

Strategisk analyse og værdiansættelse af Ørsted A/S

Strategic analysis and valuation of Ørsted A/S



Copenhagen Business School

Cand. Merc. Aud.

Speciale

15. Maj 2019

Nicklas Stougaard Bredeesen

Studienummer; 57697

Vejleder;

Peter Kyhnauv-Andersen

Antal anslag/antal sider; 127.316/ 73 sider

Abstract

Ørsted A/S, formerly known as DONG A/S, was founded in 1972 by the Danish government to reduce the dependency from oil being imported from around the world. By 2006 Ørsted became the largest energy company in Denmark after a fusion of five other energy companies were included into Ørsted.

In 2012 Ørsted experienced a financial crisis driven by severe losses in their oil-division and delays on work in progress. This resulted in the decision of selling a part of the shares to new partners. With the decision Goldman Sachs, ATT and PFA became partners with a total of 26 % of the ownership in Ørsted. Which made sure that the needed capital flow came into Ørsted, in order to continue the investment in activities and creating revenue for its stakeholders. In connection to the sale to the new partners, it was furthermore agreed that the purpose on the medium run was to get Ørsted on the stock exchange. This happened in 2016.

Since the beginning Ørsted has developed and broaden its activities to other countries than Denmark. The main market for Ørsted is currently northern Europe where especially offshore wind farms is the core activity for Ørsted and its business.

In connection to an increased focus on renewable energy, Ørsted became a frontier in 2017 on the energy market. A strategic decision to act as only a green energy company in the future was decided. Seen from the outside the biggest change was going from Dong A/S to Ørsted A/S, changing the focus away from fossil energy. For Ørsted the most significantly change was to take the decision of phasing out the fossil activities by 2023 and other non-core activities.

The thesis consists of a valuation of Ørsted based upon restated financial statements from 2016 to 2018. The valuation is supported by a strategic analysis by performing a PESTLE, Porter's Five forces and a SWOT analysis to identify the key challenges for Ørsted. A financial analysis upon the restated financial statements was performed in order to determine the expected development of key enablers, when calculating the market value for Ørsted. For this the DCF-model was applied which is based upon having determined the weighted average cost of capital, specified as WACC.

Indholdsfortegnelse

ABSTRACT	1
FØRSTE DEL.....	5
INDLEDNING	5
PROBLEMFORMULERING	5
METODE	6
AFGRÆNSNING	6
<i>Opgavens opbygning.....</i>	<i>7</i>
METODEVALG.....	9
<i>Pestel-analyse</i>	<i>9</i>
<i>Porters Five Forces</i>	<i>10</i>
<i>SWOT-analyse.....</i>	<i>10</i>
<i>Regnskabsanalyse</i>	<i>11</i>
<i>Valg af værdiansættelsesmodel.....</i>	<i>11</i>
BESKRIVELSE AF ØRSTED	12
<i>Offshore Wind</i>	<i>13</i>
<i>Onshore.....</i>	<i>14</i>
<i>Bioenergy</i>	<i>14</i>
<i>Customer Solutions</i>	<i>14</i>
ANDEL DEL, STRATEGISK ANALYSE.....	14
PESTEL-ANALYSE	14
<i>Politiske faktorer;</i>	<i>15</i>
<i>Legale faktorer;</i>	<i>16</i>
<i>Økonomiske faktorer.....</i>	<i>17</i>
<i>Sociokulturelle forhold.....</i>	<i>18</i>
<i>Teknologiske og miljømæssige forhold.....</i>	<i>19</i>
<i>Delkonklusion</i>	<i>19</i>
PORTERS FIVE FORCES	20
<i>Leverandørernes forhandlingsstyrke</i>	<i>20</i>
<i>Købernes forhandlingsstyrke</i>	<i>21</i>
<i>Truslen fra nye konkurrenter</i>	<i>22</i>

<i>Truslen fra substituerende produkter.....</i>	<i>23</i>
<i>Konkurrencesituationen på markedet.....</i>	<i>24</i>
<i>Delkonklusion på Porter's Five Forces.....</i>	<i>26</i>
SWOT-ANALYSE.....	27
<i>Styrker.....</i>	<i>28</i>
<i>Svagheder.....</i>	<i>29</i>
<i>Muligheder.....</i>	<i>30</i>
<i>Trusler.....</i>	<i>31</i>
TREDJE DEL, REGNSKABSANALYSE	32
LEDELSES- OG REVISIONSPÅTEGNING	32
ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS.....	33
<i>Forskel mellem IFRS og business Performance.....</i>	<i>33</i>
<i>Definering af hybridkapital.....</i>	<i>34</i>
REFORMULERING.....	34
<i>Balancen</i>	<i>35</i>
<i>Resultatopgørelsen.....</i>	<i>36</i>
RENTABILITETSANALYSE.....	36
<i>Niveau 1</i>	<i>39</i>
<i>Niveau 2</i>	<i>40</i>
<i>Niveau 3</i>	<i>44</i>
<i>Delkonklusion</i>	<i>53</i>
FJERDE DEL, BUDGETTERING OG VÆRDIANSÆTTELSE	54
BUDGETTET	54
<i>Fastlæggelse af budgetperiodens længde</i>	<i>54</i>
<i>Driftsaktiviteter</i>	<i>55</i>
<i>Ørsted's forventninger til de kommende regnskabsår.....</i>	<i>56</i>
<i>Fastlæggelse af vækst af omsætningen</i>	<i>57</i>
<i>Fastlæggelse af vækst af driftsoverskud</i>	<i>59</i>
<i>Fastlæggelse af vækst af investeret kapital.....</i>	<i>60</i>
<i>Delkonklusion</i>	<i>61</i>
VÆRDIANSÆTTELSE	62
<i>DCF-modellen.....</i>	<i>62</i>

<i>Fastlæggelse af WACC</i>	62
<i>Værdiansættelse ved brug af DCF-modellen</i>	66
<i>Værdiansættelsens usikkerhed</i>	69
FEMTE DEL, KONKLUSION	70
KONKLUSION	70
BILAG	73
BILAG 1	73
BILAG 2	74
LITTERATURLISTE	75
<i>Bøger;</i>	75
<i>Årsregnskaber</i>	75
<i>Anden litteratur</i>	75

Første del

Indledning

Ørsted har siden 1972 opereret med energi i forskellige former i Danmark og sidenhen videre i Europa og resten af verdenen. Først og fremmest med udvinding af olie, hvor Ørsted i den pågældende periode, var kendt oprindeligt som DNG A/S, dog mest alment kendt som DONG A/S. Der var firmanavnet fra 1973 til 2017.

I 2013 vælger den danske regering at igangsætte processen med at, finde nye investorer til Ørsted. Dette blev besluttet i forlængelse af, at Ørsted havde fremlagt en meget utilfredsstillende årsrapport for 2012, som var drevet af store tab på gasforretningen og driftstab på projekter, der endnu ikke er sat i drift. Ørsted indikerede tillige at en kapitalindsprøjtning på mellem seks til otte milliarder kroner var en nødvendighed for at styrke Ørsted's kapitalstruktur og mulighed for at drive værdiskabelsen på Ørsted aktiviteter.

Således blev der i januar 2014 vedtaget en endelig salgsaftale på 26 % af Ørsted til Goldman Sachs, PFA og ATP. Med henblik på en børsnotering af Ørsted. Dette skete i 2016, med en indtræden på markedet til kr. 235 per aktie på OMX.

I takt med den større og større fokus på den grønne omstilling, valgte Ørsted i 2017, at øge sine investeringer på havvind, og udfase sine markedsaktiviteter, som ikke var i tråd med kernekompetencerne. Således er dele af Ørsted, såsom Radius sat aktivt til salg imens Olie-delen er den mest markante del, i forlængelse af Ørsted's grønne strategi, som med udgangen af 2023 forventes fuldstændig udfaset af Ørsted's forretningsområder.

Problemformulering

Ørsted valgte i efteråret 2017 at meddele om sin nye vision vedrørende grøn omstilling af virksomheden, "Vi vil skabe en verden, der udelukkende kører på grøn energi", og deraf navneændringen fra Dong Energy A/S til Ørsted A/S. Dette for at tydeliggøre den forøgede fokus på grøn energi og udfasningen af olie og gas frem mod 2023.

I forlængelse af ovenstående ønsker jeg at se nærmere på Ørsted's fremtidige udfordringer og hvorledes det indvirker på en værdiansættelse af Ørsted A/S samt hvorvidt det er en god business case for Ørsted at foretage.

For at kunne foretage en værdiansættelse af Ørsted vil jeg se på nærmere på følgende spørgsmål:

- Hvilke forhold har indvirkning på Ørsted's fremtidige evne til at generere indtjening, og hvordan forholder de makroøkonomiske aspekter sig i forhold til Ørsted.
- Regnskabsanalyse af Ørsted's økonomiske udvikling samt rentabilitet
- På baggrund af de to ovenstående spørgsmål omkring den strategiske og regnskabsmæssige analyse vil jeg udlede et svar på hvordan Ørsted's indtjening vil se ud i de kommende år.
- Med afsæt i den fremtidige indtjening for Ørsted vil jeg angive den forventede værdi af Ørsted og vurdering af deres business case på grøn energi.

Metode

Specialet er opbygget med henblik på at erhverve og opbygge vigtig viden omkring Ørsted til slutteligt at kunne besvare den fjerde del af specialet, samt konkludere samlet på de enkelte del-konklusioner af specialet. Dette afsnit vil således beskrive de valgte metoder, som jeg har valgt at benytte for at kunne nå frem til min konklusion.

Afgrænsning

I mit speciale vil jeg arbejde med Ørsted ud fra al offentlig tilgængelig information. Dette indebærer Ørsted's hjemmeside, artikler fra medierne mv. Således vil jeg udelukkende gøre brug af ekstern viden omkring Ørsted.

Da jeg ønsker at se på Ørsted's grønne strategi har jeg i min reformulering opført den "sorte" del af Ørsted's forretningsområde under ophørende aktiviteter. Dette har Ørsted tillige selv positivt valgt at opføre i deres årsrapporter. Dog er dette kun gjort tilbage til årsrapporten for 2015. Desværre er det ikke muligt uden anvendelse af en række antagelser og gennemsnitsberegning, at udskille den "grønne" og "sorte" del af Ørsted for tidligere år for resultatopgørelsen og aktiverne, der relaterer sig til de enkelte forretningsområder i Ørsted.

Opgavens opbygning

Første del er med til at fastlægge de rammer, som specialet vil blive opbygget på samt en beskrivelse af Ørsted

- Indledning
- Problemformulering
- Metode
- Afgrænsning
- Beskrivelse af Ørsted

Andel del, Strategisk analyse

- PESTLE-analyse
- Porters Five Forces
- SWOT-analyse

Tredje del Regnskabsanalyse

- Reformulering af resultatopgørelse og balance
- Rentabilitetsanalyse

Fjerde del, budgettering og værdiansættelse, af specialet omfatter en udarbejdelse af den fremtidige indtjening af Ørsted og omfatte værdiansættelsen af Ørsted.

- Budgettering
- Værdiansættelse

Femte del, konklusion, vil samle de foregående fire dele og give en samlet konklusion af Ørsted og en evaluering af Ørsted's værdi.

- Konklusion

Første del

Første del af speciale vil indlede med en indledning af motivationen for til at skrive omkring Ørsted og dets strategiske valg til at søge mod grøn energi. I forlængelse af dette vil jeg udlede min problemformulering i forhold til en beskrivelse af hvad jeg ønsker at belyse omkring Ørsted. Slutteligt vil jeg beskrive Ørsted, indeholdende en historisk samt overordnet struktur af Ørsted's forretningsområder.

Anden del

I anden del af opgaven vil Ørsted analyseres ud fra en strategisk vinkel, som henholdsvis vil omfatte en analyse af;

- Eksterne forhold
- Profilering af risiko

Til brug for at identificere de eksterne forhold vil jeg gøre brug af en PESTLE-analyse, som beskriver de politiske, økonomiske, sociale, teknologiske og miljømæssige forhold hos Ørsted. For at analysere branchen, markedet og konkurrence som Ørsted opererer i vil jeg gøre brug af Porter's Five Forces.

Slutteligt ved brug af ovenstående analyser vil jeg opsummere disse i en SWOT-analyse, for at give et samlet overblik af Ørsted's risikoprofil. Heraf hvordan Ørsted er positioneret i dets konkurrencemiljø.

Anden del af afhandlingen vil være med til at besvare;

- Hvilke forhold har indvirkning på Ørsted's fremtidige evne til at generere indtjening, og hvordan forholder de makroøkonomiske aspekter sig i forhold til Ørsted.

Tredje del

Regnskabsanalysen i tredje del skal bidrage med at give den økonomiske indsigt i Ørsted, og deres indtjening historisk set.

Dette indebærer en reformulering af Ørsted's regnskaber, for at fjerne "støjen" fra regnskabsposterne i resultatopgørelsen og balancen. Dette giver mulighed for at analysere værdiskabelsen hos Ørsted ud fra den udvidede Dupont-model.

Fjerde del

Budgettering og værdiansættelse vil gøre brug af den viden, som der er blevet opnået i andel og tredje del. Da den strategiske analyse og regnskabsanalyse bidrager til vurdering af Ørsted's fremtidige værdi.

Femte del

I konklusionen vil jeg sammenfatte alle afsnit af opgaven og hvorledes mine undersøgelsesspørgsmål omkring Ørsted er blevet besvaret. Derudover vil konklusionen indeholde en perspektivering af min vurdering af værdiansættelse af Ørsted.

Metodevalg

Pestel-analyse

Pestel-analysen er med til at beskrive Ørsted's eksterne parametre, som de opererer i. Modellen belyser Ørsted's omverden ud fra et mere generelt billede af hvordan Ørsted og dens brancheforhold er. Heraf hvilke forhold som er og kan påvirke Ørsted i enten positivt eller negativt fald.

De politiske, økonomiske, socio-kulturelle, legale, teknologiske og miljømæssige forhold, som illustreret i nedenstående model, er alle med til at analysere.

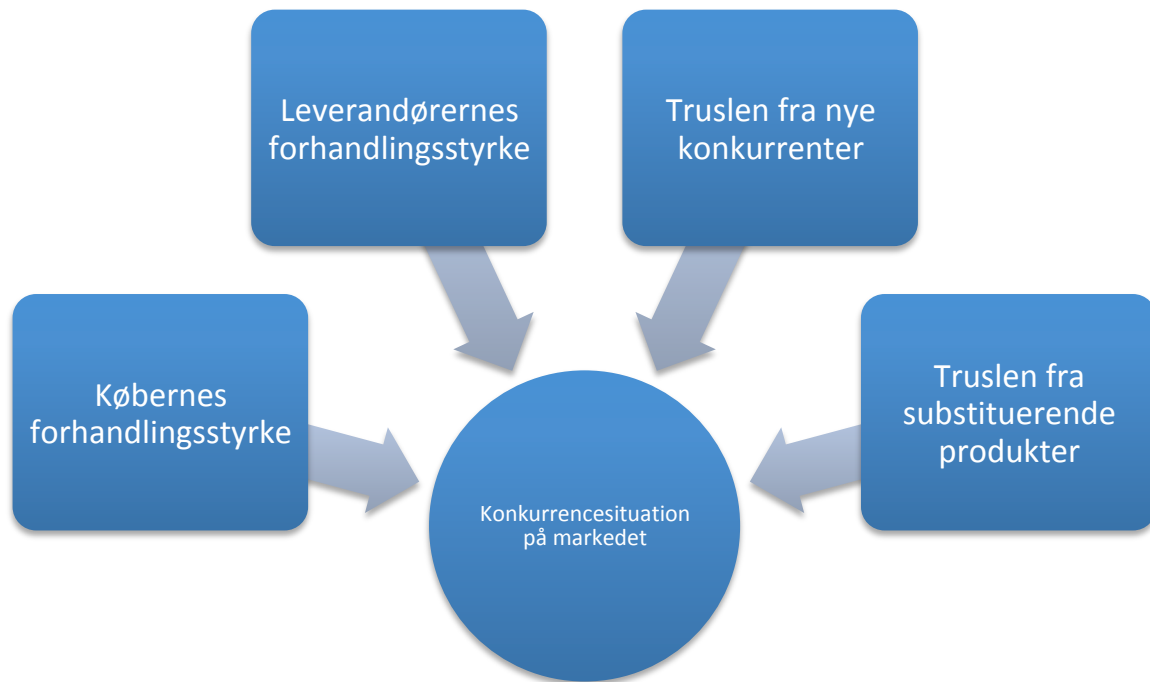


1

¹ Egen tilvirkning

Porters Five Forces

Porters Five Forces er med til at give en tydelig indikation af hvordan Ørsted's reelle og direkte konkurrence ser ud. Heraf hvordan intensiteten er på markedet og muligheden for at skabe profit.



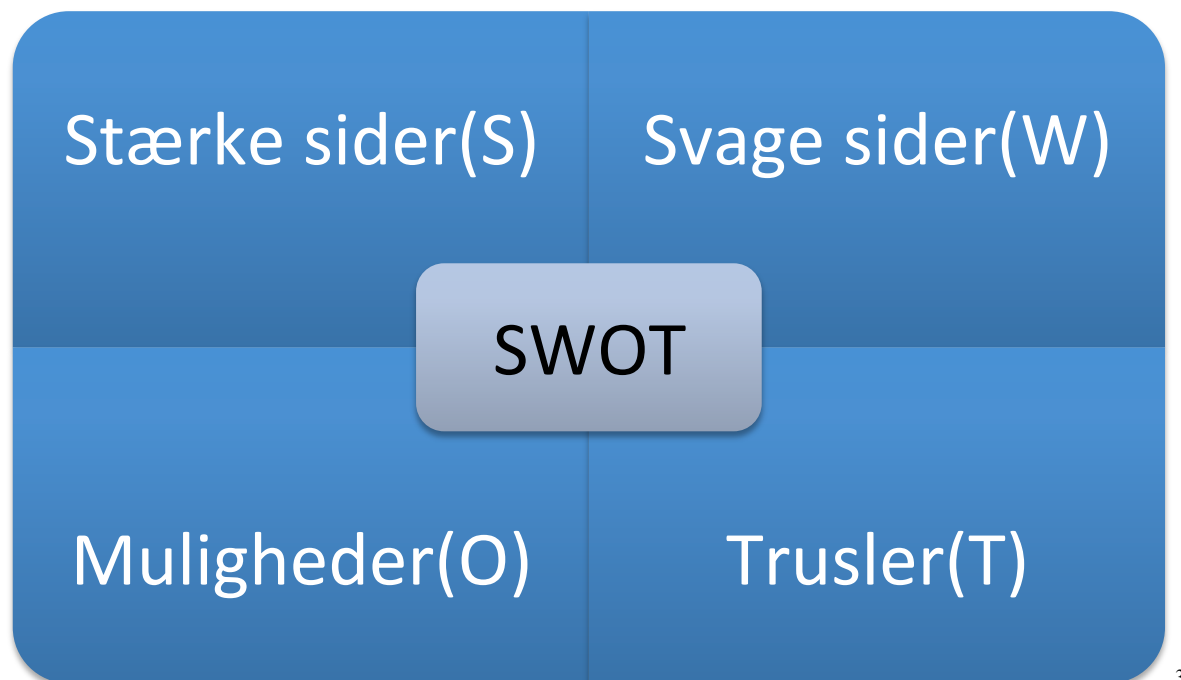
2

Dette sker ud fra en betragtning af 5 forskellige faktorer. Først og fremmest ses der på det eksisterende konkurrencemiljø og aktørerne, heraf hvordan styrkeforholdet er hos henholdsvis købere og leverandører på markedet. Derudover giver modellen også viden om adgangsbarriererne for nye konkurrenter er i forhold til at komme ind på markedet samt hvilke muligheder, der findes for substituerende produkter at overtage markedsandele fra Ørsted's og dets konkurrenter.

SWOT-analyse

SWOT-analysen vil være med til at indsamle analyserne fra PESTEL- og Porter Five Forces-analyserne til at skildre Ørsted's styrker, svagheder, muligheder og trusler i et samlet billede. For hvordan Ørsted's nuværende situation samt fremtidige positionering er på markedet i forhold til deres interne og eksterne forhold.

² Egen tilvirkning



3

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen vil være den bærende del for værdiansættelsen af Ørsted.

Regnskabsanalysen skal sammen med strategiske analyse af Ørsted forbinde hvordan Ørsted strategi formår at spille ind via det finansielle resultat. Og om hvorvidt satsningen på den grønne energi baner vejen frem for en bedre indtjening samt fremtidssikring af Ørsted's indtægtsmuligheder.

