.628	2.037	1.867	2.100
Færdiggjorte udviklingsprojekter	127	99	186	218	245
Udviklingsprojekter under udførelse og forudbetalinger for immaterielle anlægsaktiver	23	154	191	189	144
Imaterielle anlægsaktiver i alt	2.083	4.203	2.736	2.721	3.152
Grunde & bygninger	232	2.964	2.634	2.949	3.013
Produktionsanlæg	13.728	31.658	43.487	40.646	50.827
Efterforsknings- og udviklingsaktiver	350	372	2.103	2.784	2.997
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	7	334	321	216	267
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle anlægsaktiver	8.274	11.190	5.185	7.400	13.026
Materielle anlægsaktiver	22.591	46.518	53.930	53.995	70.130
Kapitalandele i associerede virksomheder	5.360	4.073	3.912	3.306	3.605
Andre kapitalandele	1.363	5	29	85	1.374
Udskudt skat	6	36	31	13	281
Tilgodehavender	68	1.080	651	1.980	3.596
Andre langtristede aktiver i alt	6.807	5.194	4.623	5.384	8.856
Varebeholdninger i alt	690	2.583	2.785	3.918	3.064
Tilgodehavender	7.168	21.580	19.649	36.073	27.783
Tilgodehavende selskabsskat	107	241	753	11	422
Driftsaktiviteter	139	274	312	456	369
Omsætningsaktiver i alt	8.104	24.678	23.499	40.458	31.638
Driftsaktiver i alt	39.585	60.593	84.788	102.558	113.776
Heraf Kernedriftsaktiver	32.852	76.515	80.847	99.167	108.797
Driftsforpligtelser					
Udskudt skat	3.237	4.528	5.038	5.461	6.666
Pensionsforpligtelser	15	42	41	38	21
Andre hensatte forpligtelser	1.804	4.462	5.715	5.466	7.260
Leverandørgæld	3.848	4.546	5.488	8.155	4.997
Entreprisekontrakter	0	0	0	0	3
Leasingforpligtelse	0	120	157	184	220
Gæld til datter og associerede virksomheder	0	8	36	94	63
Selskabsskat	153	188	39	420	39
Andre hensatte forpligtelser	14	67	69	229	212
Anden gæld	1.429	13.858	6.339	6.167	6.897
Driftsgæld i alt	10.500	27.819	22.922	26.214	28.378
Nettodriftsaktiver	29.085	52.774	61.866	76.344	85.398
Finansielle forpligtelser					
Obligationsskuld lang	3.735	7.938	7.923	7.734	22.549
Kreditinstitutter lang	2.720	7.169	6.780	9.277	10.859
Obligationsskuld kort	0	1.995	0	160	0
Kreditinstitutter	693	2.913	2.512	1.952	1.798
Dagsværdi af finansielle instrumenter	2.928	5.728	6.933	14.655	12.380
50% Hybridkapital	4.078	4.044	4.044	4.044	4.044
Leasing trækkes ud af gæld til kreditinstitutter	0	-120	-157	-184	-220
Forpl. Vedr. aktiver som sælges indenfor kort tid	0	3.423	585	87	0
Finansielle forpligtelser i alt	14.154	33.090	28.621	37.725	51.410
Finansielle aktiver					
Værdipapirer	1.594	132	134	753	2.570
Likvide beholdninger	5.642	9.247	2.250	2.587	4.130
Aktiver bestemt for salg	33	9.283	2.538	187	76
Finansielle aktiver i alt	7.269	18.662	4.922	3.527	6.776
Netto finansielle forpligtelser	6.884	14.428	23.699	34.198	44.634
Netto finansielle aktiver	-6.884	-14.428	-23.699	-34.198	-44.634
Grand total (egenkapital inkl. minoriteter)	22.201	38.346	38.167	42.146	40.764
Minoritetsinteresser	43	39	46	47	102
50 % Hybridkapital	4.078	4.044	4.044	4.044	4.044
Egenkapital	22.158	38.307	38.121	42.099	40.662
Gennemsnitstal	2005	2006/05	2007/06	2008/07	2009/08
NDA	29.085	40.929	57.320	69.105	80.871
NFF	6.884	10.656	19.064	28.949	39.416
EK	22.201	30.273	38.257	40.157	41.455
EK ekskl. minoriteter	22.158	30.232	38.214	40.110	41.381
DF	10.500	19.160	25.371	24.568	27.296
DA	39.585	60.089	82.691	93.673	108.167
Immaterielle anlægsaktiver	2.083	3.143	3.470	2.729	2.937
Materielle anlægsaktiver	22.591	34.555	50.224	53.963	62.063
Øvrige Anlægsaktiver	6.807	6.001	4.909	5.004	7.120
Varebeholdninger	690	1.637	2.684	3.352	3.491
Tilgodehavender excl. Skat	7.168	14.374	20.615	27.861	31.928
Andre driftsaktiver	246	380	790	766	629
Hensættelser	5.056	7.044	9.913	10.880	12.456
Leverandører	3.848	4.197	5.017	6.822	6.576
Andre driftforpligtelser	1.596	7.919	10.441	6.867	8.264
Kernedriftsaktiver	32.852	54.683	78.681	90.007	103.982
Ikke kernedriftsaktiver	6.733	5.406	4.010	3.666	4.185
Netto Arbejdskapital	2.660	4.275	8.631	18.290	21.208
Netto Anlægskapital	26.425	36.654	48.689	50.815	59.663
Anlægskapital	31.481	55.915	61.289	62.100	82.138
Omsætningsaktiver (driftskapital)	8.104	24.678	23.499	40.458	31.638
Netto Arbejdskapital	2.660	5.891	11.371	25.209	17.207
Netto Anlægskapital	26.425	46.883	50.495	51.135	68.191
Afstemning afvigelse i forhold til NDA	0	0	0	0	0
Netto Anlægskapital fratrukket ikke kernedriftsaktiver	19.692	42.805	46.554	47.744	63.212