Cand.merc.aud studiet
Institut for Regnskab og Revision
Copenhagen Business School 2008

Kandidatafhandling

# Strategisk analyse og værdiansættelse af Dong Energy A/S

***Strategic analysis and valuation of Dong Energy A/S***

**Forfattere:**

Snjezana M. Vagtborg

Marianne T. Langfrits

**Vejleder:**

Jens O. Elling

**Censor:**

**Afleveringsdato:** 20. november 2008

DONG Energy was founded in 2006 when six Danish energy companies merged: DONG, Elsam, ENERGI E2, Nesa, Copenhagen Energy, and Frederiksberg Forsyning.

The merger brought together a wide breadth of experience, resources, and activities, including:

- Oil and natural gas exploration and production
- Electricity generation at power stations and renewable energy facilities
- Gas and electricity distribution
- Sales and energy consulting

Considerations regarding initiating the merger were, for the main stock holder "The Danish Government", to offer approx. 45% of the total stock holding in an integrated company with presence of every link of the energy chain, for sale.

Based upon the above, our purpose with this respective paper is to present a valuation of the integrated DONG Energy A/S as of 2008. Our approach is to perform a strategic and financial analysis for the whole company in order to present a 5 year budget and based on that, a valuation of the newly founded company using 2 recognized valuation models.

Our main thesis is as follows:

**What is the fair value of DONG Energy A/S at the end of fiscal year 2008?**

In order to answer the above listed thesis we performed a strategic analysis showing significant valuedrivers and opportunities in the company. The main factors identified are as follows:

- Diversified activities
- Strong market position
- Focus on environmental production and renewable energy
- Low competition on national energy market

Based upon our strategic analysis we found, that DONG Energy's strategic position is strong even though some internal weaknesses were identified. Performing an estimate of

the specific valuedrivers identified and performing a financial analysis of historic performance, we produced a 5-year budget. The budget was then used as input in the 2 valuation models “Discounted Cash Flow” and “Economic Profit”.

Our calculation of the fair value, using the 2 models leads to a price range from DKK 87-92 billions. A range we find accurate based upon our assumptions presented in the paper and financial analysis statements published in relation to the expected stock exchange listing.

# INDHOLDSFORTEGNELSE

**INDHOLDSFORTEGNELSE** **1**

**1. INDLEDNING** **9**
1.1 Energisektorens udvikling 9
1.2 DONG Energy's udvikling 10

**2. PROBLEMSTILLING** **12**
2.1 Problemformulering 13

**3. METODE** **16**
3.1 Modelvalg 18
3.1.1 Værdikædemodellen 18
3.1.2 Boston Matrix 18
3.1.3 Porters Five Forces 19
3.1.4 PESTEL – omverdensanalyse 19
3.1.5 Risiko analysen 20
3.1.6 SWOT-analysen 20
3.1.7 Regnskabsanalyse 20
3.1.8 Værdiansættelsesmodeller 20
3.1.8.1 Den tilbagediskonterede cash flow-model 21
3.1.8.2 Residualindkomstmodellen 22

**4. AFGRÆNSNING** **24**

**5. KILDEKRITIK** **25**

**6. MÅLGRUPPE** **25**

# INDHOLDSFORTEGNELSE


**7. VIRKSOMHEDS- OG MARKEDSBESKRIVELSE AF DONG ENERGY A/S OG DET DANSKE ENERGIMARKED 28**
7.1 Indledning og historie 28
7.2 Fra DONG A/S til DONG Energy A/S 30
7.2.1 Det nye energiselskab DONG Energy og den danske energisektor 31
7.2.2 Det danske Elmarked 31
7.2.2.1 Netselskaber/Distributionsselskaber 31
7.2.2.2 Transmissionsselskaber 32
7.2.2.3 Systemansvar 32
7.2.2.4 Produktionsselskaber 32
7.2.2.5 Elhandelsselskaber 33
7.2.3 Det danske Gasmarked 33
7.2.3.1 Transmissionsselskaber 34
7.2.3.2 Lagerselskaber 34
7.2.3.3 Distributionsselskaber 34
7.3 DONG Energy's værdikæde og forretningsområder 35
7.3.1 Aktiviteter i hele værdikæden 35
7.3.2 Synergieffekt 38
7.4 Konklusion på ligheden mellem det danske el- og gasmarked og DONG Energy's forretningsområder samt udnyttelse af opståede synergier. 40

**8. DONG ENERGY's VISIONER OG STRATEGIER 42**
8.1. DONG's visioner 42
8.1.1 Strategi 43
8.1.1.1 Politik for kvalitet, arbejdsmiljø og miljø 43

**9. STRATEGISK ANALYSE 46**
9.1 Intern Analyse 46
9.1.1 Værdikædeanalyse 47
9.1.1.2 Ny teknologi og efterforskning af olie og gas 49
9.1.1.2.1 Udvikling i nye produktionsfelter 49
9.1.1.2.2 Udvikling i eksisterende produktionsfelter og nye produktionsmetoder 51
9.1.1.2.3 Nye produkter 53
9.1.1.3 Sammenfatning: Ny teknologi og efterforskning af olie og naturgas i E&P 54
9.1.1.4 Ny teknologi og produktion af el 54
9.1.1.4.1 Udvikling af eksisterende produkter 56
9.1.1.4.2 Udvikling af nye produkter 57
9.1.1.5 Sammenfatning: Ny teknologi og produktion af el 58
9.1.1.6 Distribution af el og gas 58
9.1.1.6.1 Nye produkter 59
9.1.1.7 Sammenfatning: Distribution af el og gas 60
9.1.1.8 Køb– og salg af el og gas 60
9.1.1.8.1 Nye markeder 61
9.1.1.9 Sammenfatning: Køb og salg af el og gas 61
9.1.1.10 Personaleudvikling 62

# INDHOLDSFORTEGNELSE


9.1.2 Delkonklusion på værdikædeanalyse 62
9.1.3 Energibranchens nøgle-succesfaktorer 64
9.1.4 Delkonklusion på identificerede valuedrivers i DONG Energy og valuedrivers i branchen. 65
9.1.5. Boston-modellen 66
9.1.5.1 Exploration & Production 67
9.1.5.2 Generation 68
9.1.5.3 Distribution af el og gas 68
9.1.5.4 Markets 69
9.1.6 Delkonklusion på Boston-modellen 69
9.2 Ekstern analyse 72
9.2.1 PEST(EL)-analysen 72
9.2.1.1 Politiske og lovgivnings faktorer 73
9.2.1.1.1 Lovgivnings faktorer 73
9.2.1.1.2 Politiske faktorer 74
9.2.1.2 Økonomiske faktorer 75
9.2.1.2.1 Valutakurser 77
9.2.1.2.2 Olieprisen og gaspriser 77
9.2.1.2.3 Elpriser 78
9.2.1.3 Sociokulturelle faktorer 78
9.2.1.3.1 Livsstil 78
9.2.1.3.2 Større fokus på miljøvenlig energi 79
9.2.1.4 Teknologiske og miljømæssige faktorer 79
9.2.2 Delkonklusion på PESTEL-analyse 80
9.2.3 Brancheniveau – Porters Five Forces 82
9.2.3.1 Konkurrencen mellem allerede eksisterende udbydere 83
9.2.3.1.1 Generation 83
9.2.3.1.2 Exploration & Production 84
9.2.3.1.3 Distribution 85
9.2.3.1.4 Markets 85
9.2.3.2 Sammenfatning om konkurrencen mellem allerede eksisterende udbydere 86
9.2.3.3 Truslen fra potentielle konkurrenter 87
9.2.3.4 Sammenfatning om truslen fra potentielle konkurrenter 88
9.2.3.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke 88
9.2.3.6 Sammenfatning om leverandørernes forhandlingsstyrke 89
9.2.3.7 Kundernes forhandlingsstyrke 89
9.2.3.8 Sammenfatning om kundernes forhandlingsstyrke 91
9.2.3.9 Konkurrence fra substituerende produkter 91
9.2.3.10 Sammenfatning om konkurrence fra substituerende produkter 91
9.2.4 Delkonklusion på Porters brancheanalyse 91

# INDHOLDSFORTEGNELSE


9.3 Risikoanalyse 94
9.3.1 Markedsrisici 95
9.3.1.1 Olie- og gaspris risici 95
9.3.1.2 Havvindmøller 96
9.3.1.3 Valutarisici 96
9.3.2 Specifikke risici 96
9.3.2.1 Fremskaffelse af gas 97
9.3.2.2 Tildeling af CO2 kvoter 97
9.3.2.3 Regulering 97
9.3.2.4 Kompetencer 97
9.3.2.5 Projektrisici 98
9.3.2.6 Prisrisici ved produktion af el 98
9.3.3 Delkonklusion på risikoanalysen 98
9.4 Konklusion på den strategiske analyse gennem SWOT 99
9.4.1 SWOT-analyse 100
9.4.1.1 Kundetilfredshed 101
9.4.1.2 Motivation, uddannelse og inddragelse af medarbejderne 101
9.4.1.3 Minimering af ressourceforbrug og miljøpåvirkninger 102
9.4.1.4 Prioritering af leverandører og samarbejdspartnere 102
9.4.1.5 Sikring af lovmæssig efterlevelse 102
9.4.2 Værdiskabelsen i DONG Energy 103

**10. REGNSKABSANALYSE 106**
10.1 Revisionspåtegninger 106
10.2 Vurdering af anvendt regnskabspraksis 107
10.2.1 Reklassificering af poster i årsregnskabet 108
10.2.2 Reformulering af egenkapitalopgørelse 108
10.2.3 Reformuleringen af balancen 108
10.2.4 Reformuleringen af resultatopgørelsen 109
10.3 Rentabilitetsanalyse 110
10.3.1 Estimering af kapitalomkostninger (Weighted avarage cost og capital (WACC)) 111
10.3.1.1 Kapitalstruktur 111
10.3.1.2 Fremmedkapitalomkostninger $k_g$ 112
10.3.1.3 Ejerafkastkrav $k_e$ 114
10.3.1.3.1 Markedets risikopræmie 115
10.3.2 Dong Energy's vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) 116
10.4 Egenkapitalforrentningen (ROE) 117
10.4.1 Afkastningsgraden (ROIC) 118
10.4.2 Overskudsgraden og omsætningshastigheden 121
10.4.3 Aktivernes omsætningshastighed 122
10.4.4 Finansiel gearing og SPREAD 123
10.5 Konklusion på regnskabsanalysen 125

# INDHOLDSFORTEGNELSE


**11. BUDGET** **128**
11.1 Budgetdata 128
11.2.2 Omsætning 128
11.2.2.3 E&P 128
11.2.2.4 Generation 129
11.2.2.5 Distribution 130
11.2.2.6 Markets 131
11.2.3 EBIT 132
11.2.3.1 E&P 132
11.2.3.2 Generation 132
11.2.3.3 Distribution 133
11.2.3.4 Markets 134
11.2.4 Investeringer i driftsaktiver 134

**12. VÆRDIANSÆTTELSE** **137**
12.1 Den tilbagediskonterede cash flow model (DCF-modellen) 137
12.1.1 DONG Energy's fremtidige værdiskabelse 137
12.1.2 Værdiansættelse af DONG Energy A/S 138
12.1.3 Konsekvensberegning med ændringer i EBIT, NDA og g (vækstrate) 139
12.1.4 Konsekvensberegning med ændringer i lånerenten 140
12.1.5 Konsekvensberegning ved ændringer i ejernes afkastkrav 141
12.1.6 Konsekvensberegning vedr. både lånerenten og risikopræmien 142
12.2 Residualindkomstmodellem (RI-modellen) 143
12.2.1 DONG Energy's fremtidige værdiskabelse 143
12.2.2 Værdiansættelse af DONG Energy A/S 144
12.2.3 Konsekvensberegning med ændringer i totalindkomst, dividende og g (vækstrate) 145
12.2.4 Konsekvensberegning med ændringer i lånerenten 145
12.2.5 Konsekvensberegning ved ændringer i ejernes afkastkrav 146
12.2.6 Konsekvensberegning vedr. både lånerenten og risikopræmien 146
12.3 Konklusion på værdiansættelsen 147

**13. KONKLUSION** **150**
13.1 Strategisk analyse 151
13.1.1 Faktorer med væsentlig indflydelse på DONG Energy 151
13.1.2 DONG Energy's strategiske position ved udgangen af 2008 151
13.2 Regnskabsmæssig analyse 151
13.2.1 DONG Energy's historiske resultater gennem de senere år 151
13.2.2 DONG Energy's fremtidige indtjeningsmuligheder 152
13.3 Værdiansættelsen 152

**14. PERSPEKTIVERING** **154**

**15. LITTERATURLISTE** **156**

**16 BILAG** **160**

# 1. INDLEDNING

Selskabet DONG Energy består i 2008 af en række selskaber, som agerer i forskellige led i det danske energimarked. For at forstå det danske energimarked samt DONG Energy A/S som selskab, er det nødvendigt at kende udviklingen på det danske og europæiske energimarked såvel udviklingen af DONG Energy A/S.

## 1.1 Energisektorens udvikling

I 1973 satte den første oliekrise energiforsyningen på dagsordenen både på den politiske og på forbrugernes private front. I 1973 var Danmark blevet medlem af EF, og dette sammen med kommunalreformen af 1970 betød en ændring i den politiske struktur. Der kom flere beslutningsniveauer og kompetence- og opgavefordelingen blev ændret i det offentlige system.

Elektricitetsforsyningen havde udviklet sig som et selvgroet system, hvor den lokale forankring var udgangspunkt, og hvor der på det grundlag med tiden var blevet opbygget et system med de to landsdelsdækkende sammenslutninger ELSAM og ELKRAFT som de dominerende aktører i samspil med en lang række små og mellemstore lokale forsyningsselskaber.

I tiden efter 1973 er der foregået dybtgående ændringer af energi- og elektricitetsforsyningen i Danmark på otte afgørende dimensioner:

1. Politisk har vilkårene ændret sig fra vidtgående autonomi for de koncessionerede selskaber til offentlig regulering (elforsyningsloven af 1976, oprettelsen af Energiministeriet 1979) til delregulering gennem EF's liberaliseringsdirektiver i 1996.
2. Teknisk har der været øget usikkerhed om råstofgrundlaget. Oliekriserne 1973 og 1979 gjorde det nødvendigt at etablere andre energikilder, men der var betydelig uenighed om hvilke. Valget stod mellem kulkraft, atomenergi eller vedvarende energi. Af disse blev kulkraft den vigtigste, men der var politisk usikkerhed om valg af kuleksportør.
3. Teknologisk var perioden overordnet præget af et gennembrud for digitalisering. Det øgede i sig selv forbruget af elektricitet. Samtidig blev der arbejdet på at udvikle bedre energiteknologier inden for kulteknologi, vindteknologi og brændsels- eller solceller.
4. I et felt mellem teknologi og økonomi fik økologiske hensyn voksende betydning. Teknologiske løsninger kunne ikke længere kun foretages ud fra økonomiske hensyn. I stigende grad måtte forurening og forureningsfare inddrages i beslutningsgrundlaget.

5. Branchemæssigt forekom der en brancheglidning, således at tidligere adskilte områder for elektricitets- og varmeforsyning smeltede sammen. Elektricitetens rolle var voksende, men den måtte finde sin plads inden for en mere omfattende energiforsyningsbranche.
6. Markedsmæssigt ændredes strukturen fra et geografisk opdelt marked med eneret for koncessionerede lokale eller regionale selskaber til et liberaliseret marked, som ikke alene har ophævet de tidligere indenlandske opdelinger, men også har integreret det danske elektricitetsmarked i et europæisk. For selskaberne har der altså været tale om en omstilling fra koncession til konkurrence og fra lokalt monopol til konkurrence på europæisk niveau.
7. Ejendomsretsmæssigt har branchen i vid udstrækning bevaret sin oprindelige form, hvor andelseje var den mest udbredte. Tidligere kommunalt ejede selskaber indgår i de nye selskabskonstruktioner. De skal løfte en ny type opgave, fordi andelsejet i sin oprindelse tog sigte på det overskuelige lokalsamfund, hvor andelshaverne udgjorde en begrænset kreds, som i vidt omfang var forbundet af personligt bekendtskab, men hvor andelsejet i dag omfatter langt større og mere heterogene kredse, og hvor den lokale forankring ikke længere spiller den samme rolle.
8. Samfundsmæssigt har informations- og servicesamfundet i periodens løb afløst industrisamfundet med deraf følgende ændrede relationer mellem selskaber og forbrugere. Der er i stigende grad behov for at selskaberne varetager en informationsfunktion over for deres kunder – og deres øvrige interessenter, og tilbyder service som f.eks. energibesparende vejledning og foranstaltninger.

På virksomhedsniveau betød denne udvikling en fuldstændig ændring af elselskabernes arbejdsvilkår. Der blev indført butikker og udsendt pjecer med spareråd og indført konsulentordninger og gennemført klassifikation af elektriske apparaters energiforbrug. Elselskaberne fik altså en anden og større rolle end "bare" producent og distributør af el til forbrugerne[1].

## 1.2 DONG Energy's udvikling

DONG A/S blev etableret af den danske stat i 1972 som et statsligt aktieselskab med det formål, at fungere som konsulent for Handelsministeriet. Dette formål blev i 1979 udbygget til at fungere som entreprenør med den opgave at etablere det danske naturgasnet og repræsentere statens indflydelse på udforskning af felterne i Nordsøen. Ændringen i selskabets formålsparagraf var et led i den daværende regerings løsning på Danmarks afhængighed af mellemøstlig olie.

[1] Rüdiger, Mogens: "Energipolitisk regulering og DONG A/S 1972-2004" 1. udgave 2007, DJØF Forlagene

I 1979 købte DONG naturgas hos Dansk Undergrunds Consortium. Dermed kunne naturgassen introduceres i Danmark. Års arbejde med at projektere naturgasnettet blev ført ud i virkeligheden, og i 1984 blev der åbnet for den danske gas fra Nordsøen. Der var store problemer i dette år, men DONG formåede at gøre naturgassen til en fornuftig forretning, der giver varme og energi til store dele af landet.

DONG har med vekslende held, og ikke uden politisk kritik, handlet med olie siden oliekrisens kolde dage i 1973/74. I 1980'erne gik DONG ind i efterforskningen efter olie og naturgas i Nordsøen, og i 1998 begyndte den første produktion.

Som et led i den europæiske privatisering af statsejede selskaber, pressede den danske regering i 2005 på for en privatisering af det statseje selskab DONG A/S. Staten bestilte således en rapport fra den engelske bank N M Rothschild & Sons, som konkluderede, at selskabet skulle indeholde flere led af det danske energimarked for at være en attraktiv investering for potentielle købere.

Regeringen satte derefter Finansministeren i gang med at forhandle opkøb af allerede eksisterende elselskaber og i marts 2006 godkendte Europa-kommissionen sammenlægningen af energiselskaberne DONG, Energi E2, Elsam, Nesa, Frederiksberg Forsyning og Københavns Energi.

DONG's historie handler således om det statslige aktieselskab, der har udviklet sig fra at være et politisk instrument i regeringens hænder til et selskab styret af forretningsmæssige principper gennem en målbevidst stræben efter frihed fra politisk styring. En frihed til at forene den kommercielle drift med de samfundsmæssige interesser i en kvalitetspræget forsyning af olie og naturgas[2].

Vi finder en værdiansættelse af DONG Energy interessant, da virksomheden, som en af Danmarks største, har gennemgået en lang række fusioner, opkøb og sammenlægninger af store selvstændige el- og olie/gasselskaber med det formål, at sælge 45% af selskabets værdi til én eller flere private investorer gennem en børsintroduktion.

[2] Rüdiger, Mogens: "DONG og Energien" 1. udgave 1998, DJØF Forlagene

# 2. PROBLEMSTILLING

Den nye energikoncern, som i 2006 blev dannet ved hjælp af en række fusioner, har fået navnet Dong Energy A/S. Energiselskabet er den største aktør på energimarkedet i Danmark. Virksomheden er ekspanderet betydelig gennem organisk vækst og opkøb siden grundlæggelsen i 1972.[3] Baggrunden for de seneste års opkøb af fem andre energiselskaber i Danmark, ligger i regeringens privatiseringsplaner om en børsnotering af Dong Energy A/S.

Som tidligere nævnt bestilte Finansministeriet en analyse af privatiseringsalternativer for det daværende DONG A/S, af banken N M Rothschild & Sons. I denne rapport skriver N M Rothschild & Sons: *"Nøglen til en vellykket børsintroduktion ligger i DONG's "egenkapitalhistorie" ("equity story"), der kommunikeres til potentielle investorer på tidspunkt for børsintroduktion."*[4] N M Rothschild & Sons mente, at DONG's daværende forretningssammensætning, primært bestående af et gas (handels-) selskab, og den deraf fremtidige udvikling ikke i sig selv førte til en overbevisende egenkapitalhistorie. Men hvis DONG kunne færdiggøre implementeringen af sin daværende målsætning om at blive et integreret gas- og elselskab, vil dette forbedre deres egenkapitalhistorie og formentlig indebære en højere rating. Banken understregede dog at DONG ved implementering af målsætningen om at blive en multiforsyningsselskab ikke måtte betale for dyrt herfor.

Ovenstående redegørelse er årsagen til at DONG Energy gennem de senere år har flyttet sit fokus fra at være naturgaskilde, engrossælger, efterforsker, samt gas- og olieproducent, til at blive et integreret energiselskab med aktiviteter i hele energimarkedets værdikæde.

Den politiske omverden spiller en stor rolle i energibranchen, og virksomheden har ofte ingen eller ringe indflydelse på de samfundsøkonomiske og politiske faktorer. DONG Energy har forsyningspligten på el, gas og varme hvor salgsprisen til forbrugerne bestemmes af Energitilsynet og er dermed politisk reguleret. Selskabet har således ingen indtjening på disse produkter i den sidste ende af deres værdikæde. Det er dog markedet, som bestemmer engrospriserne som DONG Energy afregner overfor den fælles nordiske elbørs Nord Pool.

Som i andre teknologitunge brancher, er der i energibranchen en hastig udvikling i teknologien. Ikke mindste på grund af den store fokus på miljøpåvirkning af det stigende energiforbrug. DONG Energy er ikke upåvirket af denne udvikling.

[3] www.dongenergy.com
[4] N M Rothschild & Sons Limited: "Privatiseringsalternativ for DONG A/S", maj 2004, s. 22

Mens det er samfundsforhold, som danner rammen for de enkelte branchers udvikling, er det branchen selv, som afgrænser potentialet for den enkelte virksomhed og dens forretningsområder.[5] Virksomhedens fremtidige indtjening afhænger således også af de konkurrencemæssige forhold som virksomheden opererer under. Hvis DONG Energy skal have en mulighed for at styrke sin position, er det nødvendigt at identificere de faktorer, som påvirker virksomheden, både eksterne og interne faktorer.

Der arbejdes hele tiden på udvikling af nye produkter på energimarkedet, ikke mindst på grund af den miljømæssige påvirkning, men selvfølgeligt også på grund af den hidtidige afhængighed af olie og gas og fossile brændstoffer, som ønskes erstattet af mere miljøvenlige produkter. Det er derfor vigtigt for DONG Energy at følge med den teknologiske udvikling og se på deres nuværende og fremtidige produktporteføljе for at klargøre om de har en konkurrencedygtigt produktsortiment.

En strategisk analyse giver mange værdifulde informationer om virksomheden, dens muligheder og trusler samt styrker og svagheder. Men som analytiker er det også vigtigt, for at kunne vurdere fremtiden, at foretage en historisk evaluering af hvordan virksomheden økonomisk har performet. Derfor er det hensigtsmæssig at sammenholde den strategiske analyse og den regnskabsmæssige analyse, også kaldet en fundamentanalyse[6], for at få en indikation af, hvordan det vil gå DONG Energy i fremtiden.

Virksomhedens finansielle præstationer måles ofte på deres evne til at forrente den investerede kapital. Afkastningsgraden eller egenkapitalforrentning kan således sammenholdes med investeringens risiko, for at undersøge om investor i dag og i fremtiden vil opnå en tilfredsstillende forrentning, set i forhold til den risiko som påtages.

## 2.1 Problemformulering

DONG Energy A/S har fulgt N M Rothschild & Sons anbefalinger om at blive et multiforsyningsselskab, og muligvis forbedret deres "egenkapitalhistorie". Den planlagte børsnotering i efteråret 2007 måtte dog udskydes på grund af folketingsvalg og igen ultimo 2008 på grund af vanskellige forhold på aktiemarkedet.

I årsrapporten 2007 skriver DONG Energy: *"Aktionærerne var klar til børsintroduktion og DONG Energy var klar – men markedet var det ikke".*[7] Efter udskydelse af noteringen, som blev begrundet

[5] Elling, Jens O. mf.: *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"*, 2. udgave, Gjellerup, 2005
[6] Elling, Jens O. mf.: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 2. udgave, Gjellerup, 2005, s. 18
[7] DONG Energy, Årsrapport 2007, s. 3

med usikkerheden i markedet, er der i flere avisartikler skrevet, at det også skyldes mere grundlæggende tvivl om selskabet værdi. Man kan have en formodning om, at selskabet bliver børsnoteret i den nærmere fremtid, hvis de mange milliarder, som er anvendt i omkostninger til forberedelse af børsnoteringen ikke skal gå til spilde. I den forbindelse har de potentielle investorer brug for en værdiansættelse af DONG Energy koncernen. Medierne er kommet med meget varierende bud på en værdi af DONG Energy, helt nede fra 40 til 90 mia.kr. gennem de sidste par år. Efter de mange forandringer DONG Energy har gennemgået, har værdien også ændret sig en del. Ovenstående leder os frem til hovedproblemstillingen i denne opgave:

**Hvad er den reelle værdi af DONG Energy A/S ultimo 2008?**

Problemstillingen i opgaven vil besvares ved at foretage en strategisk regnskabsanalyse, som vil skabe en basis for en pålidelig budgettering af virksomhedens forventede fremtidige indtjening for derigennem at kunne foretage en værdiansættelse. Dette vil foretages med udgangspunkt i nedenstående spørgsmål:

- hvilke faktorer har væsentlig indflydelse på DONG Energy
- hvordan er DONG Energys strategiske position ved udgangen af 2008
- hvordan har DONG Energys resultater været igennem de senere år
- hvordan er DONG Energys fremtidige indtjeningsmuligheder
- hvad er værdien af DONG Energy ultimo 2008

***Hvilke faktorer har væsentlig indflydelse på værdien af DONG Energy***

Vi vil indledningsvis analysere, hvordan DONG Energys nuværende og fremtidige indtjeningsevne påvirkes af konkurrencesituationen i energimarkedet, samfundsmæssige forhold, kunder, leverandører samt virksomheds- og markedsspecifikke risici. Dette vil give os en indsigt i DONG Energys muligheder og trusler.

***Hvordan er DONG Energys strategiske position ved udgangen af 2008***

DONG Energy koncernen har gennemgået store forandringer med fusioner samt opkøb af andre selskaber. Analysen af deres kompetencer og ressourcer vil være med til at identificere virksomhedens styrker og svagheder som vil danne grundlag for de fremtidige indtjeningsmuligheder. Derudover vil de eksterne påvirkninger ligeledes danne et grundlag for eksisterende samt potentielle muligheder for fremtidige indtjening.

***Hvordan har DONG Energys resultater været igennem de senere år***

Analysen vil tage udgangspunkt i DONG Energys tidligere års regnskabsmæssige informationer. Disse vil blive gennemgået kritisk. Den anvendte regnskabspraksis og især ændringer hertil, vil blive vurderet. Endvidere vil vi foretage nødvendige korrektioner til regnskaberne for at få et validt datagrundlag. Regnskabsanalysen af tidligere års økonomiske resultater vil blive anvendt til vurdering af fremtidige indtjeningsmuligheder.

***Hvordan er DONG Energys fremtidige indtjeningsmuligheder***

Ud fra de, under den strategisk - og regnskabsmæssige analyse, identificerede forventninger til den fremtidige indtjening udarbejdes der budgetter for den kommende årrække. Budgetterne skal anvendes til at estimere det fremtidige cash flow for at ende ud med en værdiansættelse af DONG Energy.

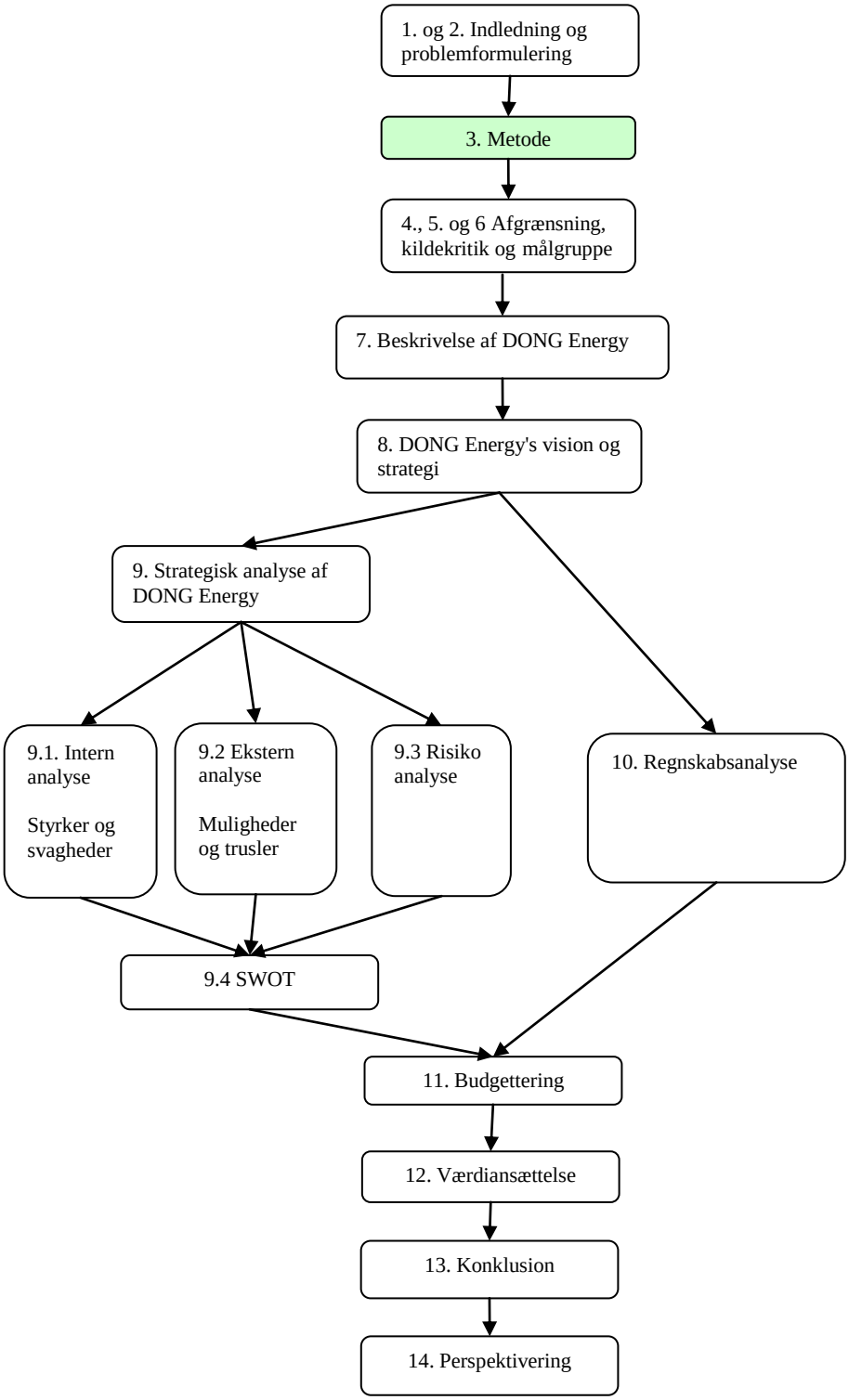
***Hvad er værdien af DONG Energy ultimo 2008***

Som afslutning på opgaven skal værdien af DONG Energy beregnes ud fra de opstillede forventninger og hovedspørgsmålet i opgaven skal besvares:

**Hvad er den reelle værdi af DONG Energy A/S ultimo 2008?**

# 3. METODE

**Figur 1 – Model af opgavens struktur**




*Kilde egen tilvirkning*

Ovenstående model vil løbende vises i opgaven i takt med, at de enkelte afsnit afsluttes og påbegyndes, således at det er muligt for læser at følge processen.

I dette afsnit gives der et overblik over afhandlingens opbygning samt kortlæggelse af de metoder, vi vil lægge til grund for opgavens udarbejdelse. Vi vil give et overblik over opgavens forskellige kapitler, redegøre for brugen, rækkefølgen og sammenhængen mellem disse. Indhold og formål vil kort i hver afsnit blive gennemgået for at klargøre strukturen, desuden vil ovenstående model løbende blive vist i opgaven i takt med, at de enkelte afsnit afsluttes og påbegyndes, så det er muligt for læseren af følge processen.

**Indledende afsnit samt virksomhedsbeskrivelse og strategier**

Som det illustreres ud fra ovenstående model vil opgaven med udgangspunkt i den praktiske problemstilling tage sit afsæt i en kort introduktion til virksomheden DONG Energy A/S. Herefter vil der være en beskrivelse af de strategier, som DONG Energy på nuværende tidspunkt anvender. Dette udarbejdes med henblik på at kunne vurdere, hvorvidt de eksisterende og fremtidige strategier understøtter de resultater den strategiske analyse vil give. Efterfølgende vil den strategiske analyse påbegyndes.

**Strategisk analyse**

Den strategiske analyse er inddelt i 3 dele:

- Intern analyse
- Ekstern analyse
- Risikoanalyse

I den interne analyse lægges fokus på værdikædesammenhænge i DONG Energy samt en vurdering af deres produktportefølje gennem en Boston Matrix. Den eksterne analyse retter fokus på profitabiliteten i energibranchen samt på de forhold i omverdenen, der kan have en indflydelse på investorernes værdiansættelse af DONG Energy. Analysedelen er inddelt i afsnit med delkonklusioner baseret på en Markedsanalyse ved hjælp af Porters 5-Forces samt en omverdensanalyse gennem PESTEL-modellen.

Endeligt vil vi foretage en risikoanalyse, hvor vi vil redegøre for selskabets markedsmæssige - og virksomhedsspecifikke risici. Med risikoanalysen af Dong Energy vil vi få et overblik over de væsentligste risici, samt ikke mindst styring af risici som Dong Energy er eksponeret overfor.

Delkonklusionerne fra de 3 ovenstående afsnit samles sidst i en strategiske analyse ud fra SWOT-modellen, som på en overskuelig og struktureret måde skal give et indblik i DONG Energy's relative styrker, svagheder, muligheder og trusler.

**Regnskabsanalyse**

Sideløbende foretages en regnskabsanalyse, som skal give et indblik i DONG Energy's historiske økonomiske performance. Den historiske performance vurderes med fokus på værdiskabelsen i DONG Energy ud fra afkastningsgraden, egenkapitalens forrentning samt den finansielle gearing. De fundne konklusioner både i den strategiske analyse og regnskabsanalysen skal kunne vise de forhold, som en ekstern investor vil vurdere har betydning for indtjeningen i DONG Energy og dermed for udviklingen og forventet afkastet af investeringen. Disse konklusioner vil blive lagt til grund for forventningerne til den økonomiske udvikling i budgetteringsafsnittet.

**Budget og værdiansættelse**

Når forventningerne til den fremtidige indtjening i DONG Energy er fastlagt i budgetteringsafsnittet foretages der en reel værdiansættelse af virksomheden. Der vil blive foretaget en beregning af DONG Energy's værdi ud fra den kapitalværdibaserede DCF-model (Den Tilbagediskonteret Cash Flow-model) samt Residualindkomstmodellen.

**Konklusion og perspektivering**

Slutteligt vil de beregnede værdier sammenholdes med de udmeldelser eksterne analytikere har fremsat i forbindelse med den planlagte børsnotering af DONG Energy i februar 2008. Forskellene i værdierne diskuteres og det vurderes, hvorvidt vores værdier kan defineres som en fair pris.

## 3.1 Modelvalg

### 3.1.1 Værdikædemodellen

Værdikædemodellen er en nyttig ramme til analyse af de indbyrdes sammenhænge i virksomhedens aktiviteter. Betragtes den enkelte virksomheds værdikæde i sammenhæng med tilsvarende værdikæder for kunder og leverandører, opnås der ofte indsigt i og inspiration til hvordan der kan etableres koblinger og koordination mellem aktiviteter på helt nye måder. I denne analyse benyttes værdikædemodellen til at se nærmere på den indre effektivitet hos DONG Energy. Modellen ser på virksomheden, som den er i sin eksisterende form i dag, hvorfor modellen har den ulempe, at den er statisk. Det er ikke muligt at indbygge noget fremtidsperspektiv i modellen, da den primært kun giver svar på interne styrker og svagheder. Anvendelsen af modellen kan dog inspirere til mulige interne forbedringer.

### 3.1.2 Boston Matrix

Boston Modellen er et nyttigt værktøj til at foretage en analyse af, om porteføljen af forretningsområder er hensigtsmæssigt sammensat samt undersøge, hvorvidt det enkelte

forretningsområde bidrager til selskabet som en helhed. Modellen bygger på to variable; markedsandel og markedsvækst. Ved at inddele selskabets produkter i disse kriterier kan de klassificeres efter følgende kategorier; "Stjerne", "Cash cow", "Spørgsmålstegn" eller "Dog". I denne analyse benyttes Boston-modellen til at analysere, hvorvidt DONG Energy har en afbalanceret produktportefølje som samlet genererer merværdi for ejerne. En sund afbalanceret produktportefølje vil indeholde en portefølje af cash cows som genererer overskudslikviditet til at finansiere eventuelle stjerner og føde nye spørgsmålstegn, som skal sikre selskabets fremtid. Modellen ser på virksomhedens produktportefølje, som den er i sin eksisterende form i dag. Men, modsat værdikædemodellen er denne model dynamisk, da det er muligt, at indbygge et fremtidsperspektiv i modellen.

### 3.1.3 Porters Five Forces

Porters Five Forces model anvendes i den eksterne analyse til en vurdering af hvor profitabel branchen er, og dermed hvor attraktiv den er for nye samt eksisterende konkurrenter. Modellen er bygget op omkring de fem faktorer, som påvirker profitabiliteten i branchen. De fem faktorer er konkurrencen mellem eksisterende udbydere, potentielle konkurrenter, substituerende produkter, kundernes forhandlingsstyrke og leverandørernes forhandlingsstyrke.[8] Modellen vil i opgaven blive anvendt på branchen som helhed, der skelnes altså ikke imellem de forskellige produktsegmenter. Modellen har den ulempe, at den ikke er fremadsigtende, men derimod et statisk billede af, hvordan situationen er lige her og nu. Dette vil holdes i tankerne ved anvendelsen af modellen, og konklusionerne inddrages i den dynamiske SWOT model, som gør, at resultaterne fra den statiske model indlægges i en mere dynamisk model.

### 3.1.4 PESTEL – omverdensanalyse

PESTEL-analysen[9] vil blive anvendt i den eksterne analyse. Den bruges til at analysere de forhold, der omgiver energibranchen og som vil kunne have en indflydelse på virksomhedens indtjeningsevne. De forhold, der analyseres i en PESTEL-analyse, påvirker ikke kun den aktuelle virksomhed, men hele branchen, hvilket er vigtigt at holde sig for øje. Ses der på samtlige forhold i omverdenen vil det give alt for mange informationer, hvoraf de fleste alligevel ikke vil være nyttige. Der udvælges derfor de aspekter i omverdenen, der menes at kunne påvirke investorernes vurdering af DONG Energy's indtjeningsevne samt give anledning til muligheder eller trusler i fremtiden. Påvirkningerne kan være både direkte og indirekte, og de kan være til stede lige her og nu, eller de kan komme til udtryk senere hen. Modellen vurderes derfor at være forholdsvis dynamisk.

[8] Aaker, David A.: "*Strategic Market Management"*, seventh edition , John Wiley & Sons, Inc., 2005, s. 86
[9] Grant, Robert M.: "*Contemporary Strategy Analysis"*, fifth edition, Blackwell Publishing, 2005, s. 68

### 3.1.5 Risiko analysen

Risiko vurderes til at være et centralt begreb i forbindelse med en værdiansættelse af en virksomhed. Risiko kan defineres som *kombinationen af sandsynligheden for at en begivenhed indtræffer og de heraf afledte konsekvenser*.[10] En virksomhed som DONG Energy er påvirket af en række forretningsmæssige risici, som det er vigtige at styre, så deres risikoeksponering til enhver tid hænger sammen med deres aktiviteter. Det er dog vigtigt at holde for øje, at en virksomhed også er nødt til at påtage sig risici for at opnå succes.

Vi vil se på DONG Energys væsentligste risici samt på, hvordan virksomheden håndterer disse, da manglende styring kan have en stor indvirkning på virksomhedens indtjening.

### 3.1.6 SWOT-analysen

Værdikædeanalysen og Porters Five Forces modellen er statiske modeller, hvorfor de er mindre anvendelige i en fremtidsanalyse. Konklusionerne fra modellerne vil blive anvendt i udarbejdelsen af SWOT-analysen. Konklusionerne vil klarlægge styrker og svagheder for DONG Energy og ydermere vil de kunne inspirere til muligheder og trusler i SWOT-analysen. Resultaterne fra anvendelsen af de nævnte statiske modeller vil derfor blive transformeret via dynamikken i SWOT-analysen.

### 3.1.7 Regnskabsanalyse

Vi har til vores regnskabsanalyse taget udgangspunkt i den udvidede DuPont-model, da det er vores vurdering, at denne model gør os i stand til at opretholde en vis systematik i analysen og dermed giver os et overblik over væsentligste årsager til den historiske udvikling. Det er vores forventning, at vi ved brug af denne model kan redegøre for årsagerne til DONG Energy's historiske udvikling og sammen med vores strategiske analyse kan opstille en forventning til fremtiden.

### 3.1.8 Værdiansættelsesmodeller

Der findes som udgangspunkt adskillige metoder og modeller til brug for værdiansættelse af virksomheder. Hver af disse modeller har forskellige teoretiske indgangsvinkler til en værdiansættelse ud fra virksomhedens karakteristika. Alle modellerne har hver især deres fordele og ulemper. Kendetegnet ved en god værdiansættelsesmodel er dog, at modellen er brugervenlig,

[10] Plenborg & Petersen: *"Regnskabsanalyse for beslutningstagere"*, 1 udgave, Forlaget Thomson, 2005, s. 215

giver et middelret estimat, som er forståelig for brugeren og, at de forudsætninger, som ligger til grund for modellen, er realistiske.

Udgangspunktet for vores valg af modeller er, at de skal være praktisk anvendelige samt kunne give et troværdigt billede af virksomhedens værdi. Endvidere har vi lagt vægt på at vælge to modeller, som tager udgangspunkt i hhv. den historiske kostpris-model og dagsværdi men samtidig, rent teoretisk, giver den samme værdi, såfremt de interne sammenhænge i modellerne bevares.

Vi har således valgt at tage udgangspunkt i den tilbagediskonterede cash flow model (herefter DCF) samt Residualindkomstmodellen (herefter RI), da disse modeller teoretisk lever op til ovenstående forudsætninger.

DCF-modellen er valgt ud fra det faktum, at den er den mest anvendte i analytikerbranchen samt, at den ikke er afhængig af ændringer i regnskabspraksis, hvilke kan give et misvisende billede af indtjeningen.[11] RI-modellen er valgt ud fra det faktum, at den benytter begreber kendt fra regnskabsanalysen og stiller beskedne krav til data[12].

#### 3.1.8.1 Den tilbagediskonterede cash flow-model

Modellen bygger på princippet om tilbagediskontering af virksomhedens fremtidige cash flows for en given budgetperiode samt en forudsætning om konstante kapitalomkostninger. Modellen er teoretisk set bygget op om en forudsætning, som kræver, at der budgetteres uendeligt. Eftersom dette er ikke muligt i praksis foretages der kun budgettering for en udvalgt periode og derefter tillægges der en terminalværdi. Terminalværdien måler den værdiskabelse, som ligger i fremtiden efter budgetteringsperioden. Endvidere er det en forudsætning, at al overskydende likviditet investeres i projekter som giver en nettonutidsværdi lig nul. Altså, at afkastet af investeringen er lig afkastkravet.

[11] Koller m.fl.: *"Valuation"*, fourth edition, McKinsey & Company, 2005, s. 103
[12] Thomas Plenborg: "Ledelse og Erhvervsøkonomi/Handelsvidenskabeligt tidsskrift nr. 64" 2000.

Modellen kan skrives således:

$$EV = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} x \frac{1}{(1+WACC)^n}$$ [13]

| | | |
|---|---|---|
| EV | = | Estimeret værdi af både egenkapital og rentebærende gæld |
| FCF | = | Frit cash flow til selskabet |
| WACC | = | Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger |
| g | = | Konstant vækst i FCF i terminalperioden |
| n | = | Antal af år i budgetperioden |

Længden af budgetperioden vurderes ud fra virksomhedens stabilitet samt levetid. Da DONG Energy er en forholdsvis nyintegreret koncern bestående af mange tidligere selvstændige energiselskaber, vælges en budgetperiode på 5 år, således at det er muligt i budgettering af tage højde for, at historikken for det samlede energiselskab ikke er sammenlignelig og den eventuelle vækst, der er opstået inden for selskabets første leveår måske ikke er vedvarende. Det er således vores vurdering, at en budgetperiode på 5 år umiddelbart er tilstrækkelig. Det væsentlige ved budgetperiodens længde er, at den er tilstrækkelig lang til at kunne fange virksomhedens potentielle værdiskabende projekter. Man skal have for øje, i forbindelse med budgetteringen, at i følge den økonomiske teori vil en virksomhed kun i en kort periode kunne have et overnormalt afkast, da de frie markedskræfter vil skabe en øget konkurrence og dermed få afkastet ned på et normalt niveau igen.[14]

#### 3.1.8.2 Residualindkomstmodellen

RI-modellen er en variant af EVA modellen og måler værdien af selskabet set ud fra en ejers synsvinkel frem for både långivers og ejers synsvinkel (DCF-modellen). RI-modellen betragtes generelt som lettere anvendelig, hvilket skyldes den forholdsvis lette adgang til anvendeligt talmateriale, da modellen kun består af to led. Den bogførte egenkapital primo, målingsperioden og det fremtidige overnormale afkast.

Modellen tager således udgangspunkt i den bogførte værdi af egenkapitalen og tilbagediskonterer kun virksomhedens residualindkomst (nettooverskud fratrukket egenkapitalomkostninger). Modellen tager dermed udgangspunkt i størstedelen af egenkapitalens kapitalværdi, den bogførte

[13] FRS: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele", Rådgivningsudvalget december 2002, s. 44
[14] Elling og Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse, 2. udgave, Gjellerup, 2. oplag 2005, s. 234-235

værdi af egenkapitalen, og overlader hovedparten af værdiansættelsen til regnskabspraksis. Indregning af balanceposter til dagsværdi frem for historisk kostpris kræver således mindre værdireguleringer.

En forudsætning for anvendelse af RI-modellen er "clean surplus accounting" i budgettet. Det vil sige, at alle indtægter og omkostninger passerer resultatopgørelsen. Overholdes denne forudsætning, er modellen ufølsom over for valg af indregningsmetoder, regnskabsprincipper mv.

Modellen kan skrives således:

$$V_0^E = EK_0 \cdot \frac{RI_1}{(1+k_e)^1} + \frac{RI_2}{(1+k_e)^2} + \ldots \rightarrow \infty$$ [15]

EK = Den bogførte værdi af egenkapitalen

RI = Residualindkomst

$k_e$ = Egenkapital omkostninger

Jo større forskellen er mellem egenkapitalsforrentning og ejerafkastkrav og jo større vækst i egenkapitalen, jo mere vil den estimerede værdi afvige fra den bogførte værdi af egenkapitalen. Dette virker rigtigt, da det må antages, at investor vil være villig til at betale en pris ud over den bogførte værdi af egenkapitalen, hvis de tilkøbte aktiver kan generere et fremtidigt overnormalt afkast.

Ud for ovenstående gennemgang er det vores vurdering, at RI-modellen fremstår som et stærkt alternativ til den udbredte DCF-model, hvorfor vi finder anvendelsen af de to modeller som den rigtige løsning vil vores værdiansættelse af DONG Energy.

[15] Elling og Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse, 2. udgave, Gjellerup, 2. oplag 2005, s. 186-187

# 4. AFGRÆNSNING

Følgende afgrænsninger har vi vurderet nødvendige under hensyntagen til den tidsmæssige og formelle overholdelse af opgavens omfang.

DONG Energy koncernen er en kompleks forretning med mange forskellige forretningsområder. De primære forretningsområder er Exploration & Production, Generation, Distribution og Markets, som er hovedtrækkene for opdelingen mellem datterselskaberne. Den strategiske- samt regnskabsmæssige analyse vil være opdelt på de enkelte forretningsområder, da det vurderes, at de respektive forretningsområders strategi, resultat og produktporteføljе er en væsentlig faktor i forhold til opgavens formål. Vi vil derfor primært foretage vores analyser på forretningsområder.

Vi har valgt ikke at lave en konkurrentanalyse, udover det vi vil komme ind på under Porters Five Forces, da vi vurderer, at det vil være for krævende i forhold til opgavens omfang, ligesom vi mener, at det ikke vil give nogen signifikant merværdi i forhold til vores vurdering af DONG Energy's strategiske position og dermed fremtidige indtjening. I den strategiske analyse lægges således mest vægt på det danske marked.

Igennem både den strategiske- og regnskabsmæssige analyse, som danner grundlag for selve værdiansættelsen, vil vi ikke tage stilling til betydningen af, hvilken/hvilke potentiel(le) køber(e), som kan forventes at have interesse i DONG Energy. Dette har vi valgt ud fra, at vi mener det vil blive et for forstyrrende element i selve analysen af virksomheden og dermed skabe en uoverskuelig opgave. Vi vil dog kort komme ind på dette i vores perspektivering ved opgavens afslutning. Vi har endvidere afgrænset os fra påvirkninger fra den aktuelle finanskrise, da afhandlingen er baseret på en mere langsigtet betragtning og vi således forventer, at en evt. børsnotering først vil være aktuel, når markederne har stabiliseret sig og nået niveauet fra før finanskrisens indtræden.

En specifik værdiansættelsesdato har vi ikke valgt, da børsnoteringen af DONG Energy blev udskudt på ubestemt tid. Dog vil vores værdiansættelse primært tage udgangspunkt i årsregnskabstallene fra 2006 og 2007 samt halvårsrapporten for 1. halvår 2008. Vi har taget resultatopgørelsen for 1. halvår 2008 og estimeret den op til et år ud fra DONG Energy's forventninger til 2. halvår 2008, se bilag 2-3. Den estimerede balance for 2008 er ligeledes opsat på baggrund af korrektioner fra estimeret resultatopgørelse for 2008 samt specifikt nævnte investeringer i 2. halvår 2008.

I analysen bliver der kun anvendt informationer, som er tilgængelig for offentligheden. Der vil altså ikke blive anvendt fortrolige informationer internt fra DONG Energy, fordi vi har valgt at lave analysen ud fra de oplysninger, som en ekstern analytiker eller investor ville have til sin rådighed.

# 5. KILDEKRITIK

Opgaven er udelukkende besvaret ved hjælp af offentlig tilgængelig information. Informationen er indhentet fra mange forskellige steder, herunder faglitteratur, DONG Energy's årsrapporter, dagspressen samt diverse tilgængelige analyser og hjemmesider, hvorfor det er nødvendigt, at forholde sig kritisk til kilderne.

Udsagn fra DONG Energy's årsrapporter er anvendt i analyserne. Udsagnene må vurderes at være forholdsvis objektive, da de er udgivet i den officielle årsrapport. Alligevel har vi forholdt os kritisk til udsagnene, da vi mener, at DONG Energy, ligesom andre virksomheder, vil forsøge at beskrive deres udvikling, så den fremstår så positiv som muligt.

Dagspressen er normalt ikke en særlig objektiv kilde, da de som oftest er påvirket af journalisternes egne meninger eller formål med artiklerne. Derfor har vi forholdt os kritisk til de anvendte artikler og ikke kun anvendt artikler fra en avis.

Ligesom nævnt overfor har vi ved anvendelsen af diverse analyser, herunder aktieanalyser og hjemmesider, holdt os det for øje, at "forfatteren" kan have en skjult dagsorden.