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i anvendelse af den udvidede Dupont-model

Valg af værdiansættelsesmodel

Valget af værdiansættelsesmodel til brug for værdiansættelse af Ørsted kan som udgangspunkt inkludere alle mulige former af værdiansættelsesmetoder. Der forefindes ikke én metode, som er mere anvendelig frem for en anden metode. Det er et aktivt valg, taget af brugeren og ud fra en betragtning af tilgængelig information og hvilken type af virksomhed, som værdiansættelse sker på baggrund af.

I min afhandling af Ørsted vil jeg således gøre brug af DCF-modellen, som tilbagediskonterer det forventede fremtidige cashflow af virksomheden.⁴

³ Egen tilvirkning

$$Enterprise\ value_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Hvor;

FCFF = Det frie cashflow fra driften

WACC = De vægtede kapacitetsomkostninger

g = Den konstante vækst af det frie cash flow i terminalperioden

n = antal af år med den givne vækst i budgetteringsperioden

I forlængelse af hvordan værdiansættelsen udledes, kan ovenstående opdeles i fem skridt.

1. Estimering af det frie cash flow i budgetteringsperioden
2. Beregning af WACC
3. Terminalværdien
4. Markedsværdien af værdier, der ikke er en del af den primære drift
5. Markedsværdien af netto rentebærende gæld

Beskrivelse af Ørsted

Ørsted udspringer oprindeligt fra 1973, da den danske stat ønskede at blive uafhængig af olien fra Mellemøsten i forbindelse med oliekrisen i 1970'erne. Dermed besluttede den danske stat at oprette Dansk Naturgas i 1972, for derefter at foretage navneændring til Dansk Olie og Naturgas A/S, også kaldet DONG A/S i daglig tale.⁵

Med tiden har Ørsted opnået større og større omsætning gennem organisk vækst og opkøb i årenes løb. Det har været med til at fastholde en ledende rolle i energibranchen. Mest markant

⁴ Financial Statement Analysis, Christian Petersen, Thomas Plenborg & Finn Kinsersdal,

⁵ <https://orsted.dk/Privat/Om-os/Om-orsted/Udforsk-historien>

var fusionen i 2006, da man fusionerede med Elsam, Energi E2, Nesa, KE og Frederiksberg Forsyning.⁶

I 2013 valgte regeringen efter flere års tovtrækkeri at indgå i en aftale omkring en kapitaludvidelse af Ørsted med henblik på en efterfølgende børsnotering af selskabet.⁷ Dette betød at Goldman Sachs, ATP og PFA indtrådte i Ørsted med en samlet ejerandel på 19%.⁸ D. 9. juni 2016 blev der således sat de første Ørsted aktier til salg på børsen. Den danske stat har efter børsnoteringen stadig aktiemajoriteten med 50,4% af aktierne.⁹

I forbindelse med frasalget af olie- og gasforretningen valgte man at skifte det gamle navn, Dong, som refererede til den oprindelige kerneforretning, til Ørsted. Valget af Ørsted skete på baggrund af de visioner om naturen, som H.C Ørsted havde interesse i. Dette er også for at tydeliggøre den grønne omstilling Ørsted er i gang med. Visionen er, at man frem mod 2023 har til hensigt at udfase sit forbrug af sort energi og mindske dets CO2-forbrug mest muligt.¹⁰

I forlængelse af navneskiftet og frasalg, har Ørsted 4 forretningsområder, som de opererer med. Her er vindkraft den bærende del af Ørsted.¹¹

- **Offshore Wind**
- **Onshore**
- **Bioenergy**
- **Customer Solutions**

Offshore Wind

Offshore Wind er Ørsted primære kerneaktivitet. Ørsted er verdensførende på at udvikle, opføre og drive havvindmølleparker rundt omkring i verden. Ørsted er primært repræsenteret i Nordeuropa med Tyskland og Storbritannien, som det primære markedsområde for havvindmølleparkerne.

6

https://borsen.dk/nyheder/generelt/artikel/1/85804/dong_saelger_gaslagre_forud_for_kaempe_fusion.html

⁷ <https://www.dr.dk/nyheder/politik/politisk-aftale-dong-skal-boersnoteres>

⁸ <https://www.dr.dk/nyheder/penge/dongs-boersnotering-trin-trin>

⁹ <https://www.dr.dk/nyheder/penge/analytiker-topkarakter-til-dong-boersnotering>

¹⁰ <https://orsted.com/da/About-us/About-orsted/Our-vision-and-values>

¹¹ <https://orsted.com/da/Our-business>

Ørsted har fokus på kontinuerligt at være førende på det innovative område omkring havvindmøller. Således at Ørsted gang på gang bliver valgt, som den ønskede samarbejdspartner på fremtidige havvindmølleprojekter, og at der sker en fortsat udvikling af endnu mere effektive og større havvindmøller samt lavere omkostningsniveau. Det ekspansive fokus er også med til at Ørsted nu er repræsenteret med havvindmølleparker i USA og Taiwan.

Onshore

Onshore er en ny division i Ørsted, der kun har eksisteret siden 4. kvartal 2018, som en specifik angivet division. I Onshore inkluderes aktiviteterne relateret til landvind, solenergi og batteriløsninger.

Bioenergy

Bioenergy har fokus på at drive Ørsted's værker, således driften kører optimal samtidigt med, at der sker konvertering til bæredygtig biomasse på deres kul- og gasfyrede værker. Ørsted har pt. 8 kraftværker, der producerer el og fjernvarme, et varmegværk samt et spidslastværk i tilfælde af fejl på elnettet eller på andre kraftværker.

Customer Solutions

Customer Solutions har ansvar for den løbende optimering og vedligeholdelse af Ørsted's el distribution gennem gas, el og andre energiløsninger til erhvers- og privatkunder. Ørsted gør dette via deres el distributionsselskab Radius. Radius er, som led i fokuseringen på den grønne omstilling og kerneaktivitet, blevet sat til salg i 2018.¹²

Andel del, Strategisk analyse

PESTEL-ANALYSE

I dette afsnit ser jeg på de eksterne faktorer, som kan påvirke Ørsted i positiv eller negativ retning. Dette sker ved en analyse via PESTLE-modellen, som belyser henholdsvis de politiske, legale, økonomiske, sociokulturelle og sluttelig de teknologiske og miljømæssige forhold.

¹² <https://www.dr.dk/nyheder/penge/orsted-vil-saelge-sin-elforretning-i-danmark>

Politiske faktorer;

Ørsted har fra sin begyndelse i 1970'erne og op til nutiden præget i stor grad af de politiske faktorer. Selve Ørsted blev dannet på baggrund af en politisk ledet beslutning om at blive uafhængig af olien fra Mellemøsten. I nutiden er Ørsted gået fra at være statsejet til at være drevet privat. Dermed ikke sagt, at Ørsted til stadighed i påvirket i høj grad af det politiske miljø og beslutninger heraf i Folketinget.

Dog er det værd at bemærke, at Ørsted's tre kerneforretninger ikke kun opererer nationalt i Danmark, men på globalt niveau. Således skal påvirkningen fra de politiske faktorer ses ud fra et operativt perspektiv, alt efter hvor Ørsted opererer, samt internationale hensigtserklæringer såsom Paris-aftalen fra 2015¹³.

Energipolitikken

Danmark energipolitik baserer sig primært op imod det langsigtede mål for Danmarks energiafhængighed af fossile brændstoffer i 2050. Ved denne skillelinje skal Danmark være fri for sin afhængighed af fossile brændstoffer, hvori der indgår en række kortsigtede delmål frem mod 2020.

Dette indebærer af den vedvarende energi skal stå for 30 % af energiforbruget i 2020 mod EU's mål i selvsamme periode på 20 %. Og samtidigt nedbringe det fossile energiforbrug med 33 % i forhold til 2009-niveau i 2020. Overordnet er ledetråden i energipolitikken, at Danmark være et bæredygtigt samfund, og at være blandt de top tre lande i verden som;¹⁴

- Øger sin andel af energiforbruget baseret på vedvarende energi
- Er de mest energieffektive lande i OECD

Det betyder alt andet lige, at den danske stat og den tid enhver tid siddende regering i folketinget over de kommende år er positivt afstemt overfor investeringer i vedvarende energi, heraf havvindmølleparker.

¹³ <https://efkm.dk/klima-og-vejr/klimaforhandlinger/parisaftalen-2015/>

¹⁴ http://www.stm.dk/multimedia/Energistrategi_2050.pdf

Legale faktorer;

Lovgivning af elmarkedet

Når Ørsted opererer på det danske marked, skal de henholde til den eksisterende lovgivning på området, Elforsyningsloven¹⁵. Den har til formål at sikre en stabil og energieffektiv elforsyning til alle danske el-forbrugere, hvor der tages hensyn til miljøet, samtidigt med at forbrugerne får en ren og billig energiforsyning.

På EU-plan skal Ørsted forholde sig til tre primære EU-kilder, som har indflydelse på hvordan markedet udvikler sig over tid, og som indirekte påvirker dansk lovgivning samt energipolitik.¹⁶

- EU's klima og energimål for 2030
- Direktivet om energiafgifter
- Direktivet om vedvarende energi

EU's klimamål relaterer sig til at formindske udledningen af drivhusgasser med 30 % af 2005-forbruget. Her har de enkelte EU-lande fået tildelt et reduktions-mål mellem 0 til 40 %, hvor Danmark på grund af sin velstand har fået tildelt et reduktionsmål på 39 % af EU.¹⁷

EU's direktiv om energiafgifter relaterer til minimumssatser for afgifterne på fossile brændstoffer gældende fra 2004, dette direktiv er under stadig diskussion af EU's medlemslande i forhold til at forny og øge barren af energiafgifterne på de mest forurenende brændstoffer, da en stor grad af medlemslandene allerede nu opfylder eller overstiger minimums-niveauet for afgifterne.

EU's direktiv om vedvarende energi definerer en målsætning om, at man inden for EU i 2020 har en andel på 20 % af det samlede energiforbrug, der kommer fra vedvarende energikilder. Hvor opgørelsen af forbruget er baseret på det endelige forbrug, hvilket giver energiformer såsom vindkraft en højere værdiansættelse i målingen, og derved incitament til at anvende energiformen.

¹⁵ <https://www.retsinformation.dk/Forms/r0710.aspx?id=202155>

¹⁶ <https://ve.dk/hvem-er-vi/vi-mener/vedvarende-energi-ja-tak/eu/>

¹⁷ <https://klimaraadet.dk/da/analyser/danmark-og-eus-2030-klimamaal>

Paris-aftalen

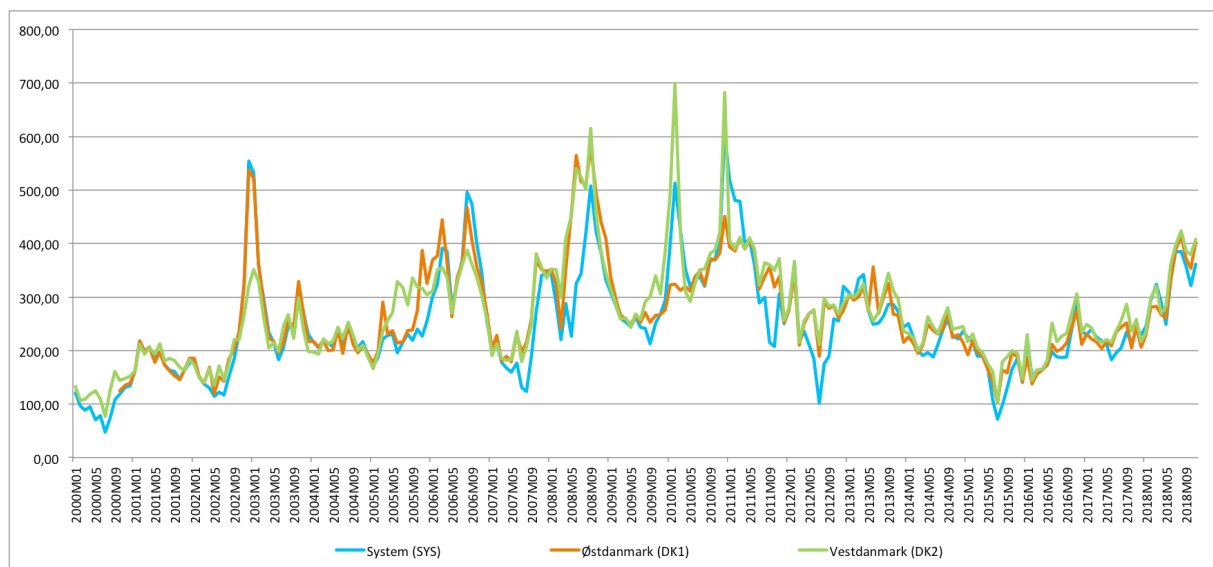
Ved klimakonferencen COP21 i Paris i 2015 besluttede mere end 150 lande på globalt plan at indgå i forhandlinger om en rammekonvention under FN. Rammekonventionen skulle, når dækningsperioden sker fra 2020, sikre at klodens og dens klimaændringer. Dette skal en enighed om begrænsning af den globale opvarmning maksimalt stiger 1,5 grad.

Økonomiske faktorer

Da jeg i min afhandling ønsker at se på den grønne strategi, har af indvirkning på Ørsted's indtjening, har jeg i min gennemgang udelukkende fokus på hvordan markedet for el har udviklet sig historisk, og hvorledes prisen på grøn energi har og forventes at udvikle sig specifikt.

For at Ørsted i fremtiden skal kunne vækste, er den afhængig af hvordan samfundsøkonomien udvikler sig, både på globalt og nationalt plan.

Prisudviklingen på el historisk



18

Som det ses på ovenstående graf, har elprisen været støt stigende i perioden fra 00'erne og op til 2011, med periodevise svingninger. De periodevise svingninger skyldes at forventningen til elprisen er drevet af usikkerheder på markedet.

¹⁸ <https://ens.dk/service/statistik-data-noegletal-og-kort/energipriser-og-afgifter>

Siden 2011 har elprisen været stagnerende indtil midten af 2017, hvilket følges i stor grad henholdsvis følger lavkonjunktureren i disse år og et begyndende opsving i samfundsøkonomien.

Dansk Energi har set nærmere på de fremtidige muligheder for grøn energi og heraf vindkraft. Her er det værd at bemærke, at en lav pris på CO₂ har forårsaget et svagere fremstød for grøn energi. Dette bunder i at markedet for CO₂-kvoter ligger inde med større summer af overskudskvoter for CO₂ grundet et lavt forbrug i årene efter finanskrisen. Som indirekte har betydet en begrænset behov og investeringslyst til at satse på grøn energi. Således har fremstød været sket på gunstigere vilkår via støtteordninger, som alt andet lige ikke medvirker til en organisk drevet udvikling for grøn energi.¹⁹

For en mere organisk vækst på markedet skal ske for grøn energi, vil en væsentlig stigning af priserne på sort energi, såsom kul og gas, være med til at påvirke grøn energi i en positiv retning.

En øget regulering af CO₂-kvoter med aktivt tilvalg af grøn energi fremfor sort, være med til at markedsaktørerne vælger investering på den grønne omstilling af energiproduktion.

Sociokulturelle forhold

Påvirkningen af Ørsted's forretning og grønne omstilling er alt end lige af betydning for Ørsted's omverden. Der er en generel trend hos den danske og resten af verdensbefolkningen på de miljømæssige forandringer vi har set de sidste mange år, og som virker til at tage til år for år. Den miljøbevidste borger i såvel Danmark og mange andre steder er bevidst om, hvordan ens miljøpåvirkning er på miljøet. Om det beror sig på madspild, og mængden af daglig indtag af kød til hvordan vi bevæger rundt fra a til b. Om det sker via fly, som er afgiver et særdeles høj miljøaftryk eller kollektiv trafik. Eller slutteligt på hvilken måde den energi, vi som forbrugere gør brug af, bliver skabt af energiselskaberne. Dette skaber en kædereaktion på hvordan de politiske faktorer kan ændre sig via trends i samfundet.

Omend verdensbefolkningen kan påvirke de generelle trends og deraf indirekte det politiske miljø, har de en begrænset direkte effekt på Ørsted i forhold til de øvrige faktorer som de politiske og økonomiske faktorer har på Ørsted.

¹⁹ https://www.danskeenergi.dk/sites/danskeenergi.dk/files/media/dokumenter/2018-03/Elpris_Outlook_2018_0.pdf

Ørsted nære tilknytning til de sociokulturelle forhold er mere konkret i forhold behovet for specialiseret viden hos arbejdsstyrken. Her har Ørsted et stort behov for en lang række specialister, som kan sørge for at Ørsted til hver en tid er i første række på markedet, udnytter sine aktiver mest effektivt og nye vindmølleparker bliver opført til tiden. Alt i alt kræver det, at Ørsted må og har behov for at rekruttere højtuddannede specialister både indenlands og internationalt i konkurrence med sine konkurrenter på markedet.

Teknologiske og miljømæssige forhold

Ørsted's fremtidige valg af den grønne strategi som retningslinjen for deres ageren på det fremtidige marked, hænger tæt sammen med de tidligere benævnte faktorer. Der er et ønske fra den generelle omverden og de mere nære påvirkningsgrupper, her især den politiske diskurs på henholdsvis lokalt, europæisk og globalt niveau.

Dette er med til at øge fokus på, at Ørsted i al deres valg af teknologi og udvikling heraf. Alt andet lige skal have fokus på at opnå den mest energieffektive produktion af hver enkelt del af deres anlæg, og som til enhver tid følger de miljømæssige krav fra lovgivere på området.

Delkonklusion

Ørsted er i mange henseender påvirket væsentligt af dens eksterne faktorer i dens daglige ageren på markedet. Som både kan have en positiv eller negativ indvirkning af lønsomheden og de muligheder Ørsted har at navigere med på markedet. Ørsted er jf. Tidligere historisk beskrivelse ejet af primært den danske stat. Dette bevirker at tilknytningen til det politiske miljø i Danmark er nært. Både via de muligheder, som der kan gøres brug af for Ørsted, men endnu deslige til hvordan energi- og miljøpolitikken udvikler sig i Danmark.

Den politiske påvirkning fra Danmark er dog ikke selve kernerivkraften, af hvordan de politiske faktorer spiller ind. Dansk politik er i høj grad påvirket, og dikteret kva Danmarks medlemskab af EU, og af hvilke beslutninger EU tager. Det gælder både i forhold til den politiske retning, men tillige hvordan de økonomiske forhold påvirkes af disse forandringer.

Dette er også indikerende, når de sociokulturelle forhold spiller ind. Op igennem det sidste årti, har der været en større og større opbygning fra omverdenen, at miljøet bliver nødt til at blive prioriteret, og at de forandringer, der sker om i naturen, ikke kan forbigås uden indgriben fra hele kloden i at stoppe den foruroligende udvikling der sker fra år til år.

Ørsted har på grund af sit valg af den grønne strategi stor interesse i, at de danske, europæiske og globale aktører forfordeler grønne tiltag. Om det er lovgivningsmæssige eller politiske retninger med et sats på en grønnere energiform, har det alt andet lige en positiv effekt på hvordan Ørsted kan fortsætte sin forretningsstrategi. Mens en stagnering, på grund af eventuelt faldende oliepriser eller generel afmatning af verdensøkonomiens vækst, vil have en negativ effekt på grund af tilvalg af andre mere forurenende energiformer samt mindre investeringslyst i grøn energi på grund af de forholdsmæssigt stadig dyre udviklingsomkostninger, set ud fra et indtjeningsmæssigt perspektiv.

Porters Five Forces

I dette afsnit vil der ses nærmere på Porter's Five Forces, og hvordan Ørsted og dets branche ser ud i forhold til følgende principper af modellen²⁰;

- Leverandørernes forhandlingsstyrke
- Købernes forhandlingsstyrke
- Truslen fra nye konkurrenter
- Truslen fra substituerende produkter
- Konkurrencesituationen på markedet

Dette gøres i forhold til at identificere Ørsted's nuværende og derved fremtidige muligheder for at skabe værdi i forhold til den position Ørsted befinder sig på i markedet.

Som beskrevet i afgrænsningen er fokus på Ørsted's grønne vision, og derved ses der nærmere på Ørsted's Offshore Wind-division. Dog vil enkelte dele af anysenen blive nødsaget til at have sit udgangspunkt på et mere generelt niveau for energi-branchen og dets forskellige energiformer.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Når man ser på forholdet hos leverandørerne til Ørsted og dets konkurrenter, bærer det præg af enkelte større leverandører, som leverer anlæg til branchen. Aktører som Siemens-Gamesa, Vestas og GE står for en væsentlig andel af produktionen og havvindmøller. Som derved indvirker til et marked med store aktører, hvor Ørsted og dens branche har interesse i at opnå og vedligeholde et godt samarbejde for begge parter. Trenden for grøn omstilling er tilstede, og derved muligheden for flere nye aktører, som kan konkurrere med Siemens-Gamesa,

²⁰ s. 87, figur 3.3, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

Vestas og GE, men det kræver tillige, som det er tilfældet for Ørsted og dens branche, et stort kapitalbehov og viden fra start af.

Ørsted's og branchens mulighed for at indvirke på forhandlingsstyrken er på samme tid høj og lav. Dette skal ses på to væsentlige forhold af forhandlingsstyrken i branchen. Hvordan elpriserne generelt udvikler sig i forhold det skiftende udbud af behov og efterspørgsel for el. Samt hvordan Ørsted og branchen eksekverer på hvordan selve opbygningen og drift af havvindmølleparkerne sker.

Branchens forhandlingsstyrke på elpriserne er umiddelbart lav. Dette skal ses i lyset af, at selve prissætningen er selvregulerende ud fra det aktuelle udbud og efterspørgsel af el. Dermed kan prissætningen at definere som en børs, i lighed med prisen på andre råvarer eller helt generelt aktiemarkedet. Og da Ørsted og dets konkurrenter tillige er at definere, som både pristagere og prisudbydere, er branchens dens egen leverandør.

For Ørsted og dets konkurrenter er projekteringen, opførslen og driften af havvindmølleparker stedet, hvor der kan opnås en markant konkurrencefordel overfor konkurrenter. Det kræver specialistviden og stor erfaring fra leverandørernes side af i hvordan havvindmølleparker opbygges fra start til slut, og dets lige hvordan de løbende vedligeholdes af virksomhederne. Derfor må leverandørernes forhandlingsstyrke i forhold til opførsel og drift af havvindmølleparker vurderes til at være middel til høj.

Købernes forhandlingsstyrke

Mulighederne og rammerne for køberne af el har over tid ændret sig. Således er der frit valg på alle hylder for køberne i forhold til hvilket el-distributør, som de ønsker at tegne med. Og med aktører, såsom Elforbundet.dk²¹, er det nemt for køberne at få stillet de bedste muligheder til rådighed alt efter ønsker og behov. Behovet kan skelne om hvorvidt det er billigste pris, fleksibilitet i forhold til bindingsperiode eller ønske om udelukkende el fra vedvarende energiformer.

En alternativ mulighed for køberne er, at de selv begynder at producere energi i husstanden, som et substituerende produkt til at købe el via Ørsted og dets konkurrenter på elmarkedet. Dette kan nemmest ske ved investering i solceller på ens hustag. I Danmark var dette en

²¹ www.el-forbundet.dk

attraktiv mulighed op til 2015, for de købere med mulighed for dette via deres økonomi på grund af politisk velvillighed i form af støtte til de ejere for opførsel af anlæggene.

Efterfølgende er der kommet mindre attraktive vilkår, som gør alternativt for en ikke relevant faktor. Såfremt der kommer rammevilkår, der vil være på niveau eller højere med tidligere ordninger, vil denne trussel som et substituerende produkt være markant højere end den for på nuværende tidspunkt er overfor branchen.

Alt efter ønsker og behov kan forhandlingsstyrken defineres til at være på middel-niveau. Da der er kommet flere aktører, som tilbyder el-abonnementer ud fra hvordan efterspørgslen og behov ændrer sig på markedet. Men ser man udelukkende ud fra et prismæssigt perspektiv, er forskellene mellem aktører så markant tæt, at forhandlingsstyrken for køberne må defineres som lave.

Truslen fra nye konkurrenter

Sandsynligheden for nye konkurrenter på markedet er primært drevet af muligheden for en del af et marked, hvor der er en høj margin at få del i. Jo højere denne præmie er, jo flere nye aktører som er interesserede i at komme ind på markedet. Dette skal dog ses i betragtning af, hvor høje adgangsbarriererne er for at komme ind som ny aktør på markedet. Dette kan være via store krav til erfaring og viden i forhold til drift og teknologiske krav. Deraf at det kræver en større kapitalomkostning fra start af på grund af behovet for et minimum af anlægsaktiver, til at kunne producere.²²

Offshore Wind-divisionen, som er det primære fokus i forhold til den grønne omstilling hos Ørsted er defineret som et marked, der er omkostningstungt at penetrere for nye aktører på markedet. Dette skal ses med et udgangspunkt i, at det kræver et højt kapitalbehov fra start af. Da der skal investeres store summer i anlæg, som kan producere energien. Disse kommer primært fra velkendte leverandører såsom Siemens og Vestas. Tillige kræves der også, en viden og indvirkning på den løbende udvikling af hvordan havvindmøllerne ændrer sig. Da nyere og nyere udviklinger af disse bliver større og mere energieffektive.

Når selve anlægget er investeret, er det essentielt, at man har viden om hvor selve placeringen af havvindmølleparkerne giver mest mulig effekt, mens der samtidig tages hensyn til de lovmæssige faktorer. Områder med vejrforhold, hvor der forekomst af mest mulig blæst på et

²² s. 87, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

stabilt niveau, er klart at foretrække frem for områder med meget høj blæst, men knap så stabile vindforhold.

Anlæggene kræver et stort areal, og som kan indvirke på lokalmiljøet i form af eventuelle gener i forhold til udsigten inde fra land. Således er det ikke populært og ej sandsynligt, at havvindmølleparker bliver placeret ind til områder på kysten med høje interessepunkter i forhold til udsigten fra land. Dette kan være sommerhusområder og naturparker.

Derfor må adgangsbarriererne for nye konkurrenter vurderes til at være høje, for at komme ind på markedet. Ørsted og dets nuværende konkurrenter har positioneret sig med stort kapitalberedskab og værdifuld viden, der er essentiel for at kunne skabe en merværdi i branchen.

Truslen fra substituerende produkter

Der er stort fokus på hvordan verdenssamfundet skal nedbringe Co2-forbruget fra det nuværende niveau, for at imødegå de naturforandringer vi ser år for år. Dette er tydeligst identificeret ved Paris-aftalen, og for specifikt Danmark, der skal være uafhængigt af fossile brændstoffer i 2050.

Selvom mulighederne er mange og derved en højere trussel af substituerende produkter i forhold til havvindmøller. Har alternativerne en længere tidshorisont, og er på ingen måde ligeså langt fremme i udviklingen som havvindmøller. Det er energiformer som helt selvforsynende huse via solceller, udnyttelse af tidevandets og dets ebbe gennem turbiner ligesom vandkraft og geotermisk energi. Der udvinder energi til opvarmning eller el via varmen fra jordens indre.²³ For at dette skal blive en reel trussel, skal der ske en væsentlig skift af investeringerne til den vedvarende energi på disse energiformer. Hvilket må anses for lav til middel. Det vil helt sikkert blive en større trussel når Co2 regnskaberne bliver mere pressede til at levere, og de fossile energiformer tvunget til at gå på pension.

I mellemtiden vil Ørsted kontinuerligt investere i vigtig viden og udvikling af sin foretrukne energiform. Og derved kunne være et skridt foran de eventuelle tiltag, der kan ske på substituerende produkter. Dette kan eksempelvis ses på indgåelse af tætte samarbejdsaftaler

²³ <https://illvid.dk/teknologi/energi/her-er-fremtidens-energi>

med deres leverandører af havvindmøller, for at fremme udviklingen og derved indtjeningsmulighederne for begge parter på længere sigt.²⁴

Indtil der sker væsentlige fremskridt ud fra et omkostningsmæssigt perspektiv, vil truslen fra substituerende produkter være minimal. Det er alt andet lige en dyr forretning at producere de nuværende grønne energiformer, og derved kunne true den markedsandel havvindmøller og heraf Ørsted andel af markedet på disse. Og som benævnt i ovenstående afsnit, har Ørsted kontinuerligt fokus på at bibeholde sin markedsleder-position indenfor energiproduktion via havvind. Med det sagt er Ørsted bevidst om det fremtidige marked, og dets sammensætning. Og investerer tillige i andre vedvarende energiformer, som stadig er nært tilknyttet til havvindmølleparker. Dette foregår blot på via landvind.²⁵ Hvor Ørsted aktivt har opkøbt i markedet, for at på sigt, at kunne bibeholde og øge deres markedsandel på markedet for vedvarende energi.

Konkurrencesituationen på markedet

Mulighederne for indtjening i en given branche, er defineret ud fra den eksisterende konkurrence på det frie marked. Er der en mindre eller stor skare af konkurrenter giver alt andet lige forskellige vilkår for indtjeningsmulighederne.

Ørsted er markedsleder på det europæiske, og heraf danske, marked for havvindmøller. Et marked som stadig har enormt vækstpotentiale. Dette skal ses ud fra andelen af el-produktionen, der kommer fra havvind. Således stod havvind kun for 2 % af den samlede el-produktion i Europa i 2017, mens det på verdensplan ej overstiger 1 % af den samlede el-produktion. Ser man på den forventede andel for havvind i 2030, vil der således være en stigning på 5 %-point i forhold til den aktuelle markedsandel af el-produktionen.

²⁴

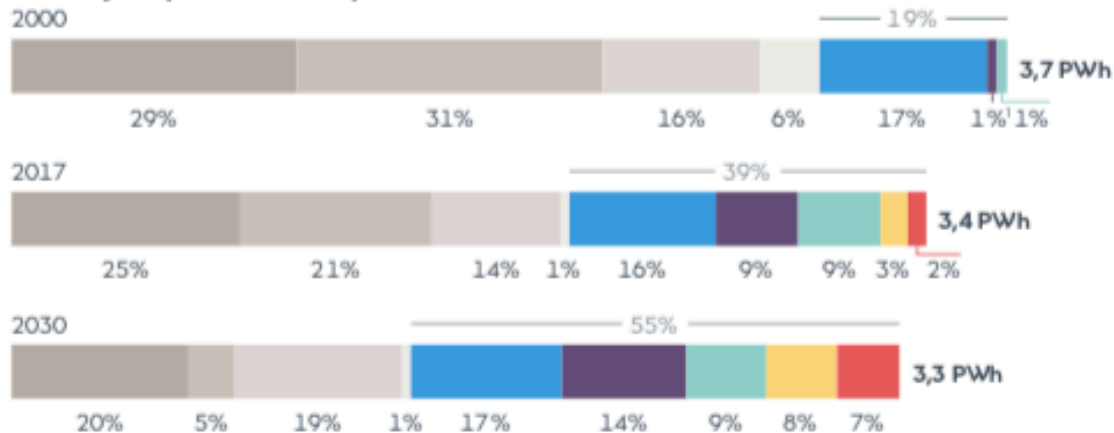
https://w3.siemens.dk/home/dk/dk/cc/presse/meddelelser/arkiv/pages/indgaar_staerkt_samarbejde_om_fremtidens_energiforsyning.aspx

²⁵ <https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/08/1789143>

Andel elproduktion

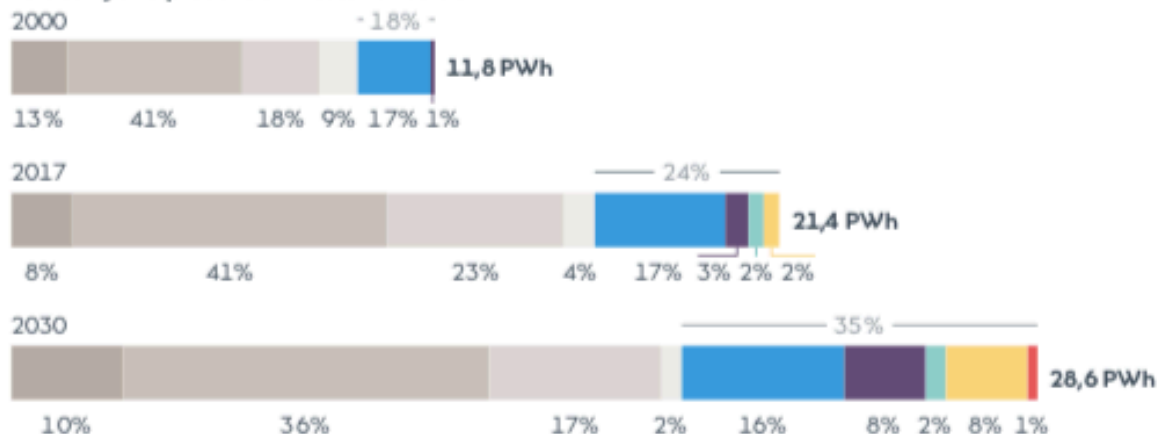
Atomkraft Kul Gas Olie
Vandkraft Landvind Biomasse Solenergi Havvind

Fordeling af elproduktion i Europa



¹ Land- og havvind kombineret

Fordeling af elproduktion i resten af verden



Kilde: International Energy Agency (IEA), World Energy Outlook 2017; Bloomberg New Energy Finance (BNEF), New Energy Outlook 2017.

26

Dette giver alt andet lige over tid en markant større risiko for, at lignende større aktører vælger at intensivere deres investering på havvind. Men deslige giver dette også Ørsted en

²⁶ Jf. Side 17 i årsrapporten for Ørsted for 2017

markant fordel på kort og mellemlang sigt, at man allerede nu har opnået en stor knowhow og erfaring inden havvind og havvindmølleparker rundt omkring i Europa og resten af verdenen. Som alt andet lige giver muligheder for at bibeholde og øge sin markedsandel via stordriftsfordele og heraf partnerskabsaftaler med sine leverandører.

Delkonklusion på Porter's Five Forces

Ørsted tidlige satsning på vindkraft og heraf havvindmølleparker, har et enormt vækstpotentiale på både kort, mellem og lang sigt. Trenden inden for el-produktion peger én vej i fremtiden, og den er grøn. EU og resten af verdenen fører en energipolitik, som fordrer vedvarende energi og heraf vindkraft. Dette er drevet af et stort fokus på den forandring, som kloden og temperaturstigningerne år for år gør ved naturen og miljøet. Helt fra græsrodsniveau til de allerstørste scener inden for beslutningstagen sker der kontinuerligt debat om, hvilke tiltag der bør og skal tages for at imødegå eller stoppe den negative forandringsproces på kloden.

Lokale protester imod bebyggelse af arealer på Amager fællede for at undgå, at sjældne dyr- og plantearter ikke forgår og floraen ikke består²⁷. Til at flere tusinde protesterer mod de manglende miljøtiltag rundt omkring i verdenen initieret af én ung svensk pige.²⁸ Begge dele influerer til en trend, hvor flertallet ønsker et fokus på hver en ting, som vi som mennesker gennem handlinger og beslutninger har af aftryk på klimaet. For hver væsentlig handling, til skade for miljøet, bør der tænkes, hvordan vi som mennesker kan mindske denne effekt via nye tiltag, der er mere gavnlige for vores natur.

Dette giver en indirekte effekt på hvordan det eksterne pres fra det politiske miljø er støt stigende, og med krav til at producere grøn og vedvarende energiformer til Ørsted og dets branche, men tillige en øget efterspørgsel fra kunderne, om at den efterspurgte energiform, skal komme i form af vedvarende energi. To afsæt der fremmer vedvarende energi, og mindsker efterspørgslen af energiformer drevet af fossile brændstoffer.

²⁷ <http://www.amagerfaelled.dk/category/amager-faelled/>

²⁸ <https://politiken.dk/klima/art6932421/15-%C3%A5rige-Greta-indledte-globalt-klimaopr%C3%B8r-da-hun-satte-sig-foran-parlamentet.-Og-blev-siddende>

Ørsted er på forkant med teknologien i forhold til nye markedsaktører inden for havvindmølleparker, og har opnået en enorm værdifuld viden omkring, hvordan man bedst drifter og effektiviserer havvindmølleparker. Dette er alt andet lige en særdeles gunstig position. Både set i lyset af, at der er forbundet store adgangsbarrierer for nye markedsaktører, men tillige i forhold til de potentielle markedsandele, som havvindmølleparker kan stå for af den samlede energiproduktion i fremtiden. På nuværende tidspunkt står havvindmølleparker for en meget lille andel af det samlede marked, og med forskellige tiltag, der alle fremmer vedvarende energi, kan det kun have en markant gavnlig effekt for Ørsted på både kort, mellem- og lang sigt, at disse tiltag kommer til effekt.

SWOT-analyse

Ved anvendelse af SWOT-analysen vil jeg se nærmere på Ørsted markedssituation. Heraf specifikt hvordan den interne påvirkning, udledt af styrker og svagheder, forholder sig for Ørsted. Mens de eksterne påvirkninger bliver analyseret via muligheder og trusler. Her vil jeg gøre brug af den viden, som er opnået igennem PESTEL og Porter's Five Forces.

Samlet set vil analysen af de interne og eksterne forhold af Ørsted bibringe en relevant beskrivelse af hvordan markedssituationen for Ørsted forholder sig på nuværende tidspunkt. Og hvilke områder der kan eller har en positiv eller negativ effekt på den fremtidige udvikling af Ørsted.

Analysen er vist i egen tilvirket figur samt i punktform for hver af de fire dele af SWOT-analysen. Dette er anvendt for at give det bedste mulige overblik samt mulighed for at kunne give en kort beskrivende uddybning af de enkelte punkter i modellen.



Styrker

- Firstmover på den grønne omstilling

Med sin offentliggørelse af sin grønne strategi i efteråret 2017, og heraf specifikt udfasningen af sine forretninger baseret på fossile brændstoffer frem mod 2023, gik Ørsted foran på omstillingen til at basere sin indtjening på vedvarende energi, fremfor de gammeldags og forurenende energiformer. Dermed har Ørsted opnået vitale fordele ved indgående kendskab til vækstområder og et bredt netværk i branchen. Derved kan de agere hurtigere end mindre erfarne eller nye konkurrenter på markedet.

- Teknologisk udvikling af havvindmøller

Ørsted har i en tidlig fase investeret i havvindmølleparker, og derved opnået en særdeles værdifuld viden omkring havvindmøller samt havvindmølleparker. De har et tæt samarbejde med leverandører, og er derved på forkant, når nyere udviklinger af havvindmøller kommer frem.

- Opkøb af konkurrenter med substituerende produkter

Ørsted er bevidst om, at der er behov for at differentiere i deres produktportefølje. Således investerer de aktivt i mulige konkurrenter, som opererer på energimarkedet med nært

tilknyttede energiformer. Dog stadig i form af vedvarende energi, i sammenhæng med dets valgte strategi for udfasning af fossile brændstoffer.

- Markedsleder inden for havvindmølleparker

Ørsted har med sin tidlige indtræden inden for havvindmølleparker en dominerende rolle på markedet. De har opnået viden og stordriftsfordele, i kraft af flere års opbygning og udvidelse af deres aktiviteter, både i volumen og udbredelse på nye markeder rundt omkring i verdenen.

- Høj adgangsbarriere for nye konkurrenter

Ørsted og markedet for havvindmølleparker specifikt er beskyttet af en høj adgangsbarriere for nye aktører og deres eventuelle indtræden. Det fordrer et større kapitalberedskab for en ny aktør at kunne operere inden for havvindmølleparker.

Svagheder

- Afhængighed af enkelt produktlinje

Ørsted har på en strategi om at vedvarende energiformer, dette indebærer at man på nuværende tidspunkt har en begrænset produktlinje, som understøtter strategien på længere sigt. Man har i tidligere år, inden den grønne strategi blev vedtaget, har en signifikant delt af sin indtjening fra fossile brændstoffer og andre aktiviteter. Dette må dog antages ikke at være aktuelt på kort og mellemlang sigt. Den sorte energi er listet som ophørende aktivitet i årsrapporten, og man er aktivt i gang med at frasælge sine ejerandele i Radius og øvrige aktiviteter. Hvilket følger den grønne strategi, men man tillige på nuværende tidspunkt kan anses for at være opererende indenfor vedvarende energi på havvindmølleparker og anlæg, der kører på biomasse.

- Ændringer af elforsyningsloven

I forlængelse af de miljømæssige tendenser og lignende, kan disse tiltag presse muligheden for Ørsted og dets marked for at genere indtjening på grund af øgede krav eller redefinering af rammevilkårene i Elforsyningsloven.

- Få og markante leverandører af materiel

Ørsted er udfordret af, at der eksisterer få store leverandører af materiel og installation af havvindmølleparkerne. Dette indebærer at Ørsted har en svag forhandlingsstyrke over sine leverandører, der kan diktere prisniveauet for sine produkter og ydelser.

- Mindre spiller på det generelle energimarked

Mens Ørsted er en stor spiller inden for havvindmølleparker, er dette ikke ensbetydende med en markant rolle på det generelle marked. Havvindmølleparker repræsenterer på nuværende tidspunkt en lille andel af det samlede marked. Således er det de store spillere, som primært opererer med de fossile brændstoffer, som dikterer markedsudviklingen i større grad.