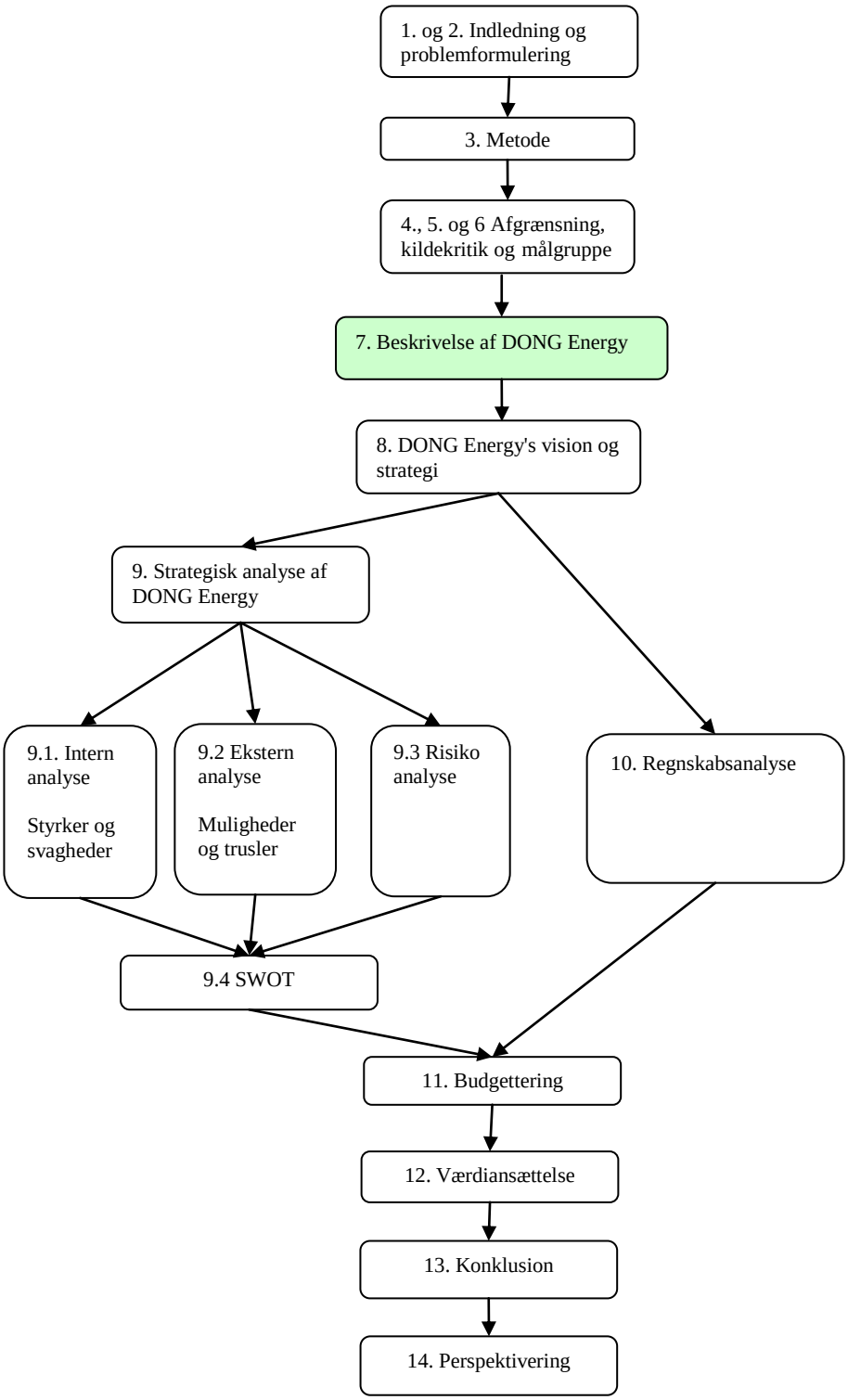
Endelig skal det nævnes, at idet der er valgt en praktisk tilgang til opgaven er der alene anvendt teoretiske referencer, herunder både obligatoriske samt alternative fremstillinger, der er alment kendte og accepteret som førende inden for værdiansættelse.

# 6. MÅLGRUPPE

Målgruppen for denne opgave er hovedsagligt potentielle købere af DONG Energy aktier når selskabet skal børsnoteres, da hensigten med denne opgave er at give en objektivt vurdering af værdiansættelsen af DONG Energy. Vores vurdering vil ikke være et købs/salgs anbefaling til potentielle købere, men alene en objektiv vurdering af DONG Energy's 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 målgruppen har en grundlæggende økonomisk forståelse.

I det omfang der er anvendt tekniske begreber eller ord vil disse være forsøgt uddybet eller forklaret.


1. og 2. Indledning og problemformulering
3. Metode
4., 5. og 6 Afgrænsning, kildekritik og målgruppe
7. Beskrivelse af DONG Energy
8. DONG Energy's vision og strategi
9. Strategisk analyse af DONG Energy
9.1. Intern analyse
Styrker og svagheder
9.2 Ekstern analyse
Muligheder og trusler
9.3 Risiko analyse
10. Regnskabsanalyse
9.4 SWOT
11. Budgettering
12. Værdiansættelse
13. Konklusion
14. Perspektivering

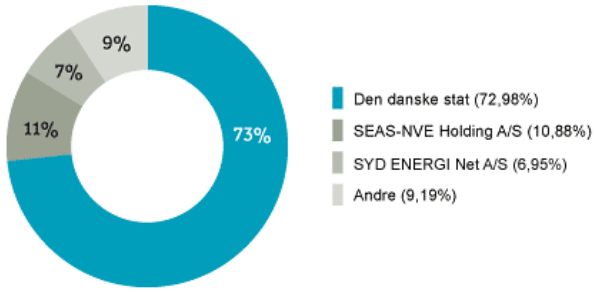
# 7. VIRKSOMHEDS- OG MARKEDSBESKRIVELSE AF DONG ENERGY A/S OG DET DANSKE ENERGIMARKED

Vi vil i dette afsnit give en kort beskrivelse af DONG Energy's historie og i de efterfølgende afsnit opridse kendetegn ved to sektorer inden for det danske energimarked. Derefter vil vi beskrive DONG Energy's egen forretningsområder og værdikæde for derigennem at kunne konkludere, hvorvidt DONG Energy's forretningsområder understøtter strukturen på det danske energimarked og, om selskabet har formået at udnytte de synergier, som vil opstå ved en sammenlægning i en energikoncern.

## 7.1 Indledning og historie

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. Selskabet er i dag primært ejet af den danske stat med 73%, SEAS-NVE med 11% og Syd Energi Net A/S med 7%. De resterende 9% ejes af andre minoritetsaktionærer. Selskabets bestyrelse består af 12 medlemmer hvoraf 8 er generalforsamlingsvalgte mens de resterende 4 er valgt af medarbejderne. 2 af de 8 generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer er udpeget af hhv. SEAS-NVE Holding A/S og de tidligere aktionærer i ELSAM i henhold til en midlertidig aktionæroverenskomst mellem DONG Energy's aktionærer. Statens betydningsfulde post som hovedaktionær er i særdeleshed afspejlet i selskabets ledelse. Adm. direktør Anders Eldrup er tidligere departementschef fra Finansministeriet mens selskabets koncernøkonomidirektør Carsten K. Thomsen ligeledes har besiddet lederstillinger i Finansministeriet.

**Figur 2: Oversigt over aktionærer i DONG Energy A/S per 31.12.2007**




*Kilde: www.dongenergy.com/investor*

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.

DONG Energy A/S 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 fem danske energiselskaber i 2005: Elsam, Energi E2, Nesa, KE Holding og Frederiksberg Elnet[16].

DONG Energy A/S blev oprettet i 1972, året før den første oliekrise. Den altovervejende årsag til etablering af selskabet var, at der skulle gøres noget ved Danmarks afhængighed af mellemøstlig olie. Naturgassen havde til formål, om muligt, at forbedre og sikre den danske energiforsyning. I 1979 købte DONG naturgas hos Dansk Undergrunds Consortium. Dermed kunne naturgassen introduceres i Danmark. Års arbejde med at projektere naturgasnettet blev ført ud i virkeligheden, og i 1984 blev der åbnet for den danske gas fra Nordsøen.

DONG har med vekslende held, og ikke uden politisk kritik, handlet med olie siden oliekrisens indtog i 1973/74.. I 1980'erne gik DONG ind i efterforskningen efter olie og naturgas i Nordsøen, og i 1998 begyndte den første produktion.

DONG's historie handler om andet end forsyning af olie og naturgas. Det handler også om en målbevidst stræben efter frihed fra politisk styring. En frihed til at forene den kommercielle bedrift med de samfundsmæssige interesser i en kvalitetspræget forsyning af olie og naturgas[17].

Forvandlingen fra naturgasselskabet "DONG A/S" til Energiselskabet "DONG Energy A/S" skal ses som en konsekvens af Europa-Parlamentets beslutning om at liberalisere det indre el- og gasmarked. Efter en langvarig proces med liberalisering af energimarkederne, gennem vedtagelse af en rækker direktiver om oprettelse af det indre marked i 1996-1998 og i 2003 med henblik på fuldstædig liberalisering den 1. juli 2007 – vedtog kommissionen den 10. januar 2007 en såkaldt

[16] Rüdiger, Mogens: "Energipolitisk regulering og DONG A/S 1972-2004" 1. udgave 2007, DJØF Forlagene
[17] Rüdiger, Mogens: "DONG og Energien" 1. udgave 1998, DJØF Forlagene

"energipakke" for at bidrage til de tre mål for energipolitikken i Europa: Forsyningssikkerhed, konkurrenceevne og miljømæssig bæredygtighed[18].

I de første leveår var selskabets aktivitet primært drevet ud fra den daværende velfærdspolitik "til sikring af billig og rigelig forsyning af energi". I 1980'erne ændrede DONG's samfundsmæssige rolle sig til entreprenør med én hovedopgave, at opbygge det danske naturgassystem. I forbindelse med store ændringer på det nationale- som internationale marked for energi, blev DONG A/S i 1990'erne en spiller på energimarkedet på "næsten" lige fod med de private virksomheder, blandt andet foranlediget af reguleringen på EU-niveau[1].

I 1994 fik DONG ophævet deres eneret til import af naturgas til Danmark, og i 2004 blev det danske gasmarked erklæret 100% liberaliseret. I 2004 bestilte Finansministeriet en analyse af privatiseringsalternativer for DONG A/S. Denne rapport skulle vise sig at få store konsekvenser for det danske energimarked som vi kendte det.

## 7.2 Fra DONG A/S til DONG Energy A/S

På baggrund af anbefalingerne i rapporten fra Rochild Bank, og på foranledning fra den daværende finansminister Thor Pedersen, gik DONG A/S's bestyrelse i gang med et strategisk opkøb af aktierne i Danmarks daværende største elproducent Elsam. Forhandlingerne omkring en fusion mellem de to selskabet forløb over flere måneder og resulterede i en væsentlig værdiforøgelse af Elsam's aktier.

Den 14. marts 2006 godkendte EU-kommissionen sammenlægningen af de 6 selskaber, og på den ordinære generalforsamling den 19. april 2006 valgte en række tidligere aktionærer i Elsam og Energi E2 at ombytte deres respektive aktier med aktier i DONG Energy. Statens ejerandel blev således reduceret til ca. 73% af DONG Energy's aktiekapital[19].

Den 1. juli 2006 overdrog Vattenfall deres ejerandel på 35% i Elsam til DONG Energy A/S mod samtidig at få overdraget en række aktiver fra Elsam og Energi E2. Dermed faldt den sidste transaktion på plads og DONG Energy fik fuld kontrol over alle de tilkøbte selskaber.

DONG Energy A/S er således en ny dansk energivirksomhed. Med kompetencer fra 6 forskellige virksomheder dækker selskabet nu hele værdikæden i energiens vej fra produktionsplatforme i

[18] www.europarl.eu - "Betænkning, endelig A6-0249-2007" Mødedokument dateret 26.06.2007 for Europaparlementet
[19] DONG Energy Årsrapport 2006

Nordsøen, over el og varmeproduktion på kraftværker og i vindmølleparker, til energien sælges og transporteres frem til den endelige slutkunde.

### 7.2.1 Det nye energiselskab DONG Energy og den danske energisektor

Det nyetablerede Energiselskab DONG Energy A/S agerer primært på to sektorer på det danske energimarked. Elsektoren og Naturgassektoren. Vi vil i det efterfølgende afsnit kort opridse kendetegn ved de to sektorer på det danske energimarked.

### 7.2.2 Det danske Elmarked

Den danske energisektor er en stor og kompleks sektor under stadig forandring. Efter elreformen i 1999 er der opbygget en helt ny selskabsstruktur i den danske elsektor med en klar adskillelse mellem selskaber med monopolopgaver og selskaber i åben konkurrence på elmarkedet.

Loven kræver en klar selskabsmæssig opdeling mellem monopolopgaver (f.eks. drift af elnettet) og konkurrenceaktiviteter (f.eks. elproduktion og elhandel). Det har betydet, at de oprindelige eldistributionsselskaber har oprettet en form for koncern-struktur. Typisk med det oprindelige selskab som et holdingselskab med datterselskaber til at håndtere de forskellige opgaver[20].

Den danske elsektor rummer i dag følgende selskabstyper:

- Netselskaber/Distributionsselskaber
- Transmissionsselskaber
- Systemansvar
- Produktionsselskaber
- Elhandelsselskaber

Formålet og indhold af ovenstående selskaber har vi uddybet nedenfor

#### 7.2.2.1 Netselskaber/Distributionsselskaber

De danske netselskaber udøver monopol, da hvert selskab er eneejer i deres respektive netområde. De står for den fysiske leverance af elektricitet til slutbrugerne – kunderne. De driver, vedligeholder og udbygger distributionsnet og skal sørge for måling og aflæsning af elektricitetsforbruget. Netselskaberne har desuden forpligtelser til energirådgivning med det formål, at nedsætte elforbruget[5]. DONG Energy ejer tre netselskaber, DONG Energy Nord- og City

[20] www.danskenergi.dk /EnergiITal/Selskaber.aspx

Elnet som begge er datterselskaber til det tidligere Nesa A/S, nu DONG Energy Sales and Distribution A/S. Samt Frederiksberg Elnet A/S[21]. Indtjeningen ved elforsyning er offentligt reguleret og varierer med mængden af el, der distribueres gennem nettet, men er uafhængig af udviklingen i elpriser.

#### 7.2.2.2 Transmissionsselskaber

De danske transmissionsselskaber udøver et lignende monopol, som det er tilfældet for netselskaberne jf. ovenstående. Selskaberne driver højspændingsnet fra 60 kV og opefter (Nogle steder indgår 60 kV dog i netselskabet). Der findes to typer transmissionsselskaber. En række regionale selskaber, der typisk driver 150 kV net og evt. 60 kV net i en egn, samt et landsdækkende selskab, Energinet.dk, der driver det overordnede højspændingsnet på 400 kV samt de elektriske forbindelser til udlandet[5]. DONG Energy ejer stadig et transmissionsselskab i Nordsjælland som de overtog i forbindelse med overtagelse af det tidligere Nesa A/S. DONG Energy blev, i forbindelse med overtagelse af Nesa A/S, af de danske konkurrencemyndigheder pålagt at sælge 132 kV transmissionsnettet. Denne transaktion er afsluttet i 2008[22].

#### 7.2.2.3 Systemansvar

Det danske systemansvar varetages af Energinet.dk og agerer ligeledes som et monopolselskab. Selskabet har til formål, at sikre den overordnede balance og kvalitet i elsystemerne, det vil sige, at der hele tiden er tilstrækkeligt med elektricitet i forhold til forbruget. Dertil kommer opgaver med overvågning af, at elmarkedet fungerer, overordnede planlægningsopgaver samt forskning og udvikling. Energinet.dk disponerer over transmissionsnettene mod betaling til ejerne og er eneaktør på det danske marked[5]. DONG Energy er således ikke aktiv på dette område.

#### 7.2.2.4 Produktionsselskaber

Produktionsselskaber som det gamle Elsam og Energi E2, er konkurrenceudsatte selskaber, der driver de danske kraft- og kraftvarmeværker. Selskaberne bag de store, centrale kraftværker er ude i total fri konkurrence indbyrdes i forhold til udenlandske selskaber. De mindre kraftvarmeværker opererer også på elmarkedet, men har dog tilskudsordninger, der sikrer dem en ”bundgrænse” for prisen. Det samme gælder vindmøller, som desuden er sikret afsætning af deres produktion[23].

[21] Dong Energy Årsrapport 2007
[22] DONG Energy Halvårsrapport 2008
[23] DONG Energy Årsrapport 2007

DONG Energy har i 2007 produceret el og varme fra ti centrale kraftvarmeværker, ni decentrale kraftvarmeværker og seks affaldsfyrerede værker. Endvidere var 13% af DONG Energy's samlede elproduktion baseret på vedvarende energikilder. DONG Energy's ti centrale kraftvarmeværker stod for ca. 95% af den samlede termiske elproduktion i Danmark i 2007. For at understøtte den frie konkurrence på det danske engros el-marked blev der i 2004 indført et system med auktioner over virtuelle kraftvarmeværker. Det betyder, at DONG Energy er forpligtet til at bortauktionere dispositionsretten over en del af produktionskapaciteten. Forholdet er 500MW i 2007 og 200 MW fra 2008 og fremover[24].

#### 7.2.2.5 Elhandelsselskaber

Elhandelsselskaber som det tidligere Elsam og El & Gas A/S (datterselskab til det tidligere Nesa A/S), er konkurrenceudsatte selskaber. De er markedets grossister og køber strøm fra inden- eller udenlandske producenter og videresælger den til kunderne. Handelsselskaberne køber enten direkte fra producenten eller via elbørsen, Nord Pool. Nogle elhandelsselskaber har desuden såkaldt forsyningspligt. Det betyder, at de inden for et givet geografisk område skal forsyne de kunder, der ikke ønsker at shoppe på elmarkedet, med strøm. Det sker til markedspriser, men selskaberne skal dog anmelde prisen til myndighederne til godkendelse.

Dong Energy har i forbindelse med fusion af de 6 selskaber valgt, at inddrage alle tidligere handelsselskaber i ét fælles selskab "DONG Energy Markets". Forretningsområdet varetager køb og salg af el og gas samt relaterede produkter og ydelser i Nordeuropa. Forretningsområdet håndterer endvidere koncernens portefølje af langsigtede købsaftaler og varetager risikostyring af råvarepriser gennem finansielle handler[25].

### 7.2.3 Det danske Gasmarked

Det danske gasmarked består af et transmissionssystem og distributionssystemer på land og af søledninger til vands. Den danske gassektor er under konstant udvikling. Ikke mindst siden 2004, hvor naturgasmarkedet blev givet frit i Danmark. Frigivelsen har blandt andet medført, at en række selskaber er blevet splittet op i flere selskaber, der enten sælger eller transporterer naturgas.

[24] DONG Energy Halvårsrapport 2008
[25] DONG Energy Årsrapport 2007

#### 7.2.3.1 Transmissionsselskaber

Det danske systemansvar varetages af Energinet.dk og agerer som et monopolselskab. Energinet.dk ejer transmissionsledningerne, der går på langs og på tværs af Danmark. Naturgassen fra den danske del af Nordsøen transporteres i to søledninger fra felterne Tyra og Syd Arne og ind til land nord for Esbjerg. Det er Energinet.dk, som ejer og driver gastransmissionssystemet (gasnettets motorveje). Energinet.dk udbyder transport, nødforsyning og balanceservice. Derudover fremmer Energinet.dk udviklingen af gasmarkedet. Endelig er Energinet.dk ansvarlig for mængdebalancering i det danske naturgassystem og for gasforsyningen i tilfælde af nødsituationer i Danmark[26]. DONG Energy er således ikke aktiv på dette område.

#### 7.2.3.2 Lagerselskaber

På land passerer naturgassen gennem et gasbehandlingsanlæg i Nybro ved Varde. Her kontrolleres og måles gaskvaliteten. Anlægget kan også tørre og rense gassen for svovl, hvis det er nødvendigt. Fra Nybro sendes gassen ud til kunderne i ind- og udland eller til lagring på et af to underjordiske naturgaslagre. Lagrene ligger i Ll. Torup nord for Viborg og i Stenlille ved Sorø.

Lagrene fyldes op i sommermånederne, når danskernes gasforbrug er lavt. Når det bliver koldere, og forbruget overstiger den daglige gasproduktion, suppleres der med gas fra lagrene. Lagrene benyttes desuden i tilfælde, hvor forsyningen fra Nordsøen er afbrudt.

DONG Energy A/S ejer et datterselskab, DONG Storage A/S, som ejer og driver og udbyder lagerkapacitet til transportkunderne i det ene af de to naturgaslagre i Danmark, Stenlille. Adgang til lagrene foregår på forhandlede vilkår mellem DONG Storage A/S og den enkelte lagerkunde. En standard-lageraftale angiver forholdet mellem en maksimal lagret volumen og de maksimale injektions- og udtrækskapaciteter[7].

#### 7.2.3.3 Distributionsselskaber

Distributionsselskaberne af gas er ikke konkurrenceudsatte og har monopol på hver deres respektive geografiske områder. Distributionsnettet, der er lavtryksnettet, leder naturgassen fra transmissionssystemet og videre ud til slutbrugerne. Der er cirka 17.000 km distributionsledninger til transport af naturgas i Danmark. Danmarks gassystem er forbundet med resten af Europa via ledninger til Tyskland og Sverige, og Danmark har på den måde en central placering for transport, handel og lagring af naturgas[7]. DONG Energy's distributionsnet for gas forbinder det overordnede danske transmissionsnet for gas med gaskunder i Vest- og Sydsjælland og det sydlige Jylland.

[26] Energinet.dk rapport "Transport af gas i Danmark – kort fortalt" November 2006, version 6.1

DONG Energy ejer to gasdistributionsselskaber, hvoraf det ene er et svensk selskab og det andet et dansk selskab. Det danske selskab, DONG Gas Distribution A/S var en del af det tidligere DONG Naturgas A/S. Indtjeningen ved distributionsnettet for gas er offentligt reguleret og skal afspejle omkostningerne ved effektiv drift af nettet plus et afkast på den investerede kapital.

## 7.3 DONG Energy's værdikæde og forretningsområder

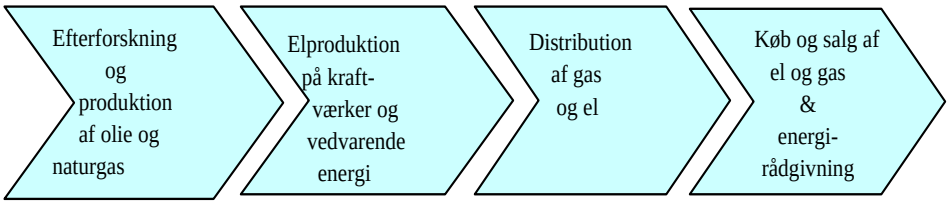
Energiselskabets ageren på de respektive sektorer bliver styret gennem en opdeling af følgende værdikæde i strategiske forretningsområder. Det gælder for alle DONG Energy's forretningsområder, at disse er tæt relaterede og der er klare synergier mellem dem.

### 7.3.1 Aktiviteter i hele værdikæden

Sammenlægningen af de 6 selskaber resulterede i en stor bredde af erfaring, ressourcer og aktiviteter, omfattende:

• Efterforskning og produktion af olie og naturgas (**E&P**)
• Elproduktion på kraftværker og anlæg for vedvarende energi (**Generation**)
• Distribution af gas og el (**Distribution**)
• Salg og energirådgivning til slutbrugerne (**Markets**)

**Figur 3: Illustration af DONG Energy's værdikæde**




*Kilde: egen tilvirkning*

Naturgasmarkedet og elmarkedet differentierer sig ikke væsentligt fra hinanden, da begge markeder består af produktionsselskaber, distributionsselskaber og handelsselskaber. DONG Energy har inddelt deres energiselskab i følgende forretningsområder:

1. Exploration & Production
2. Generation
3. Distribution
4. Markets

Som det ses af ovenstående illustration af DONG Energy's værdikæde, er selskabets forretningsområder inddelt efter værdikædens primære aktiviteter. Hver aktivitet i værdikæden udgøres således af ét forretningssegment. En analyse af værdikæden vil blive gennemgået som en del af den interne analyse i kapitel 9.1.

**ad.1) Efterforskning og produktion (E&P):**

DONG Energy har siden 1984 efterforsket og produceret olie og naturgas. Som statsejet selskab har de opbygget Danmarks infrastruktur til naturgas. DONG Energy har siden ejet og drevet distributionsnettene for naturgas i Syd- og Sønderjylland samt Vest- og Sydsjælland. Desuden har DONG Energy etableret anlæg for vedvarende energi, og siden liberaliseringen af elmarkedet har de deltaget aktivt i handelen med energi.

Denne del af det nye energiselskab, som nu kaldes "E&P", efterforsker, udvikler og producerer naturgas og olie i den centrale del af Nordsøen (offshore Danmark og Norge), offshore Midt-Norge, Nordatlanten (områderne West of Shetlands offshore Storbritannien, og offshore Færøerne) samt Grønland. E&P fokuserer på naturgasefterforskning og -produktion til downstream naturgassalget hos Markeder[27].

**ad.2) Generation**

Elsam har mere end 50 års erfaring i at producere energi fordelt på 7 centrale og 14 decentrale kraftværker i Jylland og på Fyn. Det samme gælder for ENERGI E2, der har drevet 7 centrale og 10 decentrale kraftværker i den østlige del af Danmark, plus internationale vindprojekter. Begge selskaber har siden 1970'erne omstillet produktionen fra olie til flerstrenget energiforsyning. De har spredt aktiviteterne til at omfatte bl.a.:

- Introduktion af verdens mest effektive kulfyring.
- Genanvendelse af restprodukter fra processen.
- Opbygning af internationalt førende vindenergikompetence.
- Udvikling af brugen af affald og halm som energiressourcer.

Denne del af det nye energiselskab, som nu kaldes "Generation", producerer el og varme i primært Danmark, men ekspanderer også til andre dele af Nordeuropa. De producerer el på kraftvarmeværker og fra vedvarende kilder som vind[6].

[27] www.dongenergy.dk/om+dong+energy/forretningsomraader/index.htm

**ad.3) Distribution**

Nesa, Københavns Energi og Frederiksberg Forsynings historie går tilbage til el-produktionens begyndelse af det 20. århundrede. Siden da er deres forsyningsnet vokset til at omfatte hele Nordsjælland, Roskilde og Hovedstadsområdet. Siden liberaliseringen af elmarkedet i 2000 har de 3 selskaber også solgt el og relateret service til kunder udenfor deres egne forsyningsområder – samt udviklet en stærk profil inden for energirådgivning, kundeservice og forsyningssikkerhed.

Denne del af det nye energiselskab, som nu kaldes "Distribution", er ansvarlig for distributionen af naturgas og el til danske kunder og driver et af de to naturgaslagre i Danmark. Aktiviteterne og avancen er reguleret af loven om naturgas- og elforsyning og kontrolleres af Energitilsynet[6].

**ad.4) Markets**

DONG Energy har i takt med liberaliseringen af energimarkederne i EU-landene øget sine internationale aktiviteter betydeligt og er i dag et internationalt energiselskab med fokus på de nordeuropæiske energimarkeder. Selskabet leverer energi til kunder på det danske, svenske, tyske og hollandske marked og handler energi på de europæiske energibørser. De har adgang til langvarige forsyninger af energi – samt til en infrastruktur i Danmark og udlandet, der sikrer, at energiforsyningen sker på en nem og fleksibel måde

Denne del af det nye energiselskab, som nu kaldes "Markets" fremskaffer naturgas og el og sælger disse handelsvarer, samt relaterede produkter og services, i Nordeuropa. De får primært naturgassen fra Dansk Undergrunds Consortium (DUC), men en stigende forsyning vil komme fra E&P og naturgasfeltet Ormen Lange. Naturgassen sælges til såvel lokale naturgasselskaber i Danmark, Sverige og Tyskland – som til industrikunder og private forbrugere primært i Danmark. De sælger primært el til danske forbrugere. Markets ejer og driver desuden visse aktiver i vores infrastruktur og styrer porteføljen af forsyningskontrakter. Derudover håndterer Markets dele af koncernens risikostyring[6].

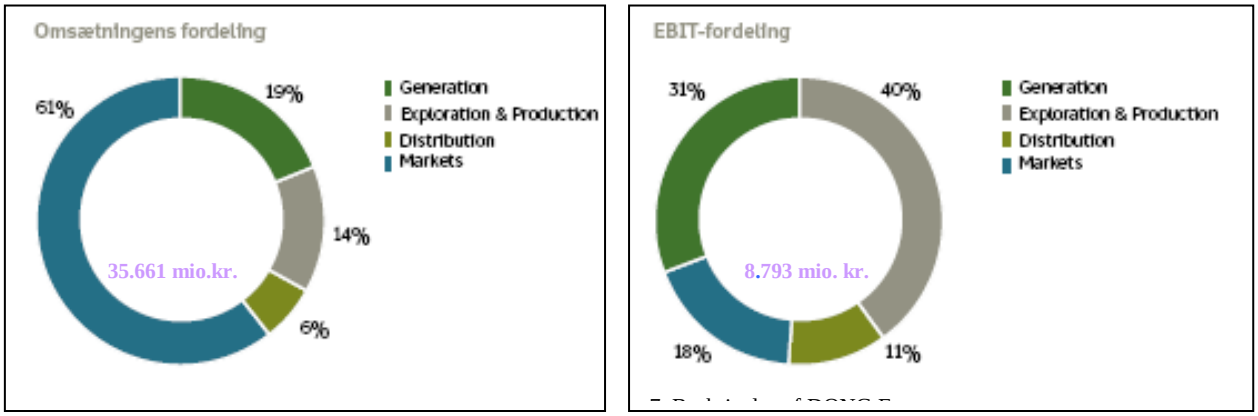
### 7.3.2 Synergieffekt

Det er vigtigt for en virksomhed, at få lagt den rette strategi med henblik på at maksimere de finansielle præstationer og få skabt størst mulig shareholder value. Én af anbefalingerne fra N M Rothschild var netop at udvide gasforretningen til at indeholde dele af hele det danske energimarked for derigennem at udnytte de synergier, som må forventes at være til stede på så synonyme markeder som det danske el- og gasmarked.

Omsætningen og EBITDA i de respektive forretningsområder fordeler sig som følgende i regnskabsår 2006, 2007 og 1. halvår 2008:

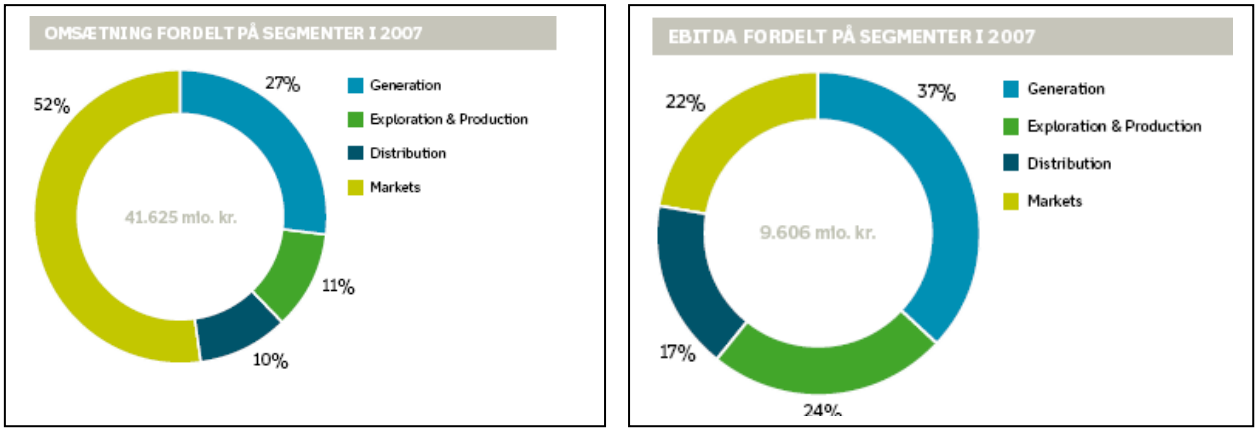
**Figur 4: Omsætnings- og EBITDA-fordeling på forretningsområder**

**2006**



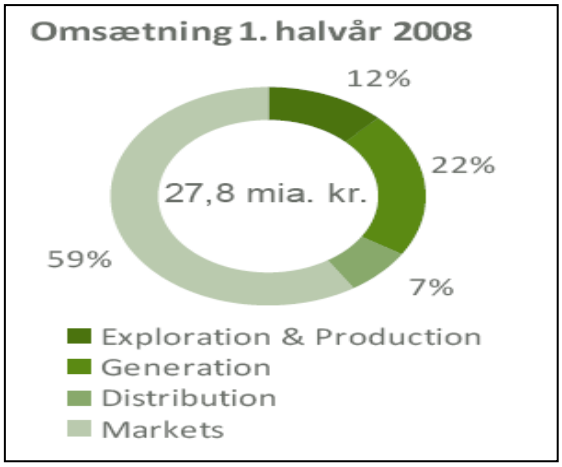

*Kilde: DONG Energy Årsrapport 2006*

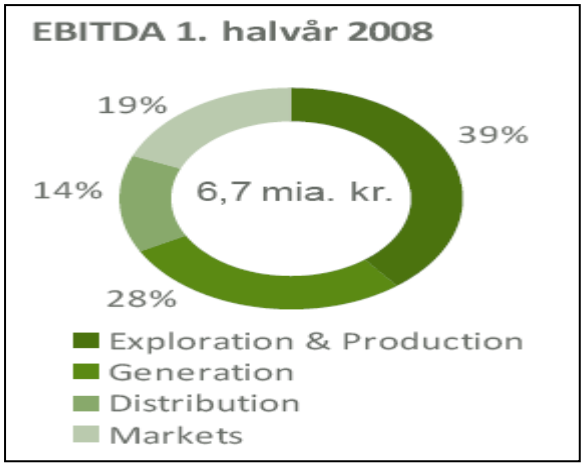
**2007**




*Kilde: DONG Energy Årsrapport 2007*

**1. halvår 2008**




*Kilde: DONG Energy 1. halvårsrapport 2008*

**Omsætningen** er steget med 14% i 2007. Stigningen skyldes til dels at de tilkøbte elselskaber indgik fuldt ud i 2007 og dels de højere oliepriser. Dog var stigningen modsvaret af et fald i gassalget og lavere elpriser end i 2006. Estimerer vi et fuldt regnskabsår 2008 ud fra 1. halvårs rapport kan vi forvente en total omsætning på 55,6 mia. kr. for 2008, hvilket vil betyde en stigning i omsætningen på 33,6% fra 2007 til 2008. Stigningen i 2008 skyldes primært højere salgspriser for olie, gas og el samt øget olie- og gasproduktion.

**Indtjeningen** i 2007 var ligeledes positivt påvirket af den fulde indregning af de tilkøbte elselskaber. EBITDA steg således med 9,2% i forhold til 2006, efter regulerende engangsposter, et fald i omsætningen som beskrevet ovenfor og eksterne-/interne omkostninger i forbindelse med forberedelse af børsnoteringen. Estimerer vi en helårs EBITDA ud fra 1. halvårs rapport kan vi forvente en total EBITDA på 13,4 mia. kr. for 2008, hvilket vil betyde en stigning i EBITDA på 39,5% fra 2007 til 2008. Stigningen i EBITDA er også påvirket i stigende markedspriser på olie, gas, el og kul, samt det skift fra olie til gasproduktion, som blev påbegyndt i 2005 med købet af det norske gasfelt Ormen Lange.

Ud fra ovenstående samt gennem selskabets aflagte regnskaber for 2006, 2007 og 1. halvår 2008 ses det, at selskabet gennem opsætning og igangværende gennemførelse af deres strategiske forretningsområder og værdikæde, allerede har formået, at udnytte synergieffekterne mellem aktiviteterne. Ifølge regnskabet for 2007 og 1. halvår 2008 er det DONG Energy's forventning at de, med start i de 2 regnskabsår, vil udnytte mulighederne for at realisere omkostnings- og indtjeningssynergier på et niveau af 800 mio.kr. pr. år. I regnskabsår 2007 afholdte koncernen integrationsomkostninger for ca. 100 mio.kr. til integrering af de tilkøbte elselskaber og opnåede synergier for ca. 600 mio.kr. Selskaber har ikke oplysninger omkring integrationsomkostninger eller opnåede synegier i halvårsrapporten for 1. halvår 2008.

Hvor i værdikæden disse synergier optræder, vil vi komme nærmere ind på i vores interne analyse i kapitel 9.1, hvor vi gennemgår en analyse af selskabets værdikæde.

## 7.4 Konklusion på ligheden mellem det danske el- og gasmarked og DONG Energy's forretningsområder samt udnyttelse af opståede synergier.

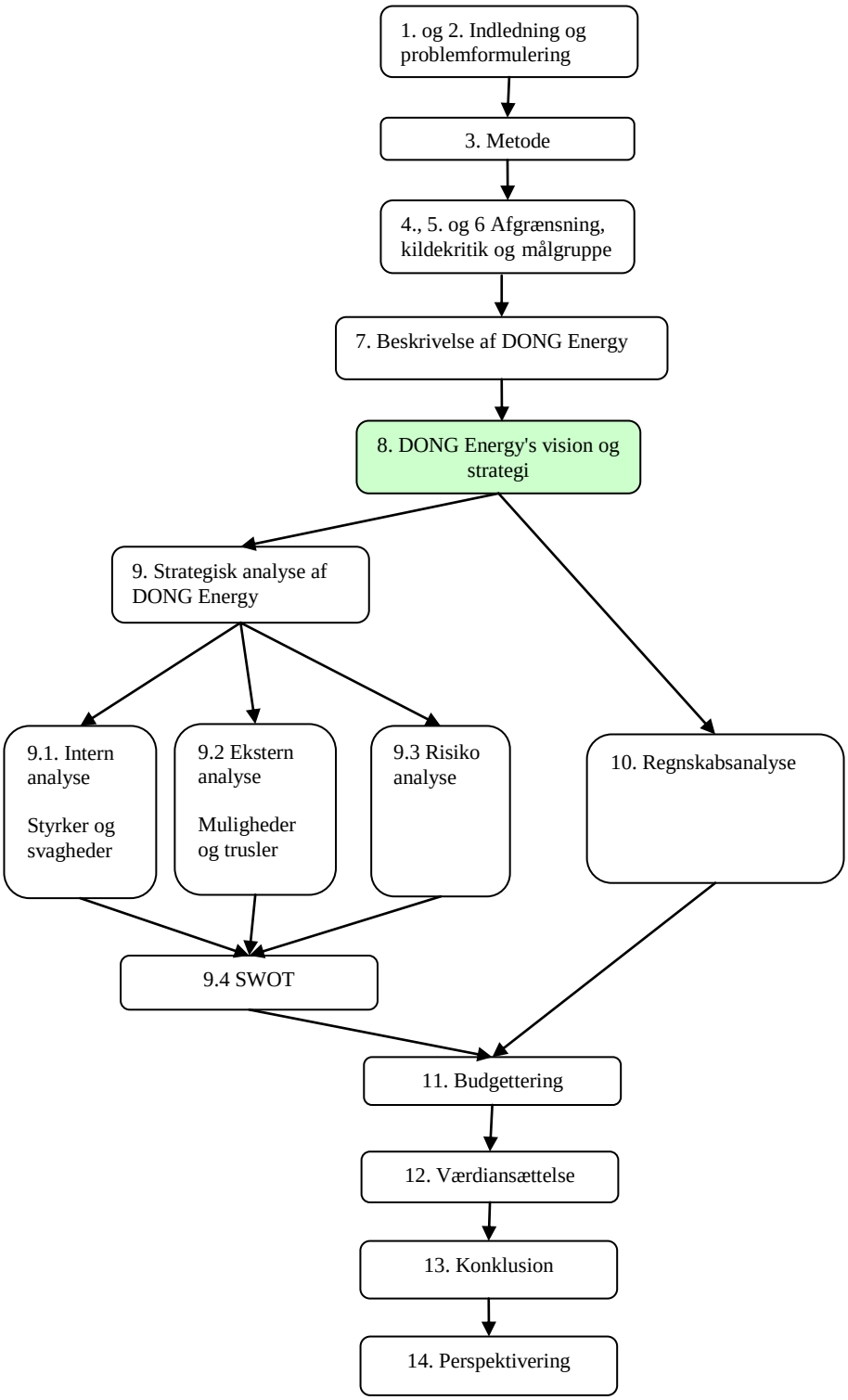
Ud fra ovenstående gennemgang har vi givet et kort beskrivelse af DONG Energy's historie og opridset væsentlige kendetegn ved 2 sektorer inden for det danske energimarked, El- og gasmarkedet. Gennem vores beskrivelse det danske energimarked inddragede vi DONG Energy's forretningsområder og værdikæde for at synliggøre, om disse understøttede strukturen på det danske energimarked. Umiddelbart er det vores konklusion, at der eksisterer en slående lighed mellem DONG Energy's værdikæde og forretningsstruktur og det danske energimarked.

DONG Energy's værdikæde indeholder aktiviteter fra produktion og udvinding af energi til distribution og salg af energirigtige løsninger. Selskabets værdikæde indeholder således alle aspekter på det danske energimarked.

DONG Energy's produktionsområder agerer både på olie, gas og el-markedet og har således diversificeret deres risici til hele energisektoren. Endvidere investerer og producerer, selskabets forretningsområde for elproduktion i kraftvarmeværker samt vedvarende energi, hvorved selskabet også i dette led har diversificeret deres risici. I distributionsleddet har selskabet satset på såvel olie og gas som el, hvorved de har foretaget en risikospredning og har mulighed for at udnytte de synergier, der må opstå på disse komparative distributionsmarkeder.

En synergieffekt omkring viden og byggeerfaring med offshore naturgasanlæg må ligeledes forventes at kunne udnyttes til selskabets videreudvikling og investering i offshore-anlæg for vedvarende energi. Ifølge selskabet, forventer de at kunne opnå en synergieffekt på 800 mio.kr. pr. år[6]. I 2007, som var det første regnskabsår med fuld indregning af de tilkøbte elselskaber, har koncernen realiseret 75% af denne målsætning ved at opnå en synergieffekt på 600 mio.kr.

Det kan således konkluderes, at den nye energikoncerns forretningsstruktur og værdikæde i særdeleshed understøtter strukturen på det danske energimarked, og at selskabet derigennem udnytter de synergier, som opstår ved en sammenlægning af alle forretningsområder i energimarkedet.


1. og 2. Indledning og problemformulering
3. Metode
4., 5. og 6 Afgrænsning, kildekritik og målgruppe
7. Beskrivelse af DONG Energy
8. DONG Energy's vision og strategi
9. Strategisk analyse af DONG Energy
9.1. Intern analyse
Styrker og svagheder
9.2 Ekstern analyse
Muligheder og trusler
9.3 Risiko analyse
10. Regnskabsanalyse
9.4 SWOT
11. Budgettering
12. Værdiansættelse
13. Konklusion
14. Perspektivering

# 8. DONG ENERGY's VISIONER OG STRATEGIER

I dette kapitel, vil vi kort opliste DONG Energy's visioner og strategier. Kapitlet har til formål at give læseren et indblik i selskabets visioner og strategier som en appetizer på de interne og eksterne faktorer vi mener, er valuedrivers i DONG Energy koncernen. Endvidere skal kapitlet ses som en overgang fra vores virksomheds- og markedsbeskrivelse til den efterfølgende strategiske analyse. Slutningsvis vil vi, i forbindelse med afslutning på den strategiske analyse, sammenholde de nedenfor definerede strategier med resultatet fra den strategiske analyse.

## 8.1. DONG's visioner

DONG Energy's overordnede vision er blive et af Europas førende energiselskaber, kendt for at omdanne indgående viden til varige løsninger. For at understøtte denne vision er der formuleret en række underliggende visioner[28]:

- Være garant for en sikker energiforsyning.
- Minimere vores indvirkning på miljøet, når vi omdanner naturens ressourcer til energi til vores kunder.
- Handle ansvarligt for at sikre en tilstrækkelig energiforsyning, ikke kun til vores egen Generation, men også til de kommende.
- Fastholde en konstant ansvarlighed i vores strategier, løbende beslutningstagning og daglige adfærd[1].

For at kunne efterleve disse visioner, har energiselskabet fokus på områder som **klima, miljø, kunder, medarbejdere og forretningsetik**, som skal understøtte ovenstående visioner.

På **klimaområdet**, ønsker DONG Energy, som energiproducent, energiforbruger og samfundsaktør, at være med til at vende udviklingen i $CO_2$ udslippet ved at optimere og udvikle kraftvarmeværkerne, så $CO_2$ udslippet er mindst muligt.

DONG Energy ønsker at føre en ansvarlig forretning ved at påvirke **miljøet** mindst muligt og samtidig levere en pålidelig og konkurrencedygtig energiforsyning.

DONG Energy vil udvikle samarbejdet med **kunder** og derved styrke rollen som et moderne og troværdigt selskab på et frit energimarked i tæt dialog med kunder, NGO'er og meningsdannere.

[28] www.domgenergy.dk/om+dong+energy/Kort+om+os/index.htm

DONG Energy vil være en virksomhed, hvor **medarbejdern**e udlever deres ambitioner i rammer, som sikrer det og udviklende arbejdsliv.

På området for **forretningsetik**, vil DONG Energy, uanset hvor i verden de driver forretning, udvise adfærd, som skal være med til at fremme god forretningsskik og rimelige sociale og miljømæssige standarder.

### 8.1.1 Strategi

Lidt forenklet, kan strategi defineres som handlinger, der samlet set gennemføres med henblik på at opnå konkurrencemæssige fordele, der sikrer virksomheden et merafkast.

DONG Energy har opstillet nogle strategier, som skal være medvirkende til at opnå deres overordnede visioner. Ved etableringen af DONG Energy har selskabet været nødsaget til at prioritere en **fælles politik for kvalitet, arbejdsmiljø og miljø**. Politikken er udmøntet i en strategi og dernæst i konkrete retningslinjer, som DONG Energy oplyser, de er ved at implementere i alle segmenter. Implementeringen forventes at ville forløbe over de kommende år.

#### 8.1.1.1 POLITIK FOR KVALITET, ARBEJDSMILJØ OG MILJØ

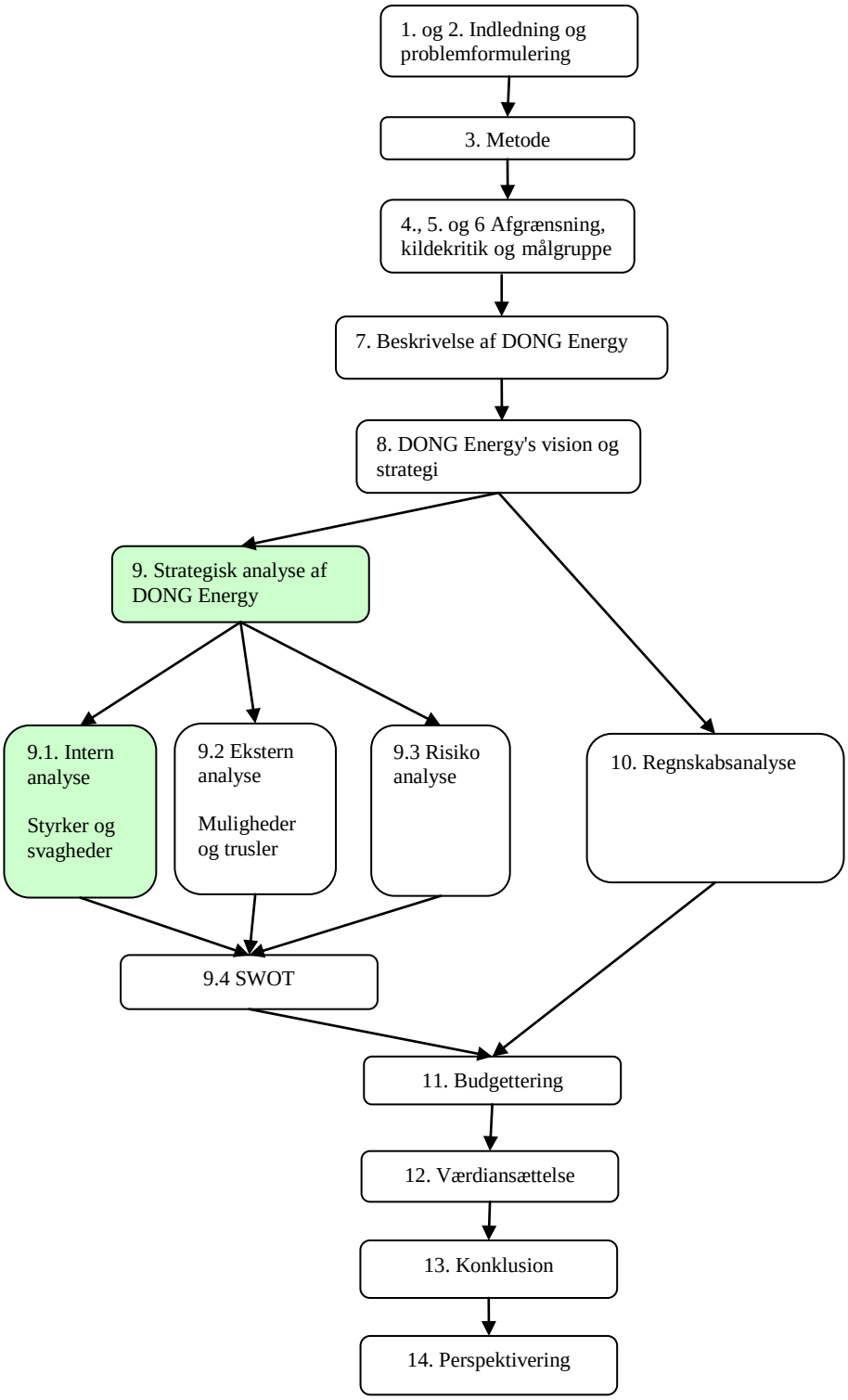
Med udgangspunkt i DONG Energy's vision og værdier vil de fremskaffe, producere, distribuere og handle med energi og forbundne ydelser med fokus på kunderne og medarbejderne samt det omgivende samfund og miljø.

Det er DONG Energy's intention, at integrere kvalitets-, arbejdsmiljø- og miljøaspekter i deres beslutninger og handlinger ved hjælp af følgende politikker:

- arbejde for, at **kunder** er tilfredse og give råd om hensigtsmæssig anvendelse af vores produkter.
- motivere, uddanne og inddrage **medarbejderne** i kvalitets-, arbejdsmiljø- og miljøarbejdet arbejde for et sundt og sikkert arbejdsmiljø.
- arbejde for løbende at minimere ressourceforbrug og **miljø**påvirkninger
- prioritere **leverandører og samarbejdspartnere**, der har og efterlever en tilsvarende kvalitets-, arbejdsmiljø- og miljøpolitik

- opstille mål, evaluere resultater og forbedre disse løbende samt være blandt de bedste i branchen. S**ikre at lovgivningen efterleves**, og arbejde efter anerkendte normer og standarder, kommunikere åbent om kvalitets-, arbejdsmiljø- og miljømål og resultater

Ovenstående politikker er formuleret ud fra et ønske om at leve op til selskabets visioner. Politikkerne er meget detaljeret, hvorfor de kun er listet som overordnede politikker ovenfor. Valget af disse 5 politikker vurderer vi understøtter de ovennævnte 4 visioner godt, da disse fokuserer på en sikker energiforsyning, minimere miljøpåvirkninger og handle ansvarligt overfor omverden såvel som ned igennem organisationen.


1. og 2. Indledning og problemformulering
3. Metode
4., 5. og 6 Afgrænsning, kildekritik og målgruppe
7. Beskrivelse af DONG Energy
8. DONG Energy's vision og strategi
9. Strategisk analyse af DONG Energy
9.1. Intern analyse
Styrker og svagheder
9.2 Ekstern analyse
Muligheder og trusler
9.3 Risiko analyse
10. Regnskabsanalyse
9.4 SWOT
11. Budgettering
12. Værdiansættelse
13. Konklusion
14. Perspektivering

# 9. STRATEGISK ANALYSE

Efter en kort introduktion af virksomheden "DONG Energy", deres markeder, visioner og strategier, vil vi påbegynde den strategiske analyse. Den strategiske analyse skal danne grundlag for vores senere vurdering af DONG Energy's styrker og svagheder samt muligheder og trusler. Den strategiske analyse vil lede os frem til de væsentligste ikke finansielle valuedrivers, som har en stor betydning for virksomheden. De er ofte også indikatorer for den fremtidige udvikling i de finansielle valuedrivers og derfor af stor betydning for prognosen af den fremtidige indtjening.[29] Den strategiske analyse vil sammen med den regnskabsmæssige analyse, fra næste kapitel, danne en baggrund for estimering af den fremtidige indtjening og dermed virksomhedens værdi for aktionærerne.

Den strategiske analyse er inddelt i 3 hovedafsnit. En intern analyse, en ekstern analyse og til sidst en risikoanalyse. Først foretages en intern analyse, som har til formål at identificere DONG Energy's styrker og svagheder. Derefter foretages en ekstern analyse, med henblik på at redegøre for DONG Energy's muligheder og trusler. Endeligt vil vi i det sidste afsnit foretage en risikoanalyse, hvor vi vil redegøre for selskabets markedsmæssige- og virksomhedsspecifikke risici. Med risikoanalysen af Dong Energy vil vi få et overblik over de væsentligste risici, samt ikke mindst styring af risici som Dong Energy er eksponeret overfor.

Sidst i afsnittet vil vi opsummere de identificerede valuedrivers og strategiske forhold i virksomheden, i en SWOT-analyse. Denne SWOT-analyse vil vi sammenholde med de tidligere identificerede strategiske forhold med DONG Energy's egne formulerede strategier.

## 9.1 Intern Analyse

Vi vil i dette indledende afsnit til den interne analyse fokusere på DONG Energy's interne ressourcer og kompetencer for at få et indblik i, hvorvidt det er muligt for DONG Energy at skabe eller vedligeholde eksisterende konkurrencemæssige fordele. Endeligt vil vi undersøge, hvorvidt selskabets struktur er hensigtsmæssig og afbalanceret, og hvilke forretningsområder, der bidrager positivt til selskabets værdi.