- Kræver stort behov for specialistviden i medarbejderstab

Det kræver en exceptionel special-viden i alle dele af værdikæden for Ørsted's forretning. Dette indebærer at Ørsted er eksponeret for en eventuel mangel af på den nødvendige specialist-viden i arbejdsudbuddet. Dette kan i værste fald resultere i manglende mulighed for at investere i projekter, såfremt Ørsted ikke har de fornødne ressourcer til at optage nye opgaver på grund af mangel af den nødvendige medarbejderstab.

Muligheder

- Nye miljøkrav

Ørsted har sit fokus på den grønne omstilling og vedvarende energiformer. Dette er ikke tilfældet for dets konkurrenter, som stadig har sin primære indtjeningskilder fra fossile brændstoffer. Derved er en mulighed for Ørsted i at hjemtage yderligere markedsandele på det generelle energimarked ved øgede miljøkrav til industrien. Da Ørsted har komparative fordele inden for vedvarende energiformer.

- Øget støtte til investering i vedvarende energi

Såfremt forskellige lande og dets regeringer vælger, at aktivt støtte udviklingen af dets afhængighed væk fra de fossile brændstoffer og hen imod de vedvarende energiformer, opnår Ørsted øget mulighed for nye aktiviteter og indtjening på både nye og eksisterende markeder. Da Ørsted er markedsleder inden for havvindmølleparker, vil de have en stor sandsynlighed for at lande de aftaler, som kommer i udbud på markedet.

- Indtræden på nye markeder på globalt niveau

Havvindmølleparker og vedvarende energiformer har på nuværende tidspunkt til stadighed en mindre andel af det samlede energimarked, og heraf markant lille rolle i visse dele af verden. I takt med at verdensøkonomien udvikler sig, også i dele af verdenen, hvor niveauet er lavt, vil det afstedkomme et stort markedspotentiale for Ørsted at kunne erobre nye markeder. I forlængelse af, at man kan nedbringe kapacitetsomkostningerne ved at drive vedvarende energiformer, vil det endnu mere gavne effekten af potentialet i de kommende år.

Trusler

- Prisvolatilitet på el-børsen

Ørsted er eksponeret for udsving på prisen på el. Markedet for elpriser er drevet af udbud og efterspørgsel fra henholdsvis markedstagere og markedsaftagere, og er eksternt påvirket af hvordan verdensøkonomien løbende udvikler sig konjunkturmæssigt.

- Udvikling af andre energieffektive energiformer

Ørsted har i et tidligt stadie fokuseret på havvind og vind generelt i den grønne omstilling. Således er de truet på potentielle øgede markedsandele i fremtiden, såfremt andre former for grøn energi vinder frem og prioriteret før investeringer på vind. Dette kan ske ved energiformer som bruger vandet, til den primære energikilde. Dette kan eksempelvis ske via udnyttelse af tidevand, vand fra jordens indre eller fra elve gennem turbiner. Endeligt kan udviklingen og øget brug af thorium true de grønnere energiformer, da thorium i langt mindre grad påvirker sine omgivelser via markant lavere radioaktivitet end den nuværende energiudvinding, når dette sker ved brug af uran.

- Stagnering i politisk og omverdenens fokus på den grønne omstilling

Ørsted vil alt andet lige få begrænset mulighed for at øge sine aktiviteter i dele af verden, hvor det politiske og markedsøkonomiske forhold til den fossile energi er stærkt afhængig. Både set i forhold til den dyrere konvertering til grøn energi fra fossile brændstoffer, men tillige i forhold til enkelte lande større arbejdsmarked, som er bundet til produktionen af de fossile brændstoffer.

- Hovedaktører fra den "sorte" del af energibranchen skifter til grøn omstilling

Ved et eventuelt større paradigme skifte på markedet for energi, vil de stærkt kapitaltunge aktører, som tidligere har haft ledende roller på markedet for energi inden for de fossile brændstoffer, på et givent tidspunkt begynde en massiv investering i den grønne omstilling. Alt andet lige for at erobre og bevare sin eksistens på markedet for energi generelt.

Tredje del, Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen er med til give den eksterne bruger, heraf analytikere, mulighed for at identificere trends og bekræftelse af forventninger ud fra virksomhedens årsregnskab. For at regnskabsbrugeren kan få nytte af årsregnskabet, er det dog nødvendigt at reformulere årsregnskabets resultatopgørelse og balance. Årsregnskabet i sin oprindelige form ikke tilstrækkelig værdi for regnskabsbrugeren, da fokus er på ejernes krav. For at regnskabsbrugeren kan få værdi af årsregnskabet, har reformuleringen til formål at splitte årsregnskabet op, så det er brugbart for beregning og identificering af de finansielle drivere af virksomheden.

I afhandlingen gøres der brug af de fire seneste årsrapporter, således indgår årsrapporterne fra 2018 til 2015. Dette skyldes at Ørsted for disse årsrapporter har angivet tab, aktiver og passiver, der er tilhørende de ophørende forretningsaktiviteter.

Ledelses- og revisionspåtegning

Ledelses- og revisionspåtegningen indgår i årsrapporten for at oplyse regnskabsbrugeren om, hvorvidt der har været væsentlige forhold i årsrapporten at notere.

Ledelses- og revisionspåtegningen er således regnskabsbrugerens bekræftelse fra henholdsvis ledelsen og revisionens side af, om årsrapporten i sin helhed giver et retvisende billede af det forgangne års udvikling og resultat for virksomheden. Samt hvorvidt årsrapporten er aflagt i henhold til gældende lovgivning. I Ørsted's tilfælde er dette i henhold til de internationale regnskabsstandarder (IFRS)

Ved gennemgang af årsrapporterne for 2015 til 2018 om hvorvidt ovenstående er tilfældet, har der i alle årene været en blank påtegning fra både ledelsen og revisionens side af. Dermed har årsrapporterne givet et retvisende billede samt opfyldt gældende regnskabsstandarder.

Anvendt regnskabspraksis

Anvendt regnskabspraksis indgår i årsrapporten for at give regnskabsbruger information om, hvorledes de enkelte regnskabslementer bliver opstillet og målt. Da dette er relevant i forhold til at sammenligne konkurrerende aktører, da en forskellig model til måling af væsentlige aktiver eller forpligtelser, kan have en betydelig forskel på vurderingen af virksomhederne imellem sig.

Ørsted har opstillet årsrapporten i henhold til de internationale regnskabsstandarder (IFRS), som er godkendt af EU samt tillige i henhold den danske årsregnskabslov. Dette er også gældende for de indregnede datterselskaber. Ved indregning af årsrapporten har Ørsted gjort brug af historisk kostpris undtagen derivater, finansielle instrumenter i handelsporteføljen samt Co2-kvoter. Disse aktiver er i årsrapporten indregnet til markedsværdi.²⁹

Forskel mellem IFRS og business Performance

Ørsted gør brug af business performance i deres beskrivelser af udviklingen af årets resultat, som ikke er forenelig med IFRS. Dette skyldes at man ønsker at minimere fluktuationen i markedsværdien på igangværende kontrakter på de øvrige peioder og den bagvedliggende afdækningsrisiko. Da man over kontraktperioden afdækker sin risiko ved at indgå forskellige fastpris aftaler for eventuelle valutaudsving, når der løbende sker afregning af kontrakterne. Udsvingene mellem IFRS og business performance kan variere i større eller mindre grad over perioderne, hvilket er drevet af hvor tæt på de enkelte kontrakter er på udløb. Jo tættere på udløb vil afvigelsen alt andet lige være mindre end ved kontraktens start.

Dette har f.eks. I henholdsvis 2017 og 2018 en samlet effekt på EBITDA på 0,1 mia. Og 1,5 mia. kr. imod IFRS. Begge tal påvirker således den efterfølgende rentabilitetsanalyse, da den forskellige behandling og deraf indregning på resultatet giver effekt på hvorledes nøgletallene kommer til udtryk, hvor EBITDA indgår som delelement i beregningen.³⁰

I afhandlingen er der ved reformuleringen gjort brug af de IFRS opstillede tal. Dette er anvendt på baggrund at, at en lignende værdiansættelse fra en ekstern analytiker, ville have gjort brug af IFRS. For derved at bibeholde muligheden for at sammenligne Ørsted overfor sine konkurrenter, og derved mindske unødige regnskabsstøj.

²⁹ jf. Årsrapporten for 2018 s. 81

³⁰ Jf. Årsrapporten for 2018, s. 31.

Definering af hybridkapital

Ørsted har valgt at udstede hybridkapital til sine kreditorer. Hensigten med udstedelsen af hybridkapitalen er, at Ørsted i forlængelse af dette styrker dets kapitalberedskab og derigennem øge investeringsevnen.³¹

Hybridkapital er at sammenligne med et almindelån lån, dog med en noget længere løbetid end de normale 10 til 30 år. Her har hybridkapitalen en løbetid på 1.000 år, hvilket er at betragte, som værende uendelig løbetid, for at opfylde kriteriet og klassifikationen, som hybrid kernekapital. Dette indebærer en minimal risiko for, at långiver vil komme efter lånoptagerne i løbetiden på grund af den uendelige løbetid.

Ved en eventuel konkurs fra låneoptagers side af, har den hybride kapital først ret til at dækket sit tilgodehavende efter de simple kreditorer, men dog før långiver.

Denne specifikke formalia og karakteristik er med til at hybridkapitalen i årsrapporten opstilles under Ørsteds egenkapital.

Ved reformuleringen af Ørsteds årsrapporter, er det dog valgt at opstille hybridkapitalen på samme niveau, som den øvrige fremmedkapital i form af banklån og lignende. Dette skyldes at de underliggende rentebetalinger af selve hybridkapitalen, tilgår resultatopgørelsen og derved kan behandles på samme måde, som rentebetalingerne fra den øvrige fremmedkapital.

Reformulering

Reformuleringen har til formål at få defineret regnskabsposterne i årsrapporterne. Dette er med henblik på at få opdelt posterne i en drifts- og finansieringsaktivitet. I driftsaktiviteten indgår de primære poster, der generer indtjeningen hos Ørsted, såsom salg og dertil knyttet omkostninger i forbindelse med dette. Finansieringsaktiviteten inkluderer de finansielle regnskabsposter, som understøtter den de primære driftsaktiviteter. Dette sker gennem finansiering til brug for Ørsteds investeringer i nye anlæg eller vedligeholdelse af driftsmateriel.

Disse to dele er med til at kunne påvise, hvorledes den reelle værdi bliver genereret for Ørsted og dets aktionærer. Den eksterne regnskabsbruger kan bruge reformuleringen til at

³¹ Jf. Årsrapporten for 2018, s. 140

identificere de værdiskabende elementer i årsrapporterne og tillige sammenligne sine observeringer med lignende markedsaktører.

Balancen

Reformuleringen af balancen sker med henblik på at identificere regnskabsposterne, der genererer Ørsted salg og vækst. Reformuleringen af aktiver og passiver opdeles i henholdsvis driftsaktiver og finansieringsaktiver. Driftsaktiverne underbygger virksomhedens salg i form af produktionsanlæg, men tillige afledte aktiver, såsom tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser.

Finansieringsaktiverne understøtter derimod virksomhedens mulighed og evne for at skabe væksten, ved finansiering af drift og salgsfremmende tiltag.

Regnskabsposterne ved reformuleringen af balance er således opstillet nedenfor;

Aktiver	Passiver
<i>Finansielle aktiver:</i>	<i>Egenkapital</i>
Likvide beholdninger	
Investering i obligationer	<i>Minoritetsinteresser</i>
Kortsigtet investering i kapitalandele	
<i>Ikke-kernedriftsaktiver</i>	<i>Finansielle forpligtelser:</i>
Pensionsaktiver	Langfristede rentebærende gældsforpligtelser
Kapitalandele disponible for salg	Kortfristede rentebærende gældsforpligtelser
Kapitalandele i associerede virksomheder	Leasingforpligtelser
<i>Kernedriftsaktiver</i>	<i>Driftsforpligtelser:</i>
Alle øvrige aktiver	Alle øvrige forpligtelser

32

(DKKm)	2018	2017	2016	2015
Driftsaktiver	145.348	116.908	116.867	121.080
Driftsforpligtelser	62.164	45.048	54.806	59.320
Netto driftsaktiver	83.184	71.860	62.061	61.760
Finansielle aktiver	29.227	29.613	19.622	26.377
Finansielle forpligtelser	40.535	42.875	37.431	49.649
Netto finansielle forpligtelser	11.308	13.262	17.809	23.272
Minoritetsinteresser	3.388	3.807	5.146	6.398
Egenkapital	68.488	54.791	39.106	32.090

33

³² s. 183, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

³³ s. 180, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen. Tal er fra reformulering, se bilag 2

Ovenstående tabel oplister således reformuleringen i simple træk, i forhold til den totale reformulering.

Resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen er med til at oplyse virksomhedens over- eller underskud, der har været skabt af nettosummen, af det indeværende regnskabsårs samlede udvikling af driftsaktiverne og de finansielle aktiver. Dette opgøres ved reformulering af regnskabsposterne på resultatopgørelsen i henholdsvis driftsoverskud og de netto finansielle omkostninger.³⁴

Driftsoverskuddet benævnes tillige som NOPAT, Net Operating Profit After Tax, hvilket også er benyttet i reformuleringen.

Driftsoverskuddet er tillige blevet opsplittet i to yderligere, driftsoverskud og driftsoverskud efter andet driftsoverskud. Dette er aktuelt i Ørstedes tilfælde, da der først og fremmest indgår den del af driftsoverskuddet, som kommer fra de ophørende aktiviteter i Ørsted. Derudover indgår indregningen af resultat af kapitalandele i associerede virksomheder og indtægter i forbindelse med salg af anlægsaktiver.

Slutteligt foretages der skatteallokering ud på driftsoverskuddet og de netto finansielle omkostninger, for at give den mest retvisende rapportering af årets resultat.

Rentabilitetsanalyse

Formålet med rentabilitetsanalysen i de følgende dele, er at kunne afklare de essentielle faktorer, der driver Ørsted vækst, heraf forrentningen af egenkapitalen (ROE) der defineres af afkastet på den investerede kapital (ROIC) og den finansielle gearing i Ørsted.

Disse to komponenter er signifikante drivere for senere at kunne indarbejde disse i budgetteringsfasen af Ørsted sammen med den strategiske analyse i første del af afhandlingen. Der anvendes i rentabilitetsanalysen udelukkende historiske tal fra Ørsted's officielle årsrapporter baseret på IFRS.

Den udvidede Dupont-model

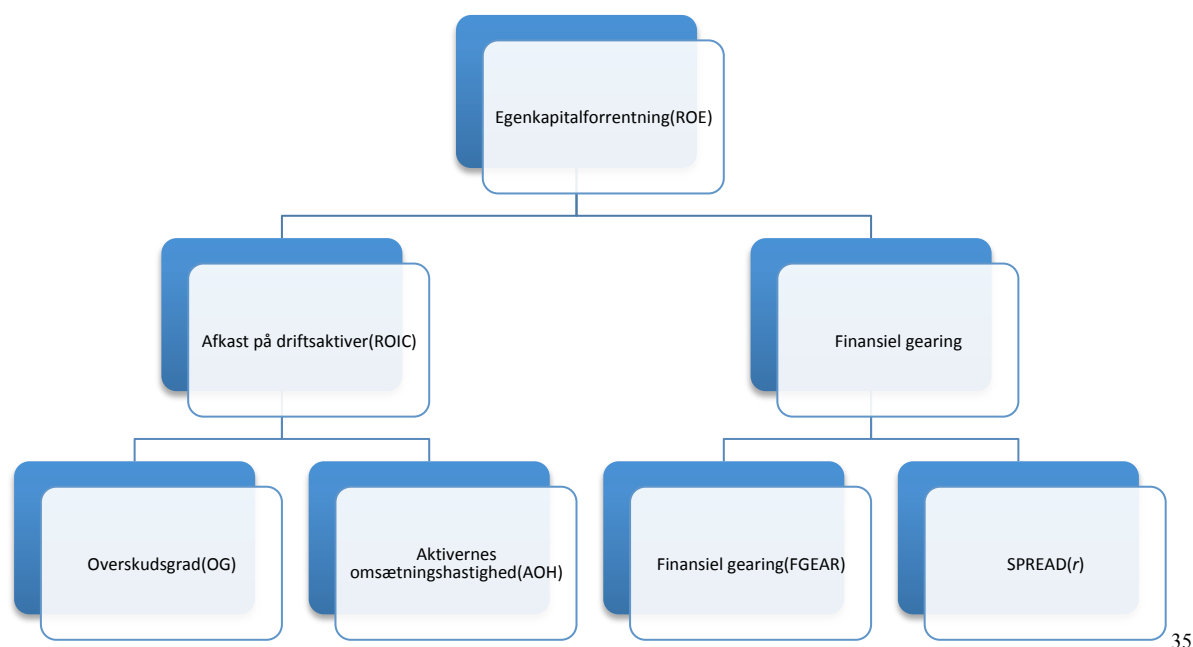
I opbygningen og gennemgangen af rentabilitetsanalysen gøres der brug af den udvidede Dupont-model. Som med sine tre niveauer formår at gå i dybden med hvilke faktorer, der driver Ørsted forretning, og hvorledes de enkelte nøgletal er knyttet til hinanden.

³⁴ s. 197, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

Modellen er opbygget i 2 dele. I venstre side er ROE drevet af ROIC, som påviser hvorledes Ørsted formår at udnytte sine netto driftsaktiver på balancen. Jo mere produktiv udnyttelse af ressourcerne giver alt andet lige en større ROIC og derved afkast til Ørsted's ejere. En forbedring af ROIC er igen drevet af to underliggende faktorer. Det kan gøres ved enten at forbedre afkastet på hver enkelt salgskrone eller at forøge salget via per hver investeret krone. Henholdsvis overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Begge nøgletal er igen drevet af underliggende drivere, der hver især påvirker overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed.

Egenkapitalforrentningen er udover afkastet på nettodriftsaktiverne også påvirket af hvordan finansieringsaktiviteterne i Ørsted er drevet. En dårlig planlægning og eksekvering af finansieringen af driftsaktiviteterne vil andet lige betyde forværrende effekt for en virksomheds evne til at skabe værdi for virksomhedsejerne. Dette skyldes at en negativ finansiell gearing skaber mindre værdi, selvom aktiviteten på driftsaktiviteten stiger.

Den højre side af den udvidede model viser således, hvorvidt den finansielle gearing skaber merværdi eller ej for virksomheden. Dette udledes umiddelbart først på niveau 2, da den finansielle gearing består af FGEAR og SPREAD.



³⁵ Egen tilvirkning ud fra s. 255, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

ROE – Egenkapitalforrentningen

Egenkapitalforrentningen er, som påvist i ovenstående Dupont-model, drevet af tre underliggende drivere.

- Afkastet på driftsaktiverne (ROIC)
- Forholdet mellem netto finansielle forpligtelser og egenkapitalen (FGEAR)
- Forskellen på ROIC fradraget netto låneomkostningerne i %

Den simple formel for ROE udledes således;

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

For at tydeliggøre de tre underliggende elementer, som påvirker ROE kan formelen tillige beregnes via følgende metode;

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

Hvor ROIC-r også gives betegnelsen SPREAD, når ROIC fradrages med de *netto finansielle omkostninger (NFO)* divideret med de *netto finansielle forpligtelser (NFF)*. Muligheden for at beregne ROE via både en simpel og mere teknisk metode, har tillige til formål at kunne kontrollere om, hvorvidt der er foretaget korrekt reformulering og beregning ved brug af henholdsvis den simple metode, og derefter kontrol af via den udvidede formeldefinition af ROE. I begge beregninger skal ROE naturligvis ende ud i samme resultat.

ROE	2018	2017	2016
<i>Totalindkomst</i>	18.695	19.425	7.935
<i>Gennemsnitlig egenkapital</i>	65.237	51.425	41.370
Beregnet ROE	28,7%	37,8%	19,2%

³⁶

Udviklingen af egenkapitalforrentningen viser en meget volatil udvikling fra 2016 til 2018 jf. ovenstående tabel.

³⁶ Tabel, egen tilvirkning

Det ses umiddelbart at udviklingen på ROE er drevet af ROIC, som går fra at bidrage med knap 62 % af ROE i 2016, 75 % i 2017 og i 2018 med 87 % af ROE. Som der vil beskrives nærmere omkring i de følgende niveauer af den udvidede Dupont-model.

Grunden til at, der i de følgende tabeller kun anvendes nøgletal beregnet fra 2016 til 2018, skyldes at Ørsted først fra 2016 udskilte de ophørende aktiviteter særskilt i resultatopgørelsen. Således foretog man for årsrapporten i 2016 en tilpasning af regnskabstallene for 2015. Dette gjorde det muligt at beregne gennemsnitlige værdier for nøgletallene i rentabilitetsanalysen.