Alle virksomheder besidder ressourcer og kompetencer i et vist omfang, spørgsmålet er blot, hvorvidt disse kan karakteriseres som valuedrivers og giver virksomheden en konkurrencemæssig fordel. For at opnå denne konkurrencemæssige fordel, skal der være tale om en knap ressource i

[29] Elling, Jens O. mf.: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 2. udgave, Gjellerup, 2005, s. 67

branchen, som ikke alle har adgang til. Endvidere skal ressourcen være relevant for nøglesuccesfaktorerne i branchen. Nøgle-succesfaktorerne er de forhold der gør, at branchen er attraktiv og profitabel[30].

Vores fremgangsmåde til den interne analyse er, at foretage en værdikædeanalyse for at analysere den indre effektivitet i DONG Energy. Den indre effektivitet kan defineres som de strategiske årsagsvirkningssammenhænge, som er væsentlige for DONG Energy's værdiskabelse. Dernæst vil vi vurdere, hvorfor branchen er attraktiv, herunder hvilke valuedrivers, der skaber værdi i branchen.

Som et tillæg til vores gennemgang af DONG Energy's værdikæde vil vi deslige se på de respektive forretningsområders værdibidrag og indbydes samspil i forhold til virksomheden. Gennem denne analyse forventer vi at kunne fremhæve de værdinedbrydende aktiviteter, som skader DONG Energy's målsætning om at skabe aktionær værdi.

Endeligt, vil vi være i stand til at vurdere, hvorvidt de, i værdikæden identificerede ressourcer og kompetencer, understøtter branchens valuedrivers. Samtidig forventer vi at kunne konkludere, hvorvidt DONG Energy's selskabsstruktur er hensigtsmæssigt sammensat og om selskabet formår at udnytte sine ressourcer og kompetencer i forhold til branchens valuedrivers.

### 9.1.1 Værdikædeanalyse

En værdikædeanalyse har til formål at analysere virksomhedens omkostningsstruktur, forretningsgange og evne til at skabe indtjening med henblik på at identificere konkurrencemæssige fordele og aktionærværdi.

Værdikædeanalysen er således en metode, der går ud på at beskrive virksomhedens strategisk vigtige delprocesser for derigennem bedre at kunne forstå deres indflydelse på værdiskabelsen i virksomheden. Samtidig vil analysen kunne hjælpe os med at konkludere, hvilke strategiske dispositioner selskabet vælger at føre.

Analysen vi vil foretage, har baggrund i Porters værdikæde[31], som er bygget op omkring de primære aktiviteter i virksomheden. De primære aktiviteter er de hovedprocesser alle DONG Energy's produkter skal igennem inden de ender hos den endelige forbruger/slutkunde. Vi vil i analysen kun inddrage faktorer som vi har vurderet vil have en væsentlig økonomisk indflydelse på

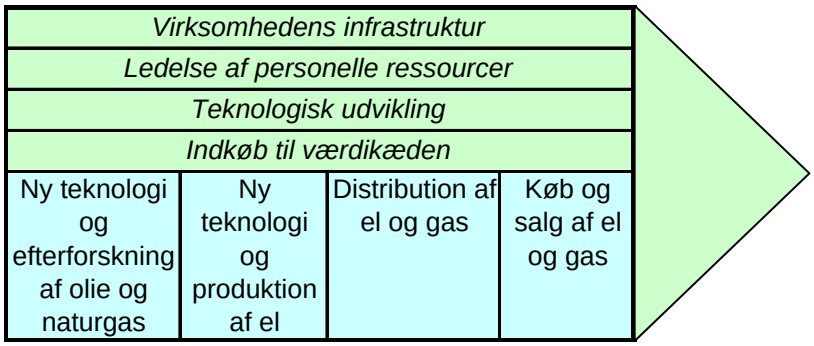
[30] Grant, Robert M.: Contemporary Strategy Analysis, 5th edition, Blackwell Publishing 2005, s. 151
[31] Elling, Jens O. & Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang 2. udgave 2005.

vores senere værdiansættelse af DONG Energy. Disse overvejelser er sket ud fra en samlet opsummering af DONG Energy's aktiviteter.

I forbindelse med vores værdikædeanalyse vil vi deslige vurdere de enkelte produkters placering på produktlivscykluskurven. Denne handling udføres som et indledende skridt til den senere gennemgang af Boston-modellen i afsnit 9.1.4

Som det ses i figur 5 nedenfor, er det første led i værdikæden udvikling af ny teknologi og efterforskning af olie og naturgas. Herefter kommer udvikling af ny teknologi inden for produktion af el, infrastrukturen i forbindelse med distributionen af el og gas og endelig køb og salg af el og gas samt service og generel energirådgivning.

**Figur 5: Værdikæde**

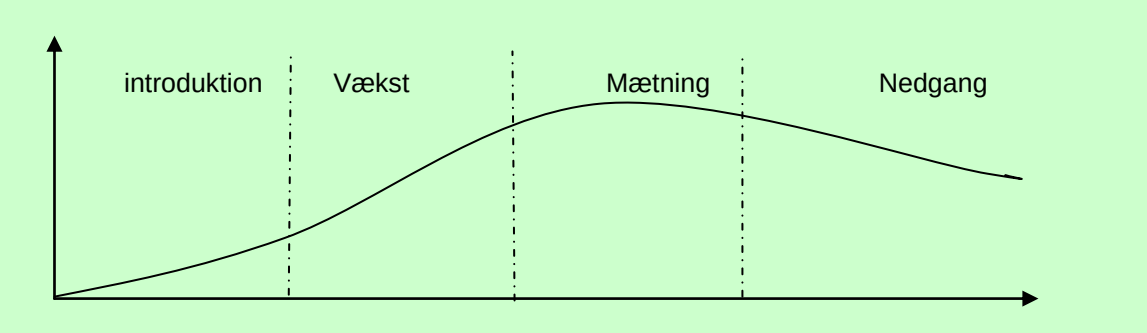



*Kilde: Elling, Jens O. & Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse 2005 s. 79 samt egen tilvirkning.*

De primære aktiviteter trækker alle på støtteaktiviteter i virksomheden såsom intern infrastruktur, personaleledelse, teknologisk udvikling samt styring af indkøb. Vi vil, under de enkelte led i værdikæden komme nærmere ind på disse støttefunktioner, hvor vi mener det er relevant for vores konklusion af værdikædeanalysen. Hvert afsnit vil vi opdele i udvikling af nye/eksisterende produkter/markeder.

I figur 6 nedenfor er vist produktlivscyklusmodellen, som vi vil anvende til at kategorisere de enkelte produkters placering i produktets livscyklus. Formålet hermed er, som beskrevet ovenfor, at foretage en indledende vurdering af produkterne i forhold til den senere anvendelse af Boston-modellen.

**Figur 6: Produktlivscyklusmodellen**




*Kilde: Elling, Jens O. & Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse 2005 s. 86.*

### 9.1.1.2 Ny teknologi og efterforskning af olie og gas

Den første aktivitet i DONG Energy's værdikæde er deres forretningsområde kaldet "Efterforskning og Produktion". E&P efterforsker, udvikler og producerer naturgas og olie i Danmark, Norge, Storbritannien, Færøerne og Grønland. I forretningsområdet indgår ligeledes ejerandel af Gassled, der omfatter det samlede gasledningsnet fra de norske felter til kontinentet og Storbritannien samt ejerskab af Danmarks eneste olierør, som forbinder oliefelterne i Nordsøen med fastlandet. Disse medejerskaber er strategisk vigtige, da de giver adgang til gas- og olieinfrastruktur tilknyttet det europæiske marked.

Segmentet udgør ca. 12% af omsætningen i 2007 og 1. halvår 2008 mod 15,2% i 2006. Forretningsområdets bidrag til EBITDA udgør i 1. halvår 2008 39% mod 25% i 2007 og 39,1% i 2006, mens deres EBIT udgør 43% i 1. halvår 2008 mod 32,3% i 2007 og 42,8% i 2006. Af selskabets aktiver udgør segmentet 22,3% i 2007 mod 14,9% i 2006[32].

Én af de væsentligste aktiviteter til værdiskabelse i DONG Energy's værdikæde er forskning og udvikling af eksisterende samt nye produkter og produktionsfelter. Endvidere er effektivisering af eksisterende produktionsmetoder samt udvikling af nye metoder en væsentlig værdiskabelse for DONG Energy. Selskabet har et mål om at investere 30-35 mia. kr. over de næste 10 år i efterforskning og udvinding af olie og gas[33].

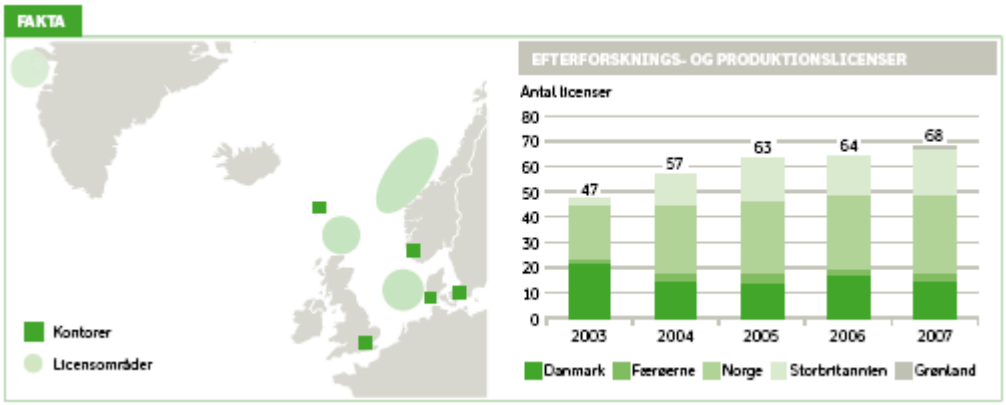
#### *9.1.1.2.1 Udvikling i nye produktionsfelter*

Som et led i DONG Energy's bestræbelser på at opnå værdiskabelse i eksisterende og nye produktionsfelter, har de ultimo 2007 opkøbt en portefølje på 68 efterforsknings- og vurderingslicenser i lande, hvor de allerede er aktive aktører.

[32] DONG Energy Årsrapport 2007 s. 65-68 samt DONG Energy halvårsrapport for 1. halvår 2008
[33] www.business.dk/article/20070912/transport/109121236/&template

Det er uvist, hvor mange af disse licenser der ender i reel produktion af olie eller gas, hvorfor det er vores vurdering, at denne aktivitet umiddelbart skal placeres i introduktionsfasen i produktlivscyklusen.

**Figur 7: Efterforsknings- og produktionslicenser**




*Kilde: DONG Energy's årsrapport 2007 s.23*

Som en naturlig forlængelse af selskabets efterforskning og køb af licensandele, deltager DONG Energy i en række udbygningsaktiviteter. Deres hidtil største køb var i 2005, hvor de købte 10,3% andel i det norske gasfelt "Ormen Lange" samt 0,68% af den tilhørende norsk-britiske pipeline infrastruktur, til en pris på 13 mia. kr. Dette projekt er et af verdens mest komplekse byggeprojekter, som består af avancerede og teknisk vanskelige boringer under havet, et enormt landanlæg, der renser gassen samt verdens længste undersøiske rørledning, som forbinder Norge med Storbritannien[34].

Ormen Lange investeringen samt DONG Energy's investering i det norske Gassled giver DONG Energy en strategisk adgang til en større europæisk infrastruktur af gasledninger. Endvidere gør investeringen, at DONG Energy kan opfylde én af deres langsigtede strategiske mål om diversificering af den langsigtede gasforsyning ved sikre, at egenproduceret gas udgør 30% af DONG Energy's forsyningspligt. DONG Energy's andel i det norske gasfelt forventes at udgøre 40 mia. kubikmeter gas, hvilket svarer til Danmarks gasforbrug i 10 år[3].

Ormen Lange-feltet udgør 78% af DONG Energy's reserver og forventes først at opnå fuld produktion i 2010. Feltet har dog været i produktion siden oktober 2007 med 3 ud af de forventede 12 brønde[35]. Umiddelbart har vi, i vores research, ikke fundet indikatorer, som modviser den estimerede beholdning af gas i feltet. Da produktionen er gået i gang med 3 af brøndene er det vores vurdering, at dette produkt ligger i starten af vækstfasen i Porter's produktlivscyklusmodel.

[34] Gasteknik nr. 2 april 2006, s. 16
[35] DONG Energy Årsrapport 2007 s. 23

**Opsummering for udvikling af nye produktionsfelter**

Der har, specielt i medierne, været stor fokus omkring DONG Energy's investering i det norske gasprojekt og stillet spørgsmålstegn ved investeringens størrelse mod det forventede afkast. Den økonomiske samfundsudvikling og prisudvikling på råvarer samt ændringer i gaspriser, har respektiv resulteret i en væsentlig stigning i de forventede udbygningsomkostninger samtidig med en forventet højere indtjening grundet stigning i gaspriserne. Endvidere er der tvivl om, hvor meget af overskuddet på projektet den norske stat vil forlange i skatteindtægter. Om disse faktorer på lang sigt vil opveje hinanden vil kun fremtiden kunne svare på. Man må antage, at DONG Energy i forbindelse med accept af købstilbuddet i det norske projekt, har lavet beregninger på rentabiliteten i investeringen og ud fra denne betragtning, samt det forhold, at investeringen vil realisere selskabets strategiske målsætning om selvforsyning, har foretaget en rentabel investering.

#### *9.1.1.2.2 Udvikling i eksisterende produktionsfelter og nye produktionsmetoder*

For at optimere indtjeningen i selskabets eksisterende produktionsfelter, arbejder DONG Energy løbende på at reducere driftsomkostningerne på felterne. Siden 1998 har DONG Energy deltaget i Rushmore Reviews, hvor boreresultater fra hele verden løbende sammenlignes. Mere end 150 selskaber, med aktiviteter i 70 lande, deltager i denne benchmarking. Baseret på antallet af borede meter pr. dag og omkostninger pr. meter, er DONG Energy siden 2000 blevet placeret i den øverste kvartil af denne benchmark[36]. Endvidere har McKinsey & Company i maj 2007 offentliggjort en undersøgelse af omkostningseffektivitet, omkostninger pr. produceret tønde, sikkerhed og antallet af spilduheld med forurenende kulbrintevæsker. Her blev DONG Energy placeret i top 3 blandt 10 operatører i Nordsøen[4].

Et andet led i DONG Energy's arbejde på opretholdelse af indtjeningen, samt forlænge selskabets eksisterende produktionsfelter i Nordsøen, er at udvikle mulighederne for at rense $CO_2$ ud af kulrøgen fra kraftvarmeværkerne og efterfølgende lagre $CO_2$'en i den tømte undergrund. I januar 2007 fremlagde EU-kommissionen en af deres reviderede energipolitiske strategier hvor det fremgik, at deres vision for alle nye kulfyrede anlæg i Europa vil have $CO_2$-rensning og lagring i 2020[37]. Ifølge DONG Energy, deler de denne vision og deltager bl.a. i et CASTOR-projekt med andre europæiske partnere. CASTOR-projektet har til formål at udvikle en effektiv teknologi til at rense kulrøg for $CO_2$.

[36] Dong Energy årsrapport s. 25
[37] DONG Energy ansvarlighedsrapport 2006, s. 22

DONG Energy driver allerede et forsøgsanlæg på Esbjergværket, som kan udskille $CO_2$ fra kraftværkets røggas. Derudover undersøger selskabet mulighederne for dels at lagre den udskilte $CO_2$ i undergrunden og dels anvende den til at optimere olieproduktionen i Nordsøen[5]. Med den teknologi, som eksisterer på området i dag, er det kun muligt at udvinde ca. 24% af de olieforekomster, der eksisterer i den danske del af Nordsøen. Ved at injicere $CO_2$ fra kraftvarmeværkerne i udvalgte oliereservoirer, kan udvindingsgraden øges væsentlig og dermed forlænge den estimerede produktion. Perspektivet er ikke kun baseret på olieudvinding i producerende felter, men også lagring af $CO_2$ i de udtømte olie- og gasfelter er en oplagt mulighed for selskabet, hvis de geografiske forhold tillader det[5]. DONG Energy har allerede erfaring med lagring af naturgas i undergrunden gennem deres ejerskab af Danmarks 2 eneste naturgaslagre i hhv. Ll. Torup og Stenlille.

Begge ovenstående projekter omkring udvinding og lagring af $CO_2$ vurderer vi er i introduktionsfasen i Porter's produktlivscyklusmodel, da udvikling en brugbar teknologi til udskillelse af $CO_2$ stadig er i udviklingsfasen og der endnu ikke er lavet tilstrækkelige undersøgelser omkring de geologiske og miljømæssige problemstillinger i lagring af $CO_2$ i undergrunden. Endvidere vil teknologien hjælpe DONG Energy med at mindske deres udledning af $CO_2$ og leve op til en lavere tildeling af $CO_2$-kvoter, hvilket igen vil fremme deres økonomiske stilling, da de ikke skal købe dyre $CO_2$- kvoter for at kunne opretholde deres produktion..

Projektet omkring omkostningsminimering på eksisterende produktionsfelter vurderer vi værende i mætningsfasen, da dette projekt allerede er implementeret og selskabet i flere år har draget nytte af denne strategi på eksisterende felter.

**Opsummering for udvikling af eksisterende produktionsfelter og nye produktionsmetoder**

En kendsgerning er, at DONG Energy's eksisterende produktionsfelter kun indeholder olie og gas i det omfang felterne rummer de fossile brændstoffer. Selskabet søger derfor løbende at forbedre og omkostningsminimere de ressourcer, som anvendes på at udvinde brugbare stoffer fra deres felter. Endvidere er DONG Energy, i deres bestræbelser på at formindske $CO_2$ udslippet, allerede i gang med at udvikle nye teknologier omkring anvendelse af udvundet $CO_2$ fra deres kulværker i producerende og tømte oliereservoirer. Den nye teknologi vil ikke kun forbedre indtjeningen af producerende felter, men ligeledes forlænge levetiden (med et andet formål) af de tømte felter, da disse kan anvendes til lagring af $CO_2$.

#### *9.1.1.2.3 Nye produkter*

I spørgsmålet omkring værdiskabelse i forskning og udvikling af nye produkter, er DONG Energy ligeledes aktiv i dette forretningsområde. Selskabet har i 2008 offentliggjort opførelse af et 2. Generations bioethanol demonstrationsanlæg i tilknytning til selskabets Asnæsværk i Kalundborg. De totale anlægsinvesteringer forventes at løbe op i 300 mio.kr. hvoraf Energistyrelsen har bidraget med 22,5 mio.kr[38]. Formålet med investeringen er, at vise DONG Energy's vilje og know-how inden for produktion af bæredygtig alternative energikilder og samtidig indgå et samarbejde med Danisco omkring udvinding af ethanol.

Som et led i DONG Energy's interesse i den "grønne bølge" af alternative energirigtige løsninger for formindskelse af $CO_2$, har selskabet i foråret 2008, underskrevet en hensigtserklæring med det californiske miljøprojekt "Project Better Place". Samarbejdet betyder, at DONG Energy skal levere grøn strøm fra deres vindmøller, mens Better Place skal levere en infrastruktur af ladestationer over hele landet. Produktion af elbiler forventes foretaget af den norske elbilproducent "Think City" og franske bilproducent Renault-Nissan[39]. Ideen er, at forbrugerne køber en bil af de nævnte bilproducenter, som forventes at koste under 100.000 kr., da elbiler i Danmark, frem til 2012 er fritaget for registreringsafgift, samtidig med, at man lejer batteriet fra DONG Energy. Projektet er et tiltag i DONG Energy's målsætning om at komme med alternative energikilder, primært til energi- og transportsektoren. Projektet er foreløbigt estimeret til en investering på 50 mio.kr. fra DONG Energy og tilsvarende 50 mio.kr. fra Better Place. Om projektet bliver en succes afhænger i høj grad af politikkernes velvilje til at forlænge aftalen om registreringsfrihed for elbilerne i 2012 samt af forbrugernes interesse i produktet (hvor meget en alm. husholdning sparer i biludgifter).

Begge ovenstående projekter vurderer vi værende i introduktionsfasen i Porter's produktlivscyckusmodel, da begge projekter stadig er i udviklingsfasen. Endvidere er der mange udefrakommende faktorer, som har indflydelse på projekternes eventuelle succes.

**Opsummering af nye produkter**

Jorden har begrænsede ressourcer af olie og gas i undergrunden. Globalt set er oliereserverne opgjort til ca. 180 mia. m3, og det vurderes, at olieproduktionen vil fortsætte på nuværende niveau i 50-75 år fremover. Man forventer, at toppunktet for olieproduktionen på verdensplan nås om 15 år, og fortsætter efterspørgslen uændret, vil der herefter opstå en stigende mangel på olie[40].

[38] www.borsen.sk/okonomi/nyhed/130479
[39] www.ing.dk/artikel/86740
[40] www.tekno.dk/subpage.php3?article=1334&toppic=kategori2&language=dk

DONG Energy er således i besiddelse af produkter, som er knapressourcer, men alle aktører på markedet har adgang til ressourcerne i det omfang de byder på licenserne. Selskabets fokus på substituerende produkter og alternative energikilder i såvel energi- som transportsektoren bliver derfor anset som en styrke og en væsentlig diversifikation af deres traditionelle værdikæde.

#### 9.1.1.3 Sammenfatning: Ny teknologi og efterforskning af olie og naturgas i E&P

Generelt har E&P forretningsområdet mange aktiviteter som vi vurderer værende en styrke og har strategisk årsagsvirkningssammenhænge som vi vurderer, er væsentlige for DONG Energy's værdiskabelse. Styrkerne har tilsvarende svagheder som vi har vurderet ud fra vores research på de respektive forretningsområder. Vi har nedenfor listet de styrker og svagheder som vi mener er væsentlige for DONG Energy's værdiskabelse i dette forretningsområde.

| Styrke | Svaghed |
|---|---|
| Opkøb af efterforsknings- og vurderingslicenser for olie og gasudvindingen i Nordsøen og Norge (?) | Investeringer i forskning og udvikling er omfangsrige og dyre investeringer som kræver involvering af eksperter fra mange områder. Samtidig vil der altid være en risiko for, at undergrunden ikke indeholder den mængde af naturressourcer som kræves for at investeringen kan betale sig. |
| Udbygningsaktiviteter som Ormen Lange (*) | |
| Reducering af driftsomkostninger på eksisterende olie- og gasfelter ($) | Grundet begrænsede ressourcer i allerede kendte olie- og naturgasfelter er DONG Energy tvunget til at bibeholde et intenst investeringsprogram for at opretholde deres andele af de naturlige ressourcer |
| Forskning og udvikling i udvinding og lagring af CO2 (?) | |
| Forskning og udvikling af 2. generations bioethanol (?) | DONG Energy har indledt samarbejde på nye områder indenfor vedvarende energiprojekter, som de ikke tidligere har erfaring med. Om disse projekter bliver en succes eller ej vides ikke, men involveringen i hidtil ukendte forretningsområder kan resultere i en svaghed hos DONG Energy, da deres fokus i væsentligt omfang flyttes fra deres kerneområder |
| Underskrevet hensigtserklæring med projekt "Better Place" (?) | |

#### 9.1.1.4 Ny teknologi og produktion af el

Den anden aktivitet i DONG Energy's værdikæde er deres forretningsområde kaldet "Generation". Generation producerer el og varme primært i Danmark, men ekspanderer også til andre dele af Nordeuropa. Produktionen af el sker på kraftvarmeværker og fra vedvarende kilder som vind og vand.

DONG Energy er Danmarks største energiproducent. De producerer mere end 50% af Danmarks el-forbrug og omkring 40% af fjernvarmen. Desuden er de, målt på volumen, den førende producent af termisk elektricitet på Nord Pool. 87% af deres kapacitet på 6,5 GW kommer fra termiske kraftværker, mens resten er vind- og vandkraft. De fleste af selskabets kraftværker kombinerer produktion af varme og el for at øge effektiviteten[41]

Segmentet udgør kun 22% af omsætningen i 1. halvår 2008 mod 29,6% af omsætningen i 2007 og 21% i 2006. Forretningsområdets bidrag til EBITDA udgør i 1. halvår 2008 28% mod 38,5% i 2007 og 29,8% i 2006, mens deres EBIT i 1. halvår 2008 udgør 25% mod 28,8% i 2007 og 26,1% i 2006. Af selskabets aktiver udgør segmentet 40% i 2007 mod 43,6% i 2006[3].

Selskabets 10 centrale kraftværker bruger clean coal-teknologi for at mindske de negative miljømæssige effekter ved afbrænding af fossile brændsler. Teknologien øger effektiviteten i produktionen af el og varme og er anerkendt af det Internationale Energi Agentur (IEA). Endvidere er værkerne designet til at kunne bruge forskellige typer kul samt andre typer brændsel som gas eller olie. Denne fleksibilitet gør det muligt at skifte til de økonomisk mest fordelagtige brændsler og i et vist omfang reducere risikoen for prisudsving inden for en bestemt brændselstype[42].

Det er vores vurdering, at disse aktiviteter er i mætningsfasen i produktlivscyklusmodellen da kun 3 af DONG Energy's centrale værker er under 10 år gammel. Det er således vores vurdering, at disse værker generer værdi for selskabet på et krævet niveau i forhold til reparationer og andre investeringer[43].

EU har et mål om at 20% af energiproduktionen inden 2020 skal komme fra vedvarende energikilder såsom vind og vand. Denne omlægning skal i høj grad komme fra energisektoren hvilket stiller et omlægningskrav til DONG Energy og deres europæiske konkurrenter. I følge den nationale allokeringsplan fremsendt januar 2007, skal DONG Energy reducere deres $CO_2$ udslip med 30% i forhold til deres tildeling af $CO_2$-kvoter til produktionen i 2005-07[44]. Endvidere er parterne i det danske energiforlig i februar 2008 enige om, at vedvarende energi i Danmark i 2011 skal dække 20% af det danske energiforbrug[45].

Denne målsætning fra politikkernes side kræver en ekstraordinær indsats af DONG Energy og mange investeringer i vedvarende energikilder.

[41] www.dongernergy.com/DA/Forretningsaktiviteter/Generation/index.htm
[42] DONG Energy Årsrapport 2007 s. 17
[43]http://www.dongenergy.com/EN/business+activities/Generation/electricity+Generation/Primary+power+stations/Primary+power+stations.htm
[44] DONG Energy Årsrapport 2006 s. 13
[45] DONG Energy Årsrapport 2007 s. 8

#### *9.1.1.4.1 Udvikling af eksisterende produkter*

Ved udgangen af 2007 kom 13% af DONG Energy's samlede elproduktion fra vedvarende energikilder. Efter mere end 16 års udvikling af havmølleparker er DONG Energy markedsledende på offshore vindkraft. Derudover har de en omfattende erfaring i at drive on- og offshore vindturbiner[9].

Selskabets strategi inden for vedvarende energi omfatter yderligere udvikling af on- og offshore vindmølleparker. Her har de en betragtelig portefølje af projekter, som befinder sig på forskellige trin i deres udvikling. I alt 7 store vindmølleparker med en netttokapacitet på 579 MW, hvoraf 3 er i Storbritannien og 1 i Sverige, forventes i produktion i 2008, 2009 og 2010. Investeringer i disse projekter forventes at løbe op i 10 mia. kr. over de næste 3 år[12].

Det er primært DONG Energy's erfaring i at bygge og drive offshore olie- og naturgasanlæg i E&P segmentet, der er en fordel for Generation. I E&P har selskabet erfaringer med dykkerarbejde, geotekniske undersøgelser og marinearbejde. Denne erfaring er en klar force for Generation segmentet og DONG Energy som et samlet energiselskab, da interne synergier derved udnyttes i et omfang, der gavner selskabet økonomisk og konkurrencemæssigt.

Ud over de vindbaserede investeringer har DONG Energy i 2007 øget deres investeringer i ejerandele af vandkraftværker i Norge og Sverige. Derudover er de medejere af et geotermisk anlæg på Amager og i Thisted samt et geotermisk projekt i Sønderborg.

DONG Energy's kraftværker er nogle af de mest effektive i verden. Værkerne er blandt verdens reneste, og selskabet arbejder kontinuerligt på at gøre dem endnu renere. Selskabets erfaring med disse høj-effektive værker gør således, at de er efterspurgte som rådgivere og planlæggere af kraftværker i hele verden. Det er bl.a. denne kompetence, der har resulteret i planlægningen af et nyt kulkraftværk i Tyskland, som vil reducere udledningen af $CO_2$ med 30-40% i forhold til den energiproduktion, der eksisterer i området i dag. Alle restprodukter fra elproduktionen kan i øvrigt, som det gøres i Danmark, genanvendes som værdifulde råvarer i byggeindustrien, så der ikke vil være et behov for at deponere affald fra kraftværket.

Selskabets projekt med at udvikle og opstille flere offshore vindmølleparker er efter vores vurdering i vækstfasen i Porter's produktlivscyklusmodel, da selskabet allerede er kendt for deres force på dette område og har en bred viden og erfaring med disse produkter.

I selskabets forsøg på at yde rådgivning i opsætning af nye og moderne kulværker, er DONG Energy's kraftværk, Avedøre Værket 2 en force, da værket er et af de mindst forurenende værker i verden og mange lande besøger værket for at samle inspiration til deres egne opsætninger. Rollen som rådgiver er i midlertidig ny for DONG, hvorfor vi har klassificeret dette produkt i introduktionsfasen.

**Opsummering for udvikling af eksisterende produkter**

Ud fra ovenstående er det klart, at DONG Energy, som et led i den grønne bølge og de politiske udspil, har valgt, at fokusere på deres eksisterende produkter, samt satse på vindkraften og især offshore vindmøller. Fokuseringen på offshore vindmøller kan ses som en force hos DONG Energy i forhold til deres konkurrenter, da de har mange års erfaring med offshore-byggeri. Det er vores vurdering, at denne satsning er i overensstemmelse med forskernes, forbrugernes og politikkernes præferencer, da disse vindmøller har større produktion end landmøller og ikke påvirker det landlige miljø og omgivelser. Opstilling af disse offshore parker er endvidere underlangt mange miljømæssige reguleringer, som sikrer, at de ikke påvirker det omkringliggende havmiljø, hvilket tidligere forskningsresultater fra bl.a. Havvindmølleparken Rødsand har eftervist.

Selskabets plan om at rådgive, i forbindelse med opførsel af et nyt kulkraftværk i Tyskland, har skabt meget debat i medierne, da eksperter mener, at selskabet burde investere i vedvarende energi frem for flere forurenende kraftværker. Gennem vores research på området, er det vores vurdering, at selskabet bidrager positivt til det globale miljøproblem ved at investere i et mere miljøvenligt kulværk som vil reducere $CO_2$ mængden med 30-40%. Man kan argumentere for, at selskabet skal investere mere i vedvarende energi, men vedvarende energi vil ikke kunne erstatte den efterspørgsel der i dag er på el, gas og varme, da vedvarende energi i stort omgang er afhængig af vind- og vejrforhold for at yde optimalt.

#### *9.1.1.4.2 Udvikling af nye produkter*

DONG Energy beskriver i deres årsrapport for 2007 deres involvering i en række nye vedvarende energi-projekter, som de endnu ikke kender de tidsmæssige - eller kommercielle perspektiver i. Der nævnes bl.a. bølgeenergi, brændselsceller samt varmepumper. Dette indikerer, at selskabet har fokus på udvikling og forskning i nye alternative energikilder, men hvis de ikke kan se et fremtidigt positiv cashflow i disse projekter, som ofte kræver store investeringer, vil disse alternativer med stor sandsynlighed ikke blive realiseret.

### 9.1.1.5 Sammenfatning: Ny teknologi og produktion af el

Generelt har Generation forretningsområdet mange aktiviteter som vi vurdere værende en styrke og har strategisk årsagsvirkningssammenhænge som vi vurderer væsentlige for DONG Energy's værdiskabelse. Styrkerne har tilsvarende svagheder som vi har vurderet ud fra vores research på de respektive forretningsområder. Vi har nedenfor listet de styrker og svagheder som vi mener er væsentlige for DONG Energy's værdiskabelse.

| Styrke | Svaghed |
|---|---|
| Besidder 10 centrale kraftværker som giver DONG Energy en status som Danmarks største energiproducent og den 5. største producent på den fælles nordiske elbørs Nordpool. Producerede i 2007 hvad svarer til 45% af Danmarks samlede kapacitet **($)** | Forretningssegmentet bidrager med 22% af selskabets samlede omsætning i 1. halvår 2008, mens de har det næsthøjeste bidrag til EBITDA på 28% og udgør 40% af selskabets samlede aktiver |
| Stor portefølje af projekter omkring udvikling og opsætning af on- og off-shore vindmølleparker. Drager fordel af erfaringer med off-shore felter i E&P segmentet **(*)** | DONG Energy's omdømme som forgangsleder for udvikling indenfor vedvarende energi kan blive skadet af deres indsats på området for opførsel af kraftværker |
| DONG Energy vil udvidde deres andel af marked for rådgivning og planlægger af opførsel af nye kraftværker **(?)** | DONG Energy's fokus på nye projekter indenfor vedvarende energi kan skade deres kernekompetancer da diversificeringen bliver for stor og usammenhængende. Endvidere bliver DONG Energy afhængig af disse samarbejdspartnere med hensyn til evt. levering og produktion. |
| Deltager i forskelligartede udviklingsprojekter indenfor vedvarende energikilder som ligger ud over deres egne kompetancer **(?)** | |

### 9.1.1.6 Distribution af el og gas

Den 3. aktivitet i DONG Energy's værdikæde er deres forretningsområde "Distribution". Distribution er ansvarlig for distributionen af naturgas og el til danske kunder og driver et af de 2 naturgaslagre i Danmark. Aktiviteterne og avancen er reguleret af loven om naturgas- og elforsyning og kontrolleres af Energitilsynet[46]. Der er således ikke væsentlige valuedrivers i denne del af værdikæden, da indtjeningen er lovmæssigt reguleret.

Segmentet udgør i 1. halvår 2008 7% af omsætningen mod 10,8% i 2007 og 7% i 2006. Forretningsområdets bidrag til EBITDA udgør i 1. halvår 2008 14% mod 17% i 2007 og 11,3% i 2006, mens deres EBIT udgør 12% i 1. halvår 2008, 11,1% i 2007 og 8,2% i 2006. Af selskabets aktiver udgør segmentet 19,1% i 2007 mod 17,5% i 2006[3].

[46] www.dongenergy.com/DA/Forretningsaktiviteter/Distribution

Distributionsdelen distribuerer el til omkring 950.000 kunder via 3 forsyningsnet beliggende i København, på Frederiksberg og i Nordsjælland. Disse net består af i alt ca. 20.000 km kabler, luftledninger og nedgravede kabler, samt omkring 10.000 transformerstationer. Distributionsdelen af værdikæden er pt. i gang med at udskifte deres 3.600 km luftledninger med nedgravede kabler. I den forbindelse lægger de også fiberkabler ned i jorden og tilbyder derfor fibernet løsninger til deres kunder[47].

Forretningsområdet distribuerer endvidere gas til ca. 119.000 kunder, hvilket svarer til 1/3-del af det samlede antal danske gaskunder. Kundeporteføljen befinder sig primært i det sydlige Jylland samt på Sydfyn og Vestsjælland.

#### *9.1.1.6.1 Nye produkter*

Distribution kan siges at have et geografisk monopol i deres netområder, hvad angår deres el- og gaskabler, hvilket må vurderes at være en stærk force i forhold til adgangsbarrierer for nye konkurrenter. Endvidere gør dette monopol det muligt, at etablere et lignende monopol på selskabets fibernetkabler. Nedgravning af fibernet er en ny mulighed de fleste danske elselskaber har udnyttet i forbindelse med nedgravning af deres luftledninger, men området er også et nyt og ukendt marked for elselskaberne, som nu konkurrerer med bredbåndsudbydere som TDC[48]. Monopolet på fiberkablerne er dog kun eksisterende i det omfang TDC eller andre internet udbydere ikke ønsker at konkurrere, da det blot er et spørgsmål om finansiering af nedgravning af kabler, hvilket dog må vurderes at være ret omfattende.

Det må antages, at DONG Energy på dette område kan opnå synergier da afregning af fibernetkunder kan køre efter de samme afregningsprocesser som deres regulære el- og gaskunder. Endvidere skal det tilføjes, at selskabet har erfaring med at nedgrave og vedligeholde el.- og gaskabler, som må antages at kunne udnyttes til fibernetkablerne.

I de seneste år har elselskaberne i Danmark spenderet milliarder på at nedgrave fiberforbindelser over hele landet, og har skabt forventninger om hurtigere forbindelser, lavere priser og koblede pakker med telefoni, digital tv og netforbindelse. Vi vurderer således produktet til at være i den sidste del af introduktionsfasen i produktlivscyklusmodellen, da nedgravningen af luftledninger ikke forventes at være afsluttet før i 2010.

[47] DONG Energy Årsrapport 2007 s. 28-29
[48] www.version2.dk/artikel/5954

**Opsummering nye produkter**

DONG Energy's distributionsled er, sammen med de fleste andre danske eldistributionsselskaber, gået ind på et nyt marked for etablering af fibernetkabler. Etablering af disse kabler giver selskabet et lignende geografisk monopol på fiberkablerne, som det er tilfældet for deres el- og gaskabler. Monopolet er dog kun eksisterende i det omfang ingen andre netudbydere ønsker at grave kabler ned. Der er tale om et nyt marked, hvor deres konkurrenter er teleselskaber frem for elselskaber. Produktet er stadig i introduktionsfasen og der kræves stadig store investeringer før fiberkablerne ligger i jorden. Som redegjort før, opnår DONG Energy en række synergier på dette område, men spørgsmålet om succes for dette produkt afhænger af tele- og net-konkurrenternes mangeårige erfaring inden for dette område og deres vilje til at kæmpe for at bibeholde deres allerede eksisterende marked. DONG Energy har med dette produkt bevæget sig væk fra deres kerneydelser som el og gas, hvilket ikke er garanteret en succes og hurtig kan blive en byrde for DONG Energy og deres forretninger.

### 9.1.1.7 Sammenfatning: Distribution af el og gas

Generelt har "Distribution" forretningsområdet aktiviteter, som vi vurderer værende en styrke og har strategisk årsagsvirkningssammenhænge som vi vurderer væsentlige for DONG Energy's værdiskabelse. Styrkerne har tilsvarende svagheder som vi har vurderet ud fra vores research på de respektive forretningsområder. Vi har nedenfor listet de styrker og svagheder som vi mener er væsentlige for DONG Energy's værdiskabelse.

| Styrke | Svaghed |
|---|---|
| Et allerede etableret distributionet som distribuerer el og gas med geografisk monopol på nettet for distribution og forsyning af el og gas **($)** | Det geografiske monopol på netområdet for el og gas ligger en hindring for udviddelse af selskabets markedsandele i Danmark, da en evt. udviddelse kun kan ske via opkøb af selskaber. Umiddelbart er det vores vurdering, at Konkurrencestyrelsen i Danmark ikke vil godkende større markedsandele til DONG Energy. |
| I forbindelse med nedgravning af luftledninger ligges fiberkabler ned i jorden og fibernet forbindelse tilbydes alle netkunder i samarbejde med internetudbydere **(?)** | Selskabets fokus på et, for DONG Energy, nyt markedskoncept kræver nye og ukendte ressourcer i selskabet som ligger ud over deres normale kernekompetencer |

### 9.1.1.8 Køb– og salg af el og gas

Det 4. og sidste led i DONG Energy's værdikæde er deres forretningssegment DONG Energy Markets. Forretningsområdet køber naturgas og el og sælger disse handelsvarer, samt relaterede produkter og services i Nordeuropa. Naturgassen bliver primært købt fra Dansk Undergrunds

Consortium (DUC), men en stigende forsyning vil komme fra E&P og naturgasfeltet Ormen Lange. Naturgassen sælges til såvel lokale naturgasselskaber i Danmark, Sverige og Tyskland – som til industrikunder og private forbrugere i Danmark. Selskabet sælger primært el til danske forbrugere. Markets ejer og driver desuden visse aktiver i DONG Energy's infrastruktur og styrer porteføljen af forsyningskontrakter. Derudover håndterer Markets størstedelen af koncernens risikostyring[49].

Segmentet udgør 59% af omsætningen i 1. halvår 2008 samt 2007 mod 66,4% i 2006. Forretningsområdets bidrag til EBITDA udgør i 2008 19% mod 23% i 2007 og 20% i 2006, mens deres EBIT i 1. halvår 2008 udgør 20% mod 35,4% i 2007 og 24,2% i 2006. Af selskabets aktiver udgør segmentet 26,7% i 2007 mod 29,7% i 2006[3].

#### *9.1.1.8.1 Nye markeder*

Markets har en stor erfaring med indkøb, salg, markedsføring, energitransport (infrastruktur) og energihandel på et liberaliseret marked. Det tyske el- og gasmarked blev fuldt ud liberaliseret i 2007, hvilket har åbnet muligheden for DONG Energy, at indgå partnerskaber med tyske forsyningsselskaber og lære ud af deres erfaringer. Dette samarbejde har resulteret i flere gassalgskontrakter i 2007 med de tyske regionale forsyningsselskaber[50].

Alle EU lande er i gang med at liberalisere deres el- og gasmarked, som det blev gjort i Danmark i 2000-2003. Dong Energy har således flere års erfaring med agering på et liberalt el- og gasmarked som de kan "sælge" til deres europæiske medaktører og opnå kendskab og præference hos slutkunderne. Da samarbejdet med de regionale tyske forsyningsselskaber er etableret i 2006 og videreudviklet i 2007 vil vi definere dette marked værende i begyndelsen af vækstfasen i produktlivscyklusmodellen og således have et væsentligt valuedrive i de kommende år.

### 9.1.1.9 Sammenfatning: Køb og salg af el og gas

Market forretningsområdet har få aktiviteter som vi vurderer værende en styrke og har strategisk årsagsvirkningssammenhænge som vi vurderer væsentlige for DONG Energy's værdiskabelse. Styrkerne har tilsvarende svagheder som vi har vurderet ud fra vores research på de respektive forretningsområder. Vi har nedenfor listet de styrker og svagheder som vi mener er væsentlige for DONG Energy's værdiskabelse.

[49] www.dongenergy.com/DA/Forretningsaktiviteter/Markets
[50] DONG Energy Årsrapport 2007 s. 36

| Styrke | Svaghed |
|---|---|
| Stor erfaring med indkøb, salg, markedsføring og energitransport (infrastruktur) på et liberalt energimarked. Står for 59% af omsætningen i DONG Energy A/S **($)** | Indtjening på net- og forsyningsområdet er reguleret af Energitilsynet. Selskabets indtjening er således ikke markedsbestemt og begrænser selskabets muligheder for at øge deres indtjening |
| Samarbejde med regionale tyske forsyningsselskaber hvor sælger viden og erfaring omkring agering på et liberalt energimarked **(*)** | Forretningsområdet bidrager med 59% af selskabets samlede omsætning i 1. halvår 2008 samt 2007, men kun 19-23% af EBITDA og 26,7% af selskabets aktiver. |

#### 9.1.1.10 Personaleudvikling

Denne fokus på kundeservice, innovation og udvikling stiller store krav til DONG Energy's medarbejdere. I en virksomhed som DONG Energy, hvis resultatskabelse er så afhængig af medarbejdernes præstationer er det vigtigt, at der internt er konstant fokus på måling af performance, motivering samt udvikling og uddannelse af medarbejderne. DONG Energy imødekommer dette ved at tilbyde sine medarbejdere løbende uddannelse, både for at dygtiggøre sig inden for deres eget område samt for at de kan varetage andre jobs der hvor DONG Energy får brug for det i fremtiden.

Et ønske om dygtige og motiverede medarbejdere stiller også store krav til virksomhedens ledere. Her har DONG Energy foretaget store ressourceallokeringer og stiftet DONG Energy Academy, som har 3 fokusområder, ledelsesudvikling, forretningsudvikling og udvikling af konkrete værktøjer. I forbindelse med fusion af 6 selskaber, har ledelsen lagt stor vægt på ledelsesudvikling og udviklet 2 forløb, hvoraf det ene er rettet mod DONG Energy's unge talenter og et executive Development programme med fokus på virksomhedens øverste 200 ledere.

Selskabet har endvidere fokus på kvinder og ledelse hvorfor de i 2007, på baggrund af en række interviews og analyser i selskabet, har udarbejdet en handlingsplan som skal imødekomme manglen på kvindelige ledere[51].

### 9.1.2 Delkonklusion på værdikædeanalyse

Vi har i ovenstående værdikædeanalyse fundet en række valuedrivers i selskabets enkelte aktivitetsområder som vi mener væsentlige for DONG Energy's værdiskabelse. Vi har endvidere kort opridse disse forretningsområders aktiviteter og produkter og konkluderet, hvorvidt disse

[51] DONG Energy ansvarlighedsrapport 2007, s. 26-33

styrker også har relaterede svagheder. Endvidere har vi vist hvor i produktlivscyklusmodellen produkter/aktiviteterne befinder sig

Alle forretningsområder har styrker, med tilsvarende svagheder. Skal disse opsummeres i en overordnet konklusion for samtlige forretningsområder er vores vurdering som følgende

| **STYRKER** |
| --- |
| • Forskellige aktiviteter, som understøtter hinanden og dækker over hele værdikæden og, grundet deres forskellige markeder, mindsker selskabets samlede forretningsrisiko, da selskabet har diversificeret deres investeringer over en gruppe afhængige forretningssegmenter, som til sammen udgør værdikæden på det danske som europæiske energimarked.<br>• Stærk markedsposition i Generation, da dette forretningssegment er markedsledende indenfor projektering, opførsel og drift af havvindmølleparker. Endvidere producerer segmentets kraftværker hvad svarer til 45% af Danmarks samlede kapacitet på nogle af verdens mest avancerede, miljøvenlige og effektive kraftværker. |
| **SVAGHEDER** |
| • Geografisk koncentrerede aktiviteter i Danmark, Norden og EU uden væsentlig mulighed for udvidelse af markedet. Endvidere er selskabet afhængig af lokale forhold, som kan have en effekt på deres forretning og dermed deres forretningsrisiko.<br>• Ubalance mellem omsætning og resultatbidrag mellem segmenterne. Markets står for hele 59% af omsætningen i selskabet mod Generations's bidrag på 22% mens Generation står for 28% af EBITDA, og E&P for 39% mod Markets' 19%. Samtidig med Generation's aktiver udgør 40% mod Markets 26,7% af selskabets samlede aktiver. Denne fordeling mellem segmenterne kunne indikere, at selskabets omsætning er meget afhængig af et segment (Market), som har et lavere resultatpotentiale end Generation eller E&P segmentet, som viser gode overskud men ikke genererer omsætning i samme grad som Markets. |

### 9.1.3 Energibranchens nøgle-succesfaktorer

I dette afsnit vil det blive forsøgt at klarlægge hvilke nøgle-succesfaktorerne, der er grundlæggende for værdiskabelsen i energibranchen. Nøgle-succesfaktorer er de forhold i branchen, som er medvirkende til at branchen er profitabel for aktørerne. Er branchen ikke profitabel for aktørerne vil det medføre, at de finder andre veje og på sigt vil branchen ikke eksistere længere. Dette fortæller, at der først og fremmest skal være et marked, altså nogle forbrugere, der efterspørger ydelserne i energibranchen.

**Efterspørgslen efter energi** er uden tvivl til stede da hele vores samfundsstruktur er afhængig af alle former for energi og fossile brændstoffer. Efterspørgselen og dermed forbrugerne bliver mere og mere krævende i takt med den teknologiske udvikling. Den voksende efterspørgsel stiller krav til branchen i form af **investeringer i ny teknologi**, men den stigende **efterspørgsel på vedvarende energikilder og fokus på miljøaspektet** ved fremstilling af energi, er ligeledes en succesfaktor for branchen, da den gør, at branchen forbliver attraktiv for aktørerne.

En yderligere succesfaktor samlet set for branchen er, at der er et **geografisk netmonopol**, der gør, at det skal være muligt for alle udbydere at operere på markedet som udbyder af el- og gas-produkter, men ikke nødvendigvis som ejer af de værdier, der ligger i infrastrukturen. Det er således en succesfaktor for de selskaber, som besidder distributionsnettene, da de har et ubestrideligt geografisk monopol.

Om de forskellige aktører skaber værdi internt i deres virksomhed er ikke kun afhængig af branchens profitabilitet, men også deres egen evne til at styre omkostningerne samt øge omsætningen. DONG Energy's evne til, historisk set, at skabe værdi, vil vi komme nærmere ind på under den regnskabsmæssige analyse.

Ses der på de **økonomiske resultater** i branchen, så kan det konstateres, at branchen er profitabel. Dette kan konkluderes ud fra EBIT-marginen på energimarkedet i de europæiske lande, som ligger omkring 18% i 2006, hvilket svarer til DONG Energy's profitmargin i 2006[52]. I 2007 var DONG Energy's profitmargin faldet til 10%, hvilket hovedsageligt skyldes fuld indregning af de tilkøbte elselskabers aktiver og personale samt fald i el- og gaspriser. Deres profitmargin var igen i 1. halvår 2008 tilbage på 18%, hvilket er et af de bedste på europæisk plan.

Det kan konstateres, at de væsentligste årsager til at energibranchen er attraktiv for dens aktører er, at der er en stor og ikke mindst stigende efterspørgsel efter deres produkter. De yngre generationer

[52] Bilag 1

i Danmark og Europa er opvokset med elektriske hjælpemidler i hjemmet og et stigende krav til at kunne modtage energi og være online døgnet rundt. Der er et stadigt voksende krav til forskning og udvikling i alternative energikilder og højere afkast fra virksomhederne hvilket betyder lønforhøjelser, stigning i forbrug og dermed igen en større produktion at materielle goder, hvor størstedelen af de produkter, som produceres i dag, indeholder en eller anden form for olie og produceres med elmaskiner. Ydermere er der på det europæiske energimarked en pæn EBIT-margin og hele energibranchen kan levere høje cashflows, hvilket viser, at markedet som helhed er attraktivt.

### 9.1.4 Delkonklusion på identificerede valuedrivers i DONG Energy og valuedrivers i branchen.

Konkluderende vil vi forsøge at sammenholde de ressourcer og kompetencer DONG Energy er i besiddelse af, med de nøglesuccesfaktorer, som er i branchen. Dette skal give os et indblik i, hvor stærk DONG Energy er i branchen samt vurdere, om de på tilstrækkelig vis udnytter de ressourcer og kompetencer de er i besiddelse af.

Konklusionsafsnittet har vi valgt at inddele efter de ovenfor identificerede nøglesuccesfaktorer i branchen. Stigende efterspørgsel på energi, stigende efterspørgsel på vedvarende energikilder og dermed forskning og udvikling på dette område. Geografisk monopol og økonomiske resultater.

**Efterspørgsel på energi**

Den stigende efterspørgsel på energi kan DONG Energy imødekomme, da de er førende på det danske marked hvad angår produktion og tillige kan bryste sig af at være den 5. største aktør på den nordiske elbørs Nordpool

**Efterspørgsel på vedvarende energikilder**

Med den stigende efterspørgsel på energi, stiger også forbrugernes bevidsthed omkring den termiske produktions effekt på miljøet og de globale $CO_2$ reduktioner som virksomhederne og politikkerne som forbrugerne stilles overfor. Dette krav imødekommer DONG Energy med deres større fokus på investeringer i forskning og udvikling af projekter omkring vedvarende energikilder

**Geografisk monopol**

En allerede eksisterende infrastruktur for el og gas giver automatisk et geografisk monopol på netområderne, hvilket betyder en fast, men ikke regulerbar indtægt. Da DONG Energy, ved opkøb af producenten ELSAM (inkl. NESA A/S) og Københavns Energi blev ejer af el- og gasnetområder

på Sjælland, kan de nu tilbyde en infrastruktur til den endelige slutforbruger, som dermed har mulighed for at købe el eller gas hos en eksisterende udbyder.

**Økonomiske resultater**

Den europæiske og danske energibranche har i løbet af de sidste 8 år været præget af liberalisering i et større eller mindre omfang, som igen har resulteret i stadig mere intens konkurrence energiselskaberne imellem, hvilket ligeledes har øget fokus på selskabernes indtjening og værdiskabelse til aktionærerne. DONG Energy A/S består af en række fusionerede energiselskaber og selskabet har først aflagt et fuldt integreret regnskab for regnskabsåret 2007, hvorfor det er svært at sammenholde DONG Energy's økonomisk resultater med andre europæiske energiselskaber. Vi har, jf. bilag 1 opstillet en række regnskabstal for europæiske energiselskaber, som viser, at DONG Energy, med en profirmargin omkring 11% i 2007 eller 18% i 2006 og 1. halvår 2008 Dog er det vores vurdering, at selskabet i 2007 ligger på niveau med andre europæiske energiselskaber hvad angår profitmargin og return of shareholders funds.

### 9.1.5. Boston-modellen

Denne del af den interne analyse har til formål at undersøge, hvorvidt selskabets forretningsområders værdibidrag og indbyrdes samspil kan klassificeres som værdiøgende aktiviteter. Vi vil anvende Boston-modellen, da det er vores vurdering, at denne metode kan hjælpe os med at identificere hvordan de enkelte forretningsområder bidrager til helheden og om selskabets portefølje af forretningsområder er afbalanceret med henblik på at fremme aktionærværdi.

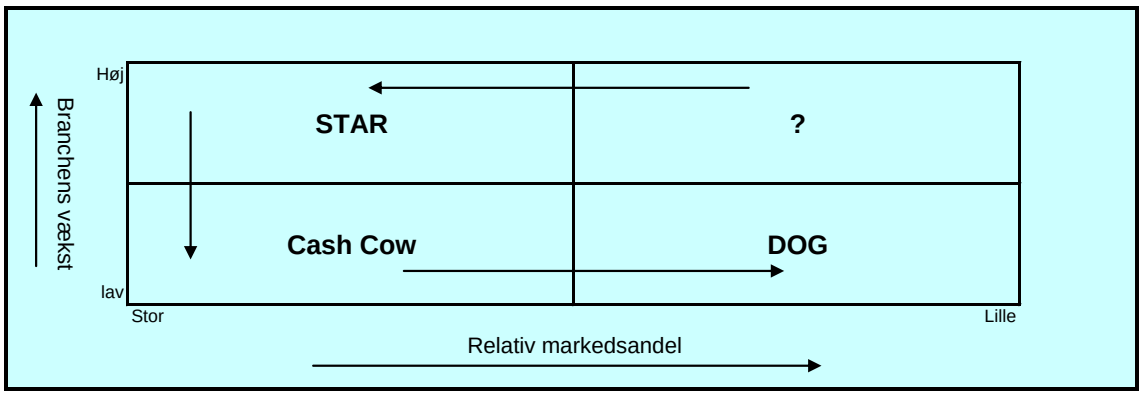
Formålet med dette afsnit er således at beskrive energiselskabets forretningsområder og analysere, om selskabets produktportefølje er balanceret. En balanceret produktportefølje vil sikre, at "cash in flows" fra "cash cows" kanaliseres over i nye "question marks" og dermed skaber en balanceret produkt portfolio.

Til anvendelse af denne analyse har vi valgt at anvende "The BCG (The Boston Consulting Group's) Product Portfolio Matrix. Denne matrix bruges til at analysere, hvor i markedet selskabets produkt portefølje er.

Som beskrevet i vores værdikædeanalyse i afsnit 9.2.1, består energiselskabets produktportefølje af en række forretningsområder som tilsammen udgør energiens vandring fra produktion/udvinding til strøm, varme og gas hos den endelige forbruger.

Vi vil i efterfølgende foretage en analyse af produkterne i de enkelte forretningsområder i forhold til BGC-modellen og ud fra vores vurdering af produkternes placering i Porter's produkt-livscyklus i værdikædeanalysen konkludere, hvorvidt DONG Energy's produktporteføljе er balanceret.

**Figur 8: Boston Consulting Group Matrix (BCG)**




*Kilde: Elling, Jens & Sørensen, Ole "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" s. 84*

### 9.1.5.1 Exploration & Production

I forbindelse med vores værdikædeanalyse i afsnit 9.2.1.2 kategoriserede vi de styrker vi fandt i forretningsområdet. Som det ses af opsummeringen består forretningsområdets produktporteføljе af aktiviteter som strækker sig fra introduktionsfasen (?) til vækst (star) og modning (cash cow). Forretningssegmenter vurderer vi ikke værende fuldt afbalanceret, da kun 1 styrke var kategoriseret som hhv. star og cash cow mens resten var spørgsmålstegn, hvoraf de fleste er investeringstunge. Denne skævvridning kan have den konsekvens, at star og cash cow aktiviteterne ikke genererer nok overskud til at finansiere (?) og forretningsområdet derfor ikke længere skaber værdibidrag til virksomheden.

Forretningsområdet udgør kun 12% af den totale omsætning i 1. halvår 2008 og hele 2007 mod 15,2% i 2006. I 1. halvår 2008 udgjorde segmentets bidrag til EBITDA hele 39% mod 25% i 2007 og 39,1% i 2006. Vi kan således konkludere, at vores vurdering om ubalance mellem aktiviteterne i forretningsområdet er eftervist i de regnskabstal, der er aflagt i 2006 og 2007.

Vi har endvidere ikke fundet synergier med de resterende forretningsområder som dette segment kan drage nytte af, hvilket ligeledes kan forklare det nedadgående værdibidrag til det samlede selskab.

### 9.1.5.2 Generation

I vores kategorisering af aktiviteterne i dette forretningsområde vurderede vi 2 aktiviteter som spørgsmål, 1 som star og 1 som cash cow. Denne portefølje, af aktiviteter, er efter vores vurdering mere afbalanceret end i E&P segmentet, da projekterne i introduktionsfasen ikke kræver så store investeringer som i E&P segmentet. Det er derfor vores vurdering, at segmentets star og cash cows vil være i stand til at genere overskud til dækning af disse investeringer.

Forretningsområdet er 2. største bidrager til selskabets samlede omsætning og udgør 22% af selskabets totale omsætning i 1. halvår 2008 mod 29,6% i 2007 og 21% i 2006. Segmentet er endvidere den 2. største bidrager til EBITDA i 1. halvår 2008 med 28% mod 38,5% i 2007 og 30% i 2006. Vi kan således konkludere, at vores vurdering om balance mellem aktiviteterne i forretningsområdet er eftervist i de regnskabstal, der er aflagt for 2006, 2007 1. halvår 2008.

Vi har endvidere fundet synergier med forretningsområdet E&P, da dette segment har erfaring med opførsel og drift af offshore felter, som Generation kan anvende i deres opsætning af offshore havvindmølle parker. Denne synergi kan tillige være en årsagsforklaring på det opadgående værdibidrag til det samlede selskab da disse nu er fusioneret til et samlet energiselskab.

### 9.1.5.3 Distribution af el og gas

I vores kategorisering af aktiviteterne i dette forretningsområde vurderede vi 1 aktivitet som (?) og en som cash cow. Denne portefølje af aktiviteter er, efter vores vurdering, afbalanceret, da projekterne i introduktionsfasen ikke kræver de fulde investeringer, da man via synergier i nedgravning af luftledninger, allerede udnytter en krævet investering til at komme ind på et nyt marked. Spørgsmålet er blot, hvorvidt dette marked giver et brugbart afkast.

Forretningsområdet udgør 7% af selskabets totale omsætning i 1. halvår 2008 mod 11% i 2007 og 7% i 2006, hvilket betyder, at segmentet er den mindste bidragsyder alle regnskabsår. Samme forhold er gældende for bidraget til selskabets samlede EBITDA, for forretningsområdet bidrager med 14% i 1. halvår 2008. Segmentets bidrag til et samlet EBITDA kan således kategoriseres som et af de mindste bidragsydere af alle forretningssegmenter. Dog kan dette forretningsområde kategoriseres som et væsentligt aktiv for det samlede energiselskab, da de er ejere af det distributionsnet, som både el og gas segmenterne anvender til at servicere deres kunder med forsyning. Endvidere vil selskabets kategorisering som cash cow være aktuel mange år fremover, uden at der skal foretages yderligere væsentlige investeringer i det allerede etablerede net.

#### 9.1.5.4 Markets

I vores kategorisering af aktiviteterne i dette forretningsområde vurderede vi en aktivitet som stjerne og en som cash flow. Denne portefølje af aktiviteter er, efter vores vurdering, ikke tilpas afbalanceret, da segmentet ikke har udsigt til at kunne genere overskud på andre aktiviteter, hvis de mister deres hovedaktivitet. Årsagen til denne vurdering skal findes i selskabets økonomiske resultater.

Forretningsområdet udgør hele 59% af den totale omsætning i 1. halvår 2008 og i 2007 mod 66,4% i 2006 mens deres bidrag til det samlede EBITDA kun udgør 19% i 1. halvår 2008, 23% i 2007 og 20% i 2006. Umiddelbart ser det ud til, at energiselskabets samlede omsætning er afhængig af dette segments, mens udsigterne til tilsvarende høje bidrag på bundlinjen ikke er til stede. Vi kan således konkludere, at vores vurdering om ubalance mellem aktiviteterne i forretningsområdet er eftervist i de regnskabstal, der er aflagt i 2006, 2007 og 1. halvår 2008.

Vi har fundet et forhold af synergier med de resterende forretningsområder. Selskabet udarbejder og indgår særlige store kontrakter med kunder som DSB, NOVO Nordisk og andre stor-producerende selskaber, som trækker mere kapacitet end de enkelte forbrugere. Dog er der også her tale om stor volumen men med produkter, hvor selskabet har en lille marginal. Det er således vores vurdering, at der er få synergier i energiselskabet, som dette segment kan drage nytte af, hvilket ligeledes kan forklare det lave værdibidrag til det samlede selskab.

### 9.1.6 Delkonklusion på Boston-modellen

Formålet med dette afsnit er at beskrive energiselskabets forretningsområder, deres respektive værdibidrag og analysere, om selskabets produktportefølje er afbalanceret.

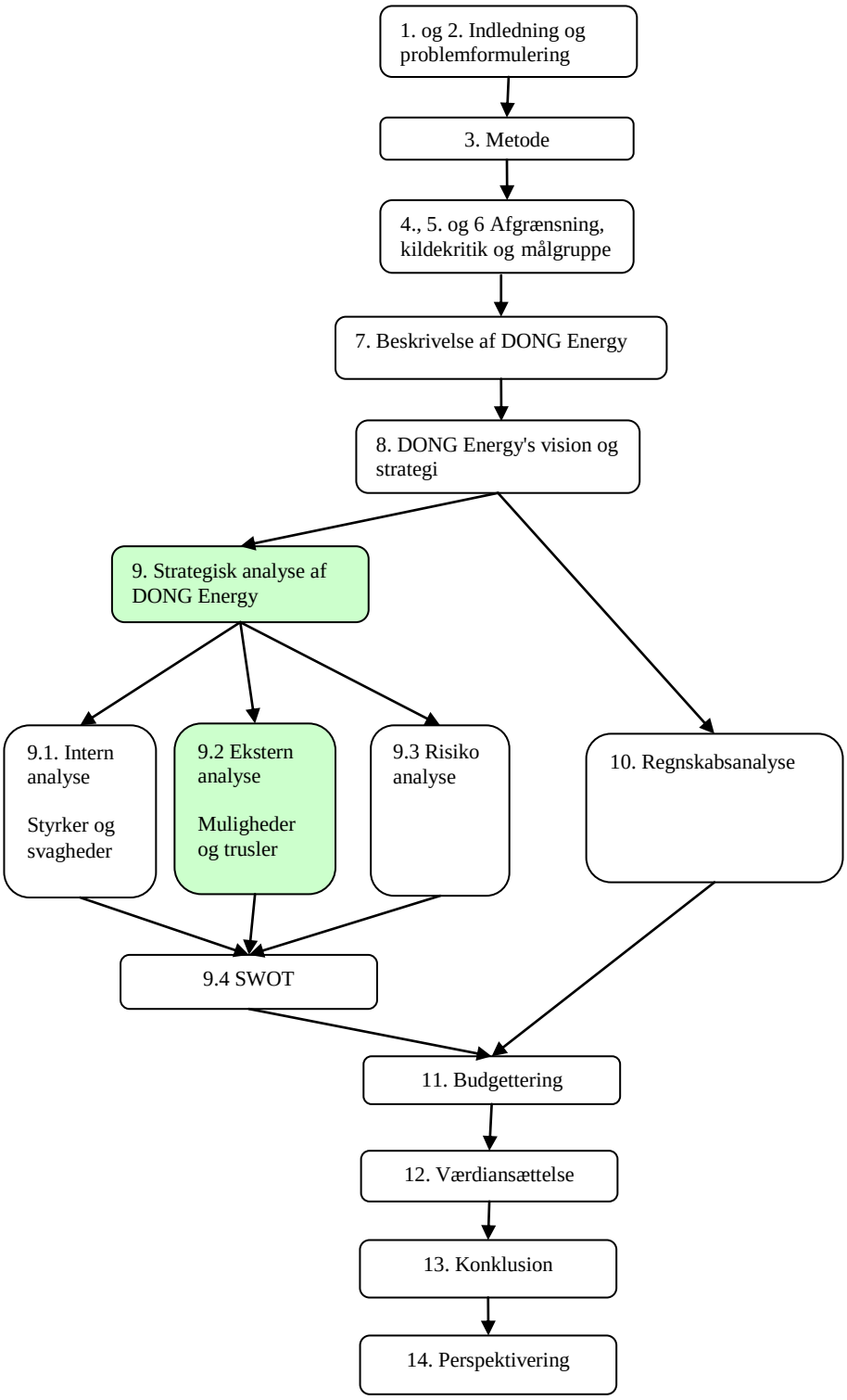
Ud fra ovenstående analyse er det vores konklusion, i forholdet mellem værdibidrag fra de enkelte forretningsområder, at det især er E&P og Generation, som indeholder styrkende aktiviteter i introduktionsfasen, vækst og mætningsfasen i produklivscyklusmodellen. Distribution besidder ingen aktiviteter i vækst, mens Market ikke har aktiviteter i udviklingsfasen.

En balanceret produktportefølje vil sikre, at "cash in flows" fra "cash cows" kanaliseres over i nye "question marks" og dermed skaber en balanceret produkt portfolio. Umiddelbart fandt vi, at dette kun er tilfældet i 2 af selskabets i alt 4 segmenter. Set over hele linjen understøtters udvikling af nye projekter med eksisterende cash flows og selskabet har mange projekter i introduktionsfasen som man må forvente, inden for en kortere årrække, vil bevæge sig op i vækstfasen og til sidst

genere et fast cash flow til virksomheden hvorfor det er vores vurdering, at selskabet som helhed har en afbalanceret produktporteføljе.

Vi har illustreret den samlede fordelingen nedenfor;

| | |
|---|---|
| **STAR**<br>**21%** | **?**<br>**50%** |
| **Cash Cow**<br>**29%** | **DOG**<br>**0%** |


1. og 2. Indledning og problemformulering
3. Metode
4., 5. og 6 Afgrænsning, kildekritik og målgruppe
7. Beskrivelse af DONG Energy
8. DONG Energy's vision og strategi
9. Strategisk analyse af DONG Energy
9.1. Intern analyse
Styrker og svagheder
9.2 Ekstern analyse
Muligheder og trusler
9.3 Risiko analyse
10. Regnskabsanalyse
9.4 SWOT
11. Budgettering
12. Værdiansættelse
13. Konklusion
14. Perspektivering

## 9.2 Ekstern analyse

Den eksterne analyse anvendes til at analysere energibranchens profitabilitet med henblik på en vurdering af DONG Energy's fremtidige muligheder og trusler.

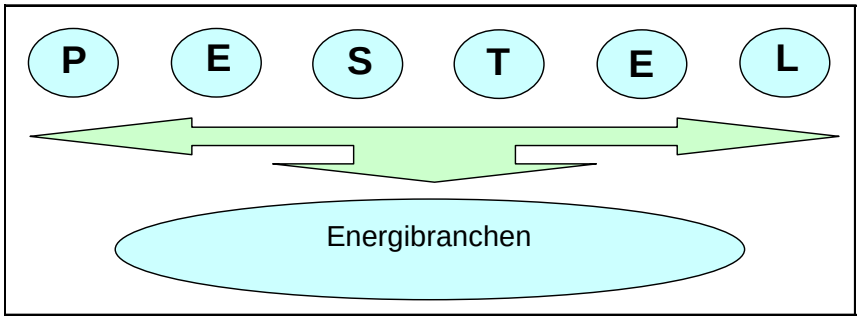
Formålet med dette afsnit er således at vurdere de faktorer, der kan have indflydelse på selskabets værdiskabelse og derfor kan betragtes som ikke-finansielle valuedrivers. Til brug for denne analyse vil vi anvende en udvidet PESTEL-model samt Porters 5 forces, da disse modeller, efter vores vurdering, giver et godt overblik over disse ikke-finansielle valuedrivers.

### 9.2.1 PEST(EL)-analysen

I det efterfølgende afsnit vil vi, ved anvendelse af PESTEL–analysen, klarlægge hvilke makroøkonomiske og samfundsmæssige faktorer, der har indflydelse på Dong Energy og deres branche. Det er sjældent, at virksomheden har indflydelse på disse faktorer, men de kan spille en stor rolle i selskabets aktiviteter og indtjening, idet de danner en ramme om udviklingen i branchen. Vi har valgt at anvende den udvidede PEST- model, da energimarkedet, i væsentlig omfang, er reguleret efter specifikke el-lovgivninger og gennem politikerne, er stærkt påvirket af udviklingen i det globale miljø.

Vi mener at modellen skaber overblik over de faktorer DONG Energy, såvel som resten af branchen, er underlagt på makroniveau. Disse faktorer er inddelt i nedenstående 6 hovedgrupper. Det skal nævnes, at vi kun har analyseret de faktorer vi mener, er interessante med henblik på en værdiansættelse af DONG Energy og forståelse af deres branche. Endvidere vil vi gøre opmærksom på, at en stringent opdeling mellem de forskellige områder er problematisk, da flere områder påvirker hinanden i større eller mindre grad. PESTEL-analysen skal derfor ses som en helhed.

**Figur 9: PESTEL-modellen**




*Kilde: Egen tilvirkning*

#### 9.2.1.1 Politiske og lovgivnings faktorer

De politiske og lovgivningsmæssige faktorer er analyseret under ét, da lovgivningen er styret af de politiske beslutninger, både i Danmark men også i EU.

##### *9.2.1.1.1 Lovgivnings faktorer*

I 1999 blev energisektoren i hele det indre Europa liberaliseret, bl.a. med den begrundelse, "at det ville medføre lavere energipriser til forbrugeren". Priser og forhold på energi markedet har altid været reguleret fra lovgivningens - og politisk side og er det stadig. Lovgivningen bestemmer bl.a. forsynings- og distributionsprisen for el og gas, for at beskytte forbrugerne mod for høje priser samt sikre forsyning til alle.

På naturgasområdet er reglerne fastlagt i naturgasforsyningsloven, som gælder for transmission, distribution, forsyning og oplagring af naturgas. Dong Energys værdikæde dækker alle områder på nær transmission, da transmissionsnettet ejes og drives af Energinet.dk som er et statsejet selskab. Lovens formål er at sikre at landets naturgasforsyning tilrettelægges og gennemføres i overensstemmelse og med hensyn til forsyningssikkerhed, samfundsøkonomi, miljø og forbrugerbeskyttelse.[53]

Elmarkedet reguleres af elforsyningsloven samt en række bekendtgørelser og har samme formål som naturgasforsyningsloven. Også på elområdet, opererer Dong Energy i alle led af værdikæden – foruden Transmission. De virksomheder, som står for transmission og distribution af elektricitet har et naturligt geografisk monopol. Deres indtjening fastsættes af Energitilsynet via indtægtsrammer for, hvor meget de enkelte selskaber må opkræve i netabonnement.

Udover, at priserne for anvendelse af distributionsnettet er reguleret af Energitilsynet, er leddet i værdikæden omkring forsyning, ligeledes reguleret. Dong Energy har forsyningspligt. Det betyder, at de har pligt til at forsyne forbrugerne. Forsyningspriserne for el bliver, ligesom distributionsprisen (netabonnementet) fastsat og kontrolleret af Energitilsynet og giver som udgangspunkt et fast dækningsbidrag til DONG Energy.

Udover overnævnte reguleringer i samfundet, som har stor betydning for alle energivirksomheder, er Dong Energy underlagt forskellige regler og krav fra konkurrencestyrelsen, i forbindelse med opkøb/fusion af elvirksomheder. Ved fusion af ELSAM og NESA i 2004, hvor ELSAM senere blev opkøbt af Dong Energy, blev der stillet tre krav, som skulle efterleves for at fusionen kunne

[53] www.energitilsynet.dk/lovgivning-og-anmeldelse

gennemføres. Disse krav bestod bl.a. i at DONG Energy skulle sælge en række decentrale kraftvarmeværker, selv om DONG Energy mente, at salgsprisen for dette frasalg var for lille i forhold til den pris de havde betalt for aktiemajoriteten i ELSAM.[54]

I forbindelse med sammenlægningen af det daværende DONG A/S og en række el-selskaber i 2006, skulle EU-Kommissionen godkende sammenlægningen af selskaberne. Dong Energy fik EU-Kommissionens godkendelse hvis de opfyldte to betingelser: Salg af gaslageret ved Ll. Torup samt etablering af et seksårigt gasauktionsprogram, hvor de skal stille 400 mio. m3 gas til rådighed i Danmark mod at få tilsvarende mængder leveret fra udlandet. EU-Kommissionens indblanding skyldes dels, at DONG Energy som er et statsejet selskab opkøbte en række private virksomheder trods EU's privatiseringsstrategi. Endvidere var begrundelsen, at DONG Energys størrelse på det danske marked på nogle områder ville være monopollignende. Disse begrundelser for EU-Kommissionens indblanding betyder deslige, at DONG Energy ikke har store muligheder for yderligere ekspansion i Danmark, da dette formentlig ikke vil bliver godkendt af EU-Kommissionen. Dog har DONG Energy muligheder for at vokse i udlandet inden - som udenfor Europa.

#### *9.2.1.1.2 Politiske faktorer*

Der er, i nutidens Danmark som i resten af den globale verden, stor fokus og efterspørgsel på vedvarende energi. Der har gennem de sidste år været meget stor debat omkring miljø og det globale klima. Energiforbruget er konstant sigende og dette fører til større udledning af $CO_2$ som belaster klimaet og den globale opvarmning. FN's klimapanel, som Danmark også er tilsluttet, har indgået Kyoto-aftalen sammen med en del af verdens industrilande om at begrænse $CO_2$-udledningen med 5 % i 2012 sammenlignet med 1990. Landene har hver deres forpligtelse, f.eks. skal EU bidrage med at reducere 8 % af udslippet mens Danmark skal bidrage til EU's mål med en reduktion på 21 %.[55]

Denne målsætning, om $CO_2$-reduktion, har en stor betydning for DONG Energy, da de i 2007 stod for 1/3 af det danske $CO_2$-udslip. Der er fremlagt flere løsninger til at reducere udslippet. Dette kan bl.a. ske ved at levere energi fra vedvarende energikilder, en mere $CO_2$-effektiv produktion samt udvikling og anvendelse af nye teknologier. Dong Energy har aktiviteter inden for alle tre områder og er én af de førende inden for vedvarende energi.

DONG Energy ser ikke reduktion af kvoterne som en trussel, men mere som en mulighed. Muligheden ligger i, at Dong Energy er meget langt fremme med forskning, udvikling og

[54] www.konkurrencestyrelsen.dk/pressemeddelselse af 02.11.2006
[55] Dong Energy's ansvarlighedsrapport 2007, s. 10

produktion af vedvarende energi i forhold til deres danske og udenlandske konkurrenter, hvilket kan give dem fordele på andre geografiske markeder, hvor vedvarende energi ikke er anvendt i samme stil som i Danmark. Herudover er det muligt, at købe $CO_2$-kvoter af andre virksomheder, hvis det ikke er muligt at nedbringe udslippet til de tildelte kvoter.

Det europæiske $CO_2$-kvotesystem har siden 2005 fungeret således, at ca. 12.000 virksomheder, primært el- og varmeproducerende anlæg samt energitunge industrier, har skulle operere i henhold til tildelte $CO_2$-kvoter, som enkeltlandenes regeringer fastlagde inden for nationale kvoter, der igen var begrænset af EU's overordnede kvoteloft. Fra 2013, har EU-kommissionen besluttet, at den strategiske ansvarsstyring af kvotetildeling flyttes til Kommissionen, som branche for branche og uafhængigt af landegrænserne vil definere de enkelte virksomheders kvoter frem til 2020. Dermed kommer man den national protektionisme til livs, som i ordningens første fase fik systemet til at kollapse, fordi de enkelte regeringer gav egne virksomheder alt for rundhåndede kvoter[56].

Markedsmekanismen for tildeling af $CO_2$ kvoter så således, at $CO_2$-kvoter kan handles, så et elselskab, der ikke kan holde sine udledninger inden for loftet, kan købe ekstra kvoter af andre selskaber i EU, der måtte have noget tilovers. Pointen er, at knaphed på $CO_2$-kvoter i det samlede EU-system skal sikre en så høj pris på kvoterne, at virksomhederne i stedet vælger at investere i energibesparelser og vedvarende energi som midler til at holde $CO_2$-udslippet nede. Markedsmekanismen skulle således sikre, at de $CO_2$-reducerende tiltag gennemføres, hvor det er billigst[57].

Inden for vedvarende energi spiller politik og regulering af offentlige tilskud også en rolle. Specielt i forbindelse med udvikling af nye energikilder, har DONG Energy en stor fordel i, at de modtager støtte fra den danske stat igennem Energistyrelsen til forskning og udvikling af miljørigtig energi. Senest har de modtaget tilsagn om 54,2 mio.kr. i støtte til et demonstrationsanlæg, som skal producere bioethanol, biobrændsel og dyrefoder på grundlag af overskudshalm fra landbruget og enzymer fra Danisco.[58]

#### 9.2.1.2 Økonomiske faktorer

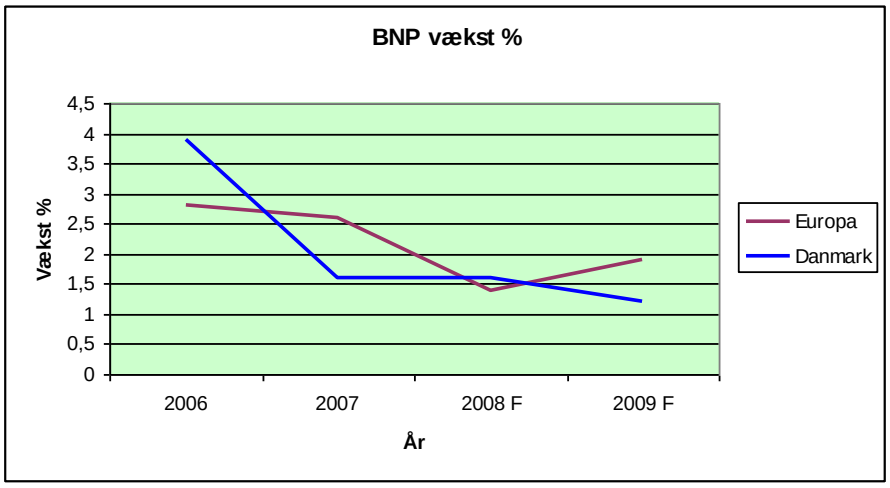
De forskellige markeders økonomiske faktorer og konjunkturudsving kan påvirke afsætningsmulighederne og dermed selskabernes indtjening.

[56] http://www.information.dk/155098
[57] http://www.information.dk/155098
[58] Børsen, Business, tirsdag d. 22. april 2008

Det er vores vurdering, at privatforbrugernes efterspørgsel på energi ikke væsentlig er styret af konjunkturen, men der er nogle afledte effekter af højkonjunktur som gør, at forbruget af energi stiger og Dong Energys afsætning vokser. Ved højkonjunktur har forbrugerne større købekraft, hvilket holder gang i de samfundsøkonomiske hjul. Der har, de sidste par år, været højkonjunktur i Danmark, hvorfor der har været en stor stigning i byggeindustrien, da der er bygget mange nye huse og lejligheder, åbnet nye virksomheder, som alt sammen bidrager til større forbrug af energi. Det er således erhvervskunderne, som får et større forbrug af energi, afledt af privatforbrugernes efterspørgsel.

Konjunkturen har igennem det sidste år været svagere, end de seneste 6 år hvilket også kan ses af nedenstående graf. Både Danmark, som resten af Europa har oplevet en svagere vækst i BNP i 2007 end 2006. Vækstraten for BNP i Danmark er i 2007, 1,6% mod 3,9% i 2006. Jyske Bank forudser, at væksten i BNP for 2008 og 2009 i Danmark, kommer til at ligge på niveau med 2007, dog svagt nedadgående i 2009. I Europa ses der et større fald fra 2007 til 2008. Set på langsigt forventes der ikke væsentlige fald i væksten i BNP.

**Figur 10: Vækst i BNP i Danmark i forhold til Europa**




*Kilde: www.jyskebank.dk*

Det er vores vurdering, at selv om Europa og Danmark i de sidste par år har oplevet en solid økonomisk vækst og der fra 2007 er begyndt en opbremsning i økonomien, kommer dette ikke til at påvirke Dong Energys fremtidige resultater. Der kan ikke læses af Dong Energy årsrapport 2007, at den store nedgang i væksten i BNP fra 2006 til 2007 har haft en betydning for resultatet eller omsætningen. Dette skyldes hovedsageligt, at deres produkter, som tidligere nævnt, ikke er væsentlige påvirket af konjunkturen. Hvis der er en mindre nedgang i energiforbruget fra erhvervskundernes side, opvejes dette af, at vores livsstil hele tiden er under forandring som igen gør, at samfundet, og privatforbrugerne generelt kræver mere og mere energi.

Udover den generelle udvikling i økonomien er der to væsentlige faktorer, som har påvirkning på Dong Energys indtjening. Dette er prisen på el, olie og gas samt valutakursen.

#### *9.2.1.2.1 Valutakurser*

Danmark har en fastkurspolitik som gør, at den danske krone bliver fastsat ud fra eurokursen. I samarbejdet med Den Europæiske Centralbank er fastsat en centralkurs på 746,038 kroner pr. 100 euro og et udsvingsbånd på +/- 2,25 pct., som betyder, at kursen på kronen ikke svinger mere end 2,25 pct. af 746,038 kr. pr. 100 euro.[59] Vi vurderer derfor ikke Dong Energy som følsom overfor udsving i denne valuta.

Derimod har udsving i dollarkursen en stor betydning, da handel med råvarer på energimarkedet primært fastsættes i amerikanske dollars. Selskabets forretningsområde, Exploration & Production, der står for produktion af olie og gas, har i 2007 haft en negativ påvirkning af den faldne dollarkurs. Påvirkningen af kursudsving kan afdækkes for at minimere påvirkningen af evt. kursudsving i forskellige valutaer. Dong Energy benytter forskellige instrumenter for at afdække deres eksponering overfor kursændringer, dette kommer vi mere ind på i afsnittet omkring risikoanalyse.

#### *9.2.1.2.2 Olieprisen og gaspriser*

Udover valutakurser, har udsving i prisen på råolie og gas også en stor betydning for Dong Energy. Olien er en meget vigtig råvare på energimarkedet og prisen afhænger af udbud og efterspørgsel, hvorfor den kan være meget svingende. Dong Energys olie og gasprisrisici kommer primært fra egen produktion af olie og gas, heraf forskelle i købs- og salgspriser for naturgas samt forbruget som brændsel ved produktion af el.[60] Ændringerne i priserne på olie og dollarkursen indgår med forskellige tidsforskydninger i Dong Energy's købs- og salgskontrakter for naturgas. Virkningen af olieprisændringer slår forholdsvist hurtigt igennem på salgspriserne, mens indkøbspriserne reguleres med op til 17 måneders forsinkelse på gasprisen. Dette kaldes timelag-effekten.[61] Hvis kontrakterne bliver indgået på det rigtige tidspunkt, vil der blive opnået en høj profit og modsat, hvis indgåelse af kontrakterne sker på et forkert tidspunkt, i forhold til udviklingen, vil dette have en negativ effekt på selskabets indtjening.

[59] http://www.nationalbanken.dk/DNDK/pPolitik.nsf/side/Valutasamarbejde__ERM2!OpenDocument
[60] Dong Energy A/S, Årsrapport 2007, s.109
[61] Dong Energy A/S, Årsrapport 2006, s.7

Forventningerne til oliepriserne er iflg. analytikerne, at de fortsat vil stige i 2008 og 2009. Der er allerede i år sat nye rekorder for olieprisen. I maj 2008 har olien nået en rekordhøjde på 130 USD pr. tønde. Dong Energy har i deres forventninger til 2008 forudsat en oliepris på 80 USD pr. tønde, hvilket må siges at være baseret på et forsigtigt estimat i forhold til den reelle udvikling. Hvis prisen på oliemarkedet i 2008 forbliver på det høje niveau forventer vi, at den høje pris vil have en positiv påvirkning på selskabets resultat i 2008 men også for fremtiden.

#### *9.2.1.2.3 Elpriser*

Elprisen er, som priser på olie og gas, fastsat ud fra udbud og efterspørgsel på verdensmarkedet. Elprisen, som tillægges elvolumen i Danmark og Europa, fastsættes primært ud fra elbørsen i Norge, kaldet Nord pool. 49% af DONG Energy's afsætning i 2007 skete til priser og vilkår som ikke er offentlig reguleret og derfor påvirket af den markedsfastsatte pris på Nord pool. Den nordiske pris på el er meget volatil da den i stor grad afhænger af klimatiske forhold. Når der er meget vand i vandmagasinerne i Norge og Sverige, sænkes priserne grundet den billige produktion af el. Modsat vil elprisen i tørkeperioder variere mere med olie-, kul- og gaspriser, da el-produktionen nu sker på kul-, olie- eller gasbaserede værker.

Som redegjort for tidligere, er det vores forventning, at olieprisen over en 5-årig årrække vil stige. Påvirkningen af prisstigningen på olie, gas og kul forventer vi vil have en negativ påvirkning på selskabets resultat for Generation segmentet, da deres elproduktion primært er baseret på kul. Generation køber hovedsageligt deres kul i Sydamerika og skal således have fragtet kullet til Danmark for produktion. En stigning i olie vil således generere stigende produktionsomkostninger i forbindelse med stigende fragtrater, og Generations kulproduceret el vil ikke være konkurrencedygtig i forhold til den billige vandproducerende el på elbørsen.

### 9.2.1.3 Sociokulturelle faktorer

Befolkningens indstilling over for energiproduktionens påvirkning af miljøet og ikke mindst deres livsstil kan have en stor påvirkning på Dong Energy og deres forretningskoncept.

#### *9.2.1.3.1 Livsstil*

Energi spiller en vigtig stor rolle i det moderne samfund. Det er en del af hverdagen, hvad enten vi tænder lyset, varmer huset op eller tanker benzin på bilen. I næsten alt vi foretager os, bruger vi energi. Herudover stiger jordens befolkning, og verdensbefolkningens livsstil har ændret sig i en

retning, som kræver stort energiforbrug.[62] Vi vurderer, at dette forhold et vist omfang vil have en positiv fremtidig påvirkning på afsætningen i Dong Energy.

#### *9.2.1.3.2 Større fokus på miljøvenlig energi*

Mens forbruget af energi er stigende, er befolkningen i den vestlige verden blevet mere miljøbeviste omkring deres forbrug. Der er, i de seneste år, kommet et større fokus på energiforbrugets medvirkning til udledning af $CO_2$, som er med til at belaste det globale klima. Det er ikke kun privatkunderne, der er blevet mere miljøbevidste men også flere virksomheder tænker miljøvenligt, ikke mindst på grund af deres omdømme hos forbrugerne. Flere store, energi- og produktionstunge danske virksomheder som DSB og Novo Nordisk, har således indgået aftaler med bl.a. DONG Energy, om levering af "grøn" energi, naturstrøm og dermed medvirke til en reduktion af $CO_2$-udslippet[63]. Denne mulighed eksisterer også for selskabets privatkunder, som mod betaling af en lidt høje pris kan købe naturstrøm. Der er primo 2008 mindst 1.500 husstande i Danmark, der har benyttet sig af muligheden for at købe naturstrøm[64].

Det er vores vurdering, at den miljøbevidste tankegang, som er ved at vinde indpas i såvel det danske som verdenssamfundet, åbner muligheder for Dong Energy og deres konkurrenter. DONG Energy er en af de førende virksomheder inden for vedvarende energi og den store efterspørgsel, samt kundernes villighed til at betale en lidt højere pris for naturstrømmen, åbner muligheder. De ekstra penge som forbrugerne betaler for miljøvenlig strøm kan bruges til udvikling og forskning af naturstrøm samt dermed skabelse af mere vedvarende energi. Hvorvidt DONG Energy investerer denne ekstrafortjeneste i forskning og udvikling fremgår ikke specifikt af deres årsrapport eller andet medie. Dog har vi flere steder i denne analyse konstateret, at DONG Energy foretager store investeringer i netop forskning og udvikling af vedvarende energikilder.

### 9.2.1.4 Teknologiske og miljømæssige faktorer

Energibranchen er præget af en konstant teknologisk udvikling, hvilket stiller store krav til aktørernes innovationsevne. På grund af den tidligere omtalte interesse for fremtidens klimaudfordringer, er der hele tiden nye teknologiske udviklingsprojekter i gang. Denne konstante ændring og udvikling kræver en stor strategisk opmærksomhed, da selskabet løbende skal følge op på rentabiliteten i projekterne og vurdere, hvad der er mest attraktivt samt økonomisk holdbart.

[62] Dong Energy A/S, Ansvarlighedsrapport 2006, s. 8
[63] www.dongenergy.dk, pressemeddelelse, tirsdag d. 01. maj 2007
[64] Berlingske Tidende, tirsdag d. 15. januar 2008

Vedvarende energi frembringes i dag af blandt andet vindmøller, vandkraft og geotermisk varme. Derudover arbejder Dong Energy med udviklingsprojekter inden for bioethanol, solenergi og bølgekraft. Der er to hovedformål med vedvarende energi. Det ene er at minimere miljøpåvirkningen som kommer ved termisk energiproduktion, og det anden er at mindske afhængighed af fossile brændstoffer.

Der arbejdes på højtryk både i Danmark men også internationalt med nye opfindelser inden for bæredygtig energi. I Danmark er det blandt andet Risø DTU, som arbejder med forskning og udvikling inden for energi samt på at fremme innovation og vækst i danske virksomheder.[65] Dong Energi er allerede i dag langt fremme med udvikling af vedvarende energi og i samarbejde med en forskningscenter som Risø, er der mange muligheder for fremtiden. Dong Energy har fx i år meldt ud, at de er klar til produktion af andengenerations bioethanol på et demonstrationsanlæg allerede i 2009.[66]

Ud over vedvarende energi, er DONG Energy også blandt de førende energivirksomheder i verden med hensyn til at øge energieffektiviteten og reducere klimapåvirkningen fra kulfyrede kraftvarmeværker. Set i lyset af, at miljø og klimaforandringer har hele verdens opmærksomhed, ligger der mange muligheder for en virksomhed som Dong Energy. Nogle af de industrilande som har et stort udslip af drivhusgasser, bl.a. USA og Kina, ikke er med i den tidligere omtale Koyotoaftale. Hvis Kinas kulfyrede kraftværker blev bygget med den teknologi som Dong Energy råder over i dag, vil det kunne reducere en stor del af det globale $CO_2$-udslip. I Dong Energys ansvarlighedsrapport 2006 fastslår selskabet, at hvis deres nuværende teknologi på kraftvarmeværkerne blev udbredt i hele verden, ville det reducere det globale $CO_2$-udslip fra kulkraftværker med 30 % [67].

Ud over at den teknologiske udvikling, som til dels er påkrævet på grund af miljøhensyn, kan være en mulighed for Dong Energy's fremtidige udvikling og indtjening, kan det også være en trussel. Forskning og udvikling i vedvarende energi kræver store investeringer i anlæg. Investeringerne afhænger således af, om virksomheden har likviditet eller lånemuligheder hertil. Dette forhold vil vi undersøge nærmere i afsnit 10 Regnskabsanalyse.

### 9.2.2 Delkonklusion på PESTEL-analyse

Konkluderende på ovenstående analyse kan vi konkludere, at DONG Energy's fremtidige indtjening højest sandsynligt ikke vil være påvirket negativt af den økonomiske tilbagegang da vi

[65] www.risoe.dk
[66] Børsen, Business, tirsdag d. 22. april 2008
[67] DONG Energy's ansvarlighedsrapport 2006, s.10

ikke vurderede selskabets produkter til at være væsentlige afhængige af ændringer i samfundets konjunkturer, da deres produkter har karakter af homogene produkter hvor kun fremstillingen af produkterne giver kunderne mulighed for præferencer.

Vi har i nedenstående tabel listet de faktorer som vi mener, har indflydelse på DONG Energy og deres branche.

| **(P) Politiske faktorer** |
| --- |
| - Politikernes bestemmelse af tildeling af CO2-kvoter |
| - Politikernes bestemmelse af tildeling af offentlige tilskud for vedvarende energi-projekter |

| **(E) Økonomiske faktorer** |
| --- |
| - Udsving i Valutakurser |
| - Udsving i el-, olie- og gaspriser |

| **(S) Sociokulturelle faktorer** |
| --- |
| - Ændringer i livsstil |
| - Fokus på miljøvenlig energi |

| **(T) Teknologiske faktorer** |
| --- |
| - Fokus på forskning og udvikling af vedvarende energi |

| **(E) Miljømæssige faktorer** |
| --- |
| - Fokus på reduktion af energiforbrug |

| **(L) Lovmæssige faktorer** |
| --- |
| - El- og gaslovgivning |

Ud fra ovenstående tabel kan vi konkludere, at DONG Energys fremtidige indtjening i høj grad vil være påvirket af, hvorledes de vælger at imødekomme de relative væsentlige ændringer fra de politiske, teknologiske og lovmæssige faktorer. DONG Energys fremtid vil således være påvirket af deres evne til at være med i front i samme tempo, som teknologien ændrer sig. Dette kræver, at selskabet tænker radikalt og innovativt, da deres termiske produktion i større og større grad bliver udfordret såvel politisk som forbrugsmæssigt.

DONG Energy er i høj grad reguleret fra offentlig side som følge af deres naturlige geografiske monopol. Dette betyder, at der er en konstant overvågning og fokus på selskabet og konkurrencen på markedet, da manglende konkurrence må forventes at blive reguleret fra offentlig side.

Udviklingen, samt fokus i det danske, som det globale samfund, har i høj grad ændret sig de seneste år. Forbrugernes, og især mediernes fokus på den miljømæssige side af vores forbrugskultur har stor betydning for DONG Energy og deres konkurrenter. DONG kan, med den

rette indstilling, vinde tillid fra forbrugerne og dermed høste store benefits, hvis de formår at udnytte de muligheder deres investeringer og fokus på vedvarende energi giver.

For at give et overblik over de væsentligste muligheder og trusler ovenstående analyse giver selskabet, har vi nedenfor listet disse som følgende:

| **MULIGHEDER** |
| --- |
| Med verdensbefolkningens ændring i livsstil og stigende fokus på miljørigtig produktion af el og udvinding af olie og gas, har selskabet opnået stor interesse i medierne og derigennem prøvet at etabelere sig selv som et "miljøvenligt" brand. Denne fokus har givet DONG Energy en fordel i forhold til deres andre danske samt udenlandske konkurrenter i spørgsmålet om villighed og interesse i forskning og udvikling af vedvarende energi.<br><br>Lav konkurrenceintensitet på det danske energimarked har givet selskabet ro til at fokusere ud over deres kernekompetencer og søge andre markeder samtidig med, at de ikke har skulle bruge flere ressourcer til at betjene deres eksisterende og potentielle nye kunder, da de danske energiforbrugere stort set ikke har foretaget leverandørskift. |
| **TRUSLER** |
| Ændringer i $CO_2$ kvoter fra politikernes side har en væsentlig indflydelse på selskabets indtjening, da de som danmarks største energiproducent af termisk energi, bidrager med 1/3-del af Danmarks samlede udledning af $CO_2$. DONG Energy er allerede i 2012 påtvunget til at reducere deres $CO_2$ udledning med  med 30% i forhold til deres tildeling af $CO_2$-kvoter til produktionen i 2005-07.<br><br>DONG Energy's indtjening er væsentlig påvirket af udviklingen i olie- og gaspriser som fastsættes på verdensmarkederne efter udbud og efterspørgsel. Selskabet diversificerer denne trussel gennem sikringsinstrumenter men vil stadig, i et vist omfang, være påvirket af denne risiko. |

### 9.2.3 Brancheniveau – Porters Five Forces

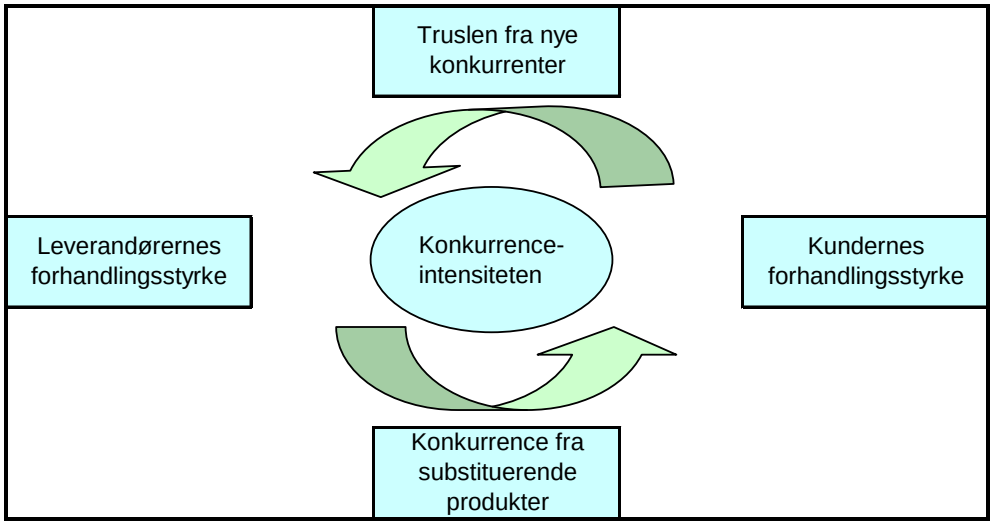
Michael Porter's model Porters Five Forces anvendes til analyse af indtjeningspotentialet i branchen. Iflg. Porter afhænger indtjeningspotentialet i en branche af fem drivkræfter:

1. Konkurrencen mellem allerede eksisterende udbydere
2. Truslen fra potentielle konkurrenter
3. Konkurrence fra substituerende produkter
4. Kundernes forhandlingsstyrke
5. Leverandørernes forhandlingsstyrke.[68]

Ovenstående kan illustreres ved hjælp af nedenstående model:

[68] Grant, M. Robert: *"Contemporary strategy analysis"*, fifth edition, Blackwell Publishing, 2005, s. 74 f.

**Figur 11: Porter's 5-forces**




*Kilde: Porters Five Forces samt egen tilvirkning*

Vi vil med denne analyse vurdere, om markedet er gennemsnitlig profitabelt, så med rimelighed kan antages, at aktørerne på markedet vil kunne opnå et udmærket finansielt resultat. Hvis profitabiliteten i branchen derimod vurderes til at være lav, vil det være svært at lave gode finansielle resultater. Analysen kan anvendes på branchen som helhed eller på de enkelte forretningsområder. I denne gennemgang har vi fundet det mest hensigtsmæssig at se på branchen som helhed. Hvor vi finder det nødvendigt, vil vi lave en underliggende opdeling. Dong Energys virksomhed er opdelt i fire forretningsområder, som hver repræsenterer et led i energimarkeds værdikæde. Vi finder det hensigtsmæssigt at opdele analysen i disse forretningsområder på grund af varierende konkurrencesituation og konkurrenter på de respektive markeder.

#### 9.2.3.1 Konkurrencen mellem allerede eksisterende udbydere

Konkurrenceintensiteten i branchen er påvirket af flere faktorer, herunder antallet af konkurrenter, deres relative størrelser og deres udbud.

##### *9.2.3.1.1 Generation*

I forretningsområdet Generation, kan konkurrencesituationen på el og varme produktionssiden betegnes som delvis monopol. Dong Energy er den store spiller på det danske markedet og står for 53 % af den danske elproduktion.[69]

[69] Dansk Energi: *"Dansk elforsyning 07, statistik"*, s.22 samt Dong Energy Årsrapport 2007, s. 16

Dong Energy ejer 10 af i alt 15 centrale kraftvarmeværker i Danmark, samt en række decentrale, affaldsfyrede værker, og ikke mindst en række vindmølleparker samt andele i to norske og et svensk selskab, som ejer og driver vandkraftværker.

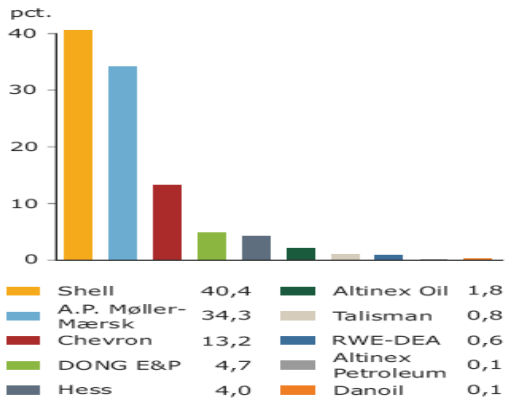
Det er vores opfattelse, at den største konkurrent til Dong Energy på det danske marked er svenske Vattenfall, som står for produktion af ca. 17,5 % af det danske elforbrug.[70] Herudover har SEAS-NVE, som er landets tredjestørste selskab, for nyligt offentliggjort, at de søger fusionspartner for at afværge fjendtlige opkøb. Energiselskabet Syd Energi har udtalt, at de tager positiv imod invitationen.[71] Hvis denne fusion bliver en realitet vil det betyde en større konkurrence for Dong Energy, idet det evt. nye selskab vil få stordriftsfordele og opnå synergier, som gøre dem bedre i stand til at kunne konkurrere med Dong Energy og Vattenfall.

I udlandet er Dong Energy en relativ lille virksomhed, men de klarer sig godt på den fælles nordiske elbørs, hvor de er den femte største producent. Konkurrencen i udlandet er stor og intens, men Dong Energys viden inden for vedvarende energi samt større udnyttelse af den termiske elproduktion vurderer vi, giver dem konkurrencefordele og evt. muligheder for vækst i udlandet.

#### *9.2.3.1.2 Exploration & Production*

Forretningsområdet Exploration & Production opererer inden for efterforsknings- og produktionsaktiviteter for gas og olie. I den danske del af Nordsøen var der i 2007 19 producerende felter, hvoraf Mærsk Olie og Gas A/S var operatør på 15 af disse. Dong E&P A/S er operatør på 3 felter og Hess Denmark ApS på et enkelt felt. Der var i alt 10 selskaber, som havde interesser i de licenser som producerede olie og gas i 2007. Fordelingen kan ses af figur 11.[72]

**Figur 12: Selskabsmæssig fordeling af olieproduktionen i 2007**




*Kilde: www.ens.dk, "Danmarks olie- og gasproduktion 2007"*

[70] www.vattenfall.dk
[71] Berlingske Tidende, Business, fredag d. 16. maj 2008
[72] www.ens.dk, *"Danmarks olie- og gasproduktion 2007"*

Som det ses af figur 11 ovenfor, er der mange konkurrenter på markedet i Danmark, og i udlandet er der endnu flere, hvorfor konkurrencesituationen på markedet kan betegnes som fuldkommen konkurrence. Dong Energy's produktion udgjorde 5,7 % af Nordsøens oliefelter og gasproduktionen var endnu mindre. Dong Energy er en lille spiller både på det danske og det internationale marked for olie og gas. Internationalt er der konkurrenter som f.eks.. Shell, Statoil, Norsk Hydro og ikke mindst verdens største gasvirksomhed, det russisk ejede Gazprom.

Der er altid stor trussel fra konkurrenter, når man er på et marked med fuldkommen konkurrence. Det er vores vurdering, at dette ikke kommer til at påvirke Dong Energys indtjening negativ de næste par år. Dette begrundes med, at Dong Energy i 2007 har udvidet deres antal af efterforsknings- og vurderingslicenser med fire. Derudover har deres "juvel", en ejerandel på 10,3 % af norske Ormen Lange felt startet produktion ultimo 2007. De forventer allerede næste år en pæn vækst i indtjeningen i naturgas- og olieforretning bl.a. på grund af produktion fra det norske felt.[73] Med denne norske produktion forventer de således at kunne opnå deres vision om en selvforsyningsandel på 30%, hvilket ligeledes danner grundlag for vores vurdering.

#### *9.2.3.1.3 Distribution*

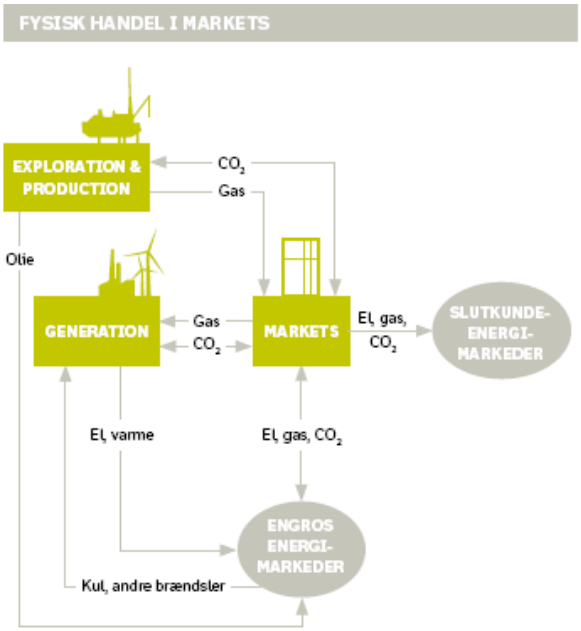
I forretningsområdet Distribution har Dong Energy et geografisk monopol. Forretningsområdet kan deles op i **el**distribution og **gas**distribution. På elsiden har Dong Energy monopol i den nordøstlige del af Sjælland, mens gasdelen dækker det sydlige Jylland samt Syd- og Vestsjælland. På det danske gasmarked, er der, foruden Dong Energy, tre andre selskaber, som har monopol på hver deres geografiske område af gasdistributionen, mens der på el-siden er mange mindre elselskaber, som ligeledes har deres eget geografiske monopol. Herudover driver Dong Energy også et gaslager på Sjælland. Vi forventer, at dette forretningsområde i fremtiden forholder sig uændret, da Dong Energy har en størrelse på det danske marked som gør, at de ikke, af konkurrencemæssige årsager, kan få lov til at ekspandere. Truslen fra konkurrenterne er ikke stor, da alle konkurrenter på området er mindre selskaber end Dong Energy.