Niveau 1

ROIC – Afkast af den investerede kapital

ROIC er defineret som Return On Invested Capital, der definerer afkastet på den investerede kapital. Som således måler rentabiliteten på nettodriftsaktiverne. Det gælder, at man som hovedregel, som enten virksomhedsejer eller aktionær, at ROIC pr. definition altid skal overstige netto låneomkostninger. Denne hovedregel er essentiel at være bevidst om, da et negativt forhold imellem ROIC og netto låneomkostninger, også kaldet SPREAD, vil skabe en ROE, der er mindre end ROIC. Den eventuelt negative effekt vil deslige afhænge af størrelsesforholdet af SPREAD.

Ergo vil det opnåede afkast på ROIC skulle ses i betragtning af, hvad det koster for virksomheden at finansiere afkastet. Det vil altid være ambitionen og kravet fra virksomhedens ejere, at der er et positivt SPREAD, for at øge forrentningen af ROE.

ROIC er defineret af henholdsvis driftsoverskuddet divideret med netto driftsaktiverne. Det er værd at bemærke, at der i beregningen gøres brug af de gennemsnitlige netto driftsaktiver. Formlen for ROIC ser således ud;

$$ROIC = \frac{\text{Driftsoverskud}}{\text{Gennemsnitlig netto driftsaktiver}}$$

ROIC	2018	2017	2016
<i>Driftsoverskud</i>	19277	20338	8520
<i>Netto driftsaktiver</i>	77522	66961	61911
Beregnet ROIC	24,9%	30,4%	13,8%

³⁷

³⁷ Tabel, egen tilvirkning baseret på reformulering.

Som det ses af ovenstående tabel, har ROIC store udsving i sammenligningsårene. Det er dog værd at bemærke, at niveauet for ROIC i alle regnskabsårene er at betragte som værende høje.

Som beskrevet i tidlige afsnit, er ROIC drevet af to underliggende faktorer. Overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Derved kan den ROIC udover den ovenstående formel tillige udledes ved beregning af de underliggende drivere ved brug af følgende formel:

$$ROIC = \text{Overskudsgrad} \times \text{Aktivernes omsætningshastighed}^{38}$$

Niveau 2

Finansiel gearing

Den finansielle gearing måler den forholdsmæssige andel mellem de finansielle forpligtelser og egenkapitalen. Ved beregningen af FGEAR er der anvendt gennemsnitlige værdier for både NFF og EK. Formlen for FGEAR er;

$$FGEAR = \frac{\text{Nettofinansielle forpligtelser (NFF)}}{\text{Egenkapital (EK)}}$$

Finansiel gearing	2018	2017	2016
Gennemsnitlig NFF	12.285	15.536	20.541
Gennemsnitlig egenkapital	65.237	51.425	41.370
Beregnet FGEAR	18,83%	30,21%	49,65%

Ovenstående tabel illustrerer Ørsted's finansielle gearing fra 2016 til 2018. Ørsted's finansielle gearing er faldet i alle årene. Hvilket skyldes både markant mindre finansielle forpligtelser drevet af en nedbringelse af obligations- og bankgæld i Ørsted, der har været positivt påvirket af rentevilkårene ved opgørelse af markedsværdierne for obligations- og bankgælden. Samtidigt har Ørsted formået i årene 2017 og 2018 realiseret et signifikant større

³⁸ s. 261, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

overskud, drevet af indtægter fra ikke-kerneaktiviteterne. Som derved har forøget den gennemsnitlige egenkapital i det indeværende og fremtidige regnskabsår.

SPREAD

Formålet med SPREAD er at identificere om, hvorvidt Ørsted finansielle gearing skaber et højere afkast til Ørsted på sine driftsaktiviteter end den kan låne de finansielle midler hertil for.

Formlen for SPREAD er;

$$SPREAD = ROIC - r$$

Hvor r udledes;

$$r = \frac{\text{netto finansielle omkostninger efter skat}}{\text{Gennemsnitlig netto finansielle forpligtelser}}$$

Som igen kan udledes yderligere:

$$r = \left(\frac{\text{finansielle forpligtelser}}{\text{Netto finansielle forpligtelser}} \times \frac{\text{finansielle omkostninger efter skat}}{\text{Gennemsnitlig netto finansielle forpligtelser}} \right) \div \left(\frac{\text{finansielle aktiver}}{\text{Netto finansielle aktiver}} \times \frac{\text{finansielle indtægter efter skat}}{\text{Finansielle aktiver}} \right)$$

SPREAD	2018	2017	2016
ROIC	24,9%	30,4%	13,8%
$r = NFO/NFF$	8%	6%	3%
Beregnet SPREAD	16,72%	24,49%	10,91%

Som det ses af ovenstående tabel, er SPREAD i alle sammenligningsårene positiv for Ørsted. Derved skaber den finansielle gearing i Ørsted en positiv effekt. Den positive forskel mellem ROIC og r giver dermed en højere egenkapitalforrentning, så længe SPREAD er positiv.

Ved at se nærmere på forholdet imellem de netto finansielle omkostninger og netto finansielle forpligtelser, kan det identificeres, at forholdet stiger støt fra 2016 til 2018. Udviklingen er drevet markedsværdi ændringer på de underliggende finansielle aktiver af Ørsted's sikringsinstrumenter.

Dette skyldes et strategisk valg fra Ørsted's side af, hvordan deres markedsrisiko er overfor valutakursudsving på deres igangværende projekter. Da disse projekter som hovedregel ikke afregnes i danske kroner, men i GBP. Hvor de største investeringer i havvindmølleparker er foretaget. Derudover er øget aktivitet i henholdsvis USA og Taiwan medvirkende til en øget eksponering over for øvrige valutaer.³⁹

Overskudsgrad

Overskudsgraden er defineret som driftsoverskuddet andel af nettoomsætningen. Derved kan der måles for hvad afkastet er for en virksomheds overskud pr. opnået salgskrone af driftsaktiverne. Hvilket giver en klar indikation om hvorvidt en virksomhed formår at drive en rentabel forretning.

Formlen for overskudsgraden udledes således:

$$Overskudsgrad(OG) = \frac{Driftsoverskud}{Nettoomsætning}$$

Overskudsgrad	2018	2017	2016
<i>Driftsoverskud</i>	19277	20338	8520
<i>Nettoomsætning</i>	75520	59709	57393
Beregnet OG	25,5%	34,1%	14,8%

Ørsted's overskuds grad har fra 2016 til 2018 været særdeles svingende. Efter mere end en fordobling af overskudsgraden fra 2016 til 2017, faldt overskudsgraden i 2018 til et niveau imellem de to forudgående år. For at se nærmere på hvilke elementer af overskudsgraden, som forårsagede denne udvikling, kan man se driftsoverskuddet i både 2017 og 2018 er på et markant højere niveau end driftsoverskuddet i 2015. Dette skyldes markante indtægter fra Ørsted's ikke-kernedrifts aktiviteter. Således frasolgte man i 2017 dele af sine ejerandele i havvindmølleparkerne Walney extension og Race Bank, hvilket gav en engangsindtægt på samlet DKKm 11.665. Mens man i 2018 frasolgte 50 % af sine ejerandele af verdens største kommende havvindmøllepark, Hornsea 1, til Global Infrastructure Partners(GIP). Alle salg har deres primære indtægtsførsel i de nævnte regnskabsår, men vil dog have en mindre positiv effekt, heraf Hornsea I, i både 2019 og 2020.⁴⁰

³⁹ jf. s. 68 i Ørsted's årsrapport for 2018

⁴⁰ jf. s. 101 i Ørsted's årsrapport for 2018

Engangsindtægterne driver således det markant højere opnåede driftsoverskud i 2017 og 2018 i forhold til 2016. Ved analysen af Ørsted rentabilitet i kommende regnskabsår, er det vigtigt at få defineret, hvorvidt disse frasalg af ejerandele i havvindmølleparker i Ørsted vil være tilbagevendende eller ej. Da man således må skulle klassificere disse frasalg, som en del af Ørsted's primære drift frem for klassificering af disse under andre indtægter i resultatopgørelsen.

I denne afhandling er det vurderet, at disse frasalg ikke vil være en tilbagevendende hændelse i de kommende regnskabsår. Engangsindtægterne vil være stort set umulige at kunne foretage en valid måling og estimering af, samt hvornår og i hvilken størrelse sådanne engangsindtægter skulle ske til indregning med i budgetteringen.

Ser man på nettoomsætningen har Ørsted en positiv udvikling i af nettoomsætningen fra 2016 til 2018. Hvoraf nettoomsætningen fra 2017 til 2018 steg fra DKKm 59.709 til 75.520.

Udviklingen var primært drevet af fremskreden aktivitet af de igangværende førnævnte havvindmølleprojekter såsom Hornsea I. Derudover har nettoomsætningen i 2018 også været influeret af højere salgspriser på gas og el til el-kunderne.

De indgåede kontrakter på de nævnte havvindmølleparker og deres fremskredne aktivitet har en indirekte effekt i udviklingen af overskudsgraden en skævhed, da Ørsted primært har kunnet indtægtsføre selve opførelsen af Hornsea I i 2018, mens man allerede i 2017 opnåede anden indkomst på de igangværende projekter ved at sælge ejerandele. Dette giver således en højere opnået overskudsgrad, uden en forøget nettoomsætning, da denne indtægt sker via anden indkomst.

En nærmere gennemgang af overskudsgradens underliggende drivere følger i gennemgangen af Dupont-modellens niveau 3.

Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed (AOH) er defineret som nettoomsætningen divideret med netto driftsaktiverne. Dette måler således det opnåede salg pr. krone, som er investeret i netto driftsaktiverne.

Formlen for aktivernes omsætningshastighed ser således ud;

$$\text{Aktivernes omsætningshastighed(AOH)} = 1 / \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Netto driftsaktiver}}$$

I målingen af aktivernes omsætningshastighed divideres der med 1. Dette gøres for at definere hvorledes netto driftsaktivernes evne er til at skabe salg pr. enkelt krone. Eksempelvis vil en AOH på 4 kunne omsættes til, at virksomheden anvender 25 øre til at genere salg på én krone.⁴¹

AOH	2018	2017	2016
Nettoomsætning	75520	59709	57393
Netto driftsaktiver	83184	71860	62061
Beregnet AOH	0,91	0,83	0,92

Det ses umiddelbart at udviklingen af aktivernes omsætningshastighed i årene fra 2016 til 2018 ligger på et stabilt niveau. Ørsted driver således stort set salget pr. salgskrone i 2018 som i 2016, med en minimal ændring fra 0,92 i 2016 til 2018. Det bekræftes af, at selvom man i 2018 både har opnået en højere nettoomsætning, og forøget sine netto driftsaktiver, stadig har samme forhold mellem disse to.

Niveauet af aktivernes omsætningshastighed i Ørsted giver en klar identifikation af, at det kræver et væsentligt kapitalberedskab for at kunne operere på markedet. Det kræver tid og kapital for Ørsted at genere nettoomsætningen, når der sker udvikling og opførsel af havvindmølleparker. Hvilket også giver en naturlig begrænsning på hvor hurtig aktiviteten kan omsættes til salg.

Sammenhængen med den lave omsætningshastighed på aktiverne følger den højere overskudsgrad, som vil være påkrævet. Denne sammenhæng bekræftes ved de påkrævede kapitalberedskaber og høje adgangsbarrierer for nye aktører på markedet.⁴²

Niveau 3

Niveau 3 i den udvide Dupont-model er med til at understøtte hvilke individuelle drivere, der kan beskrives som de signifikante faktorer i henholdsvis overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Dette gøres ved at splitte de enkelte omkostningselementer ud fra den samlede omkostningsbase, via identificering som værende drevet af salg, anden indkomst eller skat mv. for overskudsgraden. Mens man for aktivernes omsætningshastighed kan se på

⁴¹ s. 262, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

⁴² s. 263, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

hvilke balanceposter, immaterielle, materielle eller tilgodehavender fra salg, som driver omsætningshastigheden på aktiv-siden.

Overskudsgrad

For at dekomponere overskudsgraden, og identificere de specifikke drivere opdeles resultatopgørelsen elementer. Således er driftoverskuddet blevet erstattet, som tæller, i overskudsgradens formel, og specificeret ved følgende formel;

Overskudsgrad(OG)

$$= \frac{\text{Bruttoresultat}}{\text{Nettoomsætning}} + \frac{\text{Salg og andre omkostninger}}{\text{Nettoomsætning}} \\ \div \frac{\text{Skat på driftoverskud}}{\text{Nettoomsætning}} + \frac{\text{Andre poster}}{\text{Nettoomsætning}}$$

OG - underliggende drivere	2018	2017	2016
<i>Bruttoavanceprocent</i>	28,5%	31,8%	34,4%
<i>Administrationsomkostninger</i>	11,9%	12,5%	12,5%
<i>Afskrivninger</i>	7,1%	10,5%	9,1%
<i>OG - før skat</i>	9,4%	8,9%	12,8%
<i>Skatteomkostning</i>	0,6%	-2,9%	2,1%
OG - salg efter skat	8,9%	11,7%	10,7%
OG - Andre poster	16,7%	22,3%	4,1%
Beregnet OG salg	25,5%	34,1%	14,8%

Som benævnt ved gennemgang af overskudsgraden på niveau 2, har Ørsted's overskudsgrad fluktueret i henholdsvis en positiv og negativ retning fra regnskabsåret 2016 og frem til 2018. For at identificere de primære drivere til denne udvikling, og deraf årsagsforklaring, vil en gennemgang af overskudsgradens underliggende drivere give en nærmere forklaring af udviklingen.

Da nettoomsætningens udvikling er blevet beskrevet af overskudsgraden under niveau 2, vil fokus på de underliggende drivere være på tælleren af nøgletallene.

OG - salg	2018	2017	2016
<i>Bruttoresultat</i>	21502	19015	19771
<i>Nettoomsætning</i>	75520	59709	57393
Beregnet OG bruttoavance	28,5%	31,8%	34,4%

Bruttoresultatet fra Ørsted defineres som nettoomsætningen fradraget produktionsomkostninger af aktiviteterne. I Ørsted's tilfælde inkluderer det primært omkostninger til brændstof og konstruktionsomkostninger i forbindelse af opførsel af havvindmølleparker.

DKKm	2018	2017	2016
<i>Produktionsomkostninger</i>	54018	40694	37622

Produktionsomkostninger i Ørsted har i sammenligningsperioden steget støt fra 2016 til 2018. Med en markant forøgelse fra 2017 til 2018 på 33%. Ørsted har i perioden først og fremmest været påvirket af eksterne faktorer. Da oliepriserne i perioden har været støt stigende, og deraf givet en negativ påvirkning af Ørsted's overskudsgrad. Således har oliepriserne betydet en stigning på produktionsomkostningerne hertil fra DKKm 5.669 i 2016 til 20.399 i 2018.⁴³ Og dermed en væsentlig negativ effekt på Ørsted's overskudsgrad.

2018 var tillige influeret af en øget aktivitet i forbindelse med etableringen af en række havvindmølleparker i forhold til 2017 og frigivelse af balanceførte igangværende arbejder på Burbank samt Hornsea-frasalget. Således er det vigtigt for Ørsted at være opmærksom på det øgede aktivitetsniveau fra 2016 til 2018, har en positiv effekt i forholdet mellem de forøgede produktionsomkostninger og nettoomsætning.

Det skal dog bemærkes, at disse tal er opført via brug af business performance, og ikke IFRS. Derved kan der forekomme mindre afvigelser mellem disse, men det vurderes som validt, at anvende disse noteoplysninger ved gennemgangen af den underliggende udvikling.

Overskudsgrad	2018	2017	2016
<i>Administrationsomkostninger</i>	8991	7438	7166
<i>Nettoomsætning</i>	75520	59709	57393
Beregnet OG driftsomkostninger	11,9%	12,5%	12,5%

Andre eksterne omkostninger består af Ørsted's faste omkostninger heraf revision.

Det ses umiddelbart at Ørsted har formået at holde andre eksterne omkostninger på samme niveau i hele sammenligningsperioden. Det er vigtigt for Ørsted, at man er observant på at bibeholde et så lavt omkostningsniveau til disse omkostningsarter, da omkostningerne per

⁴³ s. 99 i Ørsted's årsrapport for 2018 samt s. 85 i Ørsted's årsrapport for 2017.

definition ikke er værdiskabende for Ørsted's forretning. Omkostningen til revision kan ikke fraskrives på grund af det er lovpligtigt. Men Ørsted bør være opmærksom på, hvorvidt revisionshonoraret er konkurrencedygtigt i forhold til den udførte service. Dette er det samme scenarie Ørsted skal have for øje, når man ser på de øvrige andre eksterne omkostninger.

Overskudsgrad - Afskrivninger	2018	2017	2016
Afskrivninger	5375	6284	5232
Nettoomsætning	75520	59709	57393
Beregnet OG afskrivninger	7,1%	10,5%	9,1%

Afskrivninger er defineret som den løbende afskrivning af de immaterielle og materielle anlægsaktiver i Ørsted. Heraf består disse primært af opførte havvindmølleparker samt havvindmølleparker under opførsel. Havvindmølleparkerne i Ørsted bliver afskrevet på en lineær afskrivningsplan fordelt ud på 20 til 24 år, hvilket bliver gennemtestet ved jævne mellemrum af revisionen.⁴⁴

Afskrivninger har i perioden været på et stabilt niveau, når 2018 anskues imod 2016. 2017 var præget af, at Ørsted var nødsaget til at foretage en nedskrivning på igangværende havvindmølleparker under opførsel på DKKm 545 på grund af usikkerhed for den endelige opførsel. År til år udviklingen fra 2017 til 2018 er således præget af denne nedskrivning, samt en reversering i 2018 af tidligere års nedskrivninger af distributionsanlæg under Customer Solutions på grund af ny viden omkring fremtidsudsigterne af hvilken værdi disse anlæg vil anbringe i forbindelse med frasalg af aktiverne.

Samlet set er udviklingen for afskrivninger i Ørsted i sammenligningsperioden dog ikke været en primær driver af overskudsgradens udvikling. Det må alt andet lige forventes et stabilt omkostningsniveau, hvor en højere udnyttelsesgrad af aktiverne, i form af højere nettoomsætning, derimod vil have en mere end gavnlig effekt på Ørsted's overskudsgrad.

OG - skat	2018	2017	2016
Skat på driftsoverskud	435	-1722	1214
Nettoomsætning	75520	59709	57393
Beregnet OG salg før skat	0,6%	-2,9%	2,1%

⁴⁴ s. 109 i Ørsted's årsrapport for 2018.

Skat på driftsoverskuddet anses for at have ingen værdi i forhold til en nærmere analyse af udviklingen. Dette skyldes den nære korrelation af driveren til driftsoverskuddet kontra nettoomsætningen. Skat på driftsoverskuddet må således anses for at være en mere teknisk udregning, i forhold til at afstemme den samlede sum via den detaljerede formel af overskudsgraden imod den simple formel for overskudsgraden.⁴⁵

OG - andre poster	2018	2017	2016
<i>Andre driftsindtægter/udgifter</i>	16128	17210	3010
<i>Nettoomsætning</i>	75520	59709	57393
Beregnet OG andre driftsindtægter/udgifter	21,4%	28,8%	5,2%

Andre driftsindtægter og udgifter inkluderer poster, som ikke er foreneligt med kernerdriftsaktiviteterne for en virksomhed.

I Ørsted tilfælde inkluderer dette primært indtægter fra salg af ejerandele af Ørsted havvindmølleparker. Frasalgene kan både ske ved projekteringen eller under selve opførelsen af havvindmølleparker, at der indgås en aftale mellem Ørsted og en samarbejdspartner.

Derudover er årets resultat fra de ophørende aktiviteter i Ørsted klassificeret som anden indkomst og omkostning i afhandlingen. Dette skyldes afhandlingens primære fokus på den grønne omstilling. Således indgår divisionen Oil & Gas ikke i den primære drift.

Udviklingen af anden indkomst andel af overskudsgraden har været støt stigende i sammenligningsperioden, og har fra at bidrage med 5,2 % i 2016, 28,8 % i 2017, steget til et bidrag til overskudsgraden på 21,4 % i 2018.

Den stigende andel af anden indkomst har været præget af den øgede aktivitet af opførte og igangværende havvindmølleparker, der indirekte har afledt muligheden og den samtidige interesse fra samarbejdspartnere i, at indgå aftaler om frasalg af ejerandele.