#### *9.2.3.1.4 Markets*

Markets er med ca. en million kunder, Danmarks største leverandør af el og gas. Udover deres marked i Danmark sælger de el og gas til Sverige, Tyskland og Holland. I nedenstående figur ses forretningsområdets position i værdikæden, i forhold til de andre tre forretningsområder.

[73] Berlingske Tidende, Business.dk, torsdag d. 13. september 2007

**Figur 13: Handel mellem Dong Energy's forskellige forretningsområder**




*Kilde: Dong Energy's Årsrapport 2007*

Dong Energys har en fordel i, at de opererer inden for alle led i værdikæden for energimarkedet, idet de både står for en del af produktionen, distributionen samt salget af olie og gas. I Danmark findes der ca. 70 elhandelsselskaber, hvor Dong Energy har en markedsandel på ca. 30 %, mens de på naturgasdelen har en markedsandel på ca. 44 %. Herudover sælger de gas til konkurrerende virksomheder, som fx. HNG Midt-Nord samt ikke mindst til den nordiske gasbørs.[74] I udlandet er Dong Energy en relativ lille virksomhed i forhold til konkurrenterne.

### 9.2.3.2 Sammenfatning om konkurrencen mellem allerede eksisterende udbydere

Det er vores vurdering, at konkurrencen på det danske marked ikke er så høj som på det europæiske. Dette begrundes med, at der ikke opleves kampagner fra energivirksomhederne, der fortæller om det frie leverandørvalg for el og gas samt markedsføring af virksomhedens produkter, ligesom i andre brancher. Den manglende konkurrence bekræftes også af Energistyrelsens rapport fra november 2007. Analysen konkluderer, at konkurrencen på det danske elmarkedet ikke er tilstrækkelig udviklet. Det er især de selskaber, som har forsyningspligtbevilling, der ikke har udvist nogen særlig aktivitet med henblik på at erobre skabelon såvel som timemålte[75] kunder fra andre selskaber.[76] Det er ligeledes vores vurdering, at den manglende konkurrence også er gældende for gasmarkedet. Det skal bemærkes, at på trods af den manglende konkurrence, så er det

[74] Dong Energy's Årsrapport 2007
[75] Timemålte kunder: Kunder hvor forbruget aflæses pr. timer, erhvervskunder. Private kunder aflæses forbruget for en periode, fx. et halvt år.
[76] Energistyrelsen: *"Regulering af forsyningspligtselskaber – Analyse af prisreguleringen"*, November 2007

ikke muligt for energiselskaberne at opnå en overnormal profit, idet forsyningspriserne er reguleret af Energitilsynet. På engrosmarkedet for energi er der dog fuld konkurrence.

#### 9.2.3.3 Truslen fra potentielle konkurrenter

Ny konkurrenter på markedet vil betyder, at konkurrencen intensiveres, da det samlede marked skal deles mellem flere udbydere. Dette kan medføre, at markedet for de eksisterende udbydere kan formindskes og derved blive mindre profitabelt end tidligere. Når man ser på nye aktørers muligheder for at komme ind på et marked, og dermed true de eksisterende udbydere, er det meget vigtigt at se på adgangsbarrierer. Gode indtjeningsmuligheder forudsætter normalt høje adgangsbarrierer.

For at komme ind på energimarkedet kræves der en stor startkapital, erfaring og know-how. Derfor er vores vurdering, at nye udbydere på energimarkedet har det svært, da adgangsbarriererne er høje.

I **Generation** samt **Exploration & Produktion** segmentet er det ikke vores vurdering, at der er stor risiko for nye udbydere, da det kræver en meget stor startkapital for intensive anlægsaktiver, opstart af el- og varmeproduktionen samt efterforskning og produktion af olie og gas. Der skal bygges kraftværker, vindmølleparker eller andre vedvarende energikilder. Herudover kræves der en stor kapital i forbindelse med efterforsknings- og produktionsaktiviteter af gas og olie. Udover kapitalen kræves der ikke mindst en stor erfaring og know-how på området.

I **distributionssegmentet** er truslen fra potentielle konkurrenter endnu mindre. Dette skyldes, at transmissionsnettet for både gas og el er ejet af Energinet.dk, som er et statsejet selskab. Herudover er ejerskabet af de regionale net fordelt på en række etablerede elnetselskaber, der er underlagt offentlige restriktioner for at sikre en stabil forsyning samt en rimelig pris til forbrugerne. Derfor kan en evt. nye udbyder på dette marked kun blive aktuel, ved at købe det eksisterende net af ét af de etablerede selskaber på markedet. Det kan ikke betale sig at bygge nyt net op, for på den måde at konkurrere med de eksisterende udbydere, da det er alt for omkostningstungt.

I **Markets** segmentet vurderer vi, at der er størst risiko for konkurrence fra potentielle nye udbydere. Markedet for køb og salg af el, naturgas og relaterede produkter som Markets står for, har ikke adgangsbarrierer som de tre andre forretningsområder. En ny virksomhed vil dog stadig have brug for en del kapital. Derudover en masse viden på området, da branchen er meget videns tung og der sker hele tiden ny udvikling på området.

#### 9.2.3.4 Sammenfatning om truslen fra potentielle konkurrenter

Det kan dermed konkluderes, at truslen fra nye udbydere vurderes til at være relativ lille, ikke kun på det danske marked, men også i udlandet, da vilkårene er de samme. Truslen fra ny udbydere er størst fra udenlandske veletablerede energivirksomheder. Gennem de sidste år er f.eks. svenske Vattenfall kommet ind på det danske marked og er således i dag den anden største energivirksomhed på det danske marked. Det danske marked er relativ lille, hvorfor truslen for at der kommer et nyt stort udenlandsk energiselskab ikke vurderes stor, da markedet simpelthen ikke er interessant nok for udenlandske udbydere.

#### 9.2.3.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Styrkeforholdet til leverandøren kan have en væsentlig indflydelse på virksomhedens indtjeningsevne. Hvis leverancerne kommer fra forskellige leverandører, vil virksomheden i højere grad kunne forhandle priserne med de enkelte leverandører og dermed øge mulighederne for lavere omkostninger. Afhængighed til kun én leverandør ville kunne formindskes betragteligt og dermed sprede virksomhedens risiko.

Dong Energys leverandører kan opdeles i to hovedgrupper. Den ene gruppe er leverandører af råvarer som kul, olie og naturgas og den anden gruppe er leverandører af maskiner, reservedele og lignende. Råvarerne som kul, olie og naturgas handles på verdensbørserne. Det betyder, at priserne på disse produkter er markedsbestemte på verdensplan. Priserne på disse råvarer er således, i meget høj grad, bestemt af udbud og efterspørgsel og salget sker til højestbydende.

Leverandørernes forhandlingsstyrke spiller en større rolle i forbindelse med køb af industrielle maskiner, reservedele m.m. Det dog stadig vores vurdering at leverandørernes forhandlingsstyrke er begrænset, da Dong Energy er en stor virksomhed, som har mange forskellige leverandører. For at mindske deres sårbarhed, hvis en enkelt leverandør ikke kan efterkomme deres ordre, afdækker de denne risiko ved at have flere forskellige leverandører af det samme produkt, hvis dette er muligt.

Der er et væsentligt område i Dong Energys forretning, hvor de er meget afhængige af deres leverandører og leverandørernes forhandlingsstyrke derfor vurderes relativ høj. Udviklingen af vedvarende energi, herunder opførelse af vindmølleparker er i hastig udvikling. Dong Energy forventer inden for næste to år at fordoble deres kapacitet af havmølleparker og hertil kræves store leverancer af møller fra vindmølleleverandørerne. Gennem det sidste år har der kun været én leverandør af havmøller, det er Siemens. Dong Energy har således en stor afhængighed til kun én leverandør hvilket betyder, at Siemens har en høj forhandlerstyrke, især på grund af den store

efterspørgsel på møller i hele Europa. Da efterspørgsel på netop Siemens produkter er steget, har dette ligeledes en betydning for prisdannelsen for disse produkter. Dong Energy's administrerende direktør har således udtrykt bekymring over det voksende prispres på komponenter til møller til offshore-vindmølleparker.[77]

#### 9.2.3.6 Sammenfatning om leverandørernes forhandlingsstyrke

Nu er der igen kommet andre leverandører på markedet for komponenter til havmøller, hvilket er vigtigt, på grund af den flaskehals, som er begyndt at danne sig hos Siemens. Efterspørgslen er støt stigende og Siemens har, som den eneste leverandør i en periode, ikke kunne følge med og dermed meldt ud, at de først kan levere til nye ordre i 2011. Vestas som i foråret 2007 måtte indstille deres salg af havvindmøller på grund af tekniske problemer, har udmeldt, at de igen vil påbegynde salget af deres havmøller i maj 2008.[78] Herudover har der meldt sig en ny konkurrent på markedet, Repower, som er ejet af den indiske vindmølleproducent Suzlon. Dette er med til at forbedre konkurrencen på markedet og med til at gøre Dong Energy's afhængighed af Siemens mindre. Dog forårsaget at de nye leverandører er i stand til at efterleve DONG Energy's egne krav og kvalitetssikring til deres leverandører.

#### 9.2.3.7 Kundernes forhandlingsstyrke

Der findes to hovedgrupper af kunder i energibranchen. Den ene type er **skabelonkunder** og den anden er **timeregistrerede** kunder. Disse vil blive gennemgået hver for sig nedenfor.

**Skabelonkunder**

Skabelonkunder er husholdninger og mindre erhvervskunder, som har en forbrug under 100.000 kWh, mens timeregistrerede kunder er erhvervskunder med et årsforbrug over 100.000 kWh[79].

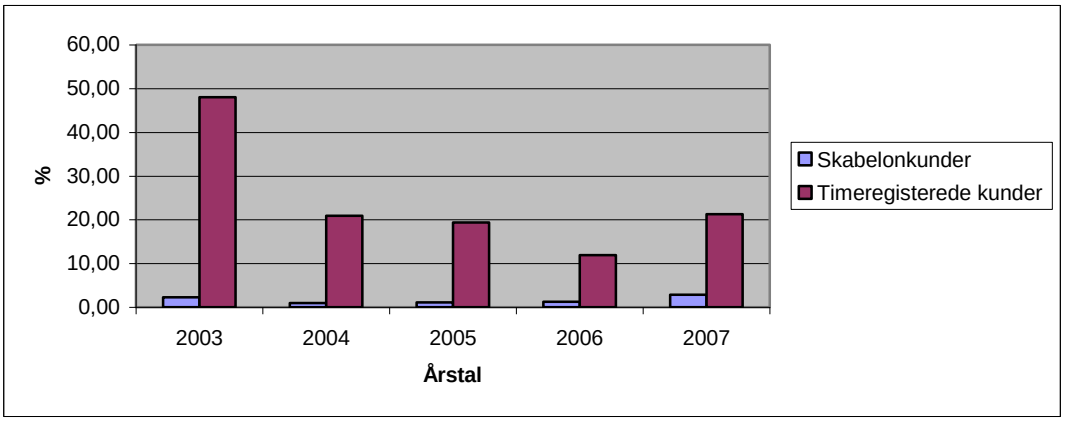
Kunderne kan ikke frit vælge det netselskab, som skal står for distributionen af el eller gas til dem, da disse selskaber har deres geografiske monopoler. Kunderne kan til gengæld frit vælge hvilken leverandør, der skal levere produktet (el eller gas) til dem.

Skabelonkundernes forhandlingsstyrke er forholdsvis lav, da disse kunder er relativ små, når man ser på det store hele i branchen. Det ses af nedenstående figur, at der igennem de sidste fem år gennemsnitlig er under 2 % af skabelonkunderne, som har skiftet leverandør. Dvs. hovedparten af disse kunder køber stadig el fra deres gamle elselskab.

[77] Børsen, Business, torsdag d. 18. oktober 2007
[78] Børsen, Business, fredag d. 22. februar 2008
[79] Dansk Elforsyning Statistik 2007, s. 35

Det kan diskuteres, hvorvidt mangel på interesse fra skabelonkunderne, manglende oplysninger fra energiselskaberne eller, komplikationerne ved at gennemskue fordele ved et leverandørskift, er årsag til den manglende udnyttelse af det frie marked fra dette kundesegment. At karakterisere disse kunder som loyale er efter vores vurdering ikke relevant, da de fleste danske elforbrugere ikke har været udsat for konkurrence mellem elselskaberne og derfor ikke har ideelle muligheder for at opnå viden omkring markedsfordelene. Det kan også skyldes, at deres forbrug er relativ lille og kun 17 % af elprisen kan forhandles mellem leverandørerne grundet de høje afgifter og netabonnementer. Den evt. besparelse en almindelig forbruger kan opnå til el, er således ikke en væsentlig del af økonomien.

**Figur 14: Fordeling af leverandørskift**




*Kilde: Dansk Energi*

**Timeregistrerede kunder**

De timeregistrerede kunder, som er de kunder, der får aflæst deres forbrug pr. time har en højere forhandlingsstyrke over for Dong Energy, da de aftager en større volumen. Som det ses af ovenstående figur 13, er disse kunder også er mere tilbøjelige til at skifte leverandør. I 2007 har ca. 21 % af de timeregistrerede kunde skiftet leverandør. Den høje andel af leverandørskift i 2003 skyldes åbningen af markedet for det frie valg af leverandør og dermed større mediefokus og oplysninger omkring fordelene ved at forhandle elprisen.

Der er således, hos timeregistrerede kunder, en større tendens til at skifte el-leverandør. Dette skyldes, at disse kunder består af store virksomheder, især inden for industri og produktion, som har et meget stort energiforbrug. Derfor udgør el regningen en stor del af omkostningerne i disse virksomheders regnskab og de er dermed mere opmærksomme omkring opnåelse af en bedre aftale med en anden el-leverandør.

#### 9.2.3.8 Sammenfatning om kundernes forhandlingsstyrke

Vi kan således konkludere, at kundernes forhandlingsstyrke, samlet set, er relativ lav. Dette begrundes med, at der ikke findes substituerende produkter til energiselskabernes produkter og selv om timeregistrerende kunder i højere grad end skabelonkunder skifter energileverandør, er procenten ikke særlig høj.

#### 9.2.3.9 Konkurrence fra substituerende produkter

Der har, som tidligere nævnt, gennem de sidste år været meget stor fokus på miljø og dermed også hvordan, den energi som forbruges kan erstattes af noget mere miljøvenligt energi. Energiforbruget har, siden etablering af et energinet, været konstant stigende. Dermed er den eneste trussel mod Dong Energy, udvikling af substituerende produkter, som kan erstatte nogle af de nuværende produkter.

#### 9.2.3.10 Sammenfatning om konkurrence fra substituerende produkter

Det er vores vurdering, at Dong Energy ikke er væsentligt truet af substituerende produkter, selv om der hele tiden sker ny udvikling i teknologien og energiproduktionen. Dette begrunder vi med, at Dong Energy selv er i spidsen for udvikling af nye produkter, især inden for vedvarende energi. Selskabet arbejder strategisk med at udbrede vindenergien samt forbedre kraftvarmeværkerne. Herudover forsker de inden for nogle af de fremtidige energikilder som bioethanol samt biler drevet på el. Dong Energy har således indgået samarbejde med Shai Agassi, som er medstifter af det californiske "Project Better Place", om at sende en Renault-Nissans, elbil i handlen i Danmark inden for de kommende 2 år.[80]

### 9.2.4 Delkonklusion på Porters brancheanalyse

Ud fra analysen af branchens profitabilitet kan det konkluderes, at energibranchen ikke er præget af en hård konkurrence el- og gasselskaberne imellem, hvilket er en fordel for selskaberne, men ikke for forbrugerne. Umiddelbart er det vores vurdering, at selskaberne holder tilbage med konkurrencetiltag for at koncentrere sig om deres "loyale" kunder og sørge for at tilfredsstille disse.

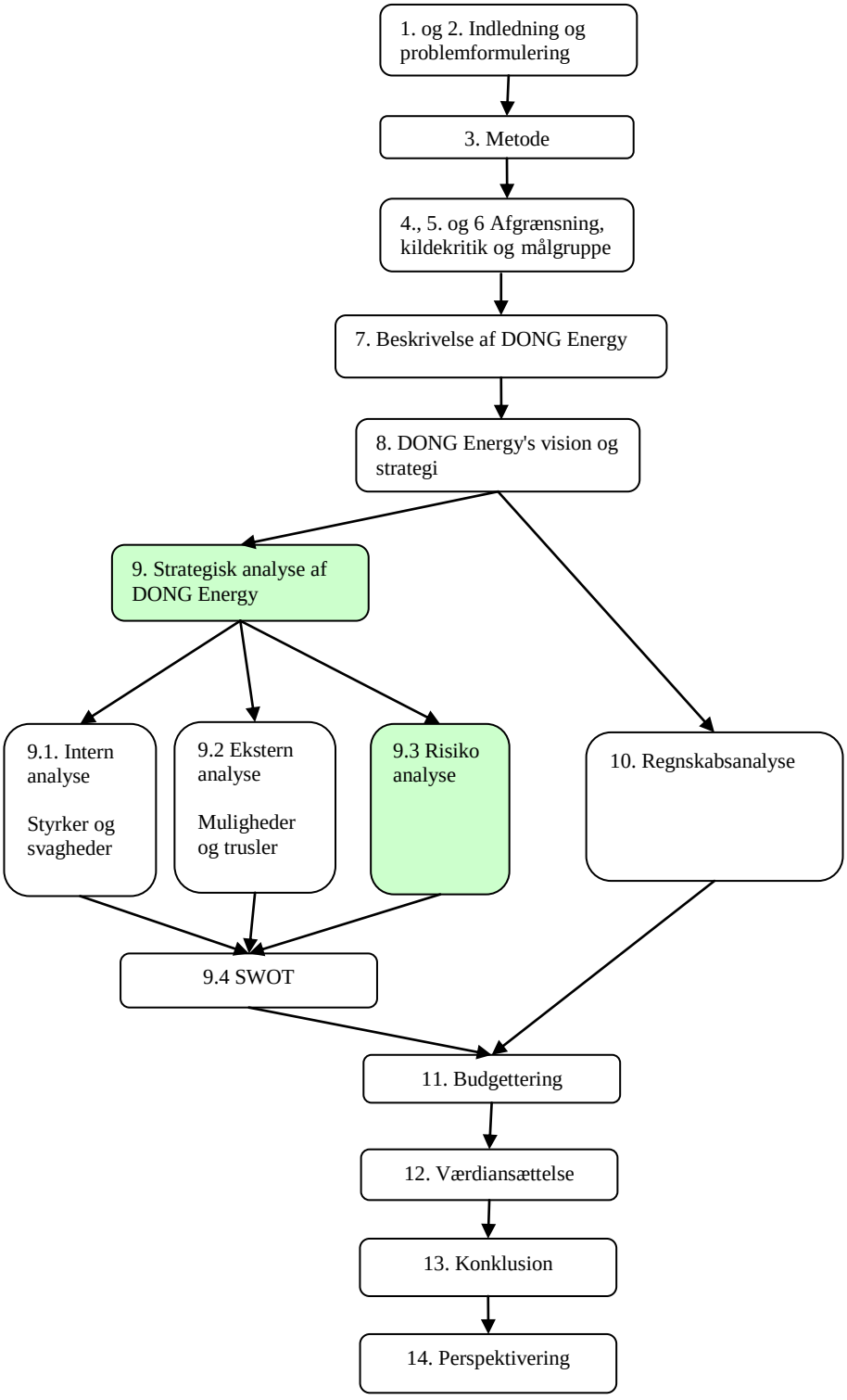
Det er ligeledes vores vurdering, at branchen ikke er præget af et pres fra eventuelle nye indtrængere eller konkurrenter, som kan dumpe priserne og mindske indtjeningsmulighederne i branchen. Denne vurdering er baseret på relative høje adgangsbarrierer for potentielle konkurrenter i Exploration, Generation og Distributionssegmenterne. Dog er segmentet for Markets ikke

[80] http://ing.dk/artikel/86740

hæmmet af disse adgangsbarrierer, da deres produkter sælges på de nordiske og europæiske el- og gasbørser og dermed er tilgængelige for alle potentielle aktører. Dog er det vores vurdering, at det danske el- og gasmarked er så lille, at markedet ikke er interessant for større europæiske energiselskaber hvorfor vi kun ser mindre udbydere af el tage konkurrencen op med de etablerede elselskaber.

Kundernes forhandlingsstyrke har vi opdelt i 2 segmenter, private forbrugere (skabelonkunder) og større aftagere (timeregistrerede kunder). Privatkunderne synes ikke at have den store forhandlingsstyrke over for aktørerne, men erhvervskunderne kan tillægges en vis grad af forhandlingsstyrke, da de ofte er store aftagere og gerne samler deres behov for el- og gasydelser hos én leverandør. Der eksisterer et liberalt marked for køb af el og gas i Danmark, dog er det kun ca. 17 % af el- og gasprisen, som reelt er til forhandling, da resten af prissammensætningen for disse produkter består af afgifter til staten. Det er således kundernes eget ansvar at opnå deres markedsbestemte forhandlingsstyrke ved at udnytte det frie marked.

Leverandørernes forhandlingsstyrke har vi vurderet værende relativ høj på visse produkter som komponenter til havvindmøller, udstyr til kraftværker og udforskning efter olie og gas. DONG Energy har selv opsat en række kvalitetskrav til deres leverandører som skal overholdes, for at kunne sælge produkter til DONG Energy.


1. og 2. Indledning og problemformulering
3. Metode
4., 5. og 6 Afgrænsning, kildekritik og målgruppe
7. Beskrivelse af DONG Energy
8. DONG Energy's vision og strategi
9. Strategisk analyse af DONG Energy
9.1. Intern analyse
Styrker og svagheder
9.2 Ekstern analyse
Muligheder og trusler
9.3 Risiko analyse
10. Regnskabsanalyse
9.4 SWOT
11. Budgettering
12. Værdiansættelse
13. Konklusion
14. Perspektivering

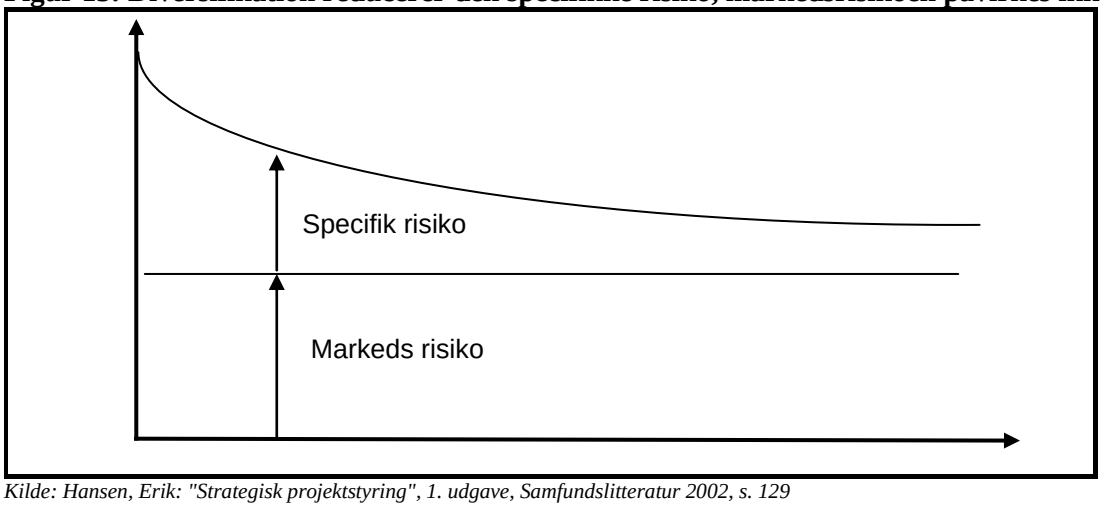
## 9.3 Risikoanalyse

Risiko vurderes til at være et centralt begreb i forbindelse med værdiansættelse af en virksomhed. Risiko kan defineres som kombinationen af sandsynligheden for, at en begivenhed indtræffer og de heraf afledte konsekvenser.[81] En virksomhed kan være påvirket af mange forskellige risici, blandt andet stigning i oliepriserne, strejkende medarbejdere, ændringer i valutakursen, kreditorers konkurs, skiftende trends, fejlinvesteringer og der kan nævnes endnu flere eksempler. Overordnet kan alle disse risici opdeles i to kategorier, nemlig markedsrisikoen og den specifikke risiko[82], som igen udgøres af driftsmæssige og finansielle risici.

Formået med dette afsnit er, at give en kort beskrivelse af DONG Energy's markedsmæssige og specifikke risici og vurdere sandsynligheden for variabilitet i den fremtidige indtjening gennem en kort analyse af DONG Energy's risikoprofil.

Markedsrisikoen kan beskrives som værende den risiko, der er afhængig af generelle ændringer i samfundet, eller på markedet, og dermed vil disse ændringer påføre samtlige aktører i branchen, eller det givne marked, den samme risiko. Den specifikke risiko er de faktorer, der kun påvirker den enkelte virksomhed og nødvendigvis ikke dens konkurrenter. Den markedsmæssige risiko kan derfor være svær at håndtere, hvorimod den specifikke risiko i et vist omfang kan diversificeres bort. Selvom den markedsmæssige risiko, såfremt risikoen indtræffer, kan påføre virksomheden tab, så er fordelen, at det samme hovedsagligt også vil gælde konkurrenterne.

**Figur 15: Diversifikation reducerer den specifikke risiko, markedsrisikoen påvirkes ikke**




*Kilde: Hansen, Erik: "Strategisk projektstyring", 1. udgave, Samfundslitteratur 2002, s. 129*

Det ses ud fra ovenstående model, at jo højere diversifikationsgraden er, jo lavere bliver den specifikke risiko. Trods muligheden for at diversificere den specifikke risiko væk i et vist omfang,

[81] Plenborg & Petersen: *"Regnskabsanalyse for beslutningstagere"*, 1. udgave/1. oplag, Forlaget Thomson, København 2005, s. 215
[82] Hansen, Erik: *"Strategisk projektstyring"*, 1. udgave, Samfundslitteratur 2002, s. 128

vil der altid være nogle virksomhedsspecifikke risici udover de markedsmæssige risici. Dette kan forklares med, at såfremt en virksomhed ønsker at opnå en øget indtjening, så må den også være villig til at påtage sig en vis risiko. Spørgsmålet er så, hvor stor en risiko virksomheden kan tillade sig at påtage sig for at opnå en øget indtjening. Det er den daglige ledelse i virksomheden, som bestemmer, i hvilken retning virksomheden skal udvikle sig og herunder hvilke risikofyldte investeringer, der skal foretages for at skabe merindtjening. Det er ejerne, som i DONG Energy's tilfælde er aktionærerne, der betaler prisen for risikoen, såfremt den indtræffer. Dette gør, at ledelsen ud fra god selskabsledelse skal kunne afstemme aktionærernes risikoaversion mod den risiko de igennem deres handlinger og beslutninger pålægger virksomheden. Ejernes risikoaversion er i tæt sammenhæng med deres forventninger til afkastet fra virksomheden. Investorerne med en høj risikovillighed vil også forvente et højt afkast på deres investering.

For investorer er det således i valget af afkastningskrav det er afgørende at vide, hvor stor risikoen er. Det må antages, at der er følgende sammenhæng i ejernes afkastkrav – jo højere risiko for udsving i indtjeningen, jo højere er kravet til afkastet.

Vi vil nu redegøre for DONG Energy's markeds- og specifikke risici for derefter at foretage en opdeling af disse risici i hhv. driftsmæssig og finansiel risiko. Den endelige vurdering omkring DONG Energy's samlede risiko vil blive foretaget i forbindelse med regnskabsanalysen i afsnit 10.

### 9.3.1 Markedsrisici

DONG Energy er eksponeret for markedsrisici i forbindelse med deres finansielle beholdninger, køb og salg af varer og tjenester i fremmed valuta samt investeringer i udenlandske projekter. DONG Energy identificerer, overvåger og kontrollere løbende disse risici gennem politikker og procedurer, der er godkendt af ledelsen. Nedenfor har vi beskrevet et par af de risici vi har vurderet, er nogle af de væsentligste for DONG Energy[3].

#### 9.3.1.1 Olie- og gaspris risici

DONG Energy's eksponeringer er i råolie, gas og en række andre olietyper som fuel- og gasolie. Selskabet foretager afdækning af disse risici i takt med sikkerhed for eksponering gennem bl.a. produktionsprognoser fra centralværkerne. DONG Energy afdækker hovedsageligt olieprisen gennem køb af put-optioner og swaps i underliggende olietyper på oliemarkedet. Ultimo 2007 var 49% af den forventede olie og gaseksponering afdækket[83].

[83] DONG Energy Årsrapport 2007 s. 38-41

#### 9.3.1.2 Havvindmøller

DONG Energy's vindkraftaktiviteter er udsat for visse risici relateret til ny teknologi og hastige teknologiske forandringer og placeringer offshore. Der kan opstå uforudsete problemer inden for offshore vindkraftteknologi, fordi denne er forholdsvis ny. Særligt kan det fremhæves at de møller, DONG Energy anvender i offshore vindmølleparkerne ikke er afprøvet så længe som deres forventede levetid på 20 år, og der kan opstå seriefejl i f.eks. gearkasse, generator eller maling. Herudover medfører offshore-placeringen af DONG Energy's vindmølleparker på steder, hvor vejrforholdene ofte er hårde, at det er vanskeligt at foretage service på vindmøllerne, ligesom vindmøllerne kan blive beskadiget.

Selskabet foretager afdækning af disse risici gennem indkøb af afprøvet teknologi og afprøvning af demonstrationsmøller på land[3].

#### 9.3.1.3 Valutarisici

DONG Energy's handel med energi foregår typisk i andre valutaer end danske kroner og deres transaktioner med udenlandske datterselskaber foregår ligeledes i fremmed valuta. Deres væsentligste valutarisiko er knyttet til USD, mens deres kommercielle eksponering i Sterling Pund og Norske kroner har været stigende. Selskabets valutarisici afhænger af, om de står i købs- eller salgsposition da selskabet primært køber olie og kul i USD mens salg af deres produkter primært foretages i danske kroner, norske kroner eller EUR. Selskabet foretager afdækning af disse risici gennem terminskontrakter, swaps og optioner samt optagelse af gæld i fremmed valuta[3].

### 9.3.2 Specifikke risici

DONG Energy er, som aktør i en meget konkurrencepræget branche, hårdt presset i forhold til at kunne bibeholde sin førende position samt markedsandele. Årsagen hertil er, at de er utallige risikofaktorer, som kan påvirke DONG Energy's fremtidige indtjening. Nedenfor nævnes nogle af de virksomhedsspecifikke risici, som påvirker selskabet. Det er dog væsentligt at holde sig for øje, at trods risiciene i høj grad er til stede, så er det langt hen af vejen muligt at diversificere disse bort, altså en spredning af aktiviteterne, således at indtræffer en risiko, så påvirker den ikke hele indtjeningen.

#### 9.3.2.1 Fremskaffelse af gas

I takt med at gasressourcerne i den danske del af Nordsøen opbruges, fokuserer selskabet på at skaffe nye ressourcer gennem indgåelse af nye langsigtede købskontrakter med eksterne partnere og gennem ny egenproduktion[3].

#### 9.3.2.2 Tildeling af $CO_2$ kvoter

De fremtidige tildelinger af $CO_2$-kvoter afhænger af Danmarks og EU's mål for reduktion af $CO_2$-udledning efter 2012 og af, i hvilken grad allokering af $CO_2$-kvoter harmoniseres i EU. Bortfald af tildelte $CO_2$-kvoter efter 2012 vil påvirke DONG Energy's resultat negativt. Selskabet forsøger, at afdække denne risiko gennem udbygning af aktiviteter i den for vedvarende energi samt øget fokus på effektivisering af kraftværker og brændselsfleksibilitet ved anvendelse af biomasse, affald og gas på centrale kraftvarmeværker i Danmark[3].

#### 9.3.2.3 Regulering

En del af DONG Energy's indtægter kommer fra aktiviteter, der er underlagt regulering fra Energitilsynet[3]. Udviklingen i denne regulering er væsentlig for DONG Energy's forretningsmæssige muligheder og kan ikke afdækkes af selskabet. Selskabet har kun mulighed for at afdække denne risiko gennem diversificering af deres markeder og produkter, hvilket også er konkluderet gjort, på tilfredsstillende vis i vores værdikædeanalyse.

#### 9.3.2.4 Kompetencer

I flere af DONG Energy's forretningsområder og koncernfunktioner er der en stor afhængighed af nøglemedarbejdere med særlige tekniske og faglige kompetencer. Herudover er selskabets forretning generelt meget kompleks, hvilket medfører behov for at tiltrække og fastholde specialuddannede medarbejdere. Tiltrækning af talenter og kompetente medarbejdere på det danske arbejdsmarked er de seneste år blevet en stor udfordring for mange danske virksomheder og der stilles høje krav til konkurrencedygtige vilkår fra de kommende medarbejdere[3].

DONG Energy forsøger at afdække denne risiko ved at etablere programmer for ledelsesudvikling, kompetenceudvikling, performance systemer, udvikling af talenter og trainee-programmer i samarbejde med uddannelsesinstitutioner. Hvorvidt denne strategi til lykkedes, er et spørgsmål om diversifikation over for konkurrenterne og kommende medarbejders præferencer.

#### 9.3.2.5 Projektrisici

Investeringer i projekter inden for produktion af el og gas og olie er en del af DONG Energy's forretningskoncept. Selskabet har således en risiko for, at projekterne ikke gennemføres og, at projekterne, når de er gennemført, viser sig ikke at være rentable med driftstab og nedskrivninger til følge. Generelt er Dong Energy's største anlægsprojekter baseret på en række antagelser om fremtidige markedspriser. Væsentlige ændringer i disse priser kan således påvirke rentabiliteten af gennemførte projekter i negativ retning samt give en risiko for, at projekterne ikke kan realiseres inden for budgettet[3].

Selskabet forsøger at afdække disse risici gennem diversificering i deres projekter.

#### 9.3.2.6 Prisrisici ved produktion af el

Produktion af el fra kraftværkerne er primært eksponeret over for elprisen, kulprisen og prisen på $CO_2$-kvoter. Forskellen mellem disse 3 faktorer, kaldet Green Dark Spread. For at reducere denne risiko har DONG Energy en prissikringsstrategi som afdækker alle 3 faktorer i det forhold, hvori de indgår i produktionen. af energi 2½ år frem. Ultimo 2007 havde selskabet afdækket ca. 27% af den termiske produktion i 2008[84].

### 9.3.3 Delkonklusion på risikoanalysen

Det kan, ud fra ovenstående gennemgang konkluderes, at DONG Energy's væsentligste markedsrisici er el-, olie og gasprisrisici, indkøbspris på havvindmøller og valutarisici. På baggrund af denne identifikation er det vores vurdering, at de har en god fokus på, og forsøger at minimere markedsrisici ved hjælp af diverse sikringsinstrumenter, som put-optioner, swapaftaler, terminsforretninger samt indkøb af allerede afprøvet teknologi. Ydermere bliver styringen af disse risici forankret i de enkelte ansvarlige forretningsområder som opgør risikoværdien dagligt ved hjælp af VaR modellen, hvor ledelsen har opstillet nogle kriterier for hvad den acceptable eksponering er. Det må antages at DONG Energy's ledelse, som vurderes at være professionel og branchekendt, har sat den acceptable eksponering efter hvor meget risiko de forventer aktionærerne vil kunne acceptere.

De væsentligste specifikke risici kan henføres til fremskaffelse af gas, tildeling af $CO_2$-kvoter, regulering af forsyningspligtprise, kompetencer samt projektrisici. Disse risici retter specifikt fokus på risikoen for, at der skal foretages investeringer, som DONG Energy ikke er gearet til, for at bibeholde den førende position på det danske marked. Eller, at de investeringer, som allerede er foretaget, for eksempel investering i Vindmølleparker, Ormen Lange samt indledende analyse af

[84] DONG Energy Årsrapport 2007 s. 38-41

kraftværk i Tyskland, ikke kan genindvindes. Til sidst kan nævnes risikoen for betydelige reduceringer i DONG Energy's tildeling af $CO_2$-kvoter samt fastholdelse og tiltrækning af kompetente medarbejdere.

Det er dog væsentligt lige at pointere, at risici ikke altid medfører et tab eller en nedgang i indtjeningen, altså en downside risk, men risiko kan også være en upside risk, hvilket vil sige, at en risiko kan indtræffe og fører en positiv påvirkning med sig. For eksempel kan den øgede investering i Ormen Lange projektet føre både fordele og ulemper med sig, alt afhængig af udfaldet af projektet. I denne gennemgang er vægten dog lagt på den upside risk, da det er skidt, hvis det går værre en forventet, hvorimod en positiv påvirkning ud over forventning kun er godt.

## 9.4 Konklusion på den strategiske analyse gennem SWOT

Nedenfor er oplistet de forhold ud fra den strategiske analyse som vi har vurderet har en væsentlig betydning for DONG Energy's nuværende samt fremtidige strategiske position. Det væsentlige i opsamlingen i SWOT-modellen er, at de nævnte forhold bør være relative styrker, svagheder, muligheder eller trusler i forhold til de øvrige aktører i energi-branchen. Ved nogle af de nævnte forhold kan det dog diskuteres, hvorvidt de er relative eller generelle for flere aktører. Dette kan være i spørgsmålet omkring uddannelse af medarbejdere, øget efterspørgsel på energi og prisudviklingen generelt. Disse er dog taget med ud fra den betragtning, at det er væsentlige faktorer for DONG Energy's fremtidige indtjening og dermed væsentlige for vores videre behandling af værdiansættelsen af DONG Energy.

### 9.4.1 SWOT-analyse

**Figur 16: SWOT**

| Styrker | Værdi-ansættelse | Value-driver |
|---|---|---|
| -Velkendt Brand | ja | Oms. |
| -Dominerende aktør i Danmark | nej | |
| -Ejer af Danmarks eneste olierør i Nordsøen | ja | Oms. |
| -Stort kundekartotek | ja | Oms. |
| -Løbende uddannelse af personale | nej | |
| -Professsionel og respekteret ledelse | ja | EBIT |
| -Indeholder alle aspekter i værdikæden | ja | EBIT |
| -Diversificerende aktiviteter i hele værdikæden | nej | |
| -Stærk markedsposition i Generation | nej | |
| -Opkøb af licenser til aktivitet i Nordsøen | ja | Oms. |
| -Investering i Ormen Lange | ja | Oms. |
| -Reducering af driftsomkostninger | ja | EBIT |
| -Forskning og udvikling af CO2 teknologi | ja | Oms. |
| -Forskning og udvikling af vedvarende energi | ja | Oms. |
| -Hensigtserklæring Project Better Place | ja | Oms. |
| -Stor erfaring med offshore projekter | ja | Oms. |
| -Marked for rådgivning og planlægning af kraftværker | ja | Oms. |
| -Geografisk monopol | ja | Oms. |
| -Stor erfaring med agering på liberalt marked | nej | |

| Svagheder | Værdi-ansættelse | Value-driver |
|---|---|---|
| -Faste høje omkostninger | ja | EBIT |
| -Reducering af medarbejdere og viden | ja | EBIT |
| -Et af de mindste energiselskaber i EU | nej | |
| -Geografisk koncentrerede aktiviteter | nej | |
| -Ubalance ml. oms. og res.bidrag i segmenter | nej | |
| -Tvunget til at opretholde store investeringer | ja | ROIC |
| -Investeringer kræver stor kapital | ja | ROIC |
| -Fokus flyttes fra kerneområder | nej | |
| -Indtjening på net og forsyning er off. Reguleret | ja | Oms. |

| Muligheder | Værdi-ansættelse | Value-driver |
|---|---|---|
| -Fibernet til eksisterende kunder | ja | Oms. |
| -Aggressiv opkøbsstrategi - synergier | ja | EBIT |
| -Øget efterspørgsel af energi | ja | Oms. |
| -Politikernes tildeling af $CO_2$ kvoter | ja | EBIT |
| -Politikernes fastsættelse af offentlig tilskud | ja | EBIT |
| -Udsving i valutakurser | ja | EBIT |
| -Udsving i el- og gaspriser | ja | EBIT |
| -Udsving i råvarepriser | ja | EBIT |
| -Ændring i livsstil | ja | Oms. |
| -Fokus på miljøvenlig energi | ja | Oms. |
| -Forskning og udvikling i vedvarende energi | ja | ROIC |
| -Ændringer i el- og gaslovgivning | ja | EBIT |
| -Lav konkurrenceintensitet på det danske marked | ja | EBIT |
| -Uinteressant marked for nye udbydere | ja | EBIT |
| -Leverandørernes forhandlingsstyrke | ja | EBIT |
| -Kundernes forhandlingsstyrke | ja | Oms. |
| -Substituerende produkter | ja | EBIT |

| Trusler | Værdi-ansættelse | Value-driver |
|---|---|---|
| -Tele- og netselskabers konkurrencevillighed | ja | Oms. |
| -Opkøb af selskaber der ikke integreres | ja | EBIT |
| Fejlinvestering i teknologi som ikke efterspørges | ja | ROIC |
| Konkurrencestyrelsen finder selskabets for dominerende på flere markeder | ja | Oms. |
| -Politikernes tildeling af $CO_2$ kvoter | ja | EBIT |
| -Politikernes fastsættelse af offentlig tilskud | ja | EBIT |
| -Udsving i valutakurser | ja | EBIT |
| -Udsving i el- og gaspriser | ja | EBIT |
| -Udsving i råvarepriser | ja | EBIT |
| -Ændring i livsstil | ja | Oms. |
| -Fokus på miljøvenlig energi | ja | Oms. |
| -Forskning og udvikling i vedvarende energi | ja | ROIC |
| -Ændringer i el- og gaslovgivning | ja | EBIT |
| -Lav konkurrenceintensitet på det danske el- og gasmarked | ja | EBIT |
| -Uinteressant marked for nye udbydere | ja | EBIT |
| -Leverandørernes forhandlingsstyrke | ja | EBIT |
| -Kundernes forhandlingsstyrke | ja | Oms. |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Konkluderende på den strategiske analyse sammenholdes DONG Energy's styrker, svagheder, muligheder og trusler med deres egne definerede strategier, som er omtalt i afsnit 8.1. Nedenfor vil vi foretage en vurdering af, hvorvidt DONG Energy lever op til deres 5 strategier, der er beskrevet i afsnit 8.1:

- arbejde for, at **kunder** er tilfredse og give råd om hensigtsmæssig anvendelse af vores produkter
- motivere, uddanne og inddrage **medarbejderne** i kvalitets-, arbejdsmiljø- og miljøarbejdet arbejde for et sundt og sikkert arbejdsmiljø
- arbejde for løbende at minimere ressourceforbrug og **miljø**påvirkninger
- prioritere **leverandører og samarbejdspartnere**, der har og efterlever en tilsvarende kvalitets-, arbejdsmiljø- og miljøpolitik
- opstille mål, evaluere resultater og forbedre disse løbende samt være blandt de bedste i branchen **sikre, at lovgivningen efterleves**, og arbejde efter anerkendte normer og standarder kommunikere åbent om kvalitets-, arbejdsmiljø- og miljømål og resultater.

#### 9.4.1.1 Kundetilfredshed

Det er vores vurdering, at der er en lang række forhold, som taler for, at DONG Energy har formået at bibeholde størstedelen af deres kundeportefølje på såvel el- som gassiden og dermed fastholdt deres nuværende indtjening. Disse forhold er, bl.a. en effekt af manglende konkurrence på det danske marked samt det forhold, at el- og gasselskabernes distributionssegmenter har et naturligt geografisk monopol som gør, at de er sikret en fast indtjening reguleret af Energitilsynet.

#### 9.4.1.2 Motivation, uddannelse og inddragelse af medarbejderne

Gennem vores strategiske analyse har vi vurderet, at medarbejderne er en stor og vigtig ressource hos DONG Energy. Selskabet har, i forbindelse med fusion af mange selskaber, været nødsaget til at fokusere på en lang række specialister inden for hver deres forretningsområder, da disse er meget specialiserede og derfor anvender en lang række uddannede medarbejdere fra ingeniører og geologer til jurister og økonomer.

Grundet selskabets omfattende forretningsområder er det endvidere vigtigt, at kunne udnytte de tværgående kompetencer og derved opnå de synergier, som alt andet lige, vil eksistere på en række områder. Selskabet har således oprettet et DONG Energy Academy, som fokuserer på 3 hovedpunkter, ledelsesudvikling, forretningsudvikling og udvikling af konkrete værktøjer. Med dette projekt, samt en række andre initiativer, er det vores vurdering, at selskabet er i stand til at beholde og tiltrække kvalificeret arbejdskraft.

#### 9.4.1.3 Minimering af ressourceforbrug og miljøpåvirkninger

Gennem vores interne, som eksterne analyse har indikeret, er DONG Energy fokuseret på at efterleve de miljømæssige krav og regulativer de bliver stillet overfor af politikerne. Som listet i tabellen ovenfor, er DONG Energy stillet overfor en række trusler som de ikke har mulighed for at påvirke. Vi har, ifølge listen, tilvalgt mange af disse trusler som muligheder og styrker, da det ud fra analysen er vores vurdering, at DONG Energy har valgt at forholde sig til de muligheder, de foranstående trusler skaber. Her vurderer vi specifikt selskabets intensive fokusering på vedvarende energiprojekter samt diversificering af deres forretning som en force hos selskabet som gør, at de er i stand til at efterleve denne strategi.

#### 9.4.1.4 Prioritering af leverandører og samarbejdspartnere

For at DONG Energy er i stand til at levere et produkt, som lever op til deres egne standarder og krav, er det et must, at deres leverandører og samarbejdspartnere gør det samme, da disse segmenter ligeledes indgår som en del af den fulde værdikæde. DONG Energy's fokus på miljøområdet, som er stærkt lovmæssigt og etisk reguleret, påtvinger selskabet at rette fokus på hele værdikæden, og ikke blot deres egne forretningsområder. Grundet medier og forbrugers intensive interesse i miljøproblematikken, er DONG Energy nødsaget til at træde varsomt og værne om deres brand, som de selv har ydet en stor indsats for at promovere. Det er vores vurdering, at selskabet, gennem deres restriktive krav til leverandører og samarbejdspartnere har formået, at danne gode rammer for opfyldelse af denne strategi

#### 9.4.1.5 Sikring af lovmæssig efterlevelse

Som aktør på det danske såvel som det udenlandske marked for energi, har DONG Energy en række lovmæssige forpligtelser, som skal overholdes for at kunne agere på markedet. Da produkterne, som leveres på energimarkedet, kan kategoriseres som en "knapressource" der finder anvendelse i alle led i vores nuværende samfundsstruktur, er det vigtigt, at visse regler omkring forsyningspligt og prisfastsættelse reguleres fra central hold. Endvidere er anvendelsen af "miljørigtige" mærkater, branding og varemærker strengt reguleret af det offentlige samt interesseorganisationer for at sikre, at forbrugerne ikke vildledes i selskabernes bestræbelser på at fremstå som det korrekte valg af leverandør.

Ud fra vores gennemgang er det vores vurdering, at DONG Energy netop er opmærksom på at overholde de politiske - og lovmæssige reguleringer for at sikre en positiv omtale af deres brand og værdier.

### 9.4.2 Værdiskabelsen i DONG Energy

Ud fra vores delkonklusioner i den interne hhv. eksterne analyse, kan vi konkludere, at værdiskabelsen i DONG Energy ligger på 4 overordnede hovedområder. Diversificerende aktiviteter, stærk markedsposition i Danmark, fokus på miljørigtig produktion og vedvarende energikilder samt lav konkurrenceintensitet, som giver selskabet ro til at fokusere på deres kernekompetencer og eksisterende kundeportefølje.

Diversificerende aktiviteter gør det muligt for selskabet, at mindske deres risiko og aktiviteter i alle led af værdikæden og giver dem en force i forhold til andre el- og gasselskaber, som kun har valgt at fokusere på ét eller 2 led af energiværdikæden. Med diversificerende aktiviteter er det vores vurdering, at selskabet er mere interessant for udenlandske investeringsselskaber i forbindelse med den, indtil videre, udskudte børsnotering. Hvorvidt den danske stats fortsatte aktiemajoritet i selskabet er en hindring for eventuelle udenlandske investorer har vi ikke forholdt os til, da vi i denne opgave har valgt at fokusere på værdiansættelsen. Det er dog vores vurdering, at den danske stats bibeholdelse af aktiemajoriteten i selskabet påvirker eventuelle udenlandske investorers interesse i selskabet. Set med europæiske øjne, er DONG Energy en meget lille og ubetydelig brik, både hvad angår deres forretning og deres marked. Hvor det måske kunne vurderes interessant for udenlandske investorer, er spørgsmålet om deres strategiske geografiske placering. Som det er i dag, løber transmission af el fra Norden til resten af Europa gennem Danmark. DONG Energy besidder således en strategisk fordelagtig placering i forhold til Europas interesse i det billige vandproducerede el fra Norge og Sverige.

Selskabets stærke markedsposition i Danmark samt udlandet, for så vidt angår effektive kraftværker og opstilling af havvindmølleparker, giver DONG Energy klare fordele i forhold til andre konkurrenter, da disse aktiviteter er af store værdiskabende karakter for selskabet. En position som markedsleder i Danmark giver selskabet bedre muligheder for at udvide deres markedsandele på de europæiske markeder, da selskabet, trods deres størrelse i EU-perspektiv er i den mindste ende, har bedre muligheder for at promovere sig som stabile producenter med kapital- og forretningsstruktur som fremstår attraktiv.

DONG Energy har satset stort på de ændringer, der har været i deres eksisterende– og potentielle forbrugers syn på miljøvenlig produktion og vedvarende energi. Selskabet har således investeret millioner af kroner i forskning og udviklingsprojekter der har til formål at forbedre effektiviteten af deres termiske produktion samt udvikle teknologier, som gør det muligt i større omfang at erstatte termisk produceret el med vedvarende energikilder. Denne fokus har på mange områder forbedret

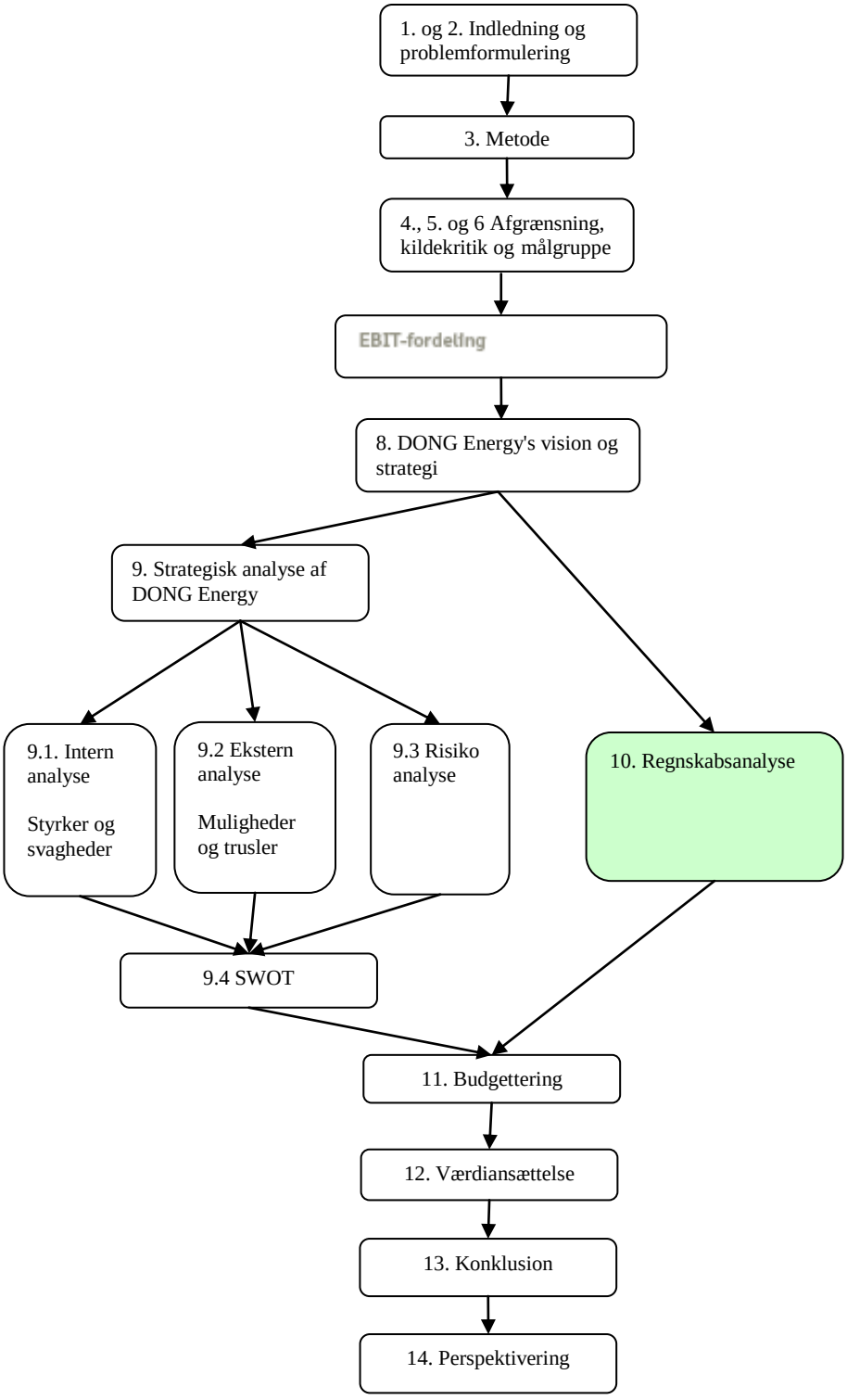
forbrugernes syn på DONG Energy som selskab samt åbnet døre for nye markeder og potentielle kunder.

Endeligt er det vores vurdering, at alle ovenstående punkter bærer præg af, at selskabet ikke har været nødsaget til at fokusere på deres markeder i Danmark, da konkurrenceintensiteten i energisektoren kan beskrives som ikke-eksisterende. Dette forhold har gjort det muligt for DONG Energy at fokusere på deres kerneområder og hvilke muligheder ændringer i det omkringliggende samfund kan give dem. Selskabet har således haft ro til at tilrettelægge en strategi for fremtiden, som skal leve op til den efterspørgsel eksisterende - som potentielle kunder efterspørger. Deres afsætning i Danmark har ikke ændret sig væsentligt, hvorfor de har mulighed for at se efter nye markeder og produkter, som kan øge deres indtjening.

Til trods for ovennævnte styrker og muligheder, har vi deslige identificeret interne svagheder og trusler, som kan påvirke selskabet i fremtiden. Vi har bl.a. vurderet selskabets geografiske koncentrerede aktiviteter som en svaghed, da det danske marked ikke indeholder muligheder for ekspansion, hvorfor selskabet er tvunget til at rette blikket mod det europæiske marked.

Endvidere fandt vi, at der ikke er balance mellem nogle af selskabets forretningsområders omsætning og resultatbidrag. Her er det især forholdet mellem Markets bidrag til hhv. omsætning og resultatbidrag vi ikke mener, er i balance. Dette forhold kan påvirke selskabets indtjening i fremtiden, da selskabets afhængighed til et segments omsætning, som ikke generere overskud, ikke er holdbart i længden.

Endeligt fandt vi, at selskabets indtjening er stærkt påvirket af politikernes tildeling af $CO_2$-kvoter, da selskabets 2. største bidragsyder til det samlede resultat, Generation, endnu ikke besidder teknologi som gør dem i stand til at producere samme mængde energi med mindre $CO_2$-udledning.


1. og 2. Indledning og problemformulering
3. Metode
4., 5. og 6 Afgrænsning, kildekritik og målgruppe
EBIT-fordeling
8. DONG Energy's vision og strategi
9. Strategisk analyse af DONG Energy
9.1. Intern analyse
Styrker og svagheder
9.2 Ekstern analyse
Muligheder og trusler
9.3 Risiko analyse
10. Regnskabsanalyse
9.4 SWOT
11. Budgettering
12. Værdiansættelse
13. Konklusion
14. Perspektivering

# 10. REGNSKABSANALYSE

I dette kapitel vil Dong Energy's historiske nøgletal blive analyseret, med det formål at vurdere Dong Energy's historiske performance samt evne til at skabe værdi for ejerne. Den historiske performance er relevant, fordi selskabets fremtid i høj grad afhænger af tidligere perioders handlinger. Virksomheden har tidligere opbygget et kapacitetsgrundlag og en konkurrenceposition på de enkelte markeder, som ikke lader sig ændre fra den ene dag til den anden. Derved kan der ud fra Dong Energy's årsrapporter sammen med den strategiske analyse udledes informationer om den økonomiske udviklingsretning og hastighed.

Udgangspunktet for regnskabsanalysen vil hovedsagelig være årsrapport for 2007. Det ville være at foretrække flere års historiske finansielle data, for bedre at kunne analysere udviklingen samt evt. trends, men på grund af sammenlægningen i 2006, findes der ikke årsrapporter for hele koncernen fra tidligere år. Vi vil anvende 2006 årsrapporten samt 1. halvårs rapporten for 2008 til at vurdere udviklingen, men er opmærksomme på, at den første samlede årsrapport for 2006 er en del påvirket af sammenlægningen og derfor vurderes den ikke til at være helt sammenlignelig med 2007. Sammenlægningen blev gennemført midt i 2006 og dermed består regnskabet ikke af et helt regnskabsår for hele koncernen. De tidligere årsrapporter vil dog blive anvendt i den udstrækning vi finder dem anvendelige. Halvårsrapport for 1. halvår 2008 er omregnet til et helt år ved hjælp af Dong Energys forventninger til andet halvår 2008 og er derfor heller ikke helt korrekt at sammenligne 2007 med, men kan anvendes til at vurdere udviklingen som Dong Energy følger. Regnskabsanalysen skal give os input til udarbejdelse af budget for fremtiden.

Dong Energy's finansielle årsrapport måler virksomhedens værdi og værdifremgang fra år til år på grundlag af retningslinier for indregning og måling af virksomhedens økonomiske aktiviteter, som fremgår af nationale og internationale regnskabsreguleringer. Inden der kan foretages en regnskabsanalyse på baggrund af de historiske tal bør revisionspåtegningen og den anvendte regnskabspraksis vurderes. Disse vurderinger kan gøre det nødvendigt at foretage korrektioner til selskabets aflagte årsrapporter, f.eks. på grund af kontinuitetsbrud i regnskabspraksis. Det skal bemærkes, at der kun foretages korrektioner, som vurderes at have væsentlig indflydelse på vurderingsgrundlaget. Herefter vil resultatopgørelsen og balance blive reformuleret til analysebrug.

## 10.1 Revisionspåtegninger

Revisionspåtegningen er af mange opfattet som et kvalitetsstempel af en årsrapport. Det er et krav uafhængigt af om årsrapporten bliver aflagt efter US GAAP, IFRS eller Årsregnskabsloven, at revisor afgiver en revisionspåtegning med konklusion på det udførte arbejde. Revisionen skal bl.a.

sikre, at årsrapporten ikke er mangelfyldt eller sagt med andre ord, at den udviser det retvisende billede.

I forbindelse med udarbejdelse af regnskabsanalysen og værdiansættelsen er det af stor relevans for os at identificere, om der har været supplerende oplysninger eller forbehold til konklusionen i Dong Energy's årsrapporter. Hvis det er tilfældet er vi i vores analyse nød til at tage hensyn hertil. En supplerende oplysning gives når der er tale om dispositioner, som ikke har indflydelse på konklusionen, men kan være vigtige for regnskabslæserens forståelse af årsrapporten. Et forbehold tages, hvis der f.eks. er uoverensstemmelse mellem ledelsen og revisor vedr. dispositioner foretaget i den aflagte årsrapport, som kan have væsentlig betydning for regnskabslæseren.

Dong Energys årsrapport for 2004 er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabsloven samt danske regnskabsvejledninger. Årsrapporterne for 2005-2007 samt halvårsrapporten for 2008 er aflagt i overensstemmelse med IFRS og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede og statslige aktieselskaber. Overgangen til aflæggelse efter IFRS i 2005 er foretaget da EU's ministerråd i 2002 vedtog, at alle børsnoterede selskaber i EU fra og med 2005 skulle aflægge koncernregnskaber efter de internationale regnskabsstandarder.[85] Dong Energy er ikke et børsnoteret virksomhed, men på grund af dens størrelse samt fremtidige planer om en børsnotering har de valgt også at følge IFRS.

Revisionspåtegningen er revisors erklæring til regnskabsbrugeren om, at revisor er enig i ledelsens aflagte årsrapport. Gennemgang af revisionspåtegningerne i Dong Energy's årsrapporter for 2004-2007 viser, at årsrapporterne er forsynet med påtegning uden forbehold og supplerende oplysninger. Det vurderes således, at årsrapporterne giver et retvisende billede af selskabets økonomiske stilling.

## 10.2 Vurdering af anvendt regnskabspraksis

I den anvendte regnskabspraksis beskriver Dong Energy hvordan de finansielle præstationer måles i den aflagte årsrapport. Den anvendte regnskabspraksis i årsrapporten for 2007 er gennemgået uden bemærkninger. Kontinuitet i regnskabspraksis, er en væsentlig forudsætning. Det er vigtigt, at få afdækket i hvilken omfang der har været foretaget ændringer af den anvendte regnskabspraksis og evaluere effekten af disse. Hvis der har været ændringer i den anvendte regnskabspraksis, kan dette have en indflydelse på sammenlignelighed mellem de enkelte år samt de beregnede nøgletal.

[85] Deloitte, *"Introduktion til IFRS"*, 2005, s. 3

Vi skal hovedsageligt anvende regnskaber for 2006 og 2007 til analysebrug på grund af sammenlægningen i 2006. Derfor vil vi ikke se nærmere på ændringerne i regnskabspraksis for tidligere år, da de ikke kommer til at have en væsentlig betydning for vores analyse. Ved ændringerne i anvendt regnskabspraksis i 2007 er tallene fra 2006 tilrettet og det er dermed dem vi har anvendt. Halvårsregnskabet for 2008 er ikke et revideret regnskab, men vi forudsætter, at det er aflagt efter samme regnskabspraksis som 2007, da der ikke er skrevet noget om evt. ændringer i regnskabspraksis.

### 10.2.1 Reklassificering af poster i årsregnskabet

De efterfølgende analyser tager udgangspunkt i et reformuleret regnskab. Virksomhedens økonomiske aktiviteter kan deles op i to. Den ene er driftsaktivitet, som er virksomhedens primære aktivitet. Den anden er finansiel aktivitet, som er en mere sekundær aktivitet. Finansieringsaktiviteten omfatter det kapitalbehov, som driftsaktiviteten medfører samt anbringelse af midlertidige overskydende likviditet i finansielle aktiver. Reformulering betyder, at posterne bliver opdelt efter formål og ikke efter art. Dermed kan man se, om virksomheden skaber værdi og generer indtjening via driftsaktiviteten eller via de finansielle aktiviteter.

### 10.2.2 Reformulering af egenkapitalopgørelse

For at reformulere egenkapitalopgørelse til analyseformål deles posterne i transaktioner med ejerne og totalindkomst. Dermed opnås kendskab til omkostninger og indtægter, som er en del af opgørelsen af totalindkomsten, men udelukkende bliver indregnet i egenkapitalen. Samtidig opnås der viden om, hvordan udbytte, aktietilbagekøb, kapitaludvidelse osv. påvirker ejernes besiddelser i virksomheden.[86]

### 10.2.3 Reformuleringen af balancen

Balancen reformuleres til analyseformål ved at foretage en opdeling mellem drift og finansiering for at opnå viden, om værdiskabelsen i virksomhedens sker i forbindelse med driften eller finansieringen.[87]

***Likvide beholdninger*** opdeles i driftslikviditet og likvide beholdninger. Driftslikviditet betegner den del af likviditeten, som er nødvendig for, at driften kan fungere, og udgør 1 % af nettoomsætningen. Driftslikviditeten indgår i udregningen af nettodriftsaktiver. Den resterende del

[86] Elling & Sørensen: *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse"*, 2 udgave, Gjellerup, 2, oplag 2005, kap. 4
[87] Elling & Sørensen: *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse"*, 2 udgave, Gjellerup, 2, oplag 2005, kap. 5

af den likvide beholdning indgår som et finansielt aktiv i udregningen af de nettofinansielle forpligtelser. ***Aktiver bestemt for salg*** består af en forsyningsvirksomhed som Dong Energy er begyndt at undersøge mulighederne for at afhænde, hvorfor dette er en investering i en anden virksomhedsdrift og dermed driftsaktiv. Det samme gælder for ***langsigtede investeringer i kapitalandele***.

***Anden gæld*** indeholder bl.a. gæld til leverandører, skyldig moms og afgifter samt dagsværdi af afledte finansielle instrumenter m.m., som alt relateret sig til driften. Begrundelsen for, at de afledte finansielle instrumenter relaterer sig til driften er, at de i høj grad anvendes til sikre priser på råvarer og lignende.

### 10.2.4 Reformuleringen af resultatopgørelsen

Ved reformulering af resultatopgørelsen opdeles poster i driftsrelaterede og finansieringsrelaterede. Derudover opdeles de driftsrelaterede poster i poster relateret til salg, hvorved *driftsoverskud fra salg* opstår, og andre driftsposter, hvorved *andet driftsoverskud (underskud)* opstår. Dermed opnås kendskab til værdiskabelsen i driften og finansieringen, men også til primære og sekundære aktiviteter i driften.[88]

***Skat af årets resultat*** allokeres på driftsoverskud fra salg, andet driftsoverskud (underskud) og nettofinansielle omkostninger. Der udregnes en skattefordel fra nettofinansielle omkostninger vha. selskabsskatteprocenten for det pågældende år. Herudover er der beregnet skat af andet driftsoverskud (underskud), her er undladt poster, som har været posteret på egenkapitalen, da de er opgjort på efter skat basis. Sidst beregnes skatten fra driftsoverskud fra salg som forskellen mellem skat af årets resultat fratrukket skat af nettofinansielle omkostninger og andet driftsoverskud (underskud) se bilag 4.

Dirty-surplus poster er indtægter og omkostninger, som ikke er indregnet i resultatopgørelsen med derimod direkte på egenkapitalen. For DONG Energy drejer det sig om følgende: valutakursreguleringer, værdiregulering af sikringsinstrumenter samt dattervirksomheder, betalt rente på hybridkapital.

Det kan ud fra årsrapporten være svært at bestemme, hvilke dele, der vedrører drift og hvilke, der vedrører finansiering. F.eks. indeholder valutakursreguleringer af dattervirksomheder omregningsforskelle, som opstår ved valutakursomregning af dattervirksomheders aktiver og forpligtelser på balancedagen. Det er ikke ud fra årsrapporten muligt at fordele reguleringen på

[88] Elling & Sørensen: *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse"*, 2 udgave, Gjellerup, 2, oplag 2005, kap. 5

drift og finansiering. Derfor er det besluttet, at indregne disse under driften i resultatopgørelsen ligesom det også er gjort med andre valutakursreguleringer og sikringsinstrumenter. Betaling af renter på hybridkapitalen vedrører helt klart finansiering, hvorfor det også er her vi har indregnet denne post.

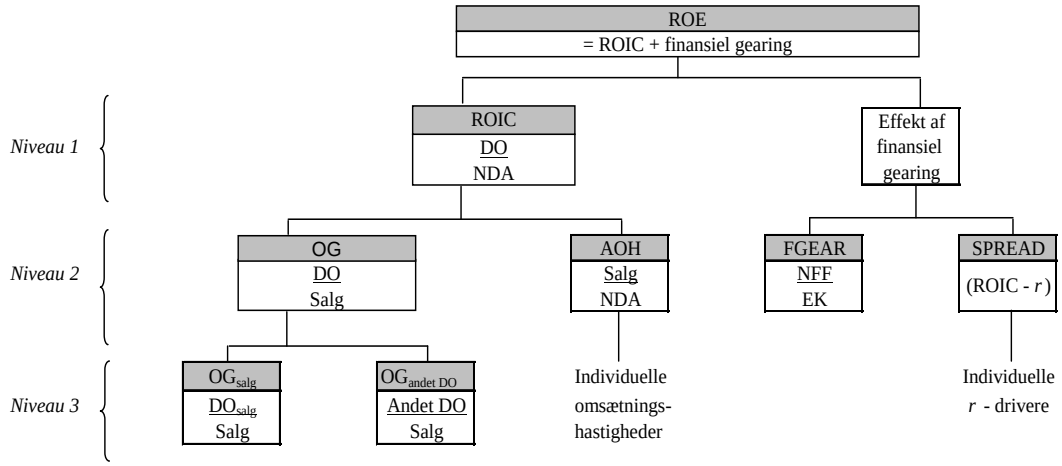
## 10.3 Rentabilitetsanalyse

I de følgende afsnit, vil indholdet i de reformulerede årsrapporter blive analyseret for at kunne belyse den økonomiske udvikling. Information om den historiske udvikling kan vise, i hvilken retning DONG Energy bevæger sig og kan derfor, sammen med resultaterne fra den strategiske analyse, benyttes til at estimere den fremtidige økonomiske udvikling.

Rentabilitetsanalysen er en vigtig del af regnskabsanalysen, da en god rentabilitet er væsentlig for en virksomheds overlevelse og for at kunne give et tilfredsstillende afkast til aktionærerne.[89]

I rentabilitetsanalysen vil vi tage udgangspunkt i den udvidede DuPont-model, som er en dekomponering af egenkapitalforrentningen (ROE) i 3 niveauer. Modellen er illustreret nedenfor.

**Figur 17: Udvidet DuPont-pyramide**




Kilde: *Kilde: Faget ekstern rapportering på cand. merc. aud studiet*

Ved udregning af nøgletal for virksomheden benyttes balancetal, der er udregnet som gennemsnit af primo og ultimo regnskabsåret.

Inden påbegyndelse af rentabilitetsanalysen beregnes de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) for DONG Energy, da disse skal indgå i den videre analyse samt værdiansættelse.

[89] Plenborg & Petersen: *"Regnskabsanalyse for beslutningstagere"*, 1. udgave/1. oplag, Forlaget Thomsen, København 2005, s. 149

### 10.3.1 Estimering af kapitalomkostninger (Weighted avarage cost og capital (WACC))

De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) udtrykker det gennemsnitlige minimumsafkast, som en investor kræver for at investere i virksomheden. En virksomhed skaber kun værdi for ejerne når afkastet på den investerede kapital overstiger kapitalomkostningerne. Teoretisk set burde minoritetsinteressers afkastkrav estimeres separat og medtages i udregningen af WACC, men da oplysningerne om minoritetsinteresser ofte er sparsomme, er dette ikke muligt, at opgøre pålideligt. I stedet antages minoritetsinteressers afkastkrav at være tilnærmelsesvis lig aktionærernes afkastkrav, og derfor skelnes der ikke mellem aktionærer og minoritetsinteresser i estimeringen af kapitalomkostningerne.

**Kapitalomkostningerne bestemmes således:**

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \cdot k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \cdot k_g$$ [90]

$V_0^E$ og $V_0^{NFF}$ er markedsværdi af henholdsvis egenkapitalen og netto finansielle forpligtelser. $V_0^{NDA}$ er markedsværdi af virksomheden mens $k_e$ er ejernes afkastkrav og $k_g$ finansielle omkostninger efter skat.

#### 10.3.1.1 Kapitalstruktur

Når der tales kapitalstruktur, menes der forholdet mellem gæld og egenkapital i markedsværdier. Det er et fundamentalt problem, at markedsværdien af egenkapitalen indgår som input i WACC, idet fastlæggelsen af markedsværdien af egenkapitalen lige netop er formålet med værdiansættelsen.[91] Markedsværdi af nettofinansielle forpligtelser er heller ikke mulig at fastsætte ud fra de tilgængelige oplysninger, hvorfor det besluttes, at der anvendes de bogførte værdier af egenkapital og rentebærende gæld i den videre beregning.

Virksomhedens fremtidige kapitalstruktur kan estimeres ved at se på den historiske kapitalstruktur samt vores forventninger til fremtiden, som vi bygger på baggrund af vores strategiske analyse. I nedenstående figur er opstillet kapitalstruktur fra 2003 til 2007.

[90] Elling og Sørensen: *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse*, 2. udgave, Gjellerup, 2. oplag 2005, s. 54
[91] www.pwc.dk – Prisfastsættelse på aktiemarkedet

**Tabel 1: Historisk kapitalstruktur Dong Energy A/S[92]**

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|---|
| NFF | 14,02% | 16,76% | -0,15% | 30,29% | 27,43% |
| EK | 85,98% | 83,24% | 100,15% | 69,71% | 72,57% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Som det ses af tabel 1, har Dong Energy historisk haft en lav andel af nettofinansielle forpligtelser. Dette er dog de sidste to år steget, hvilket hænger sammen med, at der er sket stort forandringer med selskabet bl.a. på grund af sammenlægning samt opkøb af selskaber i 2006 som vi tidligere har været inde på.

Ovenstående kapitalstruktur afspejler ikke nødvendigvis, Dong Energys fremtidige kapitalstruktur. Forskellem mellem gæld og egenkapital vil være forskelligt fra år til år, og vil derfor indgå med forskellige vægte i beregningen, hvorfor WACC i teorien burde beregnes for hvert enkelt år i budgetperioden. En ofte anvendt metode til at komme uden om dette problem er at lave et skøn over en langsigtet kapitalstruktur.[93] Selv om Dong Energy historisk set har haft en meget lav gældsandel, vurderer vi, at det fremtidige Dong Energy's gældsandel vil ligge lidt højere end 2006 og 2007, det vurderes til at ligge på ca. 35 %. Dette begrundes med, at vi forventer større investeringer i forbindelse med den stadig stigende interesse for udvikling af vedvarende energi samt forbedringer af de termiske anlæg.

**Tabel 2: Estimeret fremtidig**

| | Estimeret |
|---|---|
| NFF | 35% |
| EK | 65% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

### 10.3.1.2 Fremmedkapitalomkostninger $k_g$

Afkastkravet fra indskydere af fremmedkapital skal opgøres på efter skat basis, eftersom cash flowet ligeledes opgøres på efter skat basis. Nedenfor ses formlen for virksomhedens fremmedkapitalomkostninger.

$$k_g = (r_f + r_s) \cdot (1 - t)$$

hvor

$r_f$ = risikofri rente

$r_s$ = selskabsspecifikt risikotillæg

[92] Jf. den reformulerede balance fra regnskabsanalysen
[93] Elling og Sørensen: *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse*, 2. udgave, Gjellerup, 2. oplag 2005, s. 56

$t$ = selskabsskatteprocent[94]

Ved estimering af den risikofrie rente anvendes i praksis den effektive rente på en 10-årig statsobligation. Primo september 2008 var den gennemsnitlige risikofrie rente på 4,38 % [95] og der er i samfundet en forventning til en mindre rentestigning i fremtiden, hvorfor vi har estimeret den fremtidige risikofrie rente til 4,5 %.

**Tabel 3: Historisk risikotillæg og netto lånerenten**

| | 2006 | 2007 | Estimat |
|---|---|---|---|
| Gens. rente på en 10 årig statsobligation | 3,81% | 4,29% | 4,50% |
| NLR (før skat) | 5,22% | 5,62% | 5,95% |
| Risikotillæg (selskabsspecifikke) | 1,41% | 1,33% | 1,45% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Det selskabsspecifikke risikotillæg er beregnet i ovenstående figur, ved at se på den gens. risikofrie rente samt netto låneomkostninger for de sidste to år. Vi har valgt kun at se på de sidste to år på grund af de forandringer selskabet har været igennem. Vi har estimeret det fremtidige risikotillæg til 1,45 %, som er lidt højere end de sidste to regnskabsår. Dette valg begrundes med, at vi forventer, at selskabets nettofinansielle forpligtelser i fremtiden kommer til at stige og dermed vil soliditetsgraden falde. Der er altid en del usikkerhed forbundet med estimeringen af det selskabsspecifikke risikotillæg. Det selskabsspecifikke risikotillæg afhænger af virksomhedens kreditværdighed, som for Dong Energy er vurderet til BBB- af Standard og Poor's. Vi vurderer, at risikotillægget hænger sammen med kredit rating jf. Copeland 2000, hvor en kredit rating BBB svarer til et risikotillæg på 1,44 %.[96]

Den sidste parameter vi mangler, for at kunne beregne fremmedkapitalomkostningerne er den effektive selskabsskatteprocenten, som i følge Dong Energy's regnskab for 2007 er 20 %. Dette vurderer vi også at være gældende i fremtiden, da vi ikke mener, at der er udsigter til yderligere skattenedsættelser de kommende år.

På baggrund af ovenstående kan vi beregne fremmedkapitalomkostninger for fremtiden til følgende:

$$k_g = (4{,}5\% + 1{,}45\%) \cdot (1 - 0{,}20) = \underline{\underline{4{,}76\%}}$$

[94] Elling og Sørensen: *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse*, 2. udgave, Gjellerup, 2. oplag 2005, s. 56
[95] Data fra Danmarks Nationalbanks Statistikbank, http://nationalbanken.statistikbank.dk
[96] FRS: *"Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele"*, Rådgivningsudvalget december 2002, s. 54

### 10.3.1.3 Ejerafkastkrav $k_e$

Ejernes afkastkrav estimeres via Capital Asset Pricing Modellen (CAPM), som er den mest anvendte teoretiske model til måling af ejernes afkastkrav.[97] Modellens indgangsvinkel er, at den beregner afkastkravet ud fra det forventede risikofrie afkast plus et risikotillæg for den markedsmæssige risiko. Modellen indregner ikke den specifikke virksomhedsrisiko, da den forudsætter, at denne diversificeres bort. Trods modellens anerkendelse og udbredte anvendelse er den svær at anvende i praksis, da den indeholder flere ukendte faktorer, som umiddelbart er svære at fastsætte.[98] Vi vil længere nede i afsnittet forsøge at fastsætte de ukendte faktorer, som også kan ses af nedenstående formel:

$$k_e = r_f + \beta \cdot risikopræmie$$ [99]

Den første komponent $r_f$ er den risikofrie rente, som udtrykker den kompensation, som en investor kræver for at udsætte sit forbrug af penge. Her anvendes som tidligere en gennemsnitlig effektiv rente på en 10 årig statsobligation.

Beta beskriver den systematiske risiko på et givet aktiv i forhold til markedsporteføljen. Det er mening med CAPM modellen, at det kun er den del af risikoen, som ikke kan elimineres ved at eje en veldiversificeret portefølje af aktier, som skal indgå i prisdannelsen af en aktie, også kaldet den systematiske risiko. Den del af risikoen, som kan bortdiversificeres og skyldes specifikke forhold i virksomheden kaldes den usystematiske risiko.[100]

Beta kan estimeres på flere forskellige metoder og der er forskel på, om det er en børsnoteret eller unoteret virksomhed. For børsnoterede virksomheder estimeres den ofte med udgangspunkt i den historiske kursudvikling. For unoterede virksomheder som Dong Energy, kan beta estimeres på to måder, enten ved at anvende beta fra sammenlignelige selskaber eller "Common-sense" betragtning. Vi har valgt at anvende en "Common-sense" betragtning med den begrundelse, at det er svært at finde sammenlignelige selskaber til Dong Energy som kunne været relevante at anvende. Dette begrundes med, at alle andre energiselskaber på det danske marked er væsentlig mindre end Dong Energy. Hvis man ser på udenlandske selskaber, er Dong Energy et forholdsvis lille selskab i forhold til konkurrenterne, hvorfor de heller ikke er sammenlignelige.

[97] www.pwc.dk – Prisfastsættelse på aktiemarkedet
[98] Koller m.fl.: *"Valuation"*, fourth edition, McKinsy & Company, 2005, s. 300-312
[99] Plenborg & Petersen: *"Regnskabsanalyse for beslutningstagere"*, 1 udgave/1 oplag, Forlaget Thomson, København 2005, s. 205
[100] FRS: *"Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele"*, Rådgivningsudvalget december 2002, s. 28

Igennem vores strategiske og regnskabsmæssige analyse har vi fået et dybere kendskab til virksomheden, som gør os i stand til at vurdere risikoen for Dong Energy i forhold til markedet generelt. Ifølge FSR's *Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele* fra 2002 kan den driftsmæssige og finansielle risiko på følgende måde konverteres til et beta estimat.

**Figur 18: Beta**

| *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+ |

*Kilde: FSR - Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, samt egen tilvirkning*

Vi har estimeret beta til 0,85 ud fra vores kendskab til virksomheden, da vi vurderer Dong Energy's driftsmæssige risiko til at være forholdsvis lav, da virksomheden er relativ konjunkturuafhængig som også tidligere beskrevet i vores strategisk- og risikoanalyse. I de foregående kapitler er vi ligeledes kommet frem til, at Dong Energy er udsat for mange finansielle risici, men da disse risici bliver afdækket med diverse sikringsinstrumenter er det vores vurdering, at den finansielle risiko er neutral. Dermed vurderes den samlede risiko for Dong Energy til at være lav og beta estimeres til at ligge lige under 1. Med en Beta = 1 siges investeringen at være med samme risiko som markedsporteføljen. Begrundelsen for at vi har estimeret risikoen for Dong Energy til lidt lavere end markedsporteføljen er, at Dong Energy har den danske stat som hovedaktionær, og staten foretager aldrig risikofyldte investeringer og lignende.

#### *10.3.1.3.1 Markedets risikopræmie*

Som kompensation for pådragelse af risiko, kræver investor en risikopræmie hvis størrelse afhænger dels af den usikkerhed der er forbundet med den foreliggende investering og dels den alternative rente til samme risiko som er til rådighed[101]. Risikopræmien er således forskellen mellem det forventede afkast på markedsporteføljen og den risikofrie rente. Der er uenighed om risikopræmiens størrelse. Ifølge Koller mf. ligger risikopræmien på 4,5 til 5,5 %[102].

[101] Elling : *"Finansiel Rapportering*, 1. udgave, Gjellerup, 1. oplag 2008, s.135
[102] Koller m.fl.: *"Valuation"*, fourth edition, McKinsy & Company, 2005, s. 312

PriceWaterhouseCoopers har foretaget en undersøgelse af niveauet på risikopræmien og er kommet frem til en risikopræmie på 4,5 %, som også ligger på niveau med andre europæiske lande. På baggrund af ovenstående har vi valgt en markedsrisikopræmie på 4,5 %.[103]

Ud fra ovenstående kan Dong Energy's ejerafkastkrav estimeres til følgende:

$$k_e = 4{,}5\% + 0{,}85 \cdot 4{,}5\% = \underline{\underline{8{,}33}}$$

Forudsætninger for ovenstående beregning kan diskuteres. Set i lyset af de seneste måneders finansielle krise og den deraf ledte markedsvolatilitet på danske såvel som verdens markeder, er niveauet af den valgte beta-værdi og risikopræmie ikke nødvendigvis retvisende. Generelt er risikoen ved investeringer i aktier pt. meget stor grundet den store volatilitet på aktiemarkedet. Vores afhandling er i midlertidig baseret på langsigtede betragtninger og med den forudsætning, at vi forventer priserne igen vil stabilisere sig og være på niveau inden finanskrisen, inden for de kommende år. Derfor har vi ikke inddraget de nuværende markedsforhold yderligere i denne afhandling.

### 10.3.2 Dong Energy's vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

Eftersom samtlige variabler som skal bruges til beregning af WACC er udregnet, kan vi nu estimere WACC. Vi har ligeledes udregnet WACC for de seneste to år, for at kunne vurdere den historiske udvikling. Da der er en del usikkerhed omkring flere af de estimerede variabler, vil der i forbindelse med værdiansættelsen blive foretaget en følsomhedsanalyse, som kan bidrage til at belyse, hvor stor en betydning ændringer i de estimerede vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger har for værdiansættelsen.

**Tabel 4: Dong Energy's gennemsnitlige kapitalomkostninger WACC**

| | *2006* | *2007* | *Estimat* |
|---|---|---|---|
| ***WACC*** | 5,08% | 5,49% | 6,03% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Som det kan ses af tabel 21 har de gennemsnitlige kapitalomkostninger været stigende i de seneste to år. Dette kan forklares ud fra, at renten har været stigende samt den marginale skattesats er faldet. Begge faktorer medvirker til en stigning i kapitalomkostninger efter skat. Rentebærende gæld er faldet fra 2006 til 2007 og har dermed påvirket WACC i den anden retning. Vi har ud fra

[103] www.pwc.dk – Prisfastsættelse på aktiemarkedet

vores strategiske analyse vurderet, at rentebærende gæld i fremtiden vil stige lidt i forhold til egenkapitalen, da Dong Energy har fremlagt store planer for investeringer i vedvarende energikilder for at bevare deres olie- og gasportefølje og forøge deres markedsposition.

## 10.4 Egenkapitalforrentningen (ROE)

Egenkapitalforrentningen (ROE) viser virksomhedens totalindkomst som andel af egenkapitalen. ROE beskriver altså hvor meget virksomheden tjener for hver krone aktionærerne investerer i virksomheden. ROE kan dekomponeres i tre dele: Afkastningsgraden (ROIC), som relaterer sig til driften, samt den finansielle gearing (FGEAR) og forskellen mellem afkastningsgraden og nettolånerenten (SPREAD), som begge relateret sig til virksomhedens finansiering.

Ved beregning af ROE tages der udgangspunkt i totalindkomsten efter skat og minoritetsinteressernes andel af overskuddet, da det er dette resultat, der tilhører aktionærerne i Dong Energy. Totalindkomsten sættes i forhold til egenkapital eksklusiv minoritetsinteressers andel.

**Tabel 5: Egenkapitalforrentning (ROE) for Dong Energy for perioden 2006 til 2008**

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|
| ROE | 17,81% | 4,56% | 8,86% |
| WACC | 5,08% | 5,49% | 6,03% |

*Kilde. Egen tilvirkning*

Som det kan ses af ovenstående tabel, har ejernes forrentning på den indskudte kapital været meget svingende gennem de sidste tre år. Dette skyldes til dels ompostering af ikke resultatførte værdireguleringer fra egenkapitalen til resultatopgørelse. Værdireguleringer af sikringsinstrumenter er den største af disse poster og svinger fra en gevinst på 1.879 mio. kr. i 2006 til et tab på 1.656 mio.kr. i 2007. Disse udsving bliver på lang sigt udjævnet. Herudover er totalindkomsten i 2006 positivt påvirket af engangsposter som avancer ved salg af virksomhed på 1.023 mio.kr. og et tab på opsigelse af diverse aftaler på 2.008 mio.kr. under andre driftsomkostninger. Sammenlægningen af de tilkøbte selskaber samt heraf afledte omkostninger har også haft en effekt på ROE, dette vil vi komme mere ind på senere i kapitlet under analysen af AG.

Dong Energy's forrentning af investorernes kapital har i alle årene været positiv og har ligeledes ligget noget højere end den risikofrie rente, som i samme periode har været mellem 3,81 % og 4,5 %. For at skabe værdi for ejerne skal ROE dog som minimum overstige de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC), som er beregnet i afsnit 10.3.2 (tabel 4) og ses af ovenstående tabel, da en investering i aktier aldrig er helt risikofri. Dong Energy's ROE for 2006 på 17,81 % vurderes

at være yderst tilfredsstillende og ligger langt over WACC på 5,08 %. I 2007 formå ROE ikke at overstige WACC, og dermed heller ikke skabe værdi for ejerne. 2008 som er estimeret på baggrund af halvårsregnskabet for 1. halvår viser igen en positiv udvikling, og ROE skaber igen værdi for deres ejere.

Det store udsving i ROE igennem de sidste tre år er primært påvirket af sammenlægningen af de tilkøbte selskaber i 2006 samt heraf afledte omkostninger. Selskabets resultat for 2007 er især negativ påvirket af integrationsomkostninger, selv om de i en vis grad er opvejet af synergier, herudover er der i 2007 store engangsomkostninger i forbindelse med forberedelserne til børsnotering. En forrentning på 8,86 % i 2008 vurderes at være meget tilfredsstillende set i lyset af, at det kun er andet år selskabet eksisteret i sin nuværende form og der stadig er en del engangsposter som påvirker resultatet.

Efter at have vurderet ROE i analyseperioden vil vi se på hvilke faktorer, der har haft en betydning for dens udvikling. I tabel 5 er der beregnet diverse nøgletal som alle har en påvirkning på egenkapitalforrentningen.

**Tabel 6: Dong Energy's nøgletal**

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|
| ROE | 17,81% | 4,56% | 8,86% |
| ROIC | 16,18% | 5,01% | 8,37% |
| FGEAR | 0,26 | 0,39 | 0,33 |
| NLR | 5,22% | 5,62% | 5,95% |
| SPREAD | 10,96% | -0,60% | 2,42% |

*Kilde: Engen tilvirkning*

### 10.4.1 Afkastningsgraden (ROIC)

ROIC er afkastningsgrad på den investerede kapital, som viser virksomhedens evne til at forrente den samlede kapital. Nøgletallet er et meget central rentabilitetsmål for driften. For at vurdere, om ROIC er på et tilfredsstillende niveau, sammenholdes den med markedsrenten (den risikofrie rente) + et risikotillæg, idet en investor alternativt vil kunne investere kapitalen i obligationer. Der skal tages hensyn til, at der normalt er en risiko ved at drive virksomhed og det afspejles i risikotillægget som vi har estimeret i tabel 3.

**Tabel 7: Dong Energy's ROIC sammenholdt med den risikofrie rente + risikotillæg**

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|
| **ROIC** | 16,18% | 5,01% | 8,37% |
| **ROIC$_2$** | 9,20% | 6,47% | 9,89% |
| **Riskofri rente + risikotillæg** | 5,22% | 5,62% | 5,95% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

I ovenstående tabel har vi beregnet ROIC, som ligesom ROE er væsentligt påvirket af, at vi i forbindelse med omformulering af resultatopgørelse og balance har resultatført ikke resultatførte egenkapitalposter. Derfor har vi valgt, at udregne ROIC2 som er renset for disse posteringer for bedre at kunne sammenligne udvikling over årene. Herudover er ROIC2 renset for avance ved salg af virksomheder samt resultat af associerede virksomheder, da disse poster har haft ekstraordinær påvirkning på resultatet for 2006 i forbindelse med sammenlægningen. I 2008 er der ligeledes realiseret gevinst ved salg af virksomheder, da Dong Energy har solgt transmissionsnettet i Nordsjælland til Energinet.dk. Set samlet set over de tre år i vores analyseperiode har ikke resultatførte egenkapitalposter, avance ved salg af virksomheder samt resultat af associerede virksomheder stor set ingen resultatpåvirkning som det også kan ses af nedenstående tabel. Derfor vurderer vi, at det giver os et bedre grundlag for vores analyse at beregne ROIC2, som er renset for nedenstående påvirkning.

**Tabel 8: Uddrag af den reformulerede resultatopgørelse (tal i t.kr.)**

| | *2006* | *2007* | *2008** | |
|---|---|---|---|---|
| Avance ved salg af virksomheder | 1.023 | 29 | 617 | |
| Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder | 470 | (5) | 110 | |
| Regulering af egenkapital vedrørende tidligere år | 0 | 122 | 0 | |
| Valutakursreguleringer vedr. udenlandske virksomheder og egenkapital-lignede lån mv. efter skat | (200) | 110 | (142) | |
| Værdiregulering af sikringsinstrumenter efter skat | 1.879 | (1.656) | (2.036) | |
| Øvrige egenkapitalreguleringer | (161) | 548 | 572 | **SUM** |
| ***Regulering i alt*** | 1.519 | (614) | (864) | 42 |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Som det også kan ses af nøgletallene for ROIC og ROIC2 har de ovenstående poster en stor påvirkning på afkastningsgraden. I 2006 er der en stor positiv påvirkning af ROIC mens 2007 og 2008 er påvirket negativt. Hvorfor vi vil basere vores videre analyse på ROIC2.

Afkastningsgraden på den investerede kapital i Dong Energy har i alle tre år været højere end den risikofrie rente inkl. risikotillæg som må siges at være tilfredsstillende. I 2006 og 2008 ligger ROIC2 endda meget højere end den risikofrie rente inkl. risikotillæg mens ROIC2 for 2007 er noget lavere. 2007 er som tidligere omtalt væsentligt påvirket af sammenlægningen af selskaberne.

I de følgende afsnit vil vi inddrage nøgletal for de fire segmenter for bedre at kunne forklare udviklingen samt analysere på hvor i virksomheden der skabes mest værdi. Disse nøgletal vil primært blive udregnet for 2007, som er det første år der er udarbejdet et helt regnskab for Dong Energy. Hvor det er relevant og muligt vil 2006 og 2008 tallene ligeledes blive anvendt. Det er ikke muligt at udregnet alle nøgletal for 2008, da vi kun har halvårsrapport til rådighed som ikke har tilstrækkelig oplysninger.

**Tabel 9: ROIC for 2006-2007 fordelt på segmenter**

| | Generation | Exploration & Production | Distribution | Markets |
|---|---|---|---|---|
| ROIC for 2006 | 4,18% | 22,61% | 3,70% | 9,03% |
| ROIC for 2007 | 3,82% | 8,95% | 3,59% | 13,07% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Som det kan ses af ovenstående nøgletal er det segmentet Markets, som har den største afkastningsgrad på den investerede kapital i 2007. Dette skyldes et højt driftsoverskud fra salg kombineret med en lav investeret kapital, stigningen fra 2006 til 2007 skydes primært fald i investeret kapital. Den næsthøjeste ROIC ligger i E&P segmentet, som ligeledes skaber et højt driftsoverskud fra salg med en relativ lille investeret kapital sammenlignet med de sidste to segmenter. E&P kapital består primært af licenser fra det offentlige, hvor det løbende er nødvendigt at få nye licenser, da de gamle med tiden løber ud. Her afhænger indtjeningen af virksomhedens formåen til at udvinde naturressourcer på de licenser de ejer. Dette kan også ses af ROIC i E&P for 2006 og 2007. Det store fald fra 22,61 % til 8,95 % skyldes en nedgang i produktionen fra modne felter. Udviklingen i E&P forventes igen at vende i 2008 på grund af produktionen fra Ormen Lange som er påbegyndt i slutningen af 2007.

I de sidste to segmenter er ROIC noget lavere. Dette skyldes to forskellige årsager. Generation segmentet har et forholdsvis høj driftsoverskud fra salg, men på grund af meget høj investeret kapital, er ROIC lav. Den største investerede kapital ligger i Generation segmentet, da stort set alle materielle anlægsaktiver på nær Distributionsnettet ligger i dette segment. Distributionsnettet ligger i segmentet Distribution og udgør under 20 % af den samlede investerede kapital. Derimod er driftsoverskuddet fra salg relativt lille, idet priserne på distributionsnettet er fastsat og det er ikke muligt, at skabe en stor indtjening i dette segment.

For at analysere de bagvedliggende faktorer til udviklingen i ROIC fortsættes analysen med at dekomponere ROIC med udgangspunkt i DuPont-pyramiden som i vist i figur 16.

### 10.4.2 Overskudsgraden og omsætningshastigheden

Overskudsgraden relaterer sig til indtjeningsevnen og viser virksomhedens evne til at skabe overskud af hver omsætningskrone, det vil sige forholdet mellem omsætningen og omkostningerne.

Aktivernes omsætningshastighed viser, hvor god virksomheden er til at udnytte aktivmassen til at skabe omsætning. Omsætningshastigheden kan siges at udtrykke hvor meget der generes i omsætning for hver krone der investeres. Derfor er en høj omsætningshastighed attraktiv alt andet lige.

I nedenstående tabel er overskudsgrad og omsætningshastighed beregnet både for Dong Energy samlet og for de forskellige segmenter.

**Tabel 10: Dong Energy's Overskudsgrad og Aktivernes omsætningshastighed**

| | *2006* | *2007* | *2008* | |
|---|---|---|---|---|
| **OG salg** | 21,23% | 10,73% | 16,79% | |
| **AOH** | 0,85 | 0,71 | 0,96 | |

| *2006* | *Generation* | *Exploration & Production* | *Distribution* | *Markets* |
|---|---|---|---|---|
| **OG** | 19,33% | 43,86% | 18,24% | 5,79% |
| **AOH** | 0,22 | 0,52 | 0,20 | 1,56 |

| *2007* | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **OG** | 8,96% | 31,71% | 11,64% | 6,79% |
| **AOH** | 0,39 | 0,40 | 0,37 | 1,90 |

| *2008* | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **OG** | 17,89% | 53,64% | 25,39% | 5,47% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Overskudsgraden fra salg er fra 2006 til 2007 halveret, men er igen i 2008 steget og er på 16,79 %. Vi vurderet overskudsgraden til at være tilfredsstillende. Ud fra vores estimat for 2008 betyder det, at driftsoverskuddet bliver knap 10 mia. kr., hvorefter de væsentligste omkostninger er finansielle omkostninger og skat af årets resultat. 2007 ligger OG salg noget lavere end de to andre år. Dette skyldes til dels et lavere dækningsbidrag på grund af varmt vejr og dermed lavere efterspørgsel på gas og dermed lavere priser. Herudover var store mængder af vand i Norge og Sverige med til at reducere prisen på el og dermed også her et lavere dækningsbidrag.

Desuden har ekstraordinære omkostninger i forbindelse med sammenlægningen også haft en stor betydning. Dette kan bl.a. ses af omkostninger til salg og marketing og ledelse og administration, som i 2007 er fordoblet både i forhold til 2006 men også 2008. Der er i forbindelse med dannelsen af den nye Dong Energy brugt mange penge på annoncering samt sponsorater for at brande den nye

virksomhed. Stigningen i omkostningerne til ledelse og administration skyldes bl.a. mange fratrædelsesordninger i forbindelse med sammenlægningen. Dong Energy har ved opkøb og fusion overtaget mange medarbejdere fra de gamle selskaber som de efterhånden på grund af effektivisering og synergier ikke har behov for.

Det segment som bidrager mest til den høje overskudsgrad er E&P. I 2007 ligger overskudsgraden på knap 32 %. Forklaringen til den høje overskudsgrad ligger i, at segmentet i forhold til den ret beskedne nettoomsætning sammenlignet med Generation og Markets formår at skabe det samme overskud som de to andre segmenter. Forklaringen til dette ligger i, at omkostninger ligger nogenlunde fast, så jo mere der produceres jo højere overskud vil der skabes. Dong Energy har f.eks. betalt en vis sum penge for at få adgang til en del af Ormen Lange feltet i Norge og nu hvor produktionen er startet i 2007 vil indtjeningen i E&P stige. Feltet forventes at opnå fuld kapacitet i 2010. Dette kommer til at betyde, at overskudsgraden på det ene felt kommer til at stige betydeligt i de kommende år. Dette kan også ses af overskudsgraden for 2008, som igen er steget betydelig på grund af produktionen i Norge. Overskudsgraden er selvfølgeligt også afhængig at priserne på olie og gas på verdensmarkedet, som ikke forventes at falde i fremtiden.

Overskudsgraden i Distribution og Markets ligger på et pænt niveau set i forhold til, at salgspriserne bliver fastsat af Energitilsynet. Det vil sige, at der i disse to segmenter ikke er muligt at opnå en stor overskudsgrad. Salgspriserne bliver fastsat, så det eneste Dong Energy kan regulere er deres omkostninger, dvs. de kan ved effektivisering reducere deres omkostninger. Overskudsgraden for 2008 er noget højere end 2007, som vurderes at være opnået igennem synergier.

Generation har en overskudsgrad på knap 9 % i 2007. Dette vurderes ikke at være helt tilfredsstillende set i forhold til 2006 og 2008. Faldet fra 2007 skyldes som tidligere nævnt lavere priser på gas på grund af varmt vejr i første halvår 2007 samt lave elpriser på grund af store mængde vandkraft i Norge og Sverige. I 2008 er produktionen faldet på grund af høje brændselspriser, mens prisen på el har været højere end 2007, hvorfor overskudsgraden er steget betydeligt.

### 10.4.3 Aktivernes omsætningshastighed

Dong Energy's omsætningshastighed er i 2008 på 0,96. Dette kan tolkes som, at for hver krone der investeres, generes der 0,96 kr. i omsætning. Omsætningshastigheden er steget både i forhold til 2006 og 2007. Dette skyldes, at omsætningen er steget, mens den investerede kapital er nedbragt. Dong Energy's omsætningshastighed vurderes tilfredsstillende, da virksomheden er en

investeringstung virksomhed, idet de ejer store dele af distributionsnettet for el og gas samt ikke mindst mange kraftvarmeværker og vindmølleparker. Omsætningshastigheden forventes i fremtiden på samme niveau, da omsætningen forventes at stige, mens investeringerne ligeledes forventes at stige.

Det er for 2008 ikke muligt at beregne omsætningshastigheden fordelt på segmenter. Ved at se på fordelingen i 2006 og 2007 er det ikke overraskende, at segmentet Markets har den højeste omsætningshastighed. De køber og sælger energi, som betyder, at deres omsætning er meget høj, mens den investerede kapital er den mindste af de fire segmenter. Omsætningshastigheden for de andre tre segmenter ligger meget lige i 2007. I 2006 er E&P omsætningshastighed lidt højere end i 2007 Det skyldes, at omsætningen var højere i 2006. Som tidligere nævnt skyldes nedgangen i omsætningen i 2007, aftagende produktion fra modne felter. Generation og Distribution er i 2007 steget både på grund af stigende omsætning samt fald i investeret kapital.

### 10.4.4 Finansiel gearing og SPREAD

Efter at vi har analyseret den venstre side af DuPont-pyramiden, som måler driftsaktivitetens værdidrivere vil vi til sidst se på den finansielle aktivitets værdidrivere, som fremgår af den højere side af DuPont-pyramiden.[104] Den højere side består af den finansielle gearing og SPREAD, som begge har en indvirkning på egenkapitalens forrentning.

Som det kan ses af nedenstående tabel er der beregnet den finansielle gearing ud fra en gennemsnitsbetragtning FGEAR. FGEAR viser, at den finansielle gearing er steget fra 0,26 i 2006 til 0,39 i 2007, hvor den igen falder til 0,33. Ud fra vores kendskab til Dong Energy fra den strategiske analyse, er vi bekendte med, at der i forbindelse med sammenlægningen af selskaber i 2006 er optaget store lån. Det kan ligeledes ses af den reformulerede balance i bilag 5, at NFF er størst i 2006, hvor de i de to efterfølgende år er faldende. Derfor kan der konkluderes, at den finansielle gearing for Dong Energy beregnet på gennemsnitstal ikke viser den korrekte udvikling, på grund af de store forandringer selskaber har været igennem i 2006. Dette skyldes, at NFF i 2005 var en NFA, hvorfor gennemsnitlig NFF bliver meget lave.

På grund af ovenstående forhold har vi beregnet FGEAR2, som vil blive anvendt til analyse af finansiel gearing og viser et mere retvisende billede af udviklingen.

[104] Elling & Sørensen: *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse"*, 2 udgave, Gjellerup, 2, oplag 2005, s. 173

**Tabel 11: Finansiel gearing og SPREAD for Dong Energy for 2006 - 2008**

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|
| **FGEAR** | 0,26 | 0,39 | 0,33 |
| **FGEAR2*** ** | 0,42 | 0,35 | 0,32 |
| **SPREAD**** | 3,98% | 0,85% | 3,94% |
| ** beregnet ud fra ROIC2 | | | |
| *** ikke beregnet ved gns. | | | |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Finansiel gearing for Dong Energy er højest i 2006 hvor den ligger på 0,42. Derefter falder den til 0,35 i 2007 og 0,32 i 2008. Dette er i overensstemmelse med vores forventning, da der i 2006 er optaget store lån i forbindelse med sammenlægningen. I de efterfølgende to år er NFF faldet igen ved afdrag på lånene.

Hvis en virksomhed ikke gør brug af finansiel gearing vil ROE være lige med ROIC.[105] Det kan af tabel 12 ses, at Dong Energys ROE for alle tre år i analyseperioden har oversteget ROIC, hvilket betyder, at den finansielle gearing har haft en positiv effekt på egenkapitalforrentningen. Om en virksomhed har haft positiv gearing bestemmes af en positiv SPREAD, hvilket er tilfældet for Dong Energy. SPREAD har ligget mellem 0,85% til 3,98%.

**Tabel 12: ROE og ROIC for Dong Energy, renset for egenkapitalførte poster**

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|
| **ROE2** | 13,09% | 6,58% | 12,94% |
| **ROIC2** | 9,20% | 6,47% | 9,89% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Selv om den finansielle gearing har været positiv for egenkapitalforrentningen ser vi faldet i den finansielle gearing som positiv og i overensstemmelse med Dong Energy's ry som en stabil og solid virksomhed. En høj gearet virksomhed har en lavere soliditetsgrad, som gør virksomheden mere følsom for ændringer i omverden som f.eks. konjunkturer udsving. Selv om investorerne er interesseret i en så høj forrentning som mulig af deres investerede kapital er de også meget fokuseret på den forbundne risiko ved investeringen. Risiko ved investering og forrentning af den investerede kapital hænger sammen således, at der med en høj risiko også følger en høj forrentning.

Dong Energy's egenkapitalforrentning er også faldet fra 2006 til 2007 og 2008. Men det vurderes ikke kun at være forbundet med stigningen i soliditetsgraden og dermed lavere finansiel gearing og SPREAD. Dette skyldes primært sammenlægningen, som har haft en rigtig stor betydning for

[105] Elling & Sørensen: *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse"*, 2 udgave, Gjellerup, 2, oplag 2005, s. 174

regnskabet for 2007. I 2008 kan det ses, at egenkapitalforrentningen igen er fordoblet og næsten på 2006 niveau. Dette vurderes positiv for den fremtidige udvikling.

## 10.5 Konklusion på regnskabsanalysen

Dong Energys revisionspåtegning samt anvendt regnskabspraksis er gennemgået for de sidste 5 år og det kan konkluderes, at der ikke har været noget at bemærke. Påtegningerne er alle uden forbehold eller supplerende oplysninger. Ændringerne i regnskabspraksis er alle velbegrundede.