I 2016 medførte det frasalg af Burbo Bank og Race Bank i England. I 2017 steg frasalget yderligere med frasalg af ejerandele af Walney Extension i England samt Borkum Riffgrund 2 i Tyskland samt senere betinget omsætning fra salget af Burbank i 2016. 2018 var præget af,

⁴⁵ s. 267, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

at man indgik den hidtil største aftale om delvist frasalg af Hornsea 1⁴⁶, der alene indbragte Ørsted en engangsindtægt på 15,1 milliard kr.⁴⁷

Således har anden indkomst været en primær driver til Ørsted's overskudsgrad fra 2016 til 2018. Det kan konstateres, at i takt med den større og større aktivitet, og havvindmølleparkernes popularitet hos investorer, at sådanne frasalg er sandsynlige til at ske i fremtidige regnskabsår. Men det er vigtigt at pointere, at sådanne indtægter, også i Ørsted's tilfælde, af princip ikke defineres som en del af den primære indtjening. For Ørsted er det at opføre og køre en rentabel forretning af havvindmølleparker, da det er den væsentligste indtægtskilde.

Det vurderes tillige i afhandlingen, at frasalg af ejerandele i havvindmølleparkerne ikke bør klassificeres andetsteds end under andre indtægter og omkostninger. Selvom det umiddelbart kan konstateres, at frasalgene har været tilbagevendende hændelser i alle tre regnskabsår, er der ingen indikationer, som antyder at det er eller vil være normal forretningsstrategi for Ørsted fremover. Dette stemmer tillige overens med de oplyste forventninger for 2019. Her kan det konstateres, at der i 2019 ikke forventes nogen indgåelser af nye partnerskaber, som det har været tilfældet i alle årene fra 2016 til 2018.⁴⁸

OG - andre poster	2018	2017	2016
Resultat fra kapitalandele	-5	-129	17
Nettoomsætning	75520	59709	57393
Beregnet OG resultat fra kapitalandele	0,0%	-0,2%	0,0%

Resultat fra kapitalandele inkluderer overskud, der er skabt i tilknyttede virksomheder, som ikke indregnes i Ørsted's moderselskab. Det er vurderet uvæsentligt at indgå i en nærmere analyse, af resultatandele effekt på den samlede overskudsgrad, da påvirkningen i sammenligningsperioden er lig med næsten 0 % af overskudsgraden.

OG - andre poster	2018	2017	2016
Skat på anden indkomst	3547	3758	666
Nettoomsætning	75520	59709	57393

⁴⁶ s. 101 i Ørsted's årsrapport for 2018.

⁴⁷ s. 6 i Ørsted's årsrapport for 2018.

⁴⁸ s. 12 i Ørsted's årsrapport for 2018.

Beregnet OG andre poster skat	4,7%	6,3%	1,2%
-------------------------------	------	------	------

Som beskrevet under omkostningsdele for skat på driftsoverskuddet, har skat på anden indkomst ingen analytisk værdi i specifikationen af overskudsgradens underliggende drivere

Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed er på niveau 2 defineret i sin simple form, hvorpå netto driftsaktiverne divideres med nettoomsætningen. Aktivernes omsætningshastighed kan dog yderligere dekomponeres, for at identificere hvilke af de underliggende drivere af nøgletallet, giver årsagsforklaringen på udviklingen af omsætningshastigheden over den givne periode.

Aktivernes omsætningshastighed kan således dekomponeres via følgende formel:

Aktivernes omsætningshastighed

$$\begin{aligned}
&= \frac{\text{Immaterielle aktiver}}{\text{Nettoomsætning}} + \frac{\text{Materielle aktiver}}{\text{Nettoomsætning}} + \frac{\text{Varebeholdninger}}{\text{Nettoomsætning}} \\
&+ \frac{\text{Tilgodehavender fra salg}}{\text{Nettoomsætning}} + \frac{\text{Andre kernerdriftsaktiver}}{\text{Nettoomsætning}} \\
&+ \frac{\text{Ikke - kernerdriftsaktiver}}{\text{Nettoomsætning}} - \frac{\text{Varekreditorer}}{\text{Nettoomsætning}} - \frac{\text{Hensatte forpligtelser}}{\text{Nettoomsætning}} \\
&- \frac{\text{Andre driftsforpligtelser}}{\text{Nettoomsætning}}
\end{aligned}$$

AOH - underliggende drivere	2018	2017	2016
<i>Immaterielle aktiver</i>	0,01	0,01	0,02
<i>Materielle aktiver</i>	1,11	1,27	1,22
<i>Varebeholdninger</i>	0,18	0,06	0,06
<i>Tilgodehavender fra salg</i>	0,14	0,15	0,13
<i>Andre kerneaktiver</i>	0,10	0,23	0,12
AOH - kernerdriftsaktiver	1,55	1,73	1,55
AOH - ikke-kernerdriftsaktiver	0,37	0,22	0,49
<i>Varekreditorer</i>	0,17	0,19	0,17
<i>Hensatte forpligtelser</i>	0,18	0,19	0,16
<i>Andre driftsforpligtelser</i>	0,47	0,37	0,62
AOH - Driftsforpligtelser	0,82	0,75	0,95
Beregnet AOH underliggende drivere	0,91	0,83	0,92

Som bemærket ved gennemgang af aktivernes omsætningshastighed på niveau 2, har Ørsted's udvikling på AOH været særdeles stabil, man har bibeholdt en forskel og derved tilnærmelsesvis ens faktor mellem sin aktivmasse og den opnåede nettoomsætning. Når man

ser nærmere på de underliggende drivere af aktivernes omsætningshastighed for Ørsted, er det muligt at identificere op til flere aktivposter, som i perioden fra 2016 til 2018 har været i en enten opad- eller nedadgående udvikling.

Dette gør sig gældende for henholdsvis de materielle aktiver og varebeholdningen under kernerdriftsaktiverne, udviklingen på ikke-kernerdriftsaktiverne samt andre driftsforpligtelser.

AOH - Immaterielle aktiver	2018	2017	2016
<i>Immaterielle aktiver</i>	777	689	955
<i>Nettoomsætning</i>	75520	59709	57393
Beregnet AOH immaterielle aktiver	0,01	0,01	0,02

Ørsted's immaterielle aktiver består primært af erhvervet goodwill, Co2-kvoter og igangværende projekter under udførelse. Der har i regnskabsårene fra 2016 til 2018 været signifikante aktiviteter, som har betydet en ændring af aktivmassens fordeling. Således har Ørsted forøget sine Co2-kvoter markant fra 2016 til 2018 mens man i modsat retning har nedbragt sine immaterielle aktiver vedrørende projekter under udførelse. De to effekter udligner hinanden set ud fra et nettoperspektiv, og giver deraf flad udvikling af aktivmassen. Tillige har de immaterielle aktiver en uvæsentlig andel af den samlede aktivmasse, og vil således kræve store investeringer førhen den ville give en mærkbar underliggende effekt på aktivernes omsætningshastighed.

AOH - materielle aktiver	2018	2017	2016
<i>Materielle aktiver</i>	84055	75845	70182
<i>Nettoomsætning</i>	75520	59709	57393
Beregnet AOH materielle aktiver	1,11	1,27	1,22

Ørsted har i takt med forøgelsen af sin nettoomsætning tillige øget sine materielle aktiver. Dette skyldes tilgang af opførte havvindmølleparker i primært Storbritannien som har haft en delvis effekt på aktivmassen i 2017, dog primært i 2018. Det ses umiddelbart at tilgangene i Ørsted har haft en negativ effekt på Ørsted's omsætningshastighed, med et fald fra en AOH på 1,22 i 2016 til 1,11. Dette indikerer en mindre effektiv ressource udnyttelse af de seneste tilgange hos Ørsted. Hvilket har en negativ effekt opadtil på ROIC og ROE.

AOH - Tilgodehavender fra salg	2018	2017	2016
<i>Tilgodehavender fra salg</i>	10741	9170	7286
<i>Nettoomsætning</i>	75520	59709	57393

Beregnet AOH tilgodehavender fra salg	0,14	0,15	0,13

Tilgodehavender fra salg i Ørsted relaterer sig til divisionen Customer Solutions og dens slutkunder. Disse tilgodehavender har ligget på niveau i alle regnskabsårene, hvortil der ingen ændringer har været på anvendt regnskabspraksis i forhold til måling og opgørelse af tilgodehavender fra salg. Dette ses umiddelbart på udviklingen af omsætningshastigheden, som er på samme niveau i alle regnskabsår. Dette indikerer, at Ørsted ikke er blevet bedre eller ej dårligere til at inddrive og foretage nødvendige nedskrivninger.

AOH - Varebeholdninger	2018	2017	2016
Varebeholdninger	13943	3853	3451
Nettoomsætning	75520	59709	57393
Beregnet AOH varebeholdninger	0,18	0,06	0,06

Ørsted's varebeholdninger består af forskellige former for brændsel og grønne certifikater. Grønne certifikater opnås af Ørsted ved deres brug af vedvarende energiformer som kernerdrift. Således er de grønne certifikater andel af aktivmassen støt stigende og derved medvirkende til en mindre men dog positiv effekt på aktivernes omsætningshastighed for Ørsted.

Den væsentligste ændring på omsætningshastigheden, som kan identificeres i udviklingen fra 2017 til 2018 skyldes en regnskabsteknisk årsag. Der er i 2018 foretaget en ændring af regnskabspraksis igangværende arbejder på offshore-aktiviteterne i Ørsted. Hvilket indeholder indregning af materialer, lønomkostninger, lejeomkostninger samt indirekte omkostninger som følge af implementeringen af IFRS 15. Dette aktiv blev i 2017 opført under entreprisekontrakter.⁴⁹

AOH - Andre kernerdriftsaktiver	2018	2017	2016
Andre kernerdriftsaktiver	7564	13978	6971
Nettoomsætning	75520	59709	57393
Beregnet AOH andre kernerdriftsaktiver	0,10	0,23	0,12

⁴⁹ s. 120 i Ørsted's årsrapport for 2018

Andre kernerdriftsaktiver består af øvrige aktiver på aktiv-siden, som anses for værende en del af kernerdriften i Ørsted. Dette inkluderer heraf entreprisekontrakter og selskabsskat.

Udviklingen af andre kernerdriftsaktiver har i sammenligningsperioden svinget væsentligt, med et stort hop fra 2016 til 2017 og i modsat fald igen mellem 2017 og 2018. Det er dog værd at bemærke, at omsætningshastigheden i 2018 er på niveau med 2016. Dog er der en væsentlig ændring i sammenhængen af hvad andre kernerdrifts-aktiver aktivmasse. Først og fremmest er der sket et væsentligt fald i entreprisekontrakter fra Mdkk 6.453 i 2016 til 1.451. Dette skyldes, som tidligere nævnt under varebeholdningen, implementeringen af IFRS 15 i 2018, og muligheden for at opføre visse former for entreprisekontrakter under varebeholdningen.

Således er det udelukkende udviklingen af skatteaktiver, som kan influere på omsætningshastigheden udover de resterende entreprisekontrakter. Udviklingen på skatteaktiverne har været stigende i sammenligningsperioden med en stigning fra Mdkk 518 i 2016 til 6.113 i 2018. Den væsentlige driver for dette skyldes forudbetalte skatter i 2018 til amerikanske partnere i forbindelse Ørsted's aktiviteter i USA. Disse forudbetalinger anses for værende valide at indregne som skatteaktiver, hvilket ikke har været gjort før grundet ingen aktivitet i USA før 2018.⁵⁰

Delkonklusion

Ved gennemgangen af de tre seneste regnskabsår kan det konstateres, at Ørsted har rykket sig positivt i forhold til forøget aktivitet og nettoomsætning fra 2016 til 2018. Således har en øget interesse fra eksterne faktorer, resulteret i et større udbud af mulige aktiviteter for Ørsted. Dette har Ørsted formået at få gavn af, ved at vinde udbud på havvindmølleparker, og få forøget dets aktivitet og heraf indtjening.

ROIC er stærkt præget af overskudsgraden andel i perioden. Hvoraf den underliggende driver har været indkomst fra andre indtægter og omkostninger. Dette skyldes som beskrevet betydelige frasalg af Ørsted's ejerandele i opførte og igangværende havvindmølleparker. Denne effekt forventes dog allerede fra 2019, at aftage markant. Da der for 2019 ikke forventes lignende hændelser.

⁵⁰ s. 123 i Ørsted's årsrapport for 2018

Når man ser bort fra den underliggende driver af anden indkomst og omkostninger, kan man dog konstatere, at Ørsted tilnærmelsesvis formår at opnå dobbelt-cifret overskudsgrader. Hvilket anses for værende tilfredsstillende i forhold til ejernes afkastkrav.

Aktivernes omsætningshastighed er i hele perioden på et stabilt niveau i den lave ende i forhold til omsætningshastighed. Dette er helt forventeligt i betragtning af Ørsted karakteristika, med en stor aktivmasse for at kunne producere det nødvendige. Det bekræftes ved gennemgangen af de underliggende drivere for aktivernes omsætningshastighed, hvor der ikke har væsentlige hændelser i perioden, som har påvirket Ørsted's ROIC.

Den finansielle gearing har i perioden været støt faldende, hvilket er et positivt tegn for Ørsted, der derved har formået at nedbringe forholdet mellem de nettofinansielle forpligtelser og egenkapitalen. Dette skyldes markante driftsoverskud, drevet af frasalg af ejerandele, som deraf har forøget egenkapitalen i perioden. Derudover har gunstige markedsvilkår medvirket til at markedsværdien på obligationsgælden er nedbragt signifikant fra 2016 til 2018.

Fjerde del, Budgettering og værdiansættelse

Budgettet

I forlængelse af den strategiske analyse og rentabilitetsanalysen af Ørsted, er formålet med budgetteringen at samle disse to dele, for at fastslå den forventede vækst i de kommende år. Derved samles interne og eksterne faktorer til et validt grundlag for udarbejdelsen af budgettet.

Fastlæggelse af budgetperiodens længde

I forbindelse med budgetteringen er det nødvendigt at foretage en vurdering af, i hvor lang en årrække budgettet skal afdække, da den senere værdiansættelsesmetode gør brug af neddiskontering af en uendelig pengestrøm. Således er det ikke anbefalelsesværdigt at foretage en alenlang budgetperiode. Dette vil alt andet lige betyde en uoverskuelig mængde af data. Derved vil budgettets længde være på en begrænset periode.

Længden vil tillige afhænge af, hvornår det vurderes at en yderligere periode ikke er værdiskabende for analysen og de underliggende vækstfaktorer har en konstant værdi fra år til år. Således vil budgetperioden stoppe, og en terminalperiode starte, når følgende karakteristika;

- Væksten får form af en konstant rate fra år til år
- Overskudsgrad forbliver konstant, for at tilsikre at driftsomkostninger stiger med samme rate som omsætningen.
- Omsætningshastigheden forbliver konstant, i sammenhæng med vækstraten, for at tilsikre at kerne nettodriftsaktiverne vokser med samme rate som omsætningen.
- FGEAR forbliver konstant, i sammenhæng med vækstraten og omsætningshastigheden, for at tilsikre de netto finansielle forpligtelser vokser med samme rate som omsætningen.⁵¹

I denne afhandling er der valgt en budgetperiode på fem år. Således vil budgetperioden afdække 2019 til 2023 med 2024 som terminalperiode. Dette skyldes en vurdering af, at Ørsted på nuværende tidspunkt har en førende rolle på markedet for havvindmølleparker, hvilket inkluderer en essentiel viden og netværk, som nye indtrængere på markedet ikke vil kunne erhverve inden for en kort tidsperiode. Sammenlagt med de høje adgangsbarrierer for nye indtrængere på markedet, har Ørsted inden for de næstkommende år en konkurrencemæssig fordel overfor sine konkurrenter.

Derudover forventes det, at væksten i den kommende periode vil være høj, baseret på en markant efterspørgsel på vedvarende energiformer, heraf er havvindmølleparker en profileret energiform. Den forventede markedsvækst er den primære faktor til den valgte budgetperiode. Dette skyldes at de konkurrencemæssige fordele ikke kan forventes at kunne bibeholdes overfor konkurrenter, da nye indtrængere alt andet lige vil have midlerne samt motivationen til at indhente Ørsted's konkurrencemæssige fordele på så kort tid som muligt.

Ørsted har selv lagt en forventet estimering hvorefter væksten kan relateres til igangværende projekter frem til 2022, samt vundne udbud frem mod 2025. Det vurderes således at en budgetperiode frem til 2023, vil være reel i forhold til at undgå mindst muligt regnskabsstøj på grund af de forventede vækstrater.

Driftsaktiviteter

Med fastlæggelsen af budgetperiodens længde, er næste skridt at fastlægge de underliggende drivere af væksten i den pågældende periode, og definere budgettet i de næstkommende år.

Der er valgt tre elementer, til at budgettere driftsaktiviteterne for Ørsted:

⁵¹ s. 315, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

- Vækst af omsætningen
- Vækst af driftsoverskuddet
- Vækst af investeret kapital

Disse tre elementer vil blive gennemgået i følgende afsnit.

Ørsted's forventninger til de kommende regnskabsår

For at identificere forventningerne hos Ørsted, er det værdifuldt at se nærmere på flere dele af årsrapporten. Ørsted og dets ledelse er forpligtet til at oplyse omkring væsentlige forhold i ledelsespåtegningen, hvis der har været forhold der har givet anledning til bemærkninger.

I ledelsesberetningen er Ørsted forpligtet til at beskrive virksomhedens udvikling det forgangne år og indikere fremtidsudsigterne for Ørsted ifølge virksomheden selv. I tillæg til ledelsesberetningen, indeholder årsrapporten forventninger til både omsætning, overskudsgrad og forventet aktivitet i både direktørens gennemgang, den samlede forventning samt i underliggende afsnit for hvert forretningsområde. Informationen kan bære præg af en for positiv forventning fra virksomhedens side af, således bør forventningerne anskues med en kritisk vinkel. Da eventuelle problematikker for Ørsted, vil have præg af en overfladisk beskrivelse eller ligefrem blot en lille bemærkning i årsrapporten. Her er givtigt at anvende den opnåede viden fra de underliggende drivere fra rentabilitetsanalysen, til at identificere såfremt denne viden skaber problemer i forhold til de angivne fremtidsudsigter for Ørsted.

Ørsted har umiddelbart en forventning om, at havvindmølleparker vil bidrage væsentligt til Ørsted's aktiviteter, på kort, mellem og lang sigt. Konkret betyder dette at man frem mod henholdsvis 2025 og 2030 forventer en markant stigning på kapaciteten af installerede havvindmølleparker. Ved udgangen af 2018 havde Ørsted således en samlet kapacitet på 12GW fordelt ud på sine aktiviteter.⁵² Heraf stod havvindmølleparker for 9 GW af den samlede kapacitet.⁵³

Ørsted har således en forventning om, at man har en kapacitet på havvindmølleparker på henholdsvis 15 GW i 2025 og 30 GW hvoraf havvindmølleparker skal bidrage med den væsentligste andel. Dette bevidner den specifikke målsætning om 15 GW i 2025, alene for

⁵² s. 6 i Ørsted's årsrapport for 2018

⁵³ s. 41 i Ørsted's årsrapport for 2018

havvindmølleparker. Men tillige ud fra en beslutning om, at 75-85 % af nye kapacitetsinvesteringer vil ske i havvindmølleparker.⁵⁴

Fastlæggelse af vækst af omsætningen

(DKKm)	2018	2017	2016
Nettoomsætning	75.520	59.709	57.393

Ovenstående tabel oplister Ørsted's nettoomsætning for de tre seneste regnskabsår, hvor nettoomsætningen har steget i alle årene, heraf en væsentlig stigning fra 2017 til 2018. Dette skyldes en markant stigning i aktiviteten for Offshore, hvor tre store projekter i henholdsvis Storbritannien og Tyskland bidrog væsentligt til dette. Aktiviteten udelukkende inden for opførsel af havvindmølleparker steg med 50 %. Derved er Offshore med tydelighed den division inden for Ørsted, der vil komme til at bidrage væsentligst i fremtiden, og deraf nettoomsætningen. Sammen med den strategiske analyse er det relevant at se nærmere, i hvilket omfang det må kunne forventes at de enkelte divisioner i Ørsted bidrager med til den samlede nettoomsætning.

Nettoomsætning i DKKm	2018	2017	2016
Offshore	28.826	20.345	22.473
Onshore	545	-	-
Bioenergy	6.472	5.959	4.699
Customer Solutions	47.327	40.086	34.370
Elimineringer	-7.650	-6.681	-4.149
I alt	75.520	59.709	57.393

55

Offshore

Offshore er Ørsted's primære og mest vigtige forretningsdel for nuværende og i fremtiden. Med det strategiske valg mod et grønt Ørsted fra 2023, er fokus for Ørsted på forretningsmulighederne inden for vedvarende energi i femtiden. Dette ses også umiddelbart på den øgede aktivitet og heraf stigning af nettoomsætningen i Offshore fra 2016 til 2018.