Gennemgangen af de historiske tal har været præget af sammenlægning og opkøb i 2006, som har haft en stor betydning for 2007 regnskabet, som er det første samlede regnskab for hele koncernen for et helt regnskabsår. Udover arbejdet på implementering af de nye selskaber samt opnåelse af synergier, er 2007 også præget af ekstraordinære omkostninger til forberedelse af børsnoteringen, som var planlagt ultimo 2007.

Det kan konkluders, at trods disse mange forandringer som selskabet har været igennem i de seneste år, er det et solidt selskab med historisk pæne resultater samt en forventet god udvikling i fremtiden.

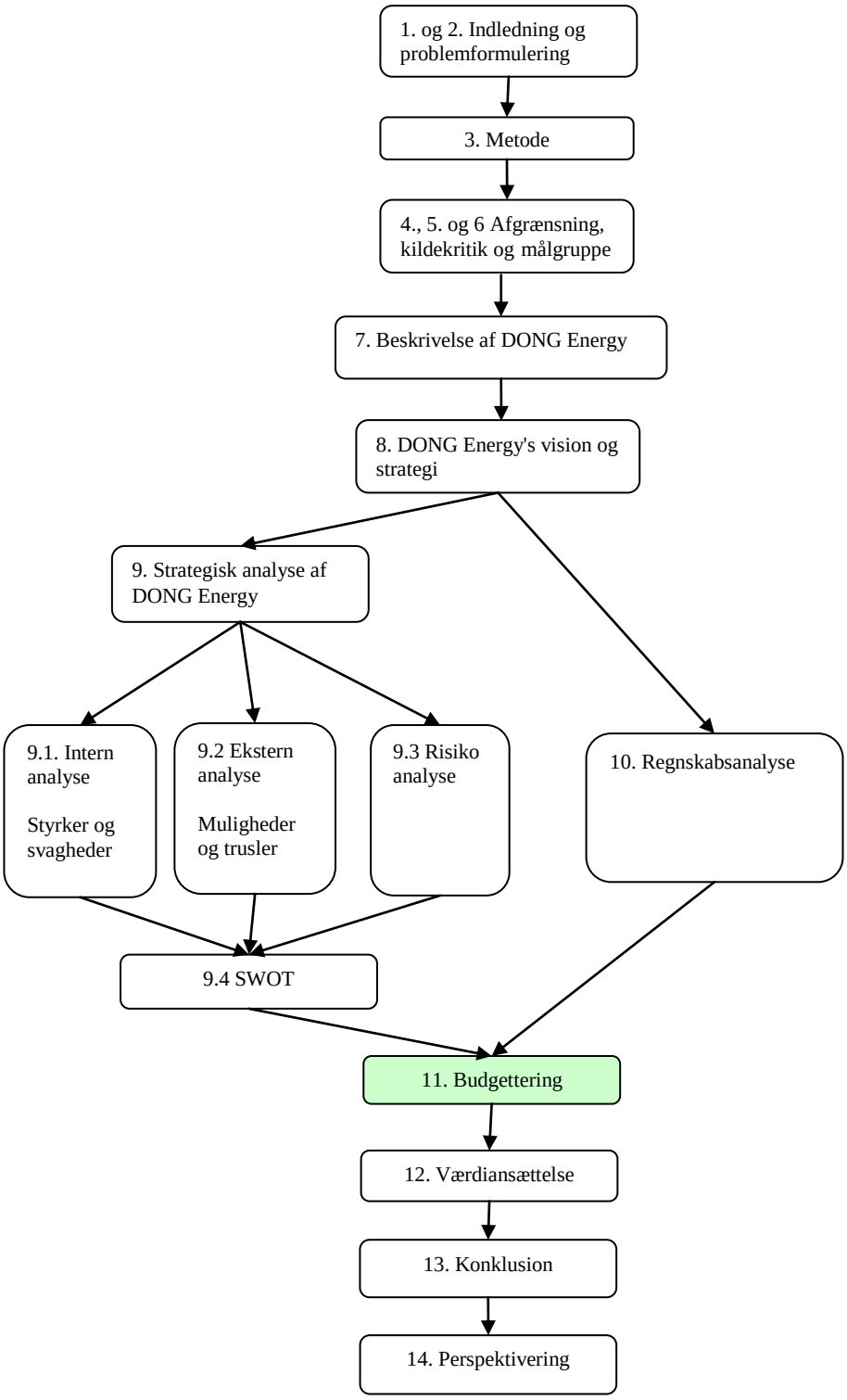
Egenkapitalforretningen (ROE) har for alle tre år i regnskabsanalysen været positiv, men også meget svingende. ROE har i 2006 været helt oppe på 17,81 % som er yderst tilfredsstillende, hvorefter den i 2007 kun er på 4,56 % mens den igen stiger i 2008 til 8,86 %. En forrentning på 8,86 % i 2008 vurderes at være meget tilfredsstillende set i lyset af, at det kun er andet år selskabet eksisteret i sin nuværende form og der stadig er en del engangsposter, som påvirker resultatet.

Analysen af de faktorer som har påvirket ROE viste at afkastningsgraden på den investerede kapital (ROIC) ligeledes har været på en pæn niveau de sidste tre og har ligget noget højere end den risikofrie rente inkl. risikotillæg. Det højeste afkast set i forhold til den investerede kapital skabes i segmenterne Markets og E&P, som følge af en relativ lille investeret kapital set i forhold til overskuddet.

Overskudsgraden for 2008 på 16,79 % vurderes tilfredsstillende og viser i forhold til en noget lavere overskudsgrad i 2007, at Dong Energy bevæger sig den rette vej. Set på segmenter er det ikke overraskede E&P segmentet, der har den højeste overskudsgrad som for 2008 er helt oppe på 53,64 %. Dette skyldes, at omkostningerne i dette segment er relativ faste, så når produktionen vokser, så vokser overskuddet næsten tilsvarende. Produktionen fra Ormen Lange feltet i Norge, som er påbegyndt i slutningen af 2007, har haft en stor betydning for overskudsgraden i 2008.

Aktivernes omsætningshastighed er i 2007 på 0,71 og i 2008 er den steget til 0,96. Dette vurderes meget tilfredsstillende, da Dong Energy har formået at øge deres omsætning samtidig med at den investerede kapital er nedbragt. Aktivernes omsætningshastighed er højest i segmentet Markets som følge af, at de køber og sælger energi. Det betyder, at deres omsætning er meget høj, mens den investerede kapital er den mindste af de fire segmenter.

Den sidste del af analysen har analyseret den finansielle gearing og SPREAD og kan konkludere, at den finansielle gearing har haft en positiv effekt på egenkapitalforrentningen. Den finansielle gearing er faldet fra 2006 til 2008, og ligger i 2008 på 0,32. Vi mener, at det er i overensstemmelse med at Dong Energy er en solid virksomhed og dermed mindre følsom for ændringer i omverdenen.


1. og 2. Indledning og problemformulering
3. Metode
4., 5. og 6 Afgrænsning, kildekritik og målgruppe
7. Beskrivelse af DONG Energy
8. DONG Energy's vision og strategi
9. Strategisk analyse af DONG Energy
9.1. Intern analyse
Styrker og svagheder
9.2 Ekstern analyse
Muligheder og trusler
9.3 Risiko analyse
10. Regnskabsanalyse
9.4 SWOT
11. Budgettering
12. Værdiansættelse
13. Konklusion
14. Perspektivering

# 11. BUDGET

Budgetteringsfasen i værdiansættelsen vil fungere som bindeled mellem den strategiske analyse og regnskabsanalysen til forventningerne omkring DONG Energy's fremtidige cashflow. Vi vil derfor i dette afsnit anvende den viden vi har noteret i den foregående strategiske analyse til at danne os et overblik over vores forventning til DONG Energy's økonomiske udvikling, og på baggrund af denne forventning, estimere det forventede frie cash flow samt residualindkomsten, hvilket vil være udgangspunktet i selve beregningerne af værdien af DONG Energy. Vi vil i budgettering af den fremtidige udvikling benytte os af de "value drivers" vi har identificeret i forbindelse med vores strategiske analyse, udarbejdet i afsnit 9 samt vores regnskabsanalyse i afsnit 10. For reference til den budgetterede resultatopgørelse henviser vi til bilag 7.

## 11.1 Budgetdata

Vurderingen af de budgetdata, som ligger til grund for vurderingen af udviklingen i DONG Energy vil være inddelt i 3 hovedafsnit;

- Væksten i omsætningen
- Væksten i EBIT
- Væksten i investeret kapital og afskrivninger

### 11.2.2 Omsætning

Udviklingen i omsætningen i de 5 budgetterings år samt i terminalperioden fastsættes ud fra følgende forudsætninger:

#### 11.2.2.3 E&P

- DONG Energy er en væsentlig aktør og ejer af licenser i Nordsøen og er ejer af Danmarks eneste olierør med forbindelse til olie- og gasrigge i Nordsøen. Deres aktiviteter og forskning i offshore projekter har giver synergier gennem hele selskabet og det er vores vurdering, at disse synergier og erfaringer kan bidrage positivt til hele selskabets omsætning. Endvidere vil segmentets løbende nyinvesteringer i olie- og gasfelter, efter vores vurdering, resultere i væsentlige forbedringer af hele selskabets omsætning, da det ikke er vores vurdering, at olie- og gasprisen vil falde væsentligt over budgetperioden i forhold til det nuværende niveau. Det er således vores forventning, at segmentets løbende investeringer i produktionsfelter vil øge deres omsætning med 25% i 2009 og 15% i 2010

grundet stigende afkast fra Ormen Lange. Efterfølgende er det vores forventning, at stigning i omsætningen vil falde til 9% i 2011 for derefter at stabilisere sig på 5% grundet de løbende nyinvesteringer og dermed bibeholde nogenlunde samme niveau af afkast.

#### 11.2.2.4 Generation

- Segmentets status som Danmarks største energiproducent og den 5. største producent på den fælles nordiske elbørs Nordpool, er en klar valuedriver for hele energiselskabet som segmentet i sig selv. Omsætningsmæssigt er segmentet stærkt afhængig af prisudviklingen på elbørsen, som påvirkes af såvel klimatiske forhold som forbrugernes forbrug af strøm. Segmentets status vil, efter vores vurdering, ikke bidrage med væsentlig forøgelse af omsætningen, men vil opretholdes på det nuværende niveau. Denne forventning er bygget på grundlag af de omtalte faktorer (klimatiske forhold og forbrug af strøm) som, efter vores vurdering, ikke vil ændre sig væsentligt i den budgetterede periode.

- Segmentets har været stærkt fokuseret på forbrugernes livsstilsændringer og omverdens fokus på miljøvenlig energiproduktion og vedvarende energikilder. Der er, ifølge vores analyse, et stort potentiale DONG Energy's forskning og udvikling i vedvarende energi samt segmentets forskning i $CO_2$-reduktion. Hvorledes disse projekter vil ændre væsentlig i segmentets omsætning i positiv eller negativ retning, kan være svært at bedømme. Resultatet er i vid udstrækning afhængig af forbrugernes og politikernes modtagelse af de nye produkter. Endvidere har udviklingen i olieprisen og prisen på råvarer en væsentlig indflydelse for segmentets investeringsvilje i disse projekter, da en stigning i råvarepriser muligvis kan opveje den meromsætning selskabet opnår ved den nye vedvarende teknologi.

  På den anden side er en stigning i råvarepriser ofte et udtryk for stigning i oliepriserne, som igen vil mindske omsætningen i segmentet, da deres prisniveau, grundet stigende produktionsomkostninger, vil blive udkonkurreret af lavere vedvarende energipriser. Det er således vores vurdering, at en positiv investeringsvilje til vedvarende energikilder er en forudsætning for segmentet for at kunne opretholde en stigende omsætning. Endeligt er det svært at spå, i hvilket omgang $CO_2$-reduktionerne bliver gennemført i EU såvel som i Danmark i 2012.

- Det er vores vurdering, at segmentets erfaring og viden omkring opsætning og drift af verdens mest effektive kraftvarmeværker, er en værdiskabende faktor, som kan resultere i en øget omsætning på markedet for rådgivning og planlægning af kraftværker. Det er et hidtil ukendt marked for DONG Energy, men med en $CO_2$-reduktion på 30% ved

erstatning af et ældre kraftværk, er det vores vurdering, at dette er et potentielt marked med stor merværdi for DONG Energy og derfor kan være bidrage væsentligt til selskabets omsætning.

- Samlet set er det vores vurdering, at selskabets investeringer og nytænkning inden for vedvarende energikilder vil bidrage positivt til segmentets omsætningsniveau de kommende år. Bliver deres investeringer i vedvarende energikilder en succes kunne man forestille sig, at de endvidere vil kunne sælge deres erfaringer og kompetencer inden for vedvarende energiproduktion og dermed skabe en niche på energimarkedet som det i dag er tilfældet med deres erfaring for kraftvarmeværker. Grundet idriftsættelse og forventning på succes af en række initiativer som ladestationer for elbiler i 2009, har vi estimeret en stigning på omsætningen i 2009 på 15% grundet en forventning om et stigende elforbrug fra vedvarende energikilder til eksempelvis ladestationer mv.. I 2010 forventer vi en reduceret stigning på 10% grundet en større stagnering af forbrug af el og gas men stadig stigende interesse i elbiler og forbrug af strøm fra vedvarende energikilder. Denne forventning til stagnation har vi bibeholdt de efterfølgende år, hvor vi forventer en stigning på hhv. 7-5% i den resterende budgetperiode. Faldet til 5% skal også ses som et resultat af den forventede reduktion af $CO_2$ og dermed fald i produceret elektricitet og varme, som i en vis grad, gerne skal modsvares af vedvarende energikilder.

#### 11.2.2.5 Distribution

- DONG Energy's Distributions segment har gennem deres rolle som markedsleder på det danske energimarked, etableret et velkendt brand. Dette forhold gør, at forbrugernes relation til energimarkedet som helhed ofte skabes gennem DONG Energy og deres medieomtale. Dette, sammenholdt med kundernes manglende lyst til at skift elselskab, forventer vi vil medføre en fortsat stabil udvikling i omsætningen for dette segment.

- Hvorvidt segmentets investeringer i Fibernet vil genere en meromsætning i selskabet er endnu uvist. Da Elselskaberne i starten af 2004 gik i gang med udrulning af Fibernettet blev det anset som en væsentlig konkurrent til TDC og andre bredbåndsudbydere. Denne tillid er dog svundet meget i løbet af de seneste år, da elselskaberne ikke har haft nok kompetancer på området til at kunne yde en god service for de første opkoblede kunder, og kundetilgangen derfor ikke har været som forventet. Det er vores forventning, at Fibernettet som produkt kan tilføje ejerne en meromsætning. Spørgsmålet er blot, om produktet Fibernet afviger for meget fra DONG Energy's eksisterende produktportefølje, og en synergieffekt dermed ikke bliver muligt.

- Segmentets dominerende stilling på det danske energimarked kan udfordres af de danske konkurrencemyndigheder og selskabets indtjening på net- og forsyningsområdet er reguleret af Energitilsynet. Der er således ikke, efter vores vurdering, en væsentlig sandsynlighed for, at produkterne i dette segment vil bidrage væsentligt til selskabets fremtidige positive udvikling af omsætningen.

- Samlet set er det vores vurdering, at segmentet ikke vil øge deres omsætning væsentlig grundet de nævnte faktorer ovenfor. Vi har således estimeret en stigning på 4% i 2009 til 6% i 2010, hvilket primært skyldes en forventning om stigende efterspørgsel på el grundet de nye elbiler samt en forventning om en mindre stigning i efterspørgsel på fibernettet. Den resterende budgetperiode er estimeret med en 3% stigning.

#### 11.2.2.6 Markets

- DONG Energy's primære historisk positive bidragsyder til den samlede omsætning er deres Marketssegment. Forretningsområdets omsætning er i væsentlig grad påvirket af deres evne til at forudsige udsving i markedet i forhold til det reelle udsving i prisudviklingen på olie-, gas og råvaremarkedet. Segmentets mulighed for positiv udvikling i omsætningen er i væsentlig grad begrænset til en forøgelse af kundeporteføljen, en stigning i eksisterende kunders efterspørgsel, eller en stigning i råvarepriserne, forudsat en korrekt prissikringspolitik på deres produkter. På baggrund af de prisudsving, der har været på såvel olie- og gasmarkedet som råvaremarkedet i 1. halvåret 2008 er det vores vurdering, at segmentet i fremtiden kan forventes at bidrage positivt til selskabets omsætning. Denne fremgang vil dog være begrænset af hastigheden og politikers velvilje overfor innovationer inden for de alternative energiområder.

- Ovenstående forudsætninger for Marketsegmentet mener vi påvirker budgettet med en stigning på 14% i 2009 og 10% i 2010. Dette skal ses som et resultat af den forventede stigning i omsætning i E&P samt Generation. Vi forventer, som det også er tilfældet i E&P og Generationsegmentet, at udviklingen i omsætningen fra 2010 og frem vil falde til 7% og derefter stagnere på en 5%'s stigning i den resterende del af budgetperioden. Igen skal forklaringen på denne udvikling findes i vores forventning til selskabets løbende investeringer i vedvarende energikilder samt olie- og gasfelter. Disse forventninger er endvidere opstillet med en forventning om, at segmentets prissikringspolitikker efterleves, og markedspriserne i høj grad udvikler sig fordelagtigt i forhold til disse politikker.

### 11.2.3 EBIT

Udviklingen i EBIT i de 5 budgetteringsår samt terminalperioden fastsættes ud fra nedenstående forudsætninger. Eftersom ovenstående afsnit, omhandlende omsætning, har en påvirkning på EBIT, vil vi i nedenstående gennemgang primært fokusere på omkostningssiden.

#### 11.2.3.1 E&P

- DONG Energy's løbende investeringer i licenser og olie-/gas aktiviteter vil ikke umiddelbart have en væsentlig omkostningseffekt på koncernens EBIT, da disse investeringer primært vil bestå af anlægsinvesteringer, som bliver afskrevet over aktivernes forventede løbetid. Vi henviser til gennemgang af investeringer i driftsaktiver i afsnit 11.2.4.

#### 11.2.3.2 Generation

- Modsat E&P segmentet, er Generations omkostningsstruktur i væsentlig grad påvirket af olie-, gas-, kul og råvarepriser. Udviklingen af prisfastsættelsen på verdensmarkedet er således en væsentlig faktor for Generations bidrag til det samlede EBIT. Selskabet forsøger at minimere denne omkostningseksponering ved at foretage investeringer i forskning og udviklingsprojekter i vedvarende teknologier, som eksempel vindmøller, ladestationer til elbiler og biogasanlæg.

  Ser vi på udviklingen i EBITDA fra 1. halvår 2007 til 1. halvår 2008, er driftsresultatet faldet med 22,15% mens udviklingen i EBIT er status quo[106]. Faldet i EBITDA skyldes til dels, at en stigning i omsætning blev mere end modsvaret af de høje brændselspriser. Dette fald blev modsvaret af en tilsvarende mindre afskrivning i relation til forbrug af de $CO_2$ kvoter, som blev optaget i balancen i forbindelse med førstegangsindregning af Energi E2. Modsætningsvis steg EBITDA fra vedvarende energi med 16% i forhold til 1. halvår 2008[107]. Disse forhold gør, at vi ser DONG Energy's stigende investeringer i vedvarende energikilder som en væsentlig positiv faktor til selskabets omkostningsreduktion og eksponering overfor brændselspriser i tiden fremover.

  Segmentets investering i rådgivning og planlægning af opførsel af moderne kraftvarmeværker vil, efter vores vurdering, ikke modsvares af samme vækst i

[106] DONG Energy Halvårsrapport 2008, s. 14
[107] DONG Energy Halvårsrapport 2008, s. 14

omkostninger som omsætning, da der primært er tale om rådgivningsydelser, som muligvis vil resultere i omkostningsfrie mer-/krydssalg, hvilket medvirker til, at EBIT margin stiger, da væksten i omsætningen ikke modsvares af den samme vækst i omkostninger. Det er dog ikke vores vurdering, at denne stigning vil blive realiseret inden for den 5-årige budgetperiode denne værdiansættelse ligger til grund for.

- Samlet set for Generationsegmentet har vi estimeret med en stigning i EBIT på 11% i 2009 til 15% i 2010 og igen 10% i 2011. Udviklingen skal primært ses som følge af en forventet synergieffekt mellem Generations investeringer i vedvarende energikilder og diversificering af risici på brændselspriser. Endvidere vil selskabets omkostninger i stigende grad være forudsigelige af– og nedskrivninger frem for volatile brændselspriser.

#### 11.2.3.3 Distribution

- Segmentet er en value-drive i sig selv, grundet deres pligt til at efterleve forsyningssikkerheden i selskabets respektive netområde. Da selskabets indtjening på Distribution er reguleret af Energitilsynet er det vores vurdering, at selskabets EBIT i dette forretningssegment som udgangspunkt ikke følger udviklingen i omsætningen, men grundet den offentlige regulering, opretholder det niveau det har i dag. Selskabets aflæggelse af reguleringsregnskaber vil i vidt omfang sørge for, at selskabet ikke har en høj EBIT-margin, da forsyningspriserne vil blive offentlig reguleret efter genereret overskud.

- Udviklingen i tilgang af Fibernetkunder vil ikke have en væsentlig indflydelse på selskabets omkostningsniveau, da kunderne selv betaler for størstedelen af den omkostning, som er tilknyttet installation af Fibernet. Elselskaberne er som helhed underlagt et mål fra politikerne om, at alle 0,32Kwh luftledninger skal være nedgravet i 2011 hvilket indirekte indikerer, at alle fibernetkabler også vil være i jorden inden for samme tidshorisont.

- Vores samlede forventning til segmentets EBIT niveau er således ikke væsentlig anderledes end de historiske data, primært for 2008, på ca. 25% af udviklingen i omsætningen. Grundet en forventning om væsentlige synergier mellem el- og forsyningspligtselskaberne samt en forventet merindtægt for fibernetkunder har vi således estimeret et EBIT niveau på ca. 50% af udviklingen i omsætningen. Vi forventer således en stigning på 2% i 2009 til 3% i 2010 for derefter at stagnere på en 2% vækststigning.

#### 11.2.3.4 Markets

- Segmentets driftsresultat er i høj grad påvirket af markedspriserne for olie- og gas samt timelagseffekten af deres gaskontrakter. Dette forhold gør det meget svært at budgettere, da disse produkter er meget prisfølsomme og varierer meget i forhold til andre produkter. Endvidere er påvirkningen af udvikling i gaspriserne forsinket grundet timelagseffekten hvilket også skal ses som en forstyrrende faktor i budgetteringen.

  Set med historiske øjne, er segmentets EBIT steget med 8,5% fra 1. halvår 2007 mod 1. halvår 2008 – hvilket er lille set i forhold til stigningen i omsætningen i samme periode på 60%. Ser vi på samme forhold i perioden 2. kvt. 2007 til 2. kvt. 2008 er forholdet ligeledes en stigning på 60% på omsætningen, mens EBIT er steget med 238% i samme periode.

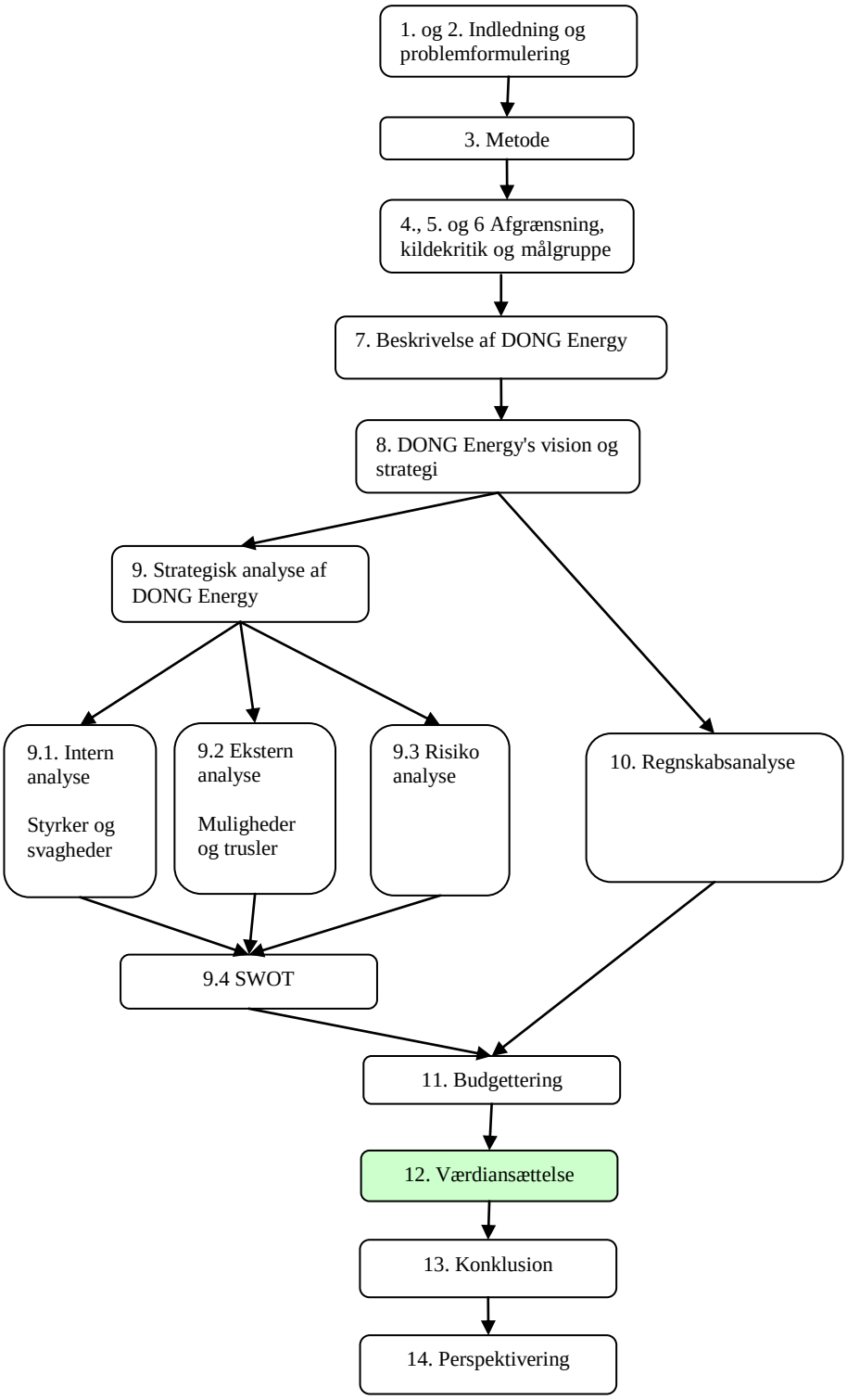
  Vi kan således konkludere, at segmentets driftsresultat historisk set har været væsentligt påvirket af prisudsving på markedet, selvom de, til en vis grad, har formået at indgå fordelagtige kontrakter og dermed sikret deres finansielle eksponering. Som følge af store historiske udsving mellem omsætning og EBIT, er det meget svært at estimere fremtidens omkostningsniveau for dette segment. Vores grundlag for estimering af omkostningsniveauet for dette segment har vi derfor udarbejdet som en residual i forholdet mellem vores totale EBIT-forventning og forventningen til de 3 forudgående segmenter.

### 11.2.4 Investeringer i driftsaktiver

Udviklingen i afskrivninger, investeringer i anlægsaktiver i de 5 budgetteringsår samt i terminalperioden er forsøgt fastsat ud fra de forventninger vi har til DONG Energy's strategiske position samt udviklingen i branchen og markedet. Vi forventer, at selskabet som helhed, i de kommende år vil øge deres investeringer betydeligt i såvel nye licenser, produktioner samt udviklingsprojekter i vedvarende energikilder. Ud fra denne betragtning har vi budgetteret anlægsinvesteringerne til at være stigende fra 10-11% de første 2 budgetår for derefter at være faldende fra 9-6% henover den resterende budgetperiode. Faldet skyldes primært, at vi forventer, at selskabet i den resterende budgetperiode vil sørge for at opretholde deres investeringsaktiviteter. Dels for at fremtidsforsikre deres forretning, men også for at bibeholde deres position som førende inden for udvikling af nye og ressourcevenlige produktionsveje.

Udviklingen i den investerede kapital i budgetperioden er estimeret ud fra vores forventning til udviklingen i omsætningshastigheden på den investerede kapital. DONG Energy's omsætningshastighed på den investerede kapital er steget væsentligt igennem det seneste år. Som det fremgår af den regnskabsmæssige analyse skyldes denne udvikling en væsentlig stigning i

omsætningen som følge af fuld indregning af de opkøbte selskaber og indtjening fra nyinvesterede produktionsfelter. Vi forventer, at væksten vil stige de første år i budgetperioden, da det er vores forventning, at investeringer i driftsaktiver vil stige i takt med den forventede omsætningsvækst. I slutningen af budgetteringsperioden vil vi forvente, at omsætningshastigheden på den investerede kapital vil falde en smule som følge af de 5%'s stagnering i vækst på omsætningen, hvilket vil føre til et fald i omsætningshastigheden på den investerede kapital.


1. og 2. Indledning og problemformulering
3. Metode
4., 5. og 6 Afgrænsning, kildekritik og målgruppe
7. Beskrivelse af DONG Energy
8. DONG Energy's vision og strategi
9. Strategisk analyse af DONG Energy
9.1. Intern analyse
Styrker og svagheder
9.2 Ekstern analyse
Muligheder og trusler
9.3 Risiko analyse
10. Regnskabsanalyse
9.4 SWOT
11. Budgettering
12. Værdiansættelse
13. Konklusion
14. Perspektivering

# 12. VÆRDIANSÆTTELSE

Formålet med dette afsnit er at foretage den egentlige beregning af værdiansættelsen af DONG Energy A/S med udgangspunkt i de valgte modeller som beskrevet i metodeafsnittet 3. Vores input til modellerne er de estimerede fremtidige indtjeningsmuligheder i form af et 5-årigt budget for DONG Energy A/S, som vi redegjorde for i budgetafsnittet 11.

## 12.1 Den tilbagediskonterede cash flow model (DCF-modellen)

Vi anvender DCF-modellen til beregning af værdiansættelsen af DONG Energy A/S. Modellen tager, som beskrevet i metodeafsnit 3, udgangspunkt i de tilbagediskonterede frie cash flows for den 5-årige budgetperiode tillagt en terminalværdi, som skal kunne forklare udviklingen efter budgetperioden. Det skal ved anvendelsen af DCF modellen holdes for øje, at trods den 5-årige budgetperiode, så er det terminalværdien, der har den vægtende betydning for værdiansættelsen, hvorfor det er væsentligt at fange alle de forventede tendenser igennem budgetperiodens 5 år, da det er det 6. budgetteringsår, som ligger til grund for terminalværdien.

### 12.1.1 DONG Energy's fremtidige værdiskabelse

Vi fandt i regnskabsanalysen, at DONG Energy var begyndt at skabe værdi for ejerne. Dette fandt vi ved at se på spreadet mellem ROIC og WACC. Nedenstående tabel viser den forventede afkastgrad på den investerede kapital holdt op imod de forventede kapitalomkostninger.

**Tabel 13: Opsummering af resultaterne fra budget**

| | E2009 | E2010 | E2011 | E2012 | E2013 |
|---|---|---|---|---|---|
| ROIC | 12,46% | 12,06% | 11,88% | 11,64% | 11,57% |
| WACC | 6,03% | 6,03% | 6,03% | 6,03% | 6,03% |
| Spread | 6,43% | 6,03% | 5,85% | 5,61% | 5,54% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Det ses ud fra ovenstående tabel, at forventningen er at DONG Energy kan skabe værdi for ejerne i fremtiden, da ROIC i hele budgetteringsperioden overstiger de forventede kapitalomkostninger. DONG Energy vil, ud fra ovenstående tal, have en nedadgående markedsværdi igennem budgetperioden, men stadig holde spreadet positivt. Dette er i god

overensstemmelse med den økonomiske teori, som siger, at det kun er muligt på kort sigt for en virksomhed at opnå et øget afkast, da den frie konkurrence og markedskræfterne vil medføre, at den "overnormale" profit igen stabiliseres på lang sigt. Dette rationale kan dog diskuteres. Vi mener, at det er muligt for DONG Energy at skabe en øget markedsværdi ved at øge EBIT-margin igennem en fokuseret omkostningsreduktion og forøgelse af omsætningshastigheden på den investerede kapital. Ligesom det vil være muligt igennem en formindskelse af WACC, hvilket for eksempel kan ske ved at reducere den driftsmæssige og finansielle gearing. Det kan gøres ved at flere faste omkostninger er variable og udvide aktiekapitalen eller undlade at betale udbytte. Men ligesom den økonomiske teori, så mener vi ikke at det er muligt på lang sigt at fortsætte med at være i vækst.

### 12.1.2 Værdiansættelse af DONG Energy A/S

I det foregående afsnit omhandlende budgetteringen har vi beskrevet under hvilke forudsætninger vi forventer, at DONG Energy vil udvikle sig økonomisk. Vi har i nedenstående figur, med udgangspunkt i budgettet og tilbagediskonteringen af de frie cash flows tillagt den tilbagediskonterede terminalværdi, beregnet værdien af DONG Energy ultimo 2008.

**Figur 19: Beregning af DONG Energy efter DCF modellen**

| | Nuværende periode | Budgetperiode | | | | | Terminal-periode |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | *2008* | *E2009* | *E2011* | *E2012* | *E2013* | *E2014* | *E2015<* |
| **DO** | | 7.725 | 8.266 | 8.927 | 9.463 | 10.031 | 10.231 |
| **NDA** | 58.726 | 65.292 | 71.821 | 78.450 | 84.125 | 89.281 | 91.066 |
| **FCFF** | | 1.160 | 1.737 | 2.299 | 3.788 | 4.875 | 4.972 |
| **Diskonteringsfaktor (1,06)^t** | 1,060 | 1,060 | 1,124 | 1,192 | 1,264 | 1,340 | |
| **PV af FCFF** | | 1.094 | 1.545 | 1.928 | 2.997 | 3.637 | |

| | | |
|---|---|---|
| | **PV af FCFF til 2014** | **11.201** |
| | **Terminalværdi (TV)*** | **123.283** |
| | PV af TV | 91.980 |
| | Virksomhedsværdi | 103.180 |
| | Bogført værdi af NFF | 14.130 |
| | Værdi af egenkapital | 89.050 |
| | Værdi af minoriteter** | 79 |
| | Værdi af egenkapital (moder) | **88.971** |
| | g = den forventede vækst i virksomhedens frie cash flow i uendelighed | 2% |
| * | TV = (4.972/(0,06-0,02)= | 123.283 |
| ** | Bogført værdi af minoritetsinteresser | 45 |
| | Bogført værdi NDA | 58.726 |
| | Andel af minoriteter | 0,000766 |
| | Værdi af NDA | 103.180 |
| | Estimeret værdi af minoriteter | **79** |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Vores værdiansættelse af DONG Energy A/S ultimo 2007 viser således en pris på 89 mia. kr. ved anvendelse af DCF modellen, korrigeret for minoritetsaktionærernes andel på 79 mio.kr..

### 12.1.3 Konsekvensberegning med ændringer i EBIT, NDA og g (vækstrate)

For at belyse, hvor meget minimale ændringer i hhv. EBIT, NDA og g kan forårsage af udsving i værdiansættelsen af egenkapitalen. Har vi jf. nedenstående tabel foretaget en konsekvensanalyse med udgangspunkt i 0,5-1%-points ændringer.

**Tabel 14: Følsomhedsanalyse ved ændring i EBIT, NDA og g**

| | Beregnet pris | EBIT | | NDA | | g | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | +1%-point | ændring i % | +1%-point | ændring i % | +0,5%-point | ændring i % |
| Nutidsværdi af cash flow | 11.201 | 12.149 | 8% | 10.388 | -7% | 11.201 | 0% |
| Nutidsværdi terminalværdi | 91.980 | 100.958 | 10% | 91.007 | -1% | 105.511 | 15% |
| **Værdi af egenkapital** | ***88.971*** | ***98.991*** | 11% | ***87.187*** | -2% | ***102.492*** | 15% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Ovenstående beregninger illustrer, at g er den mest følsomme faktor, da denne med en ændring på 0,5%-point kan forårsage en værdistigning af egenkapitalen på 15% hvorimod en 1%-point ændring af NDA kun forårsager en ændring på -2%. g's væsentlige påvirkningsfaktor skyldes hovedsageligt, at g indgår i beregning af terminalværdien, hvilket bekræfter ovenstående teori omkring terminalværdiens væsentlige påvirkning af værdiansættelse efter DCF modellen.

En forøgelse af EBIT på 1%-point gennem omkostningsreduktion og fokusering på forøgelse af omsætningshastighed på investeret kapital kan ligeledes forårsage en stigning i den estimerede værdi af selskabet på 11% hvilket vi anser som en væsentlig værdiforøgelse.

### 12.1.4 Konsekvensberegning med ændringer i lånerenten

Lånerenten er i vores budgetforudsætninger ændret fra -0,5% til +1,5%-point i forhold til renten på den 10 årige statsobligation, da den nuværende situation på finansmarkederne, har bevirket, at renten har været stigende det seneste år. Nedenstående viser konsekvenserne af en ændret rentesats:

**Tabel 15: Følsomhedsanalyse ved ændring i lånerenten**

| Konsekvensberegning vedr. lånerenten | -0,5%-point | Estimeret | +0,5%-point | +1%-point | +1,5%-point |
|---|---|---|---|---|---|
| LR (Lånerenten) i % | 4,00 | **4,50** | 5,00 | 5,50 | 6,00 |
| WACC i % | 5,60 | **6,03** | 6,47 | 6,90 | 7,34 |
| **Værdi af egenkapital jf. DCF-modellen i mio.kr.** | **102.413** | **88.971** | **78.163** | **69.288** | **61.871** |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Det ses ud fra ovenstående tabel, at ganske små ændringer i lånerenten betyder meget for den estimerede værdi af DONG Energy. Vi mener stadig, at vores estimat er korrekt med

den forudsætning, at det er vores forventning, at finansmarkederne inden for en nærmere årrække vil stabilisere sig og renten igen vil ligge på niveauet fra før finanskrisens indtræden.

### 12.1.5 Konsekvensberegning ved ændringer i ejernes afkastkrav

Vi har, i afsnit 10.3.1.3 beregnet ejernes afkastkrav ved hjælp af CAPM-metoden. Ejernes afkastkrav er styret af tre faktorer, nemlig lånerenten, DONG Energy's beta-værdi og en risikopræmie. Lånerenten fastholder vi i første omgang på 4,5 %, da vi i ovenstående har vist hvad ændringer i lånerenten vil betyde for værdiansættelsen. DONG Energy's beta er beregnet ud fra selskabets samlede risiko i forhold til markedsporteføljen. Endvidere forudsætter CAPM-modellen, at virksomhedens beta-værdi er konstant i hele perioden. Dette leder os hen til, at risikopræmien er den faktor, som vi kan justere på for at se, hvilke konsekvenser ejernes afkastkrav har på værdiansættelsen. Risikopræmien er svær at fastlægge, da den i og for sig er subjektiv for hver enkelt investor. Vi har sat risikopræmien ud fra en undersøgelse udarbejdet af PWC[108], som har klarlagt, at den historisk anvendte gennemsnitlige risikopræmie er 4,5 %. Spændet ligger dog på 3 – 5,5 %, hvorfor vi foretage konsekvensberegningen inden for dette interval. Det er ligeledes meget relevant at vurdere, hvor meget ændringer i risikopræmien påvirker værdiansættelsen, da man på nuværende tidspunkt kan anfægte risikopræmien til at skulle være højere grundet finanskrisen.

**Tabel 16: Følsomhedsanalyse ved ændring i risikopræmien**

| Konsekvensberegning vedr. risikopræmien | -1%-point | -0,5%-point | Estimeret | +0,5%-point | +1,%-point |
|---|---|---|---|---|---|
| Risikopræmien i % | 3,50 | 4,00 | 4,50 | 5,00 | 5,50 |
| Ejernes afkastkrav i % | 7,48 | 7,90 | 8,33 | 8,75 | 9,18 |
| WACC i % | 5,73 | 5,88 | 6,03 | 6,19 | 6,34 |
| **Værdi af egenkapital jf. DCF-modellen i mio.kr.** | **98.003** | **93.309** | **88.971** | **84.949** | **81.210** |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Det ses ud fra ovenstående tabel, at værdiansættelsen af DONG Energy også i høj grad er følsom over for ændringer i risikopræmien. Værdiansættelsen er dog ikke helt så følsom som ændringer i lånerenten, hvilket er naturligt, da lånerenten både påvirker WACC i sig selv og via ejernes afkastkrav.

[108] www.pwc.dk – Prisfastsættelsen på aktiemarkedet

### 12.1.6 Konsekvensberegning vedr. både lånerenten og risikopræmien

Det ses ud fra ovenstående, at såvel lånerenten som risikopræmien har en væsentlig betydningen for estimeringen af værdiansættelse af DONG Energy. I nedenstående tabeller er det vist, hvordan ændringerne i lånerenten og risikopræmien i samspil påvirker WACC og dermed den beregnede kursværdi af DONG Energy A/S.

**Tabel 17: Følsomhedsanalyse ved ændring lånerenten og risikopræmien**

| WACC i % | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Lånerenten/ risikopræmien** | **3,5** | **4,0** | **4,5** | **5,0** | **5,5** |
| **4,0** | 5,01 | 5,45 | 5,88 | 6,32 | 6,75 |
| **4,5** | 5,16 | 5,60 | ***6,03*** | 6,47 | 6,90 |
| **5,0** | 5,31 | 5,75 | 6,19 | 6,62 | 7,06 |
| **5,5** | 5,47 | 5,90 | 6,34 | 6,77 | 7,21 |
| **6,0** | 5,62 | 6,05 | 6,49 | 6,92 | 7,36 |

| Kursværdi ved ændringer i lånerenten & risikopræmien | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Lånerenten/ risikopræmien** | **3,5** | **4,0** | **4,5** | **5,0** | **5,5** |
| **4,0** | 126.729 | 107.898 | 93.309 | 81.679 | 72.194 |
| **4,5** | 119.578 | 102.413 | ***88.971*** | 78.163 | 69.288 |
| **5,0** | 113.084 | 97.374 | 84.949 | 74.880 | 66.557 |
| **5,5** | 107.161 | 92.729 | 81.210 | 71.807 | 63.988 |
| **6,0** | 101.737 | 88.433 | 77.726 | 68.925 | 61.565 |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Ovenstående tabel viser, at ændringer i WACC og risikopræmien giver et spænd i kursværdien på 75 mia.kr. til 102 mia.kr. for DONG Energy. Ud fra den nuværende situation er det vores vurdering, at det er mest sandsynligt, at renten bliver liggende i intervallet mellem 4,0-5.0% hvilket er i overensstemmelse med vores anvendelse af 4,5% i værdiansættelsen. Det kan diskuteres, om investorernes krav til risikopræmien på nuværende tidspunkt kunne være højere end de 4,5% vi har anvendt i vores beregning af værdiansættelsen. Vores anvendelse af 4,5% er baseret på vores vurdering af DONG Energy og energimarkedet som helhed, da vi ikke har vurderet investeringer i energiselskaber for værende af høj risiko.

## 12.2 Residualindkomstmodellem (RI-modellen)

Anvender vi RI-modellen til beregning af værdiansættelsen af DONG Energy A/S, tager vi, som beskrevet i metodeafsnit 3, udgangspunkt i den bogførte egenkapital primo, målingsperioden og det fremtidige overnormale afkast for den 5-årige budgetperiode. Det skal ved anvendelsen af RI-modellen holdes for øje, at det også her er terminalværdien, der har den vægtende betydning for værdiansættelsen.

### 12.2.1 DONG Energy's fremtidige værdiskabelse

Vi fandt i regnskabsanalysen, at DONG Energy, allerede historisk set, generede et overnormalt afkast (residualindkomst) defineret som forskellen mellem egenkapitalforrentningen (ROE) og ejerafkastkravet ( $k_e$ ). Dette fandt vi ved at se på spreadet mellem EKF og $k_e$ . Nedenstående tabel viser den forventede egenkapitalforrentning holdt op imod de forventede ejerafkastkrav.

**Tabel 18: Opsummering af resultaterne fra budget**

| | E2009 | E2010 | E2011 | E2012 | E2013 |
|---|---|---|---|---|---|
| **ROE** | 14,12% | 13,87% | 13,71% | 13,18% | 12,70% |
| $K_e$ | 8,33% | 8,33% | 8,33% | 8,33% | 8,33% |
| **Residual indkomst** | 5,79% | 5,54% | 5,38% | 4,85% | 4,37% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Det ses ud fra ovenstående tabel, at forventningen er, at DONG Energy kan skabe merværdi for ejerne i fremtiden, da ROE i hele budgetteringsperioden overstiger de forventede ejerafkastkrav. DONG Energy vil, ud fra ovenstående tal, have et nedadgående overnormalt overskud igennem budgetperioden men formår stadig at holde residualindkomsten positiv. Dette er i god overensstemmelse med den økonomiske teori, som siger, at det kun er muligt på kort sigt for en virksomhed at opnå et øget afkast, da den frie konkurrence og markedskræfterne vil medføre, at den "overnormale" profit igen stabiliseres på lang sigt. Dette rationale kan dog diskuteres.

Vi mener stadig, som nævnt under DCF-modellen, at det er muligt for DONG Energy at skabe en øget markedsværdi ved at øge EBIT. Men ligesom den økonomiske teori, så

mener vi ikke det er muligt på lang sigt at fortsætte med at være i samme vækstniveau som den nuværende.

### 12.2.2 Værdiansættelse af DONG Energy A/S

I det foregående afsnit omhandlende budgetteringen har vi beskrevet under hvilke forudsætninger, vi forventer at DONG Energy vil udvikle sig økonomisk. Vi har i nedenstående figur, med udgangspunkt i budgettet og en opgørelse af den fremtidige residualindkomst tillagt den tilbagediskonterede terminalværdi, beregnet værdien af DONG Energy ultimo 2008.

**Figur 20: Beregning af DONG Energy efter RI modellen**

| | *Nuværende periode* | *Budgetperiode* | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | ***2008*** | ***E2009*** | ***E2011*** | ***E2012*** | ***E2013*** | ***E2014*** |
| **Totalindkomst (Nettooverskud)** | 3.854 | 6.567 | 7.041 | 7.669 | 8.186 | 8.746 |
| **Forventet udbyttebetaling (Netto dividende)** | 1.734 | 2.627 | 2.464 | 1.917 | 1.637 | 1.749 |
| **Egenkapital (Bogført værdi)** | 44.551 | 48.491 | 53.068 | 58.819 | 65.368 | 72.365 |
| **RI** | | **2.858** | **3.004** | **3.251** | **3.290** | **3.304** |
| **PV af RI** | | **2.638** | **2.560** | **2.558** | **2.389** | **2.215** |
| *Efter år 2014 forventes RI at vokse med konstant vækstrate på 2%* | | | | | | **35.720** |
| EK primo | 44.551 | | | | | |
| PV af RI | 12.360 | | | | | |
| PV af TV | 35.720 | | | | | |
| **Værdi af egenkapital** | **92.631** | | | | | |
| Diskonteringsfaktor (Ke) | 1,083 | 1,083 | 1,173 | 1,271 | 1,377 | 1,492 |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Vores værdiansættelse af DONG Energy A/S ultimo 2007 viser således en pris på 93 mia. kr. ved anvendelse af RI-modellen.

### 12.2.3 Konsekvensberegning med ændringer i totalindkomst, dividende og g (vækstrate)

For at belyse hvor meget minimale ændringer i hhv. totalindkomst, dividende og g kan forårsage af udsving i værdiansættelsen af egenkapitalen, har vi jf. nedenstående tabel foretaget en konsekvensanalyse med udgangspunkt i 0,5-10%-points ændringer.

**Tabel 19: Følsomhedsanalyse ved ændring i totalindkomst, dividende og g**

| | Beregnet pris | Totalindkomst +1%-point | ændring i % | Dividende +10%-point | ændring i % | g 0,5%-point | ændring i % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Værdi af egenkapital** | ***92.631*** | ***93.659*** | 1% | ***95.711*** | 3% | ***95.887*** | 4% |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Ovenstående beregninger illustrer, at ingen af de ovenstående faktorer har en væsentlig indflydelse på beregning af kursværdien for DONG Energy ved anvendelse af RI-modellen. Dette skyldes, at man i denne model ikke anvender en terminalværdi og derfor ikke har en væsentlig beregningsfaktor, som kan forårsage betydelige ændringer i den beregnede værdi.

### 12.2.4 Konsekvensberegning med ændringer i lånerenten

Som gjort ved beregning af følsomhedsanalysen efter DCF-modellen, har vi ændret lånerenten med -0,5% til +1,5%-point i forhold til renten på den 10 årige statsobligation.

**Tabel 20: Følsomhedsanalyse ved ændring i lånerenten**

| ***Konsekvensberegning vedr. lånerenten*** | **-0,5%-point** | **Estimeret** | **+0,5%-point** | **+1%-point** | **+1,5%-point** |
|---|---|---|---|---|---|
| LR (Lånerenten) i % | 4,00 | **4,50** | 5,00 | 5,50 | 6,00 |
| Ejernes afkastkrav i % | 7,83 | **8,33** | 8,83 | 9,33 | 9,83 |
| ***Værdi af egenkapital jf. RI-modellen i mio.kr.*** | **101.768** | **92.631** | **84.856** | **78.165** | **72.349** |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Det ses ud fra ovenstående tabel, som ved DCF-modellen, at ganske små ændringer i lånerenten betyder meget for den estimerede værdi af DONG Energy.

### 12.2.5 Konsekvensberegning ved ændringer i ejernes afkastkrav

Som omtalt i vores følsomhedsanalyse efter DCF-modellen, har vi, i afsnit 10.3.1.3, beregnet ejernes afkastkrav ved hjælp af CAPM-metoden. Vi har, ligesom tidligere, foretaget en følsomhedsanalyse af ændringen i risikopræmien for at illustrere, hvor stor effekt ændringer i præmien har for hhv. ejernes afkastkrav og dermed vores værdiansættelse af DONG Energy.

**Tabel 21: Følsomhedsanalyse ved ændring i risikopræmien**

| ***Konsekvensberegning vedr. risikopræmien*** | **-1%-point** | **-0,5%-point** | **Estimeret** | **+0,5%-point** | **+1,%-point** |
|---|---|---|---|---|---|
| Risikopræmien i % | 3,50 | 4,00 | 4,50 | 5,00 | 5,50 |
| Ejernes afkastkrav i % | 7,48 | 7,90 | 8,33 | 8,75 | 9,18 |
| ***Værdi af egenkapital jf. RI-modellen i mio.kr.*** | **109.176** | **100.297** | **92.631** | **85.947** | **80.072** |

*Kilde: Egen tilvirkning*

Det ses ud fra ovenstående tabel, at værdiansættelsen af DONG Energy A/S også ved hjælp af RI-modellen i høj grad er følsom over for ændringer i risikopræmien.

### 12.2.6 Konsekvensberegning vedr. både lånerenten og risikopræmien

I nedenstående tabeller har vi igen vist, hvordan ændringerne i lånerenten og risikopræmien i samspil påvirker ejernes afkastkrav og dermed den beregnede kursværdi af DONG Energy A/S.

**Tabel 22: Følsomhedsanalyse ved ændring lånerenten og risikopræmien**

| Ejernes afkastkrav i % | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Lånerenten/ risikopræmien** | **3,5** | **4,0** | **4,5** | **5,0** | **5,5** |
| **4,0** | 6,90 | 7,40 | 7,90 | 8,40 | 8,90 |
| **4,5** | 7,33 | *7,83* | ***8,33*** | *8,83* | 9,33 |
| **5,0** | 7,75 | *8,25* | 8,75 | *9,25* | 9,75 |
| **5,5** | 8,18 | 8,68 | 9,18 | 9,68 | 10,18 |
| **6,0** | 8,60 | 9,10 | 9,60 | 10,10 | 10,60 |

| Kursværdi ved ændringer i lånerenten & risikopræmien | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Lånerenten/ risikopræmien** | **3,5** | **4,0** | **4,5** | **5,0** | **5,5** |
| **4,0** | 123.680 | 110.890 | 100.297 | 91.385 | 83.789 |
| **4,5** | 112.653 | *101.768* | ***92.631*** | *84.856* | 78.165 |
| **5,0** | 103.278 | *93.906* | 85.947 | *79.108* | 73.172 |
| **5,5** | 95.214 | 87.064 | 80.072 | 74.012 | 68.712 |
| **6,0** | 88.206 | 81.057 | 74.869 | 69.464 | 64.709 |

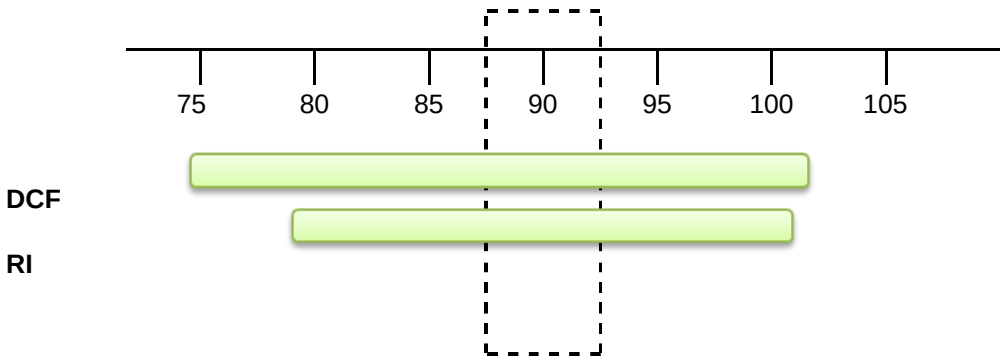
*Kilde: Egen tilvirkning*

Ovenstående tabel viser, at ændringer i lånerenten og risikopræmien giver et spænd i kursværdien på 79 mia.kr. til 102 mia.kr. for DONG Energy.

## 12.3 Konklusion på værdiansættelsen

I vores beregning af værdien på DONG Energy A/S ultimo 2008 har vi brugt de kapitalværdibaserede modeller DCF- og Resultatindkomstmodellen. Resultaterne af beregningerne er vist i nedenstående figur i de intervaller, som vores konsekvensberegninger har vist at værdien bør ligge inden for. Ud fra spredningen i vores konsekvensberegninger har vi vurderet kursværdien for DONG Energy i gennemsnit burde ligge mellem 87-92 mia.kr. hvilket efter vores vurdering er sandsynligt og en fair værdi.

**Figur 23 – Oversigt over resultaterne af de 2 værdiansættelses modeller**




*Kilde: Egen tilvirkning*

Ud fra ovenstående figur, kan vi konstatere, at værdiansættelsen ud fra de 2 modeller ikke afviger væsentligt fra hinanden hvilket bekræfter os i, at den beregnede kursværdi ikke afviger væsentligt fra den egentlige markedsværdi da vi har anvendt de samme budgetforudsætninger i begge modeller. I teorien burde kursværdien være den samme lige meget hvilken model man anvender, det er dog i praksis ikke muligt, da modellernes input er forskelligt og lægger vægt på hhv. informationsperspektiver kontra målingsperspektivet.

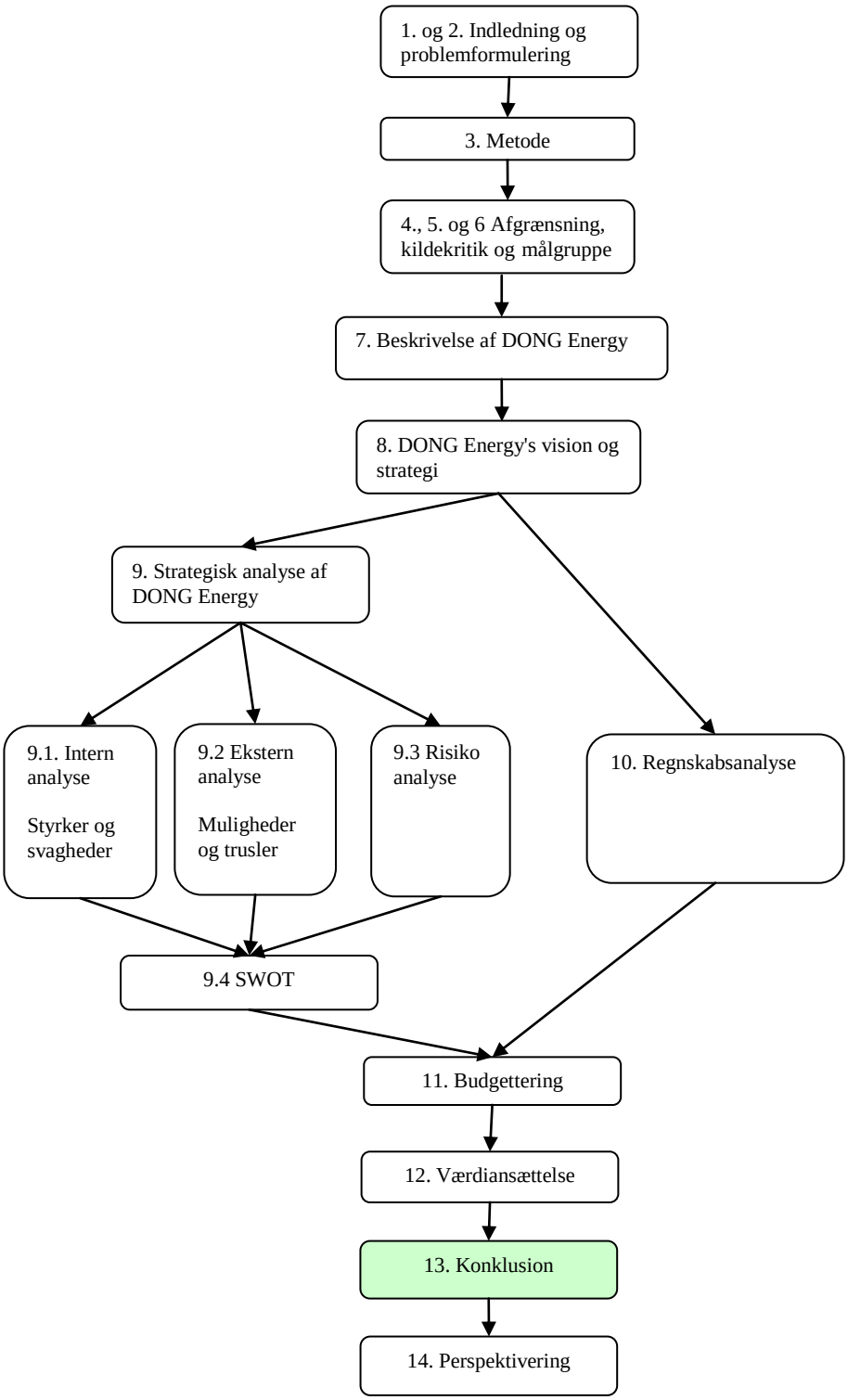
DCF-modellen er baseret på informationsperspektivet og det præstationsorienterede paradigme, som tager udgangspunkt i resultatopgørelsen og indregning til historiske kostpriser i balancen. Overskud bygger primært på matchingprincippet, der afgrænser ressourceforbruget til kostpris, der er medgået til at frembringe periodens indtægter[109].

Modsat er RI-modellen baseret på målingsperspektivet og dermed det formueorienterede paradigme som tager udgangspunkt i balancen og indregning til dagsværdi i balancen. Overskud måles på grundlag af ændringer i balancen fra primo til ultimo.

Der er mange diskussioner omkring anvendeligheden af ovenstående paradigmer ud fra et værdiansættelsessynspunkt og der er både fordele og ulemper ved begge paradigmer. Set ud fra en analytikers synspunkt, stiller RI-modellen mindre krav til analytikerens kunnen og estimering af finansielle data til værdiansættelsen, da de kan gøre brug af det målingsperspektiv selskabet og revisor har lagt til grund for regnskabet. Modsatrettet stiller anvendelsen af DCF-modellen større krav til den eksterne analytikers estimering af værdiansættelse, da de anser regnskabet for rådata som de selv bearbejder ud fra det informationsniveau de finder nødvendigt.

I relation til værdiansættelsen i denne afhandling er det vores vurdering, at indregning af balanceposter til dagsværdi giver et mere retvisende billede af selskabets værdi frem for en model, som baserer sig på historiske kostpriser. I praksis er DONG Energy's regnskab hovedsageligt baseret på indregning til dagsværdier frem for historiske kostpriser, hvilket også afspejles i det lille spænd, der er mellem de udregnede værdier.

[109] Elling : *"Finansiel Rapportering*, 1. udgave, Gjellerup, 1. oplag 2008, s.172


1. og 2. Indledning og problemformulering
3. Metode
4., 5. og 6 Afgrænsning, kildekritik og målgruppe
7. Beskrivelse af DONG Energy
8. DONG Energy's vision og strategi
9. Strategisk analyse af DONG Energy
9.1. Intern analyse
Styrker og svagheder
9.2 Ekstern analyse
Muligheder og trusler
9.3 Risiko analyse
10. Regnskabsanalyse
9.4 SWOT
11. Budgettering
12. Værdiansættelse
13. Konklusion
14. Perspektivering

# 13. KONKLUSION

Vi har igennem denne opgave foretaget en strategisk analyse samt en regnskabsanalyse af virksomheden DONG Energy A/S med henblik på en værdiansættelse ultimo 2008. Resultaterne af de ovennævnte analyser er anvendt til en vurdering at DONG Energy's fremtidige indtjeningsmuligheder. Ud fra vores forventning omkring den fremtidige indtjening har vi via de to kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller DCF- og RI-modellen estimeret kursværdien for DONG Energy A/S. Resultaterne af de to værdiansættelser har givet os svar på vores hovedproblemstilling i denne opgave, som var:

***Hvad er den reelle værdi af DONG Energy A/S ultimo 2008?***

Vores estimat viser, at værdien af DONG Energy A/S ultimo 2008 ligger mellem 87-92 mia.kr. Det er vores konklusion, at ovenstående værdi er et retvisende billede af selskabets markedsværdi ud fra vores strategiske analyse og de deraf afledte forudsætninger vi har lagt til grund for budgetteringen. Den udmeldte værdi fra aktieanalytikerne i forbindelse med den planlagte børsnotering i foråret 2008 lød på 40-90 mia. kr. hvilket er et meget stort spænd. Vores værdiansættelse ligger i den høje ende af udmeldingen hvilket skyldes, at vi har haft mulighed for at foretage vurderingen baseret på 1 fuldt regnskabsår med alle segmenter indregnet samt en halvårsrapport for 2008, hvor vi kan konstatere, at selskabet på kort sigt har formået at opretholde deres indtjening trods store udsving i olie- og gaspriser.

Sammen med vores strategiske analyse er det vores vurdering, at niveauet for prisfastsættelsen skal være i spændet mellem 80-90 mia.kr.

Vi vil nedenfor kort opsummere de væsentligste konklusioner fra både den strategiske samt regnskabsmæssige analyse, som har dannet grundlag for vores forventninger til DONG Energy's fremtidige indtjening og dermed værdiansættelsen.

## 13.1 Strategisk analyse

### 13.1.1 Faktorer med væsentlig indflydelse på DONG Energy

Ud fra den strategiske analyse kan vi konkludere, at de faktorer der har væsentlig indflydelse på værdiskabelse i DONG Energy's kan deles op i 4 hovedområder:

- Diversificerende aktiviteter
- Stærk markedsposition i Danmark
- Fokus på miljørigtig produktion og vedvarende energikilder
- Lav konkurrenceintensitet på det danske energimarked

Ovenstående styrker giver selskabet ro og tid til at fremtidssikre deres strategiske vision og udbygge deres position indenfor vedvarende energikilder, som er svaret på fremtidens energiforsyning.

### 13.1.2 DONG Energy's strategiske position ved udgangen af 2008

Det er vores vurdering, at DONG Energy's strategiske position på det danske marked er stærkt i forhold til deres konkurrenter. Vi har dog identificeret nogle interne svagheder, som kan påvirke prisfastsættelsen af selskabet. Vi har vurderet det som en svaghed, at selskabets ekspansionsmuligheder ikke er til stede på det danske energimarked. Endvidere fandt vi, at der ikke er balance mellem nogle af selskabets forretningssegmenters omsætning og resultatbidrag, hvilket kan påvirke selskabets risikoeksponering.

## 13.2 Regnskabsmæssig analyse

### 13.2.1 DONG Energy's historiske resultater gennem de senere år

DONG Energy's revisionspåtegninger og regnskabspraksis er gennemgået kritisk uden bemærkninger. Selskabets revisionspåtegninger er alle uden forbehold og supplerende oplysninger og selskabets ændringer i regnskabspraksis er velbegrundede.

Ud fra rentabilitetsanalysen af selskabets historiske årsrapporter kan det konkluderes, at trods de mange forandringer selskabets har været igennem de seneste år, er det er solidt selskab med historisk pæne resultater.

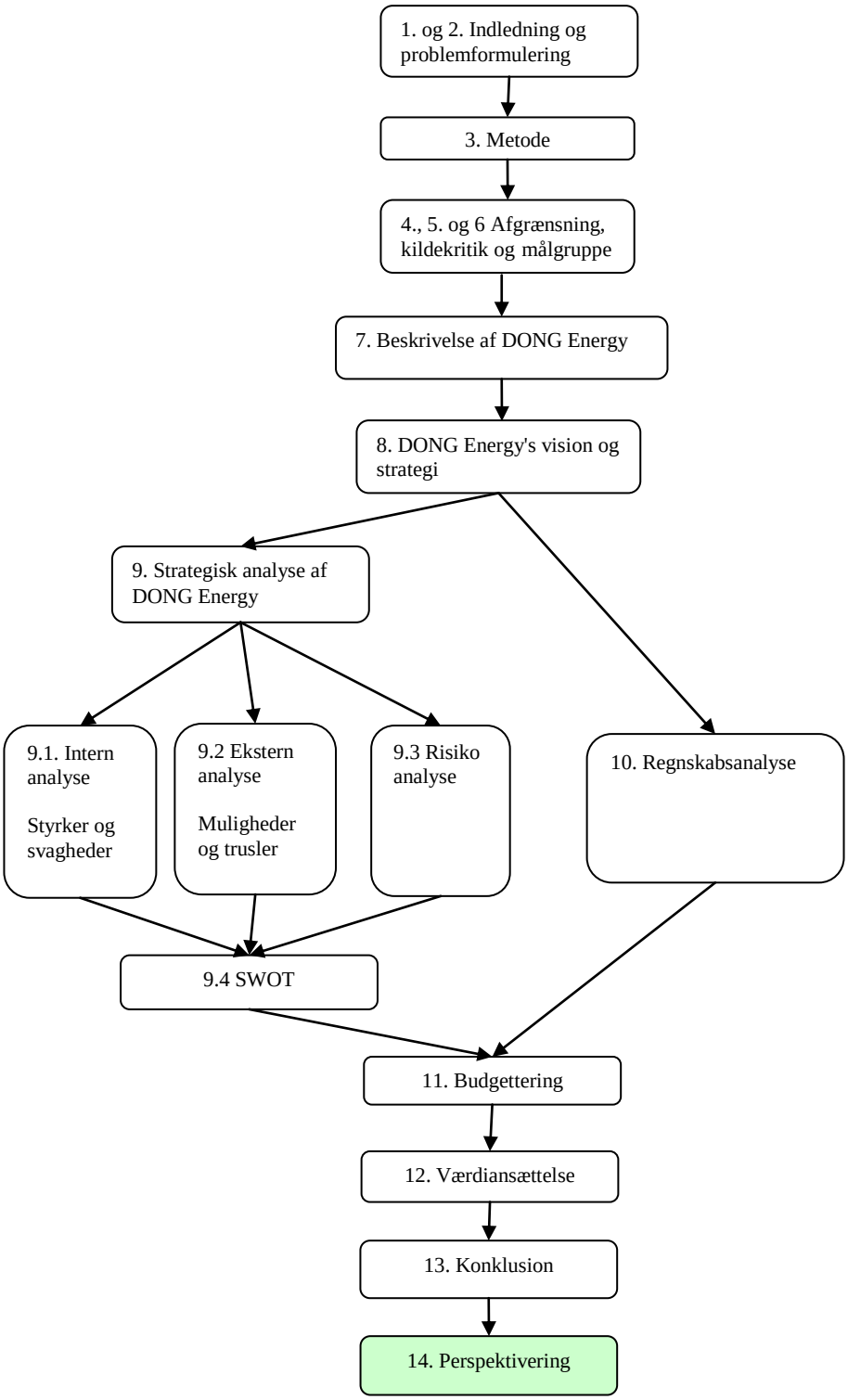
Egenkapitalforrentningen har historisk set været positiv og ligger i udgangen af 2008 på et tilfredsstillende niveau som overstiger den gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) og dermed kan det konkluderes, at der skabes værdi i virksomheden. Egenkapitalsforrentningen påvirkes positivt af afkastningsgraden på den investerede kapital samt den finansielle gearing i selskabet. Det er vores vurdering, at den finansielle gearing ligger på et niveau som understøtter vores konklusion, at DONG Energy er en solid virksomhed.

### 13.2.2 DONG Energy's fremtidige indtjeningsmuligheder

Ud fra vores strategiske – og regnskabsmæssige analyse er det vores vurdering, at selskabet også i fremtiden, vil formå at opretholde pæne resultater hvis de bibeholder deres fokus på at udvinde alternative energikilder. Herudover har selskabet en mulighed for, på kort sigt, at opretholde deres indtjening ved at udvide E&P's efterforskningsfelter og udnytte de produktionsformer der er i dag mest effektivt.

## 13.3 Værdiansættelsen

I vores beregning af værdien på DONG Energy A/S ultimo 2008 har vi anvendt de kapitalbaserede modeller DCF – og Residualindkomstmodellen hvilke har ledt os frem til en værdi mellem 87 og 92 mia.kr.. Dette niveau vurderer vi, med udgangspunkt i vores afhandling, værende sandsynlig og fairi.


1. og 2. Indledning og problemformulering
3. Metode
4., 5. og 6 Afgrænsning, kildekritik og målgruppe
7. Beskrivelse af DONG Energy
8. DONG Energy's vision og strategi
9. Strategisk analyse af DONG Energy
9.1. Intern analyse
Styrker og svagheder
9.2 Ekstern analyse
Muligheder og trusler
9.3 Risiko analyse
10. Regnskabsanalyse
9.4 SWOT
11. Budgettering
12. Værdiansættelse
13. Konklusion
14. Perspektivering

# 14. PERSPEKTIVERING

Formålet med denne opgave var at foretage en værdiansættelse af en af Danmarks største virksomheder, DONG Energy A/S. Det var især selskabets planlagte børsintroduktion i vinteren 2008, som gjorde opgaven særdeles relevant på det tidspunkt. Efterfølgende er børsintroduktionen udskudt på ubestemt tid grundet aktiemarkedets generelle nedtur og den opståede finanskrise og det kan således diskuteres, hvorvidt denne afhandling på nuværende tidspunkt har et formål. Det er dog vores vurdering, at de finansielle markeder inden for en årrække bliver stabiliseret og kommer tilbage til et niveau som tiden op til finanskrisen.

Gennem vores strategiske analyse af virksomheden og den efterfølgende regnskabsmæssige analyse og budgettering af selskabets fremtidige drift er vi dog af den overbevisning, at en værdiansættelse af denne virksomhed i særdeleshed er aktuel. Ikke nødvendigvis på baggrund af en værdiansættelse af selskabet med henblik på salgsmuligheder, men nærmere grundet de problematikker og udfordringer, selskabets har været igennem inden for de seneste 3 år med omlægninger, interne integrationer og ikke desto mindre, de markedsmæssige udfordringer.

Gennem vores analyse af selskabet er vi blevet overbevist, at sammenlægningen og opkøb af elselskaber til et samlet energiselskab, var det rigtige valg for DONG Energy og deres ejere. Danmark har i dag ét stort energiselskab, som ikke tæller meget i europæisk sammenhæng men set med investors øjne, sidder på stort set alle led i den danske energikæde og dermed indeholder store værdier af know-how, goodwill, og materielle - som immaterielle anlægsaktiver. For at kunne redegøre for denne fremlægning, vil en cost-benefit analyse af hele fusionsprocessen være aktuel. Det har dog ikke været formålet med denne opgave hvorfor vi kun, gennem vores strategiske og regnskabsmæssige analyse har resoneret os frem til en overvægt af benefits.

I og med, at kun 45% af selskabets aktiekapital vil være til salg for private investorer, er det ikke kun værdiansættelsen af selskabets aktiver, som vil være aktuelle for eventuelle investorers interesse i selskabet. Det at være medejer i et selskab med en offentlig hovedaktionær kan give visse bekymringer hos potentielle investorer. Bl.a. giver offentlige reguleringer og offentlig deltagelse i virksomheder generelt færre valg for forbrugerne på grund af markedskoncentrationen. Endvidere er der ofte mindre gennemsigtighed og information til potentielle investorer, da disse virksomheder i større grad afhænger af politiske beslutninger.

Hvorvidt selskabet formår at leve op til såvel ejernes som forbrugernes forventninger til en "grøn miljøprofil" afhænger i væsentlig grad af selskabets vilje og formåen til at opsætte realistiske mål som de vil være i stand til at efterleve. Selskabet agerer på et meget prisfølsomt marked med store

udsving og begrænsede naturressourcer. Endvidere er selskabets grønne miljøprofil i særdeleshed afhængig af deres vilje til at investere i nye forskningsprojekter og efterleve politikkers såvel som forbrugernes ønske om miljøvenligt strøm. Problematikken omkring investering i disse projekter er endvidere påvirket af råvarepriser samt leverandører af udstyr til elproduktion. Også her møder selskabet en flaskehals, ikke på naturressourcer, men på leverandører, som lever op til selskabets kvalitetsgrav og deres prissætning på produkter. Med de prisstigninger på olie og gas, der har været på verdensmarkedet i løbet af 2008 er det således en vurdering af selskabets ledelse, hvorvidt det er mere rentabelt for selskabet at satse på olie- og gasudvinding eller vedvarende energikilder.

# 15. LITTERATURLISTE

## Bøger:


Rüdiger, Mogens: *"Energipolitisk regulering og DONG A/S 1972-2004"* 1. udgave 2007, DJØF Forlagene

Rüdiger, Mogens: "DONG og Energien" 1. udgave 1998, DJØF Forlagene

Elling, Jens O. mf.: *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"*, 2. udgave, Gjellerup, 2005

Elling, Jens O.: *"Finansiel Rapportering – teori og regulering"*, 1. udgave, Gjellerup, 2008

Asker, David A.: "*Strategic Market Management"*, Seventh Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2005

Grant, Robert M.: "*Contemporary Strategy Analysis"*, Fifth Edition, Blackwell Publishing, 2005

Plenborg & Petersen: *"Regnskabsanalyse for beslutningstagere"*, 1 udgave, Forlaget Thomson, 2005

Koller m.fl.: *"Valuation"*, Fourth Edition, McKinsey & Company, 2005

FRS: *"Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele"*, Rådgivningsudvalget december 2002

Hansen, Erik: *"Strategisk Projektstyring"*, 1. udgave, Samfundslitteratur, 2002

Deloitte, *"Introduktion til IFRS"*, 2005


## Rapporter:


N M Rothschild & Sons Limited: *"Privatiseringsalternativ for DONG A/S"*, maj 2004

Europa - Parlamentet: *"Betænkning om udsigterne til det indre gas- og elmarked"*, endelig A6-0249-2007" Mødedokument dateret 26.06.2007

Energinet.dk: *"Transport af gas i Danmark – kort fortalt"*, version 6.1, november 2006

Dansk Gas Forening: *"Gasteknik nr. 2"*, april 2006

Dansk Energi: *"Dansk elforsyning 07, statistik"*,

Energistyrelsen: *"Danmarks olie- og gasproduktion 2007"*

Energistyrelsen: *"Regulering af forsyningspligtselskaber – Analyse af prisreguleringen"*, november 2007

Dansk Energi: *"Dansk Elforsyning – Statistik 2007"*

PriceWaterhouseCoopers: *"Prisfastsættelsen på aktiemarkedet"*, januar 2005

## Avis- og internetartikler:

***Dagbladet Børsen & www.boersen.dk:***

- Tirsdag d. 22. april 2008 – Business, Økonomi – *"Dong får millionstøtte til bioethanolanlæg"*
- Tirsdag d. 22. april 2008 – Business, Økonomi – *"Dong spår tidlig fødsel for ny bioethanol"*
- Tirsdag d. 15. januar 2008 – Nyheder, Danmark – *"DSB køber grøn fupstrøm for millioner"*
- Torsdag d. 18. oktober 2007 – Business, Finans – *"DONG/CEO: Stigende priser på offshore-møller et voksende problem"*
- Fredag d. 22. februar 2008 – Business, Finans – *"Vestas og Siemens i duel om havmøller"*

***Dagbladet Berlingske Tidende & www.berlingske.dk***

- Torsdag d. 13. september 2007 - Business, Transport og Energi – *"Dong satser på gaseventyr ved Norge og Shetlandsøerne"*
- Fredag d. 16. maj 2008 – Business, Transport og Energi – *"Danmarks tredjestørste energiselskab søger fusionspartner"*

***Ingeniøren – www.ing.dk***

- Torsdag d. 27. marts 2008 - Nyheder, Energi og Miljø – *"Dong vil skaffe elbiler til Danmark"*

***Teknoligirådet – www.tekno.dk***

- Teknologidebat nr. 3, 2006 – *"Verden skriger efter billigere energi"*

***Version2 - www.version2.dk***

- Mandag d. 21. januar 2008 – IT-nyheder, Internet og styresystemer – *"Elselskaber optapper krig om bredbånd"*

***Information - www.information.dk***

- Onsdag d. 20. februar 2008 – Samfund – *" $CO_2$ kvoter betyder, at elbesparelser er uden effekt"*

***Tidsskrift for Ledelse og Erhvervsøkonomi/Handelsvidenskabeligt***

- Bind 64, 2000 "Residualindkomstmodellen Biler den tilbagediskonterede cash flow model"

## DONG ENERGY:

***www.dongenergy.dk***

*Her under bl.a.:*

- Dong Energy årsrapport 2004-2007
- Halvårsrapport for 1. halvår 2008
- Dong Energy ansvarlighedsrapport 2006-2007

## Internet i øvrigt:

www.europarl.eu

www.danskenergi.dk

www.energinet.dk

www.energitilsynet.dk

www.konkurrencestyrelsen.dk

www.jyskebank.dk

www.nationalbanken.dk

www.risoe.dk

www.vattenfall.dk

www.ens.dk

www.pwc.dk

## Andet:

Amadeusdatabasen (CBS)

# 16 BILAG

## Bilag 1

**Peer report of E.ON ENERGIE AG**

RATIOS

| Company Name | Ctry | Year | Profit margin (%) |
|---|---|---|---|
| *Median* | | LY | *14,65* |
| E.ON ENERGIE AG | DE | 2006 | 7,09 |
| SCOTTISHPOWER ENERGY RETAIL LIMITED | GB | 2006 | 4,01 |
| RTE EDF TRANSPORT | FR | 2006 | 15,39 |
| NORTHERN IRELAND ELECTRICITY PLC | GB | 2006 | 19,67 |
| NPOWER YORKSHIRE LIMITED | GB | 2006 | 14,65 |
| CENTRAL NETWORKS WEST PLC | GB | 2006 | 50,23 |
| PREMIER POWER LIMITED | GB | 2006 | 16,71 |
| FINGRID OYJ | FI | 2006 | 16,79 |
| ***DONG ENERGY A/S*** | ***DK*** | ***2006*** | ***18,04*** |
| | | | 162,58 |
| ***Gennemsnit*** | | | ***18,06*** |

RATIOS

| Company Name | Ctry | Year | Profit margin (%) |
|---|---|---|---|
| *Median* | | LY | *14,65* |
| E.ON ENERGIE AG | DE | 2006 | 7,09 |
| SCOTTISHPOWER ENERGY RETAIL LIMITED | GB | 2006 | 4,01 |
| RTE EDF TRANSPORT | FR | 2007 | 15,83 |
| NPOWER LIMITED | GB | 2007 | 0,63 |
| NORTHERN IRELAND ELECTRICITY PLC | GB | 2006 | 19,67 |
| ELIA SYSTEM OPERATOR | BE | 2006 | 14,86 |
| NPOWER YORKSHIRE LIMITED | GB | 2006 | 14,65 |
| VIRIDIAN POWER AND ENERGY LIMITED | GB | 2005 | 3,7 |
| CENTRAL NETWORKS WEST PLC | GB | 2007 | 51,88 |
| PREMIER POWER LIMITED | GB | 2007 | 13,63 |
| SP TRANSMISSION LIMITED | GB | 2006 | 63,62 |
| ***DONG ENERGY A/S*** | ***DK*** | ***2007*** | ***9,77*** |
| | | | 219,34 |
| ***Gennemsnit*** | | | ***18,28*** |

Kilde: Amadeusdatabasen (CBS)

# Bilag 2

## Resultatopgørelse 2004-2008

| | *2004** | *2005* | *2006* | *2007* | *2008*** | *1 halvår 2008* | *Forventninger 2. halvår 08* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ***Nettoomsætning fordelt på segmenter:*** | | | | | | | |
| Generation | 116 | 114 | 7.682 | 12.335 | 13472 | 6.736 | |
| Exploration & Produktion | 3.482 | 4.346 | 5.556 | 4.869 | 7696 | 3.848 | |
| Distribution | 861 | 857 | 2.560 | 4.510 | 4356 | 2.178 | |
| Markets | 10.022 | 13.885 | 24.306 | 24.583 | 36902 | 18.451 | |
| Øvrige (inkl. elimineringer) | (272) | (709) | (3.540) | (4.672) | -6786 | (3.393) | |
| **Nettoomsætning i alt** | **14.209** | **18.493** | **36.564** | **41.625** | **55.640** | **27.820** | |
| Produktionsomkostninger | (11.212) | (13.750) | (27.099) | (33.917) | (44.368) | (22.184) | |
| **Bruttoresultat** | **2.997** | **4.743** | **9.465** | **7.708** | **11.272** | **5.636** | |
| Salg og marketing | (218) | (252) | (595) | (1.002) | (552) | (276) | |
| Ledelse og administration | (402) | (381) | (1.107) | (2.241) | (1.376) | (688) | |
| Andre driftsindtægter | 0 | 7 | 191 | 395 | 40 | 20 | |
| Andre driftsomkostninger | (6) | (18) | (2.263) | (77) | (20) | (10) | |
| **Resultat af primær drift (EBIT)** | **2.371** | **4.099** | **5.691** | **4.783** | **9.364** | **4.682** | |
| Avance ved salg af virksomheder | 481 | 0 | 1.023 | 29 | 617 | 477 | **140 ***** |
| Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder | (15) | 62 | 470 | (5) | 110 | 55 | |
| Finansielle indtægter | 1.197 | 945 | 872 | 1.478 | 1.814 | 907 | |
| Finansielle omkostninger | (1.026) | (1.097) | (1.464) | (2.218) | (2.542) | -1271 | |
| **Resultat før skat** | **3.008** | **4.009** | **6.592** | **4.067** | **9.363** | **4.850** | |
| Skat af årets resultat | (934) | (1.322) | (1.553) | (808) | (3.452) | (1.768) | |
| **Årets resultat** | **2.074** | **2.687** | **5.039** | **3.259** | **5.911** | **3.082** | |

* Fra 2005 vises der ikke længere særskilt afskrivninger på rettigheder i resultatopgørelse, hvorfor der er anvendt de tilpassede tal for 2004.
** Estimeret på baggrund af 1 halvår 2008 samt forventninger til 2. halvår 2008
*** Salg af ejerandele samt vindmølleaktivitet jf. halvårsrapport 2008

# Bilag 3

**Balance 2004-2008**

***Aktiver***

| | *2004* | *2005* | *2006* | *2007* | *2008* | *1. halvår 2008* | *Forventninger 2. halvår 08*** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Goodwill | 0 | 276 | 322 | 322 | 447 | 447 | |
| Know-how | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Rettigheder | 467 | 1.657 | 3.628 | 2.037 | 2.157 | 1.927 | 230 |
| Færdiggjorte udviklingsprojekter | 240 | 127 | 99 | 186 | 275 | 275 | |
| Udviklingsprojekter under udførelse og forudbetalinger for immaterielle aktiver | 42 | 23 | 154 | 191 | 129 | 129 | |
| **Immaterielle anlægsaktiver** | **749** | **2.083** | **4.203** | **2.736** | **3.008** | **2.778** | |
| | | | | | | | |
| Grunde og bygninger | 247 | 232 | 2.964 | 2.834 | 2.997 | 2.997 | |
| Produktionsanlæg | 14.814 | 13.728 | 31.658 | 43.487 | 42.309 | 42.309 | |
| Efterforsknings- og udvindingsaktiver | 309 | 350 | 372 | 2.103 | 2.552 | 2.552 | |
| Andre anlæg, driftsmateriel og inventar | 31 | 7 | 334 | 321 | 297 | 297 | |
| Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle aktiver | 420 | 8.274 | 11.190 | 5.185 | 8.324 | 8.324 | |
| **Materielle anlægsaktiver** | **15.821** | **22.591** | **46.518** | **53.930** | **56.479** | **56.479** | |
| | | | | | | | |
| Kapitalandele i associerede virksomheder | 188 | 5.350 | 4.073 | 3.912 | 3.993 | 3.938 | 55 |
| Andre kapitalandele | 5.660 | 1.383 | 5 | 29 | 44 | 44 | |
| Udskudt skat | 0 | 6 | 36 | 31 | 14 | 14 | |
| Tilgodehavender | 1.007 | 68 | 1.080 | 651 | 828 | 828 | |
| **Andre langfristede aktiver** | **6.855** | **6.807** | **5.194** | **4.623** | **4.879** | **4.824** | |
| | | | | | | | |
| **Langfristede aktiver** | **23.425** | **31.481** | **55.915** | **61.289** | **64.366** | **64.081** | |
| | | | | | | | |
| Varebeholdninger | 461 | 690 | 2.583 | 2.785 | 3.437 | 3.437 | |
| Tilgodehavender | 5.984 | 7.168 | 21.580 | 19.649 | 36.195 | 36195 | |
| Tilgodehavende selskabsskat | 820 | 107 | 241 | 753 | 568 | 568 | |
| Værdipapirer | 196 | 1.594 | 132 | 134 | 104 | 104 | |
| Likvide beholdninger | 550 | 5.781 | 9.521 | 2.562 | 4.519 | 1.814 | 2.705 |
| Aktiver bestemt for salg | 0 | 33 | 9.283 | 2.538 | 346 | 523 | (177) |
| | | | | | | | |
| **Kortfristede aktiver** | **8.011** | **15.373** | **43.340** | **28.421** | **45.169** | **42.641** | |
| | | | | | | | |
| **Aktiver** | **31.436** | **46.854** | **99.255** | **89.710** | **109.535** | **106.722** | |

# Bilag 3 – fortsat

**Balance 2004-2008**

***Passiver***

| | *2004* | *2005* | *2006* | *2007* | *2008* | *1. halvår 2008* | *Forventninger 2. halvår 08* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aktiekapital | 2.144 | 2.144 | 2.937 | 2.937 | 2.937 | 2.937 | |
| Reserve for sikkerhedstransaktioner | (233) | (542) | 809 | (389) | (1.917) | (1.917) | |
| Reserve for valutakursreguleringer | 3 | 148 | 3 | 96 | (41) | (41) | |
| Reserve for aktier disponeret for salg | 0 | 468 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Overført resultat | 13.751 | 15.827 | 28.547 | 29.964 | 35.484 | 32.655 | 2.829 |
| Foreslået udbytte | 0 | 35 | 1.967 | 1.469 | 0 | 0 | |
| Hybridkapital | 0 | 8.155 | 8.088 | 8.088 | 8.088 | 8.088 | |
| Bunden egenkapital i regulerede virksomheder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| **Egenkapital tilhørende aktionærerne i DONG Energy A/S** | **15.665** | **26.235** | **42.351** | **42.165** | **44.551** | **41.722** | |
| **Minoritetsinteresser** | **695** | **43** | **39** | **46** | **45** | **45** | |
| **Egenkapital** | **16.360** | **26.278** | **42.390** | **42.211** | **44.596** | **41.767** | |
| Udskudt skat | 3.089 | 3.237 | 4.528 | 5.038 | 5.640 | 5.640 | |
| Pensioner | 18 | 15 | 42 | 41 | 32 | 32 | |
| Hensatte forpligtelser | 1.308 | 1.804 | 4.462 | 5.715 | 5.730 | 5.730 | |
| Obligationslån | 0 | 3.735 | 7.938 | 7.923 | 7.910 | 7.910 | |
| Kreditinstitutter | 2.440 | 2.720 | 7.169 | 6.780 | 6.651 | 6.651 | |
| Andre gældsforpligtelser | 8 | 3 | 7.693 | 1.020 | 1.235 | 1.235 | |
| **Langfristede forpligtelser** | **6.863** | **11.514** | **31.832** | **26.517** | **27.198** | **27.198** | |
| Hensatte forpligtelser | 58 | 14 | 67 | 69 | 100 | 100 | |
| Obligationslån | 0 | 0 | 1.995 | 0 | 0 | 0 | |
| Kreditinstitutter | 1.451 | 693 | 2.913 | 2.512 | 2.401 | 2.401 | |
| Andre gældsforpligtelser | 6.151 | 8.202 | 16.447 | 17.776 | 34.958 | 34.958 | |
| Skyldig selskabsskat | 213 | 153 | 188 | 39 | 155 | 171 | (16) |
| Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg | 340 | 0 | 3.423 | 586 | 127 | 127 | |
| **Kortfristede forpligtelser** | **8.213** | **9.062** | **25.033** | **20.982** | **37.741** | **37.757** | |
| **Forpligtelser** | **15.076** | **20.576** | **56.865** | **47.499** | **64.939** | **64.955** | |
| **Passiver** | **31.436** | **46.854** | **99.255** | **89.710** | **109.535** | **106.722** | |

* Opstilling af passiver er ændret i 2005 og dermed er talene for 2004 tilpasset. Vi har ud fra bedste evne tilpasset 2003 talene.
**1. halvårstal anvendt som helårstal, tilrettet med forventinger til 2. halvår jf. halvårsrapporten for 1. halvår.

# Bilag 4

**Den analytiske resultatopgørelse 2004-2008**

| | *2004* | *2005* | *2006* | *2007* | *2008** | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoomsætning | 14.209 | 18.493 | 36.564 | 41.625 | 55.640 | |
| Produktionsomkostninger | (11.212) | (13.750) | (27.099) | (33.917) | (44.368) | |
| Bruttofortjeneste | 2.997 | 4.743 | 9.465 | 7.708 | 11.272 | |
| Salg og marketing | (218) | (252) | (595) | (1.002) | (552) | |
| Ledelse og administration | (402) | (381) | (1.107) | (2.241) | (1.376) | |
| **Driftsoverskud fra salg (før skat)** | **2.377** | **4.110** | **7.763** | **4.465** | **9.344** | |
| Skat på drifsoverskud fra salg | (885) | (1.368) | (2.299) | (914) | (3.629) | |
| **Driftsoverskud fra salg (efter skat)** | **1.493** | **2.742** | **5.464** | **3.552** | **5.715** | |
| Andet drifsoverskud (underskud): | | | | | | |
| Andre driftsindtægter | 0 | 7 | 191 | 395 | 40 | |
| Andre driftsomkostninger | (6) | (18) | (2.263) | (77) | (20) | |
| | (6) | (11) | (2.072) | 318 | 20 | |
| Skat på andet drifsoverskud (underskud) | 2 | 3 | 580 | (80) | (5) | |
| | (4) | (8) | (1.492) | 239 | 15 | |
| Avance ved salg af virksomheder | 481 | 0 | 1.023 | 29 | 617 | |
| Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder | (15) | 62 | 470 | (5) | 110 | |
| Regulering af egenkapital vedrørende tidligere år | 57 | 0 | 0 | 122 | 0 | |
| Valutakursreguleringer vedr. udenlandske virksomheder og egenkapital-lignede lån mv. efter skat | (1.118) | 188 | (200) | 110 | (142) | ** |
| Værdiregulering af sikringsinstrumenter efter skat | 15 | (420) | 1.879 | (1.656) | (2.036) | ** |
| Øvrige egenkapitalreguleringer | 1 | 29 | (161) | 548 | 572 | ** |
| | (583) | (149) | 1.519 | (614) | (864) | |
| **Totalindkomst fra driften (NOPAT)** | **909** | **2.593** | **6.983** | **2.938** | **4.851** | |
| Finansielle indtægter | 1.197 | 945 | 872 | 1.478 | 1.814 | |
| Finansielle omkostninger | (1.026) | (1.097) | (1.464) | (2.218) | (2.542) | |
| Betalt rente, hybridkapital | 0 | 0 | (451) | (451) | (451) | |
| | 171 | (152) | (1.043) | (1.191) | (1.179) | |
| Skatteeffekt | (51) | 43 | 166 | 185 | 182 | |
| **Netto finansielle omkostninger efter skat** | **120** | **(109)** | **(877)** | **(1.006)** | **(997)** | |
| **Koncernresultat** | **1.029** | **2.484** | **6.106** | **1.932** | **3.854** | |
| Minoritetsinteressernes andel af koncernresultat | 0 | (8) | 1 | (6) | (12) | *** |
| **Totalindkomst** | **1.029** | **2.476** | **6.107** | **1.926** | **3.842** | |

*Estimeret ud fra 1.halvår 2008 samt forventninger i rapporten for 1. halvår
**Tal for 1. halvår 2008
*** Beregnet forholdsmæssig ud fra 2007

**1**

| ***Skat af drifsoverskud fra salg*** | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Skat af årets resultat iflg. resultatopgørelse | 934 | 1.322 | 1.553 | 808 | 3.452 |
| + Skattefordel af nettorenteomkostninger | (51) | 43 | 166 | 185 | 182 |
| + Skat af andre drifsomkostninger | 2 | 5 | 634 | 19 | 5 |
| - Skat af andre drifsindtægter | 0 | (2) | (53) | (99) | (10) |
| ***Skat af drifsoverskud fra salg*** | 885 | 1.368 | 2.299 | 914 | 3.629 |

# Bilag 5

## Den analytiske balance 2004-2008

**Driftsaktiver**

| | *2004* | *2005* | *2006* | *2007* | *2008** |
|---|---|---|---|---|---|
| Immaterielle anlægsaktiver | 749 | 2.083 | 4.203 | 2.736 | 3.008 |
| Materielle anlægsaktiver | 15.821 | 22.591 | 46.518 | 53.930 | 56.479 |
| Udskudte skatteaktive | 0 | 6 | 36 | 31 | 14 |
| Varebeholdninger | 461 | 690 | 2.583 | 2.785 | 3.437 |
| Tilgodehavender | 6.991 | 7.236 | 22.660 | 20.300 | 37.023 |
| Aktiver bestemt for salg | 0 | 33 | 9.283 | 2.538 | 346 |
| Selskabsskat | 820 | 107 | 241 | 753 | 568 |
| Driftslikviditet (1% af omsætning) | 142 | 185 | 366 | 416 | 556 |
| Kapitalandele i associerede virksomheder | 188 | 5.350 | 4.073 | 3.912 | 3.993 |
| Andre kapitalandele | 5.660 | 1.383 | 5 | 29 | 44 |
| Drifsaktiver i alt (DA) | 30.832 | 39.664 | 89.968 | 87.430 | 105.468 |
| | | | | | |
| **Drifsforpligtelser** | | | | | |
| Udskudt skat | 3.089 | 3.237 | 4.528 | 5.038 | 5.640 |
| Pensioner | 18 | 15 | 42 | 41 | 32 |
| Hensatte forpligtelser | 1.366 | 1.818 | 4.529 | 5.784 | 5.830 |
| Andre gældsforpligtelser | 6.151 | 8.202 | 17.179 | 18.796 | 34.958 |
| Skyldig selskabsskat | 213 | 153 | 188 | 39 | 155 |
| Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg | 340 | 0 | 3.423 | 586 | 127 |
| Drifsforpligtelser i alt (DF) | 11.177 | 13.425 | 29.889 | 30.284 | 46.742 |
| **Netto driftsaktiver (NDA) (Investeret kapital)** | **19.655** | **26.239** | **60.079** | **57.146** | **58.726** |
| | | | | | |
| **Netto finansielle forpligtelser** | | | | | |
| Værdipapirer | 196 | 1.594 | 132 | 134 | 104 |
| Likvide beholdninger | 408 | 5.596 | 9.155 | 2.146 | 3.963 |
| | 604 | 7.190 | 9.287 | 2.280 | 4.067 |
| Obligationslån (langfristet) | 0 | (3.735) | (7.938) | (7.923) | (7.910) |
| Kreditinstitutter (langfristet) | (2.440) | (2.720) | (7.169) | (6.780) | (6.651) |
| Andre gældsforpligtelser (langfristet) | (8) | (3) | (6.961) | 0 | (1.235) |
| Obligationslån (kortfristet) | 0 | 0 | (1.995) | 0 | 0 |
| Kreditinstitutter (kortfristet) | (1.451) | (693) | (2.913) | (2.512) | (2.401) |
| **Netto finansielle forpligtelser i alt (NFF)** | **(3.295)** | **39** | **(17.689)** | **(14.935)** | **(14.130)** |
| | | | | | |
| **Minoritetsinteresser** | **695** | **43** | **39** | **46** | **45** |
| | | | | | |
| **Egenkapital** | **15.665** | **26.235** | **42.351** | **42.165** | **44.551** |

*Estimeret ud fra 1. halvår 2008

# Bilag 6
## WACC estimering Dong Energy

***Forhold mellem gæld og egenkapital***

| | *2004* | *2005* | *2006* | *2007* | Estimat |
|---|---|---|---|---|---|
| ***NFF*** | 3.295 | (39) | 18.421 | 15.955 | 25.000 |
| ***EK*** | 16.360 | 26.278 | 42.390 | 42.211 | 45.000 |

| | *2004* | *2005* | *2006* | *2007* | |
|---|---|---|---|---|---|
| ***NFF*** | 16,76% | -0,15% | 30,29% | 27,43% | 35,71% |
| ***EK*** | 83,24% | 100,15% | 69,71% | 72,57% | 64,29% |

| | *Estimeret* |
|---|---|
| ***NFF*** | 35% |
| ***EK*** | 65% |

**WACC**

| | *2006* | *2007* | *Estimat* |
|---|---|---|---|
| ***NFF*** | 18.421 | 15.955 | 25.000 |
| ***EK*** | 42.390 | 42.211 | 45.000 |
| ***Risikofri rente*** | 3,81% | 4,29% | 4,50% |
| ***t**** | 24,0% | 20,0% | 20,0% |
| ***ke*** | 7,64% | 8,12% | 8,33% |
| ***kg*** | 3,97% | 4,49% | 4,76% |

| | | *2006* | *2007* | *Estimat* |
|---|---|---|---|---|
| **WACC** | | 5,08% | 5,49% | 6,03% |

***Risikotillæg***

| | *2006* | *2007* | *Estimat* |
|---|---|---|---|
| ***Gens. rente på en 10 årig statsobligation*** | 3,81% | 4,29% | 4,50% |
| ***NLR (før skat)*** | 5,22% | 5,62% | 5,95% |
| ***Risikotillæg*** | 1,41% | 1,33% | 1,45% |

# Bilag 7 –5 års budget tal anvendt til DCF-modellen

| **Resultatopgørelse *(mio.kr.)*** | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | ***2006*** | ***2007*** | ***2008***** | ***E2009*** | ***E2010*** | ***E2011*** | ***E2012*** | ***E2013*** |
| ***Nettoomsætning fordelt på segmenter:*** | | | | | | | | |
| Generation | 7.682 | 12.335 | 13.472 | 15.493 | 17.042 | 18.235 | 19.147 | 20.104 |
| Exploration & Produktion | 5.556 | 4.869 | 7.696 | 9.620 | 11.063 | 12.059 | 12.662 | 13.295 |
| Distribution | 2.560 | 4.510 | 4.356 | 4.530 | 4.802 | 4.946 | 5.094 | 5.247 |
| Markets | 24.306 | 24.583 | 36.902 | 42.068 | 46.275 | 49.514 | 51.990 | 54.590 |
| Øvrige (inkl. elimineringer) | -3.540 | -4.672 | -6.786 | -7.725 | -8.797 | -9.442 | -9.816 | -10.205 |
| **Nettoomsætning i alt** | **36.564** | **41.625** | **55.640** | **63.986** | **70.385** | **75.312** | **79.077** | **83.031** |
| *Udvikling i nettoomsætning i %* | | | | *15%* | *10%* | *7%* | *5%* | *5%* |
| | | | | | | | | |
| EBIT Generation | 1.485 | 1.376 | 2.410 | 2.678 | 3.086 | 3.392 | 3.533 | 3.611 |
| EBIT Exploration & Produktion | 2.437 | 1.544 | 4.128 | 4.635 | 4.849 | 5.237 | 5.552 | 5.885 |
| EBIT Distribution | 467 | 533 | 1.106 | 1.133 | 1.168 | 1.190 | 1.211 | 1.230 |
| EBIT Markets | 1.408 | 1.695 | 2.018 | 2.163 | 2.259 | 2.737 | 2.902 | 3.076 |
| EBIT Øvrige (inkl. elimineringer) | -106 | -365 | -298 | -310 | -342 | -654 | -581 | -428 |
| **Resultat af primær drift (EBIT) total** | **5.691** | **4.783** | **9.364** | **10.300** | **11.021** | **11.903** | **12.617** | **13.374** |
| *Udvikling i EBIT i %* | | | | *10%* | *7%* | *8%* | *6%* | *6%* |
| Skat af resultat af primær drift (28%/25%) | -1.593 | -1.196 | -2.341 | -2.575 | -2.755 | -2.976 | -3.154 | -3.344 |
| **Resultat af primær drift efter skat** | **4.098** | **3.587** | **7.023** | **7.725** | **8.266** | **8.927** | **9.463** | **10.031** |
| | | | | *10%* | *7%* | *8%* | *6%* | *6%* |

** Estimeret helårsdata på baggrund af 1 halvår 2008.

| **Balancetal (mio. kr.)** | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **NDA** | **60.079** | **57.146** | **58.726** | **65.292** | **71.821** | **78.450** | **84.125** | **89.281** |
| *Udvikling i NDA i %* | | | | *11%* | *10%* | *9%* | *7%* | *6%* |
| | | | | | | | | |
| **Aktivernes omæstningshastighed** | | | 0,96 | 0,98 | 0,98 | 0,96 | 0,94 | 0,93 |
| *Udvikling i aktivernes omsætningshastighed i %* | | | | 2% | 0% | -2% | -2% | -1% |

# Bilag 8 –5 års budget tal anvendt til RI-modellen

| **Resultatopgørelse *(mio.kr.)*** | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | ***2006*** | ***2007*** | ***2008***** | ***E2009*** | ***E2010*** | ***E2011*** | ***E2012*** | ***E2013*** |
| ***Nettoomsætning fordelt på segmenter:*** | | | | | | | | |
| Generation | 7.682 | 12.335 | 13.472 | 15.493 | 17.042 | 18.235 | 19.147 | 20.104 |
| Exploration & Produktion | 5.556 | 4.869 | 7.696 | 9.620 | 11.063 | 12.059 | 12.662 | 13.295 |
| Distribution | 2.560 | 4.510 | 4.356 | 4.487 | 4.621 | 4.760 | 4.903 | 5.050 |
| Markets | 24.306 | 24.583 | 36.902 | 42.068 | 46.275 | 49.514 | 51.990 | 54.590 |
| Øvrige (inkl. elimineringer) | -3.540 | -4.672 | -6.786 | -7.682 | -8.616 | -9.256 | -9.624 | -10.007 |
| **Nettoomsætning i alt** | **36.564** | **41.625** | **55.640** | **63.986** | **70.385** | **75.312** | **79.077** | **83.031** |
| *Udvikling i nettoomsætning i %* | | | | *15%* | *10%* | *7%* | *5%* | *5%* |
| | | | | | | | | |
| EBIT Generation | 1.485 | 1.376 | 2.410 | 2.884 | 3.196 | 3.333 | 3.659 | 3.879 |
| EBIT Exploration & Produktion | 2.437 | 1.544 | 4.128 | 4.635 | 4.849 | 5.237 | 5.552 | 5.885 |
| EBIT Distribution | 467 | 533 | 1.106 | 721 | 771 | 833 | 883 | 936 |
| EBIT Markets | 1.408 | 1.695 | 2.018 | 2.369 | 2.535 | 2.857 | 2.902 | 3.076 |
| EBIT Øvrige (inkl. elimineringer) | -106 | -365 | -298 | -310 | -331 | -357 | -378 | -401 |
| | | | | | | | | |
| **Resultat af primær drift (EBIT) total** | **5.691** | **4.783** | **9.364** | **10.300** | **11.021** | **11.903** | **12.617** | **13.374** |
| *Udvikling i EBIT i %* | | | | *10%* | *7%* | *8%* | *6%* | *6%* |
| | | | | | | | | |
| Skat af resultat af primær drift (28%/25%) | -1.593 | -1.196 | -2.341 | -2.575 | -2.755 | -2.976 | -3.154 | -3.344 |
| **Resultat af primær drift efter skat** | **4.098** | **3.587** | **7.023** | **7.725** | **8.266** | **8.927** | **9.463** | **10.031** |
| | | | | 10% | 7% | 8% | 6% | 6% |
| | | | | | | | | |
| Finansielle omkostninger | 872 | 1.478 | 1.814 | (894) | (983) | (1.027) | (1.051) | (1.062) |
| Finansielle indtægter | -1.464 | -2.218 | -2.542 | (200) | (200) | (200) | (200) | (200) |
| Betalt rente, hybridkapital | -451 | -451 | -451 | -451 | -451 | -451 | -451 | -451 |
| | -1.043 | -1.191 | -1.179 | -1.545 | -1.634 | -1.678 | -1.702 | -1.713 |
| Skatteeffekt | 166 | 185 | 182 | 386 | 408 | 419 | 426 | 428 |
| **Netto finansielle omkostninger efter skat** | **-877** | **-1.006** | **-997** | **(1.158)** | **(1.225)** | **(1.258)** | **(1.277)** | **(1.285)** |
| | | | | | | | | |
| **Total indkomst** | | | | **6.567** | **7.041** | **7.669** | **8.186** | **8.746** |

** Estimeret helårsdata på baggrund af 1 halvår 2008.