Ørsted forventer en øget kapacitet frem mod 2025, hvor den installerede kapacitet vil gå fra de nuværende 5,6 GW til 15 GW. Dette indikerer en årlig vækst ud fra 2018-niveau på knap

⁵⁴ s. 14 i Ørsted's årsrapport for 2018

⁵⁵ Tal er indhentet fra årsrapporterne fra 2018 og 2017 under noten for omsætning.

24 % i årene til og med 2025. Heraf er 2 af de forventede GW dog angivet som uspecificeret ny kapacitet. Hvilket anses for et relativt potentiale, på baggrund af de eksterne faktorer tydeligt indikerer, at vedvarende energi, heraf havvindmølleparker, har en stor fremtid på energimarkedet. Dette er især tilfældet i USA, hvor der forefindes optimale forhold for havvindmølleparker ud for USA's østkyst.

Usikkerheden for eventuelle stop af igangværende projekter er dog tilstede. Ørsted har udmeldt, at man er i diskussioner med de taiwanesiske myndigheder omkring Greater Changhua projektet på grund af kontraktuelle forpligtelser fra Ørsted's side af ved det vundne udbud. Helt specifikt er der uoverensstemmelser mellem Ørsted og de lokale myndigheder, om opfyldelsen af forskellige kontraktelementer, der er med til at bidrage med lokale leverandører i forbindelse med opførelsen af havvindmølleprojektet. Det anses i afhandlingen for værende validt, at indkalkulere med den forventede aktivitet på projektet ud fra, at der foregår løbende diskussioner mellem parterne, for at tilsikre at delmålene i kontrakten bliver opfyldt.

Der forventes en høj stigning af nettoomsætningen af Offshore, i takt med at de vundne udbud bliver til igangværende projekter, og allerede igangværende projekter bliver færdiggjort, og dermed bidrager med dets energiproduktion.

Onshore

Onshore er i regnskabsåret 2018 blevet oprettet som en ny division i Ørsted. Dette skete med effekt pr. 1. oktober 2018 i forbindelse med erhvervelsen af Lincoln Clean Energy. Hvorved aktiviteten blev vurderet til at være en separat division i Ørsted.

Den rapporterede nettoomsætning i 2018 var primært drevet af valutaafdækning, og den reelle nettoomsætning af selve drift af Onshore-anlæg var i 2018 på DKKm 80. Med en udmeldt forventning om en total kapacitet på 2.500 MW⁵⁶, ud fra den nuværende kapacitet på 813, vurderes Onshore på både kort, mellem og lang sigt, at bidrage med en minimal øgning på den samlede nettoomsætning i Ørsted.

Bioenergy

Bioenergy er under stadig forandring. Da den grønne strategi for 2023 påvirker Bioenergy's aktivitet. Dette skyldes, at man er i gang med konvertering af de danske varme- og

⁵⁶ s. 48 i Ørsted's årsrapport for 2018

kraftværker til at overgå til udelukkende brug af biomasse frem imod 2023. Bioenergy forventes ikke at bidrage med en væsentlig større nettoomsætning i de kommende år. Dette vurderes med baggrund i Ørsted primære fokus på øget aktiviteter inden for Offshore og Onshore i fremtiden.

Customer Solutions

Customer Solutions har historisk bidraget med en væsentlig del af Ørsted's nettoomsætning, omend uden at give forhøjet driftsoverskud for Ørsted grundet lave marginer inden for salg af energi.

Omsætningen for Customer Solutions drives primært af, hvordan prisen på gas mv. udvikler sig på de forskellige børser for energi. Disse faktorer er udenfor Ørsted's rækkevidde i forhold til at kunne påvirke udviklingen. Ørsted er i denne henseende en lille aktør på det generelle marked. Derimod har priserne på el-markedet en tæt korrelation den konjunkturen i verdensøkonomien. Her har prisen på deriblandt olie oplevet en svag stød stigning siden finanskrisen. I sammenhæng med den nuværende vækst for den generelle verdensøkonomi, forventes det at Customer Solutions i de kommende år vil opleve en svag stigning, drevet af højere oliepriser. Grunden til den lave vurdering af væksten for Customer Solutions i forhold til den historiske udvikling fra 2016 til 2018 skal ses med baggrund i, at den pågældende periode må anses for at være relativ begrænset i forhold til den primære driver af divisionen. For olieprisen er det nødvendigt at anskue vækstmulighederne over en længere historisk periode. Da man her kan vurdere ud fra perioder med både lav- og højkonjunktur. Yderligere må det forventes, at efterspørgslen på vedvarende energi på mellem og lang sigt vil have en modvirkende effekt på vækstmulighederne for Customer Solutions aktiviteter.

Fastlæggelse af vækst af driftsoverskud

Ved fastlæggelsen af driftsoverskuddet, er det valgt at fokusere på driftsoverskuddet før skat og anden indkomst og omkostninger. Dette skyldes, som tidligere beskrevet, at det ikke er muligt at foretage en valid vurdering af engangsindtægterne fra frasalg af ejerandele på havvindmølleparkerne i Ørsted. Derudover er anden indkomst og omkostninger tillige per definition ikke en del af en virksomheds kernekapital, og vil alt andet lige forårsage støj i regnskabet ved sammenligning over for konkurrenter på markedet. Derudover er skattedelen ikke en brugbar indikator i analysesammenhæng.

Ved fastlæggelsen af driftsoverskuddet er fokus på omkostninger, og dets forventede udvikling i budgetperioden.

(DKKm)	2018	2017	2016
<i>Driftsoverskud før skat</i>	7.136	5.293	7.373

Ørsted har i perioden et stabilt driftsoverskud i forholdet mellem nettoomsætningen og dets omkostninger til produktion og andre omkostninger. Dette viser umiddelbart, at Ørsted i takt med den øgede aktivitet, har forøget dets omkostninger i samme takt med nettoomsætningen.

Dette billede kan bekræftes ved at se på overskudsgraden udvikling før skat i den pågældende periode og dets underliggende drivere.

OG - underliggende drivere	2018	2017	2016
<i>Bruttoavanceprocent</i>	28,5%	31,8%	34,4%
<i>Administrationsomkostninger</i>	11,9%	12,5%	12,5%
<i>Afskrivninger</i>	7,1%	10,5%	9,1%
<i>OG - før skat</i>	9,4%	8,9%	12,8%
<i>Skatteomkostning</i>	0,6%	-2,9%	2,1%
<i>OG - salg efter skat</i>	8,9%	11,7%	10,7%
<i>OG - Andre poster</i>	16,7%	22,3%	4,1%

Overskudsgraden før skat har i perioden ligget meget tæt i de tre regnskabsår, drevet af en nær relation mellem aktivitetsniveauet og dets driftsomkostninger. Dette viser at Ørsted endnu ikke har fordel af, at udnyttelsesgraden samt installationsomkostninger på de installerede havvindmølleparker. Ørsted befinder sig stadig i en fase, hvori omkostningerne til den grønne strategi stadig er høje.

Derved forventes det i budgetperioden, at den driftsoverskuddet vil stige i takt med den øgede nettoomsætning i Ørsted. Da omkostningsniveauet forventes at fortsætte med denne relation.

Fastlæggelse af vækst af investeret kapital

DKKm	2018	2017	2016
<i>Investeret kapital</i>	83.184	71.860	62.061

Det ses umiddelbart, at Ørsted har haft en støt stigende investeret kapital i sammenligningsperioden. Dette er på fuld linje med den forøgede aktivitet i den pågældende periode. Hvor opførslen af havvindmølleparker har bidraget væsentligt til den investerede kapital.

Ørsted har i forbindelse med deres ambition og heraf grønne strategi stort fokus på vedvarende energi. På nuværende tidspunkt er det dog stadig aktuelt med høje kapitalkrav, for at være en aktør på markedet.

DKKm	2018	2017	2016
<i>Investeret kapital/Nettoomsætning</i>	1,08	1,04	1,21

Hvis man ser nærmere på det historiske forhold imellem den investerede kapital og nettoomsætningen, ses der umiddelbart, at Ørsted har måttet forøge deres andel af investeret kapital i forhold til den opnåede nettoomsætning. Dette bekræfter et marked, som kræver sit kapitalberedskab, til at kunne foretage investeringer for at forøge sine aktiviteter og heraf opnå større salg.

I af handlingen forventes der således en støt stigende investeret kapital i budgetperioden.

Delkonklusion

I fastlæggelsen af omsætningen er det tydeligt, at Offshore-delen af Ørsted, der vil bidrage væsentligst med den største stigning til aktiviteterne. Ørsted har vundne udbud ordrebogen frem til minimum 2023, samt en række igangværende havvindmølleparker i gang. Der dermed danner grundlag for en fortsat markant omsætningsvækst for Ørsted i de kommende år.

Customer Solutions forventes at bidrage med en mindre stigning, i forventningen om, at det generelle marked for gas priser mv. udvikler sig i en positiv retning, hvilket også understøttes af den generelle konjunktur i verdensøkonomien. Dette bidrager positivt på priserne, som Ørsted kan sælge deres energi til. De øvrige divisioner, Bioenergy og Onshore, forventes ikke at bidrage væsentligt til væksten i budgetperioden.

Det forventes at Ørsted omsætningshastighed for aktiverne forbliver på samme niveau, som det historisk har ligget på, i den kommende budgetperiode. Derved vil den investeret kapital øge i takt med omsætningen, da det tillige er foreneligt med karakteristikaene for Ørsted og dens branche. Bag den lave omsætningshastighed ligger et behov for, at et stort

kapitalberedskab og deraf markante investeringer i anlæg er nødvendige. Opførslen af anlæg er direkte hovedårsagen til Ørsted fremtidige vækst, om det er i takt med opnåede delmål i opførslen eller om det er den effektive udnyttelse af de tilgængelige ressourcer på anlæggene.

Værdiansættelse

I denne del af afhandlingen vil der blive gennemgået værdiansættelsen af Ørsted med baggrund i reformuleringen samt fastlæggelse af den forvente vækst i budgetperioden. Til brug for dette vil der blive anvendt den tilbagediskonterede cash-flow model, DCF-modellen, der vil blive understøttet EVA-modellen, der står for Economic Value Added. Dette er i forhold til kontrol af værdiansættelsen af DCF-modellen.

Derudover vil der blive redegjort for usikkerheden af værdiansættelsen i form af en følsomhedsanalyse, for at påvise hvilke ændringer det har på Ørsted værdi, såfremt enkelte faktorer i forudsætningerne for værdiansættelsen ændrer sig i enten positiv eller negativ retning.

DCF-modellen

Den tilbagediskonterede cashflow-model baserer sig på pengestrømmene fra drift og investeringer. Dette kræver, at der først og fremmest er foretaget en reformulering af de officielle årsrapporter for at undgå unødigt støj og fejl i den efterfølgende udledning af det frie cash flow.

Det frie cash udledes af følgende beregning;

$$\text{Frit cash flow} = \text{Driftsoverskud} - \text{Ændring i netto driftsaktiver}^{57}$$

Begge input til beregning af det frie cash flow tages ud fra den reformulerede resultatopgørelse og balance.

Fastlæggelse af WACC

WACC er essentiel for at kunne udlede værdiansættelsen af Ørsted. I WACC indgår de vægtede kapitalomkostninger. Disse er udtryk for hvilke omkostninger det har for, at kunne indhente kapital til Ørsted. Dette kan ske enten via ejerne eller finansiering gennem bankerne. Derved indeholder WACC både afkastningskravet fra ejerne og den givne lånerente fra ekstern finansiering.

⁵⁷ s. 228, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

WACC udledes således ved nedenstående formel;

$$WACC = \frac{NIBL}{(NIBL + Equity)} \times r_d \times (1 - t) + \frac{Equity}{(NIBL + Equity)} \times r_e$$

Hvor:

NIBL = Net Interest Bearing Liabilities

Equity = Market value of equity

r_d = Interest rate on NIBL

r_e = Required rate of return on equity

t = Corporate tax rate

Fastlæggelse af kapitalstruktur

Da Wacc'en definerer hvilke afkast ejerne og kreditorerne har krav på. Skal markedsværdi på egenkapital og netto finansielle forpligtelser anvendes, når kapitalstrukturen skal fastlægges.

58

Kapitalstruktur	2018	2017	2016
Netto driftsaktiver	83.184	71.860	62.061
Egenkapital	68.488	54.791	39.106
Nettofinansielle forpligtelser	11.308	13.262	17.809
EK's andel	82%	76%	63%
NFF's andel	17%	24%	46%
Minoritetsinteresser	5%	7%	13%

Ovenstående tabel giver overblik over udviklingen af henholdsvis egenkapital og nettofinansielle forpligtelsers udvikling i sammenligningsperioden. Det ses umiddelbart, at egenkapitalen udvikling har været støt stigende mens de nettofinansielle forpligtelsers andel er mindsket år for år. Denne udvikling er drevet af en forøget aktivitet i Ørsted, samtidigt med større engangsindtægter har forøget egenkapitalen. Ser man udelukkende på de nettofinansielle forpligtelser kan det dog konstateres, at Ørsted har en relativ lav eksponering og deraf behov for fremmedfinansiering af sine aktiviteter.

Derved vurderes den langsigtede kapitalstruktur til at lægge på det seneste regnskabsårs niveau på 17 %.

⁵⁸ s. 55, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

Fastlæggelse af finansielle forpligtelsers afkastkrav

De finansielle forpligtelsers afkastkrav er i simpel forstand den aktuelle markedsrente, som Ørsted ville skulle betale for ved et givent lån. For at fastlægge afkastkravet for de finansielle forpligtelser kan dette udledes dette via;

$$r_d = r_f + r_s \times (1 - t)$$

Hvor:

$$r_f = \text{risikofri rente}$$

$$r_s = \text{Effektive rente}$$

$$t = \text{selskabsskatteprocenten}$$

Den risikofri rente er som oftest identificerbar, som den 10-årige rente på en statsobligation.⁵⁹

Denne vurderes i afhandlingen tillige som valid at anvende. Dette giver udtryk i en risikofri rente på 0,5 % i henhold til Nationalbanken.⁶⁰

Ørsted afdækker løbende sin renterisiko i forhold til sine gældsforpligtelser via optagelse af fastforrentende lån. Det er oplyst i seneste årsrapport for 2018, af den effektive rente var på 4,1 %.⁶¹

Ved fastlæggelse af de underliggende drivere til de nettofinansielle forpligtelser afkastkrav, kan afkastkravet således opgøres:

$$r_d = 0,5 + 4,1 \times (1 - 0,22) = 3,70 \%$$

Fastlæggelse af ejernes afkastkrav

Til fastlæggelsen af ejernes afkastkrav, er det valgt at anvende CAP-modellen. Modellen præmis er at sammenkæde den enkelte aktie med resten af aktiemarkedet. For at kunne illustrere hvilket afkastkrav ejerne har forventning om, for at kompensere den påtagede risiko deres investering har betydet.

For at fastlægge ejernes afkastkrav anvendes nedenstående formel:

⁵⁹ s. 56, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen

⁶⁰ <http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Udstedelse-af-statspapirer.aspx>

⁶¹ s. 143 i Ørsted's årsrapport for 2018

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f)$$

Hvor:

r_f = risikofri rente

β_e = Beta(systematisk risiko)

r_m = Markedsrisikopræmie

Som beskrevet ovenfor er den risikofri rente lig med den 10-årige rente på en statsobligation.

Markedsrisikopræmien er at definere, som den compensation investorer påkræver, frem for investering i risikofri aktiver. Til brug i denne afhandling er der valgt at anvende PWC's senest publicerede markedsgennemgang af investorers krav på forretning ved risikovillig investering. Derved er en markedsrisikopræmien sat til 5,6 %.⁶²

Den systematiske risiko anvendes i CAP-modellen på grund af ønsket om at indeholde den risiko, som investor påtager sig, ved køb af den pågældende aktie. Den systematiske risiko er med til at indikere relationen mellem aktien og det øvrige marked, når aktiekurserne falder eller stiger.

Ørsted er noteret på børsen, og derved kan beta indhentes fra eksterne kilder. Jf. Yahoo Finance kan beta identificeres til 0,82 %.⁶³ Dette indikerer at Ørsted er en lavrisikoaktie, ud fra betaværdien. Det er defineret ud fra, at en beta der er større end 0 og op til 1, er en investering med en risiko lavere end markedsrisiko. Det giver alt andet lige, at en beta over 1 er ensbetydende med en risiko højere end markedsrisikoen.

Dette giver følgende afkastkrav:

$$r_e = 0,5 \% + 0,82 \times (5,6 \% - 0,5 \%) = 4,68 \%$$

Når fastlæggelsen af finansielle forpligtelser og ejernes afkastkrav er identificeret, kan den samlende WACC beregnes.

⁶² <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

⁶³ <https://finance.yahoo.com/quote/ORSTED.CO/>

$$WACC = \frac{11.308}{(11.308 + 71.876)} \times 3,70 \times (1 - 0,22) + \frac{71.876}{(11.308 + 71.876)} \times 4,68 = 4,53 \%$$

Værdiansættelse ved brug af DCF-modellen

I følgende del af afhandlingen vil værdiansættelsen af Ørsted blive beskrevet med udgangspunkt i DCF-modellen. For at understøtte beregningen ved brug af DCF-modellen beregnes værdiansættelsen tillige ved brug af EVA. Formålet med dette er en kontrol af den endelige værdiansættelse af Ørsted, da værdien alt andet lige skal være den samme.

Forud for værdiansættelsen er de vægtede kapitalomkostninger blev fastlagt, da denne er påkrævet i at indgå i værdiansættelsen af Ørsted.

Det frie cash flow er DCF-modellen kerneelement i beregningen. For at fastlægge dette i budgetperioden samt terminalperioden, er der fastlagt en overordnet forventet vækst af henholdsvis omsætningen, investeret kapital og EBIT-margin.

Fastlæggelsen af de driverne i DCF-modellen er defineret ud fra de historiske årsrapporter og den strategiske analyse af Ørsted.

	Budgetperiode					Terminalår
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Salgsvækstrate (pct).	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%	2,0%
Primo Invested capital/salg	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21
EBIT- margin	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Effektiv skatteprocent på EBIT	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%

Ovenstående tabel oplister således de fastlagte vækstrater for omsætningen, investeret capital og EBIT-marginen.

Omsætningen er fastlagt med en høj rate i 2019, med en faldende vækst i den efterfølgende budgetperiode samt terminalår. Dette skyldes primært den forventede vækst i aktiviteterne for Offshore, hvor vundne udbud og igangværende arbejder forventes at øges markant i budgetperioden. Den faldende vækst skal ses med baggrund i, at de forventede projekter vil andrage en mindre del af den totale del af omsætningen i takt med færdiggørelsen af projekter i budgetperioden.

Det er dog vigtigt at bemærke, at den faldende vækst tillige relaterer sig til, at væksten bevæger sig hen imod en konstant vækst i henhold til steady state-princippet. Da der ikke foreligger væsentlig information omkring hvordan aktiviteterne forventes at kunne blive eksekveret på længere sigt. Væksten i terminalperioden er vurderet til 3 %, da Ørsted på længere sigt ikke kan forventes at overpræstere det øvrige marked og derved opnå en høj vækstrate i terminalperioden.

Tillige vil en høj vækstrate i terminalperioden, på niveau med budgetperioden betyde en stor andel af de fremtidige pengestrømme, når de tilbagediskonteres, have sit udgangspunkt i terminalperioden. Dette anses for værende uhensigtsmæssigt, da der i dette fald må revurderes i at forlænge budgetperioden såfremt dette er muligt.

Væksten af investeret kapital anses for, at bibeholdes på samme niveau i budgetperioden samt terminalåret. Det skal ses med baggrund i den historiske udvikling i forholdet mellem den øgede omsætning og deraf øgede investerede kapital har fulgt hinanden ad i årene. Samt karakteristika af Ørsted aktiver. Da der kræves en betydelig investering i aktiver, i takt med nye aktiviteter i Ørsted.

Overskudsgraden anses for at andrage 10 % i både budgetperioden og terminalåret. Dette skyldes en tæt relation mellem EBIT og nettoomsætningen i sammenligningsperioden. Det vurderes, at Ørsted ikke vil kunne opnå højere overskudsgraden på sigt, på grund af øget konkurrence og deraf pres på marginerne. Der opvejes af en mindre konkurrencefordel for Ørsted på kort sigt, da det forventes at Ørsted ikke vil kunne bibeholde en sådan fordel på markedet end over en kort årrække. Som angivet i fastlæggelsen i driftsoverskuddet, er anden indkomst og omkostninger ikke medtaget i den estimerede overskudsgrad, da påvirkningen er meget usikker at fastslå, og deraf vil kunne forårsage megen regnskabstøj i værdiansættelsen af Ørsted.

Formålet med beregningen er at udlede Ørsted's markedsværdi via følgende beregning, der tilbagediskonterer de fremtidige pengestrømme fra henholdsvis budgetperioden og terminalperioden fratrasket de nettofinansielle forpligtelser.

$$V_0^e = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + r_{WACC})^t} + \frac{FCFF_{t+1}}{(1 + r_{WACC})^{t+1}} - NFF_0$$

	1	2	3	4	5
DCF-modellen	2019	2020	2021	2022	2023
NOPAT	5.791	6.949	7.992	8.791	9.231
ΔIC	-17.968	-16.171	-12.398	-6.819	-4.296
FCFF	-12.176	-9.221	-4.406	1.972	4.935
Discontering 4,53 pct	1,05	1,09	1,14	1,19	1,25
PV FCFF	-11.648	-8.439	-3.857	1.652	3.954
Sum PC FCFF	-18.339				
TV					331.503
PV TV	265.591				
Virksomhedsværdi (EV)	247.252				
Netto finansielle forpligtelser	40.535				
Værdi af egenkapital	206.717				

Ovenstående beregning viser DCF-modellen for Ørsted. Det frie cash flow for Ørsted udledes af udviklingen af henholdsvis driftsoverskuddet og delta af den investerede kapital.

Beregningen viser en markedsværdi på Ørsted mia. kr. 206.717

For at understøtte den beregnede værdiansættelse af Ørsted ved brug DCF-modellen, beregnes markedsværdien tillige ved brug af EVA-modellen. EVA-modellen, der betegnes som Economic Value Added, differentierer sig ved sit fokus på residualoverskuddet fra driften og WACC.

EVA udledes via følgende formel:

$$V_0^e = NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1 + r_{WACC})^t} + \frac{RIDO_{t+1}}{(1 + r_{WACC})^{t+1}} - NFF_0$$

Hvor RIDO udledes ved følgende beregning;

$$RIDO = DO_t - r_{wacc}NDA_{t-1}$$

	1	2	3	4	5
EVA	2019	2020	2021	2022	2023
NOPAT	5.791	6.949	7.992	8.791	9.231
IC (Primo)	89.838	107.806	123.976	136.374	143.193
ROIC (OBS uden gns. Tal)	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%

EVA i pct.	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EVA	1.719	2.062	2.372	2.609	2.739
Discontering 4,53 pct	1,05	1,09	1,14	1,19	1,25
PV EVA	1.644	1.887	2.076	2.185	2.195
Sum PV EVA	9.987				
TV					184.014
PV TV	147.427				
Virksomhedsværdi (EV)	247.252				
Netto finansielle forpligtelser	40.535				
Værdi af egenkapital	206.717				

Da markedsværdien for Ørsted er på mia. kr. 206.717, kan det konstateres, at beregningen af markedsværdien ved brug af DCF-modellen er korrekt.

Værdiansættelsens usikkerhed

Værdiansættelsen er blevet udledt af en række fastlagte faktorer, der samlet set har bidraget til den samlede markedsværdi for Ørsted. Derfor er det relevant at foretage konsekvensberegninger af, hvorledes en ændring i enten negativ eller positiv retning vil have for Ørsted's markedsværdi. Derved kan følsomheden af de enkelte faktorer påvises, og derved kunne tillægges hvilke af disse der påvirker værdiansættelsens følsomhed mest. I følsomhedsanalysen er der valgt at se nærmere på de underliggende drivere for ejernes og de finansielle forpligtelsers afkast, der indgår i beregningen af de vægtede kapitalomkostninger, også benævnt tidligere som WACC. Således ses der nærmere på beta, markedsrisikopræmien og den risikofri rente.

Beta	-0,1	-0,05	-	0,05	0,1
Beta	0,72	0,77	0,82	0,87	0,92
Markedsværdi	321.734	254.549	206.717	170.944	143.190
Δ	115.017	47.832	0	-35.774	-63.527

Beta indgår i beregningen af ejernes afkastkrav. Værdien af beta indikerer hvorvidt en investering i Ørsted vurderes at have mindre eller større risiko end markedet. Dette giver en konsekvens af, at en højere beta på Ørsted alt andet lige har en markant negativ effekt på markedsværdien af Ørsted. Dette indikerer, at selv en minimal ændring af beta, har stor indvirkning på værdiansættelsen af Ørsted.

Markedsrisikopræmie	-0,10%	-0,05%	-	0,05%	0,10%
Markedsrisikopræmie	5,50%	5,55%	5,60%	5,65%	5,70%
Markedsværdi	220.521	213.456	206.717	200.285	194.137
Δ	13.804	6.738	0	-6.433	-12.580

Markedsrisikopræmien indgår i beregningen af ejernes afkastkrav. Hvoraf den er et delelement, skabt af hvad det generelle marked forventer af præmie, når der foretages investeringer. Markedsrisikopræmien er således drevet af eksterne faktorer, og en eventuel ændring vil komme af, at investorerne ændrer på deres krav til præmien. Det ses umiddelbart, at en forøgelse af markedsrisikopræmien vil resultere i et fald af markedsværdien på Ørsted.

Risikofri rente	-0,30%	-0,15%	-	0,15%	0,30%
Risikofri rente	0,20%	0,35%	0,50%	0,65%	0,80%
Markedsværdi	215.659	211.119	206.717	202.448	198.306
Δ	8.942	4.402	0	-4.269	-8.412

Den risikofri rente er i afhandlingen defineret som renten på den 10-årige statsobligation, der indgår i beregningen af de vægtede kapitalomkostninger. Både i beregningen af ejernes og de finansielle forpligtelsers afkastkrav. Den 10-årige rente er drevet af markedsvilkårene og deraf udviklingen af verdensøkonomien. Her har renten i forhold til de makroøkonomiske forhold lagt på et rekordlavt niveau i de seneste år.

Femte del, Konklusion

Konklusion

Ørsted er mindre spiller på det generelle marked for energi, men har taget førertrøjen på, når det gælder markedet for vedvarende energi. Man har aktivt foretaget et strategisk valg, og lade den ”sorte” del af Ørsted blive udfaset med udgangen af 2023.

For at kunne identificere hvilke udfordringer Ørsted står over for i fremtiden, er en strategisk analyse blevet foretaget, hvori de interne og eksterne forhold er blevet identificeret.

Til brug for dette har jeg gjort brug af henholdsvis PESTEL-analysen og Porter’s Five Forces, og slutteligt samlet forholdene i en SWOT-analyse. I SWOT fremgår det tydeligt hvilke dele af de identificerede udfordringer er mulige for Ørsted at kunne påvirke direkte eller er afhængig af omverdenen.

Ørsted har i den forbindelse valgt gå i en retning af, hvad de eksterne faktorer fordrer. Samfundet er generelt vågnet op og har indset, at såfremt der skal kunne eksistere en holdbar fremtid og verden. Er der brug for at klimaet bliver taget alvorligt. Alle tiltag, der fremmer et bedre klima, og mindsker miljøpåvirkningen er den rigtige retning. Således er der gennemgående fredage overalt i verden, hvor folk strømmer ud på gaderne og råber vagt i

gevær. Dette spreder sig til den lovgivende og udøvende magt rundt omkring i verden. Som med viden fra forskningen understøtter den stigende uro for hvordan kloden skal kunne klare sig i mange flere år uden støt af foregå. Ultimativt er Ørsted stærkt afhængig af de eksterne faktorer, da den givne miljøpolitik samt lovgivning på både nationalt, europæisk og globalt sætter barren og ikke mindst rettesnoren for Ørsted's udviklingsmuligheder.

Derfor er det tydeligt, at Ørsted skal fortsætte med en markant investering i sin grønne strategi, for at kunne holde sig i en førerposition, når det gælder om at være det foretrukne energiselskab når det omhandler vedvarende energi. Det er igennem vundne udbud på nye projekter, indgåelse af partnerselskaber og udvikling af energieffektive anlæg, der vil fremme Ørsted's potentiale. Da markedet for vedvarende energi alt andet lige vil kunne blive mere intensivt, såfremt de eksterne forhold agiterer til at nye aktører ønsker at komme ind på markedet. Her er det nødvendigt for Ørsted at beskytte sin position, da kapitalkravene i forhold til adgangsbarrierer vil kunne blive mindre væsentlige, såfremt de nye aktører, er aktører kommer med robusthed gennem mindre klimavenlige energiformer, og derved har et netværk og den nødvendige kapital, at viljen til at opnå markedsandele udgør en væsentlig trussel for Ørsted på længere sigt.

Investeringen og fokus på den grønne energi er netop en parameter, hvor Ørsted selv kan påvirke verdensgangen og heraf specifikt for dem selv. På kort og mellemlang sigt har Ørsted en mindre konkurrencemæssig fordel på grund af den opnående knowhow og høje adgangsbarriere for nye aktører, men disse kan ikke forventes at bestå så nemt, såfremt store aktører fra substituerende markeder ikke er udfordret eller begrænset af de store kapitalkrav til indtræden.

Ørsted position på markedet giver også effekt, idet den identificerede markedsrisiko er vurderet lavere end resten af markedsporteføljen. En investering i vedvarende energi vil med god sandsynlighed ende til fordel for Ørsted, når investorer ser sig om hvilke virksomheder, de ønsker at investere i, når det kommer til vedvarende energi. Dette bekræftes i stigningen af aktiviteten hos Ørsted inden for de seneste regnskabsår. I takt med vundne udbud har været projekteret og er blevet opført, har Ørsted kunne profitere af sit tidlige fokus på offshore-delen og havvindmølleparker. Den markedsledende position i Nordeuropa har medført, at man står i en særdeles gunstig forhandlingsposition, når nye udbud skal forsøges vundet på både eksisterende og nye projekter rundt omkring i verdenen. Derved øges det potentielle

aktivitetsniveau for Ørsted, at man entrerer markeder som USA og Taiwan i jagten på nye markeder og deraf aktivitet.

Tillagt de udfordringer og muligheder Ørsted har på kort, mellem og lang sigt vurderes Ørsted til en værdi en smule over markedsværdi. Dette skal ses med baggrund i usikkerheden for, at alle potentielle og kommende aktiviteter formår at blive eksekveret på til fulde. Både i forhold til overholdelse af tidsrammer og det omfang, der er stillet i udsigt. En væsentlig faktor er dog tillige den eventuelle merværdi, der ligger i engangsindtægter for frasalgs af ejerandele i havvindmølleprojekter fremover. Dette vurderes til at kunne give en markant positiv effekt på Ørsted indtjening. Men givet af, at der for nu er oplyst, at man ikke påtænker nye partnerskaber i 2019. Anses det for usikkert at kunne indregne effekterne af sådanne engangsindtægter ind i den fremtidige budget- og terminalperiode.

Ørsted anses for at have valgt en retning, der viser et stort potentiale for merindtjening, i forlængelse af den fastlagte tilbagediskonterede markedsværdi umiddelbart er over den markedsværdi ved offentliggørelsen af årsrapporten for 2018 pr. 31. januar 2019. Deri har følsomheden for Ørsteds værdi en stor grad af påvirkning. Blot en lille ændring af Ørsted's beta har en stor effekt på værdiansættelsen i enten positiv eller negativ retning.

Bilag

Bilag 1

Reformuleret resultatopgørelse

(DKKm)	2018	2017	2016
Nettoomsætning	75.520	59.709	57.393
Driftsomkostninger	-54.018	-40.694	-37.622
Bruttoresultat	21.502	19.015	19.771
Andre eksterne omkostninger	-5.865	-4.241	-4.078
Personaleomkostninger	-3.126	-3.197	-3.088
Driftsresultat før afskrivninger(EBITDA)	12.511	11.577	12.605
Af- og nedskrivninger af immaterielle og materielle anlægsaktiver	-5375	-6284	-5232
Driftsresultat før skat (EBIT)	7.136	5.293	7.373
Skat af driftsresultat	-435	1.722	-1.214
Driftsresultat efter skat (NOPAT)	6.701	7.015	6.159
Anden indkomst og omkostninger	16.123	17.081	3.027
skat af anden indkomst og omkostninger	-3.547	-3.758	-666
Driftsresultat af anden indkomst og omkostninger	12.576	13.323	2.361
Driftsresultat efter anden indkomst og omkostninger	19.277	20.338	8.520
Netto finansielle omkostninger	-1.283	-1.171	-750
Skat af netto finansielle omkostninger	282	258	165
Netto finansielle omkostninger efter skat	-1.001	-913	-585
Driftsresultat efter skat	18.276	19.425	7.935
Skatteallokering	22%	22%	22%
Skat af EBIT	-435	1.722	-1.214
Skat af anden indkomst og omkostninger	-3.547	-3.758	-666
Skat af netto finansielle omkostninger	282	258	165
Samlet skat	-3.700	-1.778	-1.715
Minoritetsinteresser	-419	-1339	-1252
Totalindkomst	18.695	20.764	9.187

Bilag 2

Reformuleret balance

Driftsaktiver			
(DKKm)	2018	2017	2016
Driftsaktiver			
Immaterielle aktiver	777	689	955
Grunde og bygninger	969	1.501	1.505
Produktionsanlæg	66310	60603	53708
Efterforskningsaktiver	0	0	0
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	342	413	438
Materielle aktiver under udførelse	16434	13328	14531
Kapitalandele i associerede og fælleskontrollerede virksomheder	457	339	1060
Tilgodehavender fra associerede og fælleskontrollerede virksomheder	60	48	626
Udskudt skat	4588	2865	88
Andre tilgodehavender	2670	1955	515
Langfristede driftsaktiver	92.607	81.741	73.426
Varebeholdninger	13943	3853	3451
Derivater	5468	4870	8689
Entreprisekontrakter	1451	10817	6453
Tilgodehavender fra salg	10741	9170	7286
Andre tilgodehavender	4390	3519	1710
Tilgodehavender fra associerede og fælleskontrollerede virksomheder	0	0	49
Selskabsskat	1525	296	430
Aktiver bestemt for salg	15223	2642	15373
Kortfristede driftsaktiver	52.741	35.167	43.441
Driftsaktiver i alt	145.348	116.908	116.867
Driftsforpligtelser			
Udskudt skat	4025	2128	2185
Hensatte forpligtelser	12774	10840	8337
Andre gældsforpligtelser	7779	5714	6622
Langfristede driftsforpligtelser	24.578	18.682	17.144
Hensatte forpligtelser	680	680	702
Derivater	8094	4374	6930
Entreprisekontrakter	924	1317	171
Leverandørgæld	13082	11499	10024
Andre gældsforpligtelser	4793	6368	6277
Selskabsskat	5162	1498	54
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	4851	630	13504
Driftsforpligtelser i alt	62.164	45.048	54.806
Investeret kapital	83.184	71.860	62.061
Finansielle aktiver			
Andre værdipapirer og kapitalandele	211	130	158
Værdipapirer	25501	25280	16533
Likvide beholdninger	3515	4203	2931
Finansielle aktiver i alt	29.227	29.613	19.622
Finansielle forpligtelser			
Hybridkapital	13239	13239	13248
Obligations- og bankgæld	27.296	29.636	24.183
Finansielle forpligtelser i alt	40.535	42.875	37.431
Finansielle forpligtelser i alt	-11.308	-13.262	-17.809
Minoritetsinteresser	3388	3807	5146
Egenkapital	68.488	54.791	39.106

Litteraturliste

Bøger;

Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang, Ole Sørensen, 3.udgave, 2. Oplag, 2011

Financial statement analysis, Christian Pedersen, Thomas Plenborg & Finn Kinserdal, 2017

Årsregnskaber

Ørsted årsrapport 2018

Ørsted årsrapport 2017

Ørsted årsrapport 2016

Anden litteratur

Gormsen, .C (2017, 17. maj) Tidslinje – Forstå sagen om Dong-salget. Lokaliseret på;
<https://www.altinget.dk/artikel/tidslinje-forstaa-sagen-om-dong-salget>

Ørsted, Udforsk vores historie. Lokaliseret på:
<https://orsted.dk/Privat/Om-os/Om-orsted/Udforsk-historien>

Madelaire, C. (2006, 13. mar) Dong sælger gaslagre forud for kæmpe fusion. Lokaliseret på;
https://borsen.dk/nyheder/generelt/artikel/1/85804/dong_saelger_gaslagre_forud_for_kaempe_fusion.html

Ritzau, (2013, 27. feb) Politisk aftale: Dong skal børsnoteres. Lokaliseret på:
<https://www.dr.dk/nyheder/politik/politisk-aftale-dong-skal-boersnoteres>

Herschend, S.S. (2016, 4. feb) Dongs børsnotering trin for trin. Lokaliseret på:
<https://www.dr.dk/nyheder/penge/dongs-boersnotering-trin-trin>

Allingstrup, M. (2016, 9. juni) Analytiker: Topkarakter til Dong-børsnotering. Lokaliseret på:
<https://www.dr.dk/nyheder/penge/analytiker-topkarakter-til-dong-boersnotering>

Ørsted, Vores vision og værdier. Lokaliseret på:
<https://orsted.com/da/About-us/About-orsted/Our-vision-and-values>

Ørsted, Vores forretning. Lokaliseret på:
<https://orsted.com/da/Our-business>

Ritzau, (2018, 26. juni) Ørsted vil sælge sin elforretning i Danmark. Lokaliseret på:
<https://www.dr.dk/nyheder/penge/orsted-vil-saelge-sin-elforretning-i-danmark>

Energi-, Forsynings- og Klimaministeriet, Parisftalen 2015. Lokaliseret på:
<https://efkm.dk/klima-og-vejr/klimaforhandlinger/parisaftalen-2015/>

Klima- og Energiministeriet, (2011, juni) Energistrategi 2050. Lokaliseret på:
http://www.stm.dk/multimedia/Energistrategi_2050.pdf

Retsinformation, (2018, 27. juni) Bekendtgørelse af lov om elforsyning. Lokaliseret på:
<https://www.retsinformation.dk/Forms/r0710.aspx?id=202155>

Vedvarende energi, EU energipolitik, Lokaliseret på:
<https://ve.dk/hvem-er-vi/vi-mener/vedvarende-energi-ja-tak/eu/>

Klimarådet, (2016, 14. november), Danmark og EU's 2030-klimamål. Lokaliseret på:
<https://klimaraadet.dk/da/analyser/danmark-og-eus-2030-klimamaal>

Dansk Energi, (2018), Elpris outlook 2018. Lokaliseret på:
https://www.danskeenergi.dk/sites/danskeenergi.dk/files/media/dokumenter/2018-03/Elpris_Outlook_2018_0.pdf

Elforbundet – sammen presser vi prisen på el. Lokaliseret på:
www.el-forbundet.dk

Nielsen. R. H, Illustreret videnskab (2018, 7. oktober) Her er fremtidens energi. Lokaliseret på:
<https://illvid.dk/teknologi/energi/her-er-fremtidens-energi>

Siemens, Indgår stærkt samarbejde om fremtidens energiforsyning. Lokaliseret på:
https://w3.siemens.dk/home/dk/dk/cc/presse/meddelelser/arkiv/pages/indgaar_staerkt_samarbejde_om_fremtidens_energiforsyning.aspx

Ørsted, (2018, 9. august) Ørsted køber Lincoln Clean Energy, en amerikansk udvikler af landvind. Lokaliseret på:
<https://orsted.com/da/Company-Announcement-List/2018/08/1789143>

Amager fælled. Lokaliseret på:
<http://www.amagerfaelled.dk/category/amager-faelled/>

Olsson, K. (2018. 25. Dec) 15-årige Greta indledte globalt klimaoprør, da hun satte sig foran parlamentet. Og blev siddende. Lokaliseret på:
<https://politiken.dk/klima/art6932421/15-%C3%A5rige-Greta-indledte-globalt-klimaopr%C3%B8r-da-hun-satte-sig-foran-parlamentet.-Og-blev-siddende>

Danmarks Nationalbank, (2019, 14. maj) Udstedelse af statspapirer. Lokaliseret på:
<http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Udstedelse-af-statspapirer.aspx>

PWC, (2016, februar) Prisfastsættelse på aktiemarkedet. Lokaliseret på:
<https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

Yahoo, (2019, 14. maj) Betaværdi af Ørsted. Lokaliseret på:
<https://finance.yahoo.com/quote/ORSTED.CO/>

Energistyrelsen, Energifriser og afgifter. Lokaliseret på:
<https://ens.dk/service/statistik-data-noegletal-og-kort/energifriser-og-afgifter